



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ



Σπουδαστές:

ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΥ ΛΕΒΑΝΤΑ

ΑΝΔΡΟΥΤΣΟΠΟΥΛΟΣ ΘΕΟΦΑΝΗΣ

Εποπτεύων Καθηγητής:

ΚΟΥΜΑΝΑΚΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ

ΠΑΤΡΑ, Σεπτέμβριος 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	2
ΜΕΡΟΣ Α΄	6
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
2. Η ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ.....	9
2.1. ΓΙΑΤΙ Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΕΙΝΑΙ ΤΟΣΟ ΕΞΕΧΟΥΣΑ ΣΗΜΕΡΑ.....	12
2.1.1 Το παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποίησης.....	12
2.1.2 Συνταξιοδοτικά ταμεία και ενεργοί επενδυτές.....	14
2.1.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές	17
2.1.4 Άρση των ελέγχων και συγχωνεύσεις κεφαλαιαγορών.....	17
2.1.5 Η κρίση Ρωσίας/ Ανατολικής Ασίας/ Βραζιλίας το 1998.	18
2.1.6 Σκάνδαλα και αποτυχίες σε σημαντικές Αμερικανικές εταιρίες.....	18
2.2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ: Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ	19
2.2.1. ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ (Principles of Corporate Governance Εισαγωγή Στόχος.....	21
2.2.2 Διοικητικό Συμβούλιο της Ανωνύμου Εταιρείας.....	22
2.2.3 Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας.....	23
2.2.4. Οργάνωση του Εσωτερικού Ελέγχου	24
2.2.5 Επιτροπές εκ μελών του Διοικητικού Συμβουλίου	25

2.2.6 Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών- Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων.....	25
2.2.7 Υποχρέωση τήρησης των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	26
2.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	26
2.3.1 Τι Είναι Και Τι Επιτυγχάνουν.	26
2.4 ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΠΡΟΒΟΛΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ.....	30
2.4.1 Η ανάγκη δημιουργίας κριτηρίων προβολής εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α.	30
2.4.2 Συνοπτική παρουσίαση των κριτηρίων	31
2.4.3 Διαφάνεια και επικοινωνία των εταιρειών με τους επενδυτές	31
2.4.4 Εταιρική διακυβέρνηση.....	32
2.4.5 Διατήρηση ποσοστού ελεύθερης διασποράς.....	32
2.4.6 Κριτήρια προβολής εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α.....	33
2.5 ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	39
2.5.1 Στον Ιδιωτικό Τομέα	39
2.5.2 Στο Δημόσιο Τομέα.....	41
3. ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΧΡΗΣΤΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	41
3.1 Η Αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση Ενάντια Στην Κακοδιαχείριση Των Χρηματιστηριακών Πόρων	44
3.2 Παραδείγματα Ελληνικών Επιχειρήσεων Που Εφαρμόζουν Την Εταιρική Διακυβέρνηση Στην Ελλάδα.....	46
3.2.1 Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.....	46

3.2.2 ΟΠΑΠ Α.Ε.	47
3.2.3 Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων.....	47
3.3 Τι Συμβαίνει Στο Εξωτερικό	48
3.3.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής	48
3.3.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Στη Γερμάνια	48
3.3.3 Ευρωπαϊκή Επιτροπή - Αντιπροσωπεία Στην Ελλάδα	49
4. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΙΝΑΙ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	51
4.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Όσον Αφορά Τις Δ.Ε.Κ.Ο.	51
4.1.1 Εισαγωγή	51
4.2 Ανάπτυξη Και Επενδύσεις: Η Ώρα Του Ιδιωτικού Τομέα	52
4.3 Επιβάλλονται Κανόνες Εταιρικές Διακυβέρνησης Στις Δημόσιες Επιχειρήσεις.....	54
4.4 Το Εγχείρημα Της Μεταρρύθμισης Των Δημοσίων Επιχειρήσεων Και Οργανισμών	54
ΜΕΡΟΣ Β'	57
5. ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΡΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	57
5.1 Εταιρική Διακυβέρνηση	59
5.2 Εταιρική Διακυβέρνηση - Γενικά.....	63
5.2.1 Η Ταυτότητα της Έρευνας.....	63
5.2.2 Προφίλ Δραστηριοτήτων.....	64
5.2.3 Δομή Ιδιοκτησίας	65

5.3 ΟΨΕΙΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΠΑΝΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	106
5.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	108
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ	112
1.ΝΟΜΟΣ ΥΠ’ ΑΡΙΘ. 3016 / 2002«ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, ΘΕΜΑΤΑ ΜΙΣΘΟΛΟΓΙΟΥ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ.» (ΦΕΚ 110 /17.05.2002) (Άρθρα 1 - 11)..	112
2.ΟΔΗΓΙΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ Ν. 3429/2005 «ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ (ΔΕΚΟ)» (ΦΕΚ 314/Α).	118
3.ΤΟ ΝΟΜΟΣΧΕΔΙΟ «ΟΛΕΣ ΟΙ ΔΕΚΟ ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ»	120
4. ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ - ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE / ΧΑ 20 - FTSE/ ΧΑ 40	122
4.1FTSE 20 / FTSE 40	122
4.2FTSE 20	123
4.3FTSE 40	129
1.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ-URL.....	140
1.1 ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	140
1.2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	142
1.3 ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ.....	144

ΜΕΡΟΣ Α΄

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Κατά τη τελευταία δεκαετία διαπιστώνεται συνεχώς η πραγματοποίηση συνεδρίων και συνδιασκέψεων διεθνώς σχετικά με τον τρόπο και την αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιρειών (Corporate Governance). Οι εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς και τα χρηματιστήρια, οι αντιπρόσωποι των επαγγελματιών ενώσεων της κεφαλαιαγοράς, οι διεθνείς οργανισμοί όπως ο Ο.Ο.Σ.Α. και η Παγκόσμια Τράπεζα, οι λογιστές, οι νομικοί και οι βιομήχανοι, αλλά κυρίως οι επενδυτές. Είτε είναι θεσμικοί επενδυτές (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και ασφαλιστικά ταμεία) είτε είναι μικροεπενδυτές θεωρούν ότι οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν ουσιαστικό παράγοντα καθορισμού της αποτελεσματικότητας των εθνικών κεφαλαιαγορών αλλά και του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Αποτελούν, δηλαδή, βασικό μέτρο της αξιοπιστίας τους. Η εγρήγορση αυτή των φορέων της κεφαλαιαγοράς σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο σημαντικών επενδυτικών εξελίξεων. Οι ιδιώτες επενδυτές αναζητούν συνεχώς επενδυτικές ευκαιρίες υψηλής απόδοσης έναντι ανάληψης κινδύνου, οδηγώντας στην αύξηση της ζήτησης επενδυτικών τίτλων τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες. Η αυξημένη ζήτηση ικανοποιείται από αυξημένη προσφορά τίτλων καθώς όλο και περισσότερο οι εταιρείες, τόσο στις αναπτυσσόμενες όσο και στις ανεπτυγμένες χώρες, επιζητούν την άντληση υγιών κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, οι εθνικές κυβερνήσεις αλλά και οι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί υποχρεούνται, στο πλαίσιο του νέου ανταγωνιστικού καπιταλισμού, να περικόψουν την οικονομική ενίσχυση που παραδοσιακά παρείχαν άμεσα ή έμμεσα στις δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις. Τα εμπόδια στη διεθνή μετακίνηση κεφαλαίων περιορίζονται συνεχώς οδηγώντας τους σχεδιαστές οικονομικής πολιτικής αλλά και τους επιχειρηματίες στην αναγνώριση της αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης ως βασική προϋπόθεση σχηματισμού κεφαλαίου. Πράγματι, διαπιστώνεται συνεχώς ότι μη αποτελεσματικές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης, σε συνδυασμό με την ύπαρξη καταχρηστικών πρακτικών στην αγορά, οδηγούν στην στρέβλωση των χρηματιστηριακών τιμών στην αγορά και την μη αποδοτική κατανομή των παραγωγικών πόρων των εισηγμένων εταιρειών, οδηγούν σε

σκάνδαλα εταιρειών όπως της Ιταλικής ‘Parmalat’ και της Αμερικάνικης ‘Enron’, ενισχύουν τις συνθήκες αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ εταιρειών αλλά και αγορών και αποθαρρύνουν την επενδυτική δραστηριότητα προκαλώντας ανάσχεση της οικονομικής ανάπτυξης.

Η διαπίστωση αυτή ενισχύεται από τα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών σχετικά με τις επιθυμίες των επενδυτών. Σε έρευνα αγοράς τον Ιούνιο του 2000, η εταιρεία McKinsey & Co. διαπίστωσε ότι οι επενδυτές διαφορετικών χωρών έδειξαν διατεθειμένοι να καταβάλλουν κατά 18% έως 28% μεγαλύτερο τίμημα για την αγορά μετοχών εισηγμένων εταιρειών των οποίων οι πρακτικές διακυβέρνησης είναι σύγχρονες και αποτελεσματικές.¹ Διαπίστωσε επίσης ότι η ποιότητα του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιρειών αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα επιλογής μετοχών σε σχέση με την ποσότητα και ποιότητα των γνωστοποιούμενων χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Σε νεώτερη έρευνα που περιέλαβε 200 θεσμικούς επενδυτές σε 31 χώρες, η εταιρεία McKinsey & Co.² Έδειξε ότι το 75% των επενδυτών αυτών ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για την αγορά μετοχών εταιρειών που εφαρμόζουν σύγχρονες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ανάλογες διαπιστώσεις γίνονται στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Η εταιρεία Russell Reynolds Associates, σε μελέτη της, διαπίστωσε ότι περίπου 50% των ευρωπαϊκών επενδυτών και 61% των επενδυτών στις ΗΠΑ έχουν αποφασίσει είτε να μην επενδύουν σε μετοχές εταιρειών είτε να μειώσουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιρειών που χαρακτηρίζονται από ανεπαρκές καθεστώς λογοδοσίας και διαφάνειας.³ Επιπλέον, σύμφωνα με τις αναφορές της εταιρείας συμβούλων Davies Global Advisors Inc. στις ΗΠΑ, οι μη αποτελεσματικές πρακτικές λογοδοσίας αρκετών προς εισαγωγή εταιρειών συνέβαλε σημαντικά στην μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των μετοχών τους κατά την αρχική διαπραγμάτευσή τους ή την ελλιπή απορρόφηση των προσφερόμενων τίτλων κατά την αρχική δημόσια εγγραφή. Επίσης η Παγκόσμια Τράπεζα και ο μέχρι πρόσφατα επικεφαλής οικονομολόγος της Joseph Stiglitz έχουν υποστηρίξει ότι οι πολιτικές αποκρατικοποιήσεων δημόσιων επιχειρήσεων είναι επιτυχείς εφόσον συνδυάζονται με αποτελεσματικές πρακτικές διαφάνειας και λογοδοσίας.

¹ McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey*, 2000

² International Herald Tribune, 2002

³ www.russey.com, «*Corporate Governance in the New Economy, 2000: International Survey of Institutional Investors*»

Διαπιστώνεται δηλαδή ότι, στο νέο ανταγωνιστικό πλαίσιο, οι εταιρείες καλούνται να εφαρμόζουν πολιτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης που να ανταποκρίνονται στα αιτήματα για διευρυμένη λογοδοσία και διαφάνεια. Επίσης, οι σύμβουλοι επενδύσεων, που παρέχουν συμβουλές σε μέλη διοικητικών συμβουλίων εισηγμένων εταιρειών και στα εκτελεστικά διεθυντικά τους στελέχη, καλούνται συνεχώς να παίζουν ενεργό ρόλο στην ενθάρρυνση των εταιρειών αυτών να υιοθετούν αποτελεσματικές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι εταιρείες συχνά πλέον επιζητούν την συμβολή ειδικών για ζητήματα σχετικά με την οργάνωση και διακυβέρνησή τους. Για παράδειγμα, εταιρείες που επιθυμούν να ανταλλάξουν τίτλους ιδιοκτησίας έναντι μετρητών (μέσω της δημόσιας προσφοράς προς το επενδυτικό κοινό διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο μετοχικών τίτλων ή μέσω ιδιωτικής τοποθέτησής τους) επιζητούν καθοδήγηση σχετικά με τους τρόπους διακυβέρνησης που προτιμώνται από τους σύγχρονους επενδυτές αλλά και τις σχέσεις που θα πρέπει να αναπτύξουν με αυτούς. Δοθέντων των διαφορών μεταξύ των εθνικών θεσμικών πλαισίων και των κριτηρίων εισαγωγής μετοχών προς διαπραγμάτευση στα χρηματιστήρια, η ανάγκη παροχής σχετικών συμβούλων εμφανίζεται εντονότερη στις αυξανόμενες διασυνοριακές κεφαλαιακές συναλλαγές και εκδόσεις μετοχικού κεφαλαίου, όπου διαφορετικές προσδοκίες επικρατούν στους επενδυτές. Επίσης, οι νομικοί και οι οικονομικοί σύμβουλοι εταιρειών που παρέχουν συμβουλές χρειάζονται πλήρη κατανόηση του θεσμικού και εν γένει πλαισίου διακυβέρνησης (εταιρικό και χρηματιστηριακό δίκαιο, κριτήρια εισαγωγής διαπραγμάτευσης τίτλων στο χρηματιστήριο, άριστες υπό δεδομένες συνθήκες επιχειρηματικές πρακτικές, επίδραση της τοπικής κουλτούρας διακυβέρνησης), καθώς τα ενδιαφερόμενα μέρη των κεφαλαιακών αυτών συναλλαγών υποχρεούνται να υιοθετούν σύγχρονες πρακτικές διακυβέρνησης προκειμένου να διασφαλίσουν την επιτυχή πραγματοποίησή τους. Η διοίκηση, τα εκτελεστικά στελέχη και οι σύμβουλοι των εταιρειών οφείλουν να κατανοούν πλήρως τα δικαιώματα και τις ευθύνες όπως οριοθετούνται στο υφιστάμενο πλαίσιο διακυβέρνησης των εταιρειών αλλά και των συστάσεων άριστης πρακτικής και της επίδρασης που αυτή έχει στον ρόλο και ευθύνη των συμμετεχόντων στην δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Η ανάγκη κατανόησης και η υποχρέωση συμμόρφωσης είναι εντονότερες στην περίπτωση των εντεινόμενων διασυνοριακών συναλλαγών, όπου τα ζητήματα αυτά γίνονται προφανώς περισσότερο πολύπλοκα. Δηλαδή, για να επιτύχουν τους σκοπούς τους στο σύγχρονο περιβάλλον,

όσοι λαμβάνουν επιχειρηματικές αποφάσεις και παρέχουν συμβουλές για αυτές οφείλουν να έχουν σαφή κατανόηση των τεχνικό-νομικών κανόνων προς τους οποίους καλούνται να συμμορφωθούν και των βασικών παραμέτρων που καθορίζουν τη σύγχρονη και αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση. Ειδικότερα, καλούνται να κατανοήσουν : α) τις δυνάμεις που συμβάλλουν στην ενίσχυση του ενδιαφέροντος διεθνώς για την Εταιρική Διακυβέρνηση και τον τρόπο επίδρασή τους στην χρηματιστηριακή και εν γένει συμπεριφορά των εταιρειών β) την ακριβή έννοια και σημασία των πρακτικών διακυβέρνησης για τις εισηγμένες εταιρείες και γ) τις προϋποθέσεις και παραμέτρους επιτυχούς προσέγγισης της άριστης πρακτικής διακυβέρνησης για τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται εγχωρίως και διεθνώς με πολλές δραστηριότητες. Η παρούσα πτυχιακή σκοπό έχει την διερεύνηση του θεσμού της Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Ταυτόχρονα θα γίνει και μια μικρή αναφορά στο τι συμβαίνει και παγκόσμια. Η διάρθρωση της πτυχιακής είναι η ακόλουθη: στην αρχή θα γίνει μία ιστορική αναδρομή του θεσμού και θα αναλυθεί η αναγκαιότητά του, στη συνέχεια θα γίνει προσπάθεια διερεύνησης της σχέσης της Εταιρικής Διακυβέρνησης με την αξία της επιχείρησης, αμέσως μετά θα γίνει παρουσίαση της Εταιρικής Διακυβέρνησης στον Ελληνικό χώρο και ταυτόχρονα θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα έρευνας που διεξήγαγε η εταιρεία Thorton τον Ιούλιο του 2008 για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα για το έτος 2007 και στο τέλος θα παρουσιαστούν συμπεράσματα της μελέτης.

2. Η ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Οι οικονομίες, τόσο στις ανεπτυγμένες, όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες, εξαρτώνται όλο και περισσότερο από το σφρίγος και τη δυναμικότητα των αντίστοιχων ιδιωτικών τους τομέων, για να μπορέσουν να ανταγωνισθούν επιτυχώς στην παγκόσμια αγορά. Η εταιρία παραμένει το βασικό όχημα για πρόοδο και ευημερία στον κάθε ιδιωτικό τομέα, κι έτσι η διεύθυνση και η διοίκησή της, αλλά και η ευημερία της, είναι σήμερα θέματα παγκόσμιου ενδιαφέροντος και ιδιαίτερης προσοχής. Τα διοικητικά συμβούλια εταιριών δίκαια θεωρούνται σαν το πιο ζωτικό στοιχείο του Corporate Governance, ή της Εταιρικής Διακυβέρνησης επί το ελληνικότερο, και η μοναδική ομάδα ανθρώπων που μπορεί αποτελεσματικά να συμβιβάσει και να εναρμονίσει τους αντικειμενικούς σκοπούς των ιδιοκτητών / μετόχων, της διεύθυνσης και του προσωπικού, αλλά και της κοινωνίας μέσα στην οποία η εταιρία εργάζεται και λειτουργεί, χωρίς να παραγνωρίζει τους θεμελιώδεις

σκοπούς και αξίες της ίδιας της εταιρείας.⁴ Μέχρι πριν από λίγα χρόνια, το θέμα της Εταιρικής Διακυβέρνησης ελάχιστα είχε συζητηθεί και σχολιασθεί, και σίγουρα όχι κάτω από το ίδιο όνομα ή περιεχόμενο που συζητείται σήμερα. Η ίδια η λέξη governance επαναχρησιμοποιήθηκε από τον τότε πρωθυπουργό της Βρετανίας, τον Harold Wilson, στον τίτλο του βιβλίου του “The Governance of Britain”.⁵ Ο όρος governance δεν ήταν σε ιδιαίτερη χρήση προηγουμένως. Υπάρχει και σήμερα, μετά τα τόσα που έχουν γραφθεί και ειπωθεί, ακόμα κάποια αβεβαιότητα για το τι στην πραγματικότητα σημαίνει ο όρος εταιρική διακυβέρνηση. Ο Robert Ticker τον καθορίζει σαν «*τις διαδικασίες εκείνες με τις οποίες γίνεται η διεύθυνση και η διαχείριση εταιριών*», ενώ η επιτροπή Cadbury καθορίζει την εταιρική διακυβέρνηση σαν «*το σύστημα εκείνο με το οποίο οι εταιρείες διεύθυνονται και ελέγχονται*». Η Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, στην έκθεσή του προς τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Αναπτύξεως (OECD), που υπέβαλε το 1998, εμβαθύνει περισσότερο στον ορισμό της Εταιρικής Διακυβέρνησης, που θεωρεί ότι «*περιλαμβάνει μια δομή σχέσεων και παράλληλων υποχρεώσεων μεταξύ μετόχων, διοικητικών συμβούλων και διεύθυνσης, που στοχεύει να αναπτύξει στον υπέρτατο βαθμό την απόδοση της εταιρίας, για να μπορέσει (η εταιρεία) να πετύχει τους αντικειμενικούς της στόχους*». Τα κύρια χαρακτηριστικά της Εταιρικής Διακυβέρνησης, είναι τα ακόλουθα:

- i. Διαφάνεια, δηλαδή αποκάλυψη όλων των σχετικών οικονομικών, επιχειρησιακών δεδομένων και εσωτερικών διαδικασιών που αναφέρονται στη διευθυντική εποπτεία και έλεγχο.
- ii. Προστασία και ισχυροποίηση των δικαιωμάτων και των προνομίων όλων ανεξάρτητα των μετόχων.
- iii. Παρουσία ανεξάρτητων διοικητικών συμβούλων που θα μπορούν, ανεξάρτητα και αυτόνομα, να εγκρίνουν τη στρατηγική της εταιρίας, αλλά και σημαντικά επιχειρησιακά σχέδια και αποφάσεις. Ενώ θα έχουν παράλληλα τη δυνατότητα, πάντοτε ανεξάρτητα και αυτόνομα, να προλαμβάνουν την εκτελεστική διεύθυνση, να

⁴ Χαριτάκης Ν.Γ., (1999), “Εταιρική Διακυβέρνηση», Το Βήμα

⁵ Wilson H., (1976), «The Governance of Britain»

αξιολογούν την απόδοση, την ακεραιότητά της και να την αντικαθιστούν όταν τούτο κριθεί αναγκαίο.⁶

Πάντως σε λιγότερο από μια δεκαετία, η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει αποτελέσει καταλύτη στον ορισμό και στην εξήγηση του τρόπου που τα διοικητικά συμβούλια ενεργούν, και των υποχρεώσεων των διοικητικών συμβούλων και του τρόπου που οι υποχρεώσεις αυτές ασκούνται και ελέγχονται. Από την άλλη, η συζήτηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση και το ρόλο του διοικητικού συμβουλίου και η πραγματική συνεισφορά της στην απόδοση και στα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας, γίνεται εδώ και πολλά χρόνια στις Ηνωμένες Πολιτείες. Όπου αυτό το θέμα είναι ήδη σοβαρά θεμελιωμένο και η Εταιρική Διακυβέρνηση προσελκύει μεγάλο ενδιαφέρον από ακαδημαϊκούς κύκλους, το επενδυτικό κοινό, τα μέσα ενημέρωσης, αλλά και από τις ίδιες τις επιχειρήσεις. Στην περίπτωση των Ηνωμένων Πολιτειών, το τεράστιο ενδιαφέρον για την Εταιρική Διακυβέρνηση δημιουργήθηκε κυρίως σαν ανταπόκριση στην αυξημένη δραστηριότητα και στις πιέσεις των επενδυτών, μετά από εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιριών, αλλά και ύστερα από κατηγορίες για κακή χρήση και σοβαρές παραλείψεις στις οικονομικές καταστάσεις δημοσίων εταιρειών, οικονομική κακοδιαχείριση και υπερβολικές αμοιβές, μισθούς και άλλα ωφελήματα σε κορυφαία διευθυντικά στελέχη δημοσίων εταιρειών.⁷ Το θέμα συζητήθηκε και από τους G8 το 2005, κι εκεί έγινε δεκτό ότι ενώ έχουν γίνει πολλά στον τομέα της Διεύθυνσης Επιχειρήσεων, δεν έχει μέχρι σήμερα δοθεί η ανάλογη σημασία στη Διακυβέρνηση Επιχειρήσεων.

⁶ Τραυλός Ν., (2003), "Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και εμπειρικά πορίσματα», Οικονομικός Ταχυδρόμος

⁷ Τραυλός Ν., (2001), "Η ανάπτυξη Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις κεφαλαιαγορές», Τάσεις- Η Ελληνική Οικονομία, σελ. 170- 182

2.1. ΓΙΑΤΙ Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΕΙΝΑΙ ΤΟΣΟ ΕΞΕΧΟΥΣΑ ΣΗΜΕΡΑ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα σημαντικό θέμα τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Έρευνες του ECGI (European Corporate Governance Institute) προσδιόρισαν τους ακόλουθους λόγους: α) το παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποιήσεων τις τελευταίες δύο δεκαετίες, β) η μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και η αύξηση της ιδιωτικής αποταμίευσης, γ) το κύμα εξαγοράς επιχειρήσεων κατά τη δεκαετία του '80, δ) η άρση των ελέγχων και η συγχώνευση των κύριων αγορών, ε) η κρίση της ανατολικής Ασίας το 1998, η οποία είχε βάλει στο επίκεντρο την Εταιρική Διακυβέρνηση στις αναδυόμενες αγορές, στ) μια σειρά σκανδάλων στις ΗΠΑ αλλά και εταιρικές αποτυχίες, που ενίσχυσαν αλλά δεν εμφανίστηκαν κατά τη διάρκεια της αγοράς μετοχών, μία ελπίδα ανόδου κατά τη δεκαετία του '90. Στο μεγαλύτερο, όμως, τμήμα της Υψηλίου, η πλειοψηφία των μετοχών της τυπικής εταιρείας βρίσκεται στα χέρια μιας ή μερικών οικογενειών, οι οποίες ελέγχουν έτσι και τη διοίκηση της εταιρείας. Η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται με τις μεθόδους με τις οποίες οι χρηματοδότες των εταιρειών εξασφαλίζουν ότι θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους, προφανώς με κάποια απόδοση. Υπάρχουν αρκετοί λόγοι που καθιστούν σημαντική την Εταιρική Διακυβέρνηση σήμερα.⁸

2.1.1 Το παγκόσμιο κύμα ιδιωτικοποίησης

Η ιδιωτικοποίηση είναι ένα σημαντικό φαινόμενο στη λατινική Αμερική, στη δυτική Ευρώπη, στην Ασία και στην πρώην Σοβιετική Ένωση, αλλά όχι στις ΗΠΑ όπου η κρατική ιδιοκτησία των επιχειρήσεων ήταν πάντα πολύ μικρή. Κατά μέσον όρο, από το 1990, τα προγράμματα ιδιωτικοποίησης του Ο.Ο.Σ.Α. έχουν παράγει εισπράξεις ισοδύναμες με το 2,7% του συνολικού ΑΕΠ, και σε μερικές περιπτώσεις μέχρι 27% του ΑΕΠ μιας χώρας. Το κύμα ιδιωτικοποίησης άρχισε στο Ηνωμένο Βασίλειο, το οποίο ευθυνόταν για το 58% των εισπράξεων από ιδιωτικοποίησης του Ο.Ο.Σ.Α. και το 90% των εισπράξεων από ιδιωτικοποίησης της Ευρωπαϊκής Κοινότητας το 1991.⁹ Από το 1995 η Αυστραλία, η Ιταλία, η Γαλλία, η Ιαπωνία και η Ισπανία έχουν παραγάγει μόνο το 60% των συνολικών

⁸ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), "Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005.

⁹ Conyon M.J., (1994), «Corporate governance changes in U.K. companies between 1988- 1993», Corporate Governance (research papers 2), pp. 87-99

εισοδημάτων ιδιωτικοποίησης. Αναπόφευκτα, από το κύμα ιδιωτικοποίησης προέκυψε ζήτημα για το πώς πρόσφατες ιδιωτικοποιημένες εταιρείες πρέπει να ελέγχονται. Σε μερικές χώρες, και ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο, μέρος της ημερήσιας διάταξης πίσω από το πρόγραμμα ιδιωτικοποίησης ήταν η προσπάθεια να αναδημιουργηθεί μια "δημοκρατία μετόχων".¹⁰

Σε άλλες χώρες μεγάλη προσοχή δόθηκε για να εξασφαλίσουν τη μεταφορά του ελέγχου σε μεγάλους μετόχους. Τα ζητήματα που περιβάλλουν την επιλογή της μεθόδου ιδιωτικοποίησης αναζωπύρωσαν το ενδιαφέρον για τα ζητήματα διακυβέρνησης. Πράγματι διαπιστώθηκε ότι ο νέος κρατικός ρόλος ως δημόσιος μέτοχος ιδιωτικοποιημένων εταιρειών είναι μια σημαντική πηγή ώθησης για αλλαγές σε εταιρικές πρακτικές διακυβέρνησης παγκοσμίως.¹¹ Γενικά, οι ιδιωτικοποιήσεις έχουν προωθήσει το ρόλο του αποθέματος αγορών, καθώς οι περισσότερες πωλήσεις του ΟΟΣΑ έχουν γίνει μέσω των δημόσιων προσφορών, εστιάζοντας στην προστασία των μικρομετόχων.¹²

Η τάση για ιδιωτικοποίηση που επικρατεί διεθνώς, είτε για λόγους ιδεολογικούς είτε για λόγους πραγματικούς, οδηγεί στα χέρια του ιδιωτικού τομέα οργανικές δραστηριότητες που παραδοσιακά βρίσκονται υπό τον έλεγχο του κράτους.¹³ Έτσι, ο ρόλος των μετόχων, ιδιωτών, θεσμικώς διευρύνεται και καθίσταται σημαντικότερος για την κοινωνική ευημερία.¹⁴ Ταυτόχρονα, γίνονται μέτοχοι άνθρωποι που μέχρι πρόσφατα επένδυναν τα χρήματά τους σε καταθέσεις ή ακίνητα και οι οποίοι δεν ήταν εξοικειωμένοι με τους κινδύνους της μετοχικής ιδιότητας.¹⁵

¹⁰ Becht M., (1997), «Weak owners and the need for European mandatory disclosure», European Corporate Governance Network..

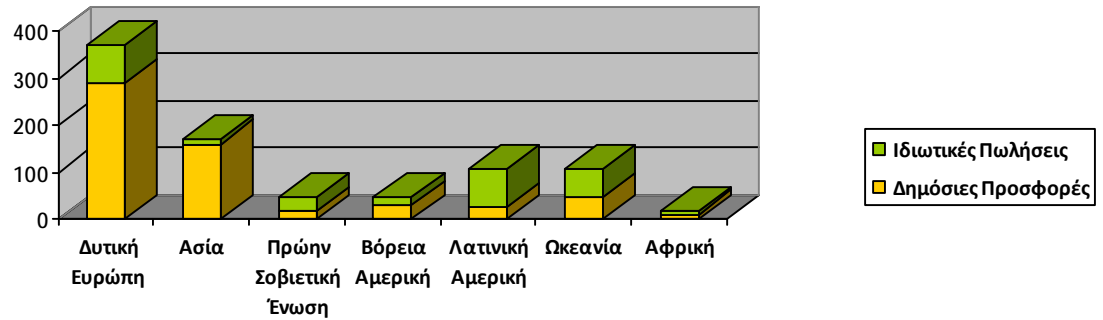
¹¹ Berle A., Means G., (2001), «The modern corporation and private property» Journal of general management

¹² LaPorta R.F., Lopez- de- Silanes, Schleifer A., (1999), «Corporate ownership around the world», «Agency problems and divided policies around the world», «Investor protection and corporate governance» Journal of Finance 54, 55, 58

¹³ Jensen M., (1989) «Eclipse of the public corporation», Harvard business review 67, pp.60- 70

¹⁴ Kalay A., (1982), «Stockholder conflict and divided constraints» Journal of Financial Economics 10, pp. 211- 233

¹⁵ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), «Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005.



Διάγραμμα 1: Εισοδήματα από Ιδιωτικοποιήσεις κατά περιοχή 1977- 1997 (πηγή Bortolotti, Fantini, Siniscalco, 2000)

2.1.2 Συνταξιοδοτικά ταμεία και ενεργοί επενδυτές

Η αυξανόμενη ροπή των ασφαλιστικών ταμείων να επενδύσουν τα διαθέσιμα τους στα χρηματιστήρια, οδήγησε σε μεγέθυνση τους διεθνώς. Τα ασφαλιστικά ταμεία χρειάζονται επενδύσεις με ικανοποιητική απόδοση, η οποία μάλιστα να είναι μακροχρόνια όπως και οι συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις τους. Το ζήτημα είναι σημαντικότερο σε χώρες με υπογεννητικότητα, όπως η Ελλάδα. Η μακροχρόνια επιτυχία ή αποτυχία των εισηγμένων επιχειρήσεων είναι σημαντική και η ευθύνη των ασφαλιστικών ταμείων να συμμετέχουν ενεργά στην εποπτεία των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν είναι ακόμη μεγαλύτερη.

Η αύξηση των συνταξιοδοτικών σχεδίων συμβολής έχει διοχετεύσει ένα μέρος από την οικιακή αποταμίευση, μέσω των αμοιβαίων και συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και έχει δημιουργήσει μια ομάδα από επενδυτές που είναι μεγάλη και αρκετά ισχυρή ώστε να είναι σε θέση να επηρεάσει την Εταιρική Διακυβέρνηση. Το μερίδιο των οικονομικών κεφαλαίων που ελέγχουν οι θεσμικοί επενδυτές έχει αυξηθεί σταθερά κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 στις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α.¹⁶ Αυτό επίσης, δίνει έμφαση στη δυσαναλογία των μεγάλων θεσμικών μετοχών σε μικρές χώρες με μεγάλα οικονομικά κέντρα, όπως η Ελβετία, η Ολλανδία και το Λουξεμβούργο. Θεσμικοί επενδυτές στις ΗΠΑ, διαχειρίζονται περισσότερο από το 50% των συνολικών ενεργητικών κεφαλαίων και το 59,7% της συνολικής επένδυσης στον Ο.Ο.Σ.Α, που ανέρχεται σε 60,1% και 76,3% αντίστοιχα όταν προστίθενται τα

¹⁶ Μυλωνάς Ν., (2002), «Θεσμικοί επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση», Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελ. 76-77

Βρετανικά ιδρύματα.¹⁷ Μια σημαντική αναλογία προέρχεται από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια (για τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο 35,1% και 40,1% των συνολικών ενεργητικών κεφαλαίων αντίστοιχα). Αυτά τα κεφάλαια διαδραματίζουν έναν όλο και περισσότερο ενεργό ρόλο στην παγκόσμια Εταιρική Διακυβέρνηση. Στις ΗΠΑ οι κανονισμοί ERISA (Employee Retirement Income Security) υποχρεώνουν τους μετόχους των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων να διεξάγουν υπεύθυνα τις ψηφοφορίες τους. Αυτό οδήγησε στην εμφάνιση μιας βιομηχανίας υπηρεσιών που κάνει συστάσεις στις ψηφοφορίες και ψηφίζει για τους πελάτες. Οι μεγαλύτεροι προμηθευτές προσφέρουν τώρα παγκόσμιες υπηρεσίες. Οι Ιαπωνικοί θεσμικοί επενδυτές ελέγχουν το 13,7% των συνολικών θεσμικών επενδυτικών ενεργητικών μέσα στην Ο.Ο.Σ.Α. αλλά μόνο το 8,3% των κεφαλαίων. Αυτοί οι επενδυτές γίνονται περισσότερο απαιτητικοί και είναι μια από τις δυνάμεις πίσω από το γρήγορο μετασχηματισμό των Ιαπωνικών εταιρικών συστημάτων διακυβέρνησης. Σαν ποσοστό του ΑΕΠ, οι μετοχές των Ιταλικών και Γερμανικών θεσμικών επενδυτών είναι μικρό (39,9% και 49,9% το 1996) και αρκετά κάτω από τον μέσο όρο του Ο.Ο.Σ.Α. 83,8%. Η τρέχουσα μεταρρύθμιση των συνταξιοδοτικών συστημάτων και στις δυο χώρες και τα μεταβαλλόμενα σχέδια αποταμίευσης, είναι πιθανό να αλλάξουν αυτήν την εικόνα στο εγγύς μέλλον.

¹⁷ Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, , Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report), Gee (Professional Publishing), London, UK

	Αξία Κεφαλαίων Δισ/ρια Δολάρια	Αξία Κεφαλαίων Δισ/ρια Δολάρια	Ανάπτυξη Κεφαλαίων 00-06	% Συνολικά Κεφάλαια ΟΟΣΑ 1996	% Κεφαλαίων ΑΕΠ 1999	Ποσοστό Κεφαλαίων ΑΕΠ 1996	% Συντάξιμοι κόμ.	% Ασφαλ/τικό Εταιρείων	% Επενδυτικών Εταιρειών	% Αξίως Κεφαλαίων	% Αξίως ΟΟΣΑ
Ελλάδα	5,4	35,1	550,0	0,1	6,5	28,5	41,6	12,3	46,2	6	<0,1
Αυστρία	38,8	90,1	132,2	0,3	24,3	39,4	3,0	53,3	43,7	8	0,1
Βέλγιο	87,0	169,1	94,4	0,7	44,4	63	6,5	49,0	41,0	23	0,4
Γαλλία	655,7	1.278,1	94,9	4,9	54,8	83,1		55,2	44,8	26	3,7
Γερμανία	599,0	1.167,9	95,0	4,5	36,5	49,9	5,5	59,2	35,3	14	1,8
Δανία	74,2	123,5	66,4	0,5	55,6	67,1	25,2	67,2	7,6	31	0,4
Ελβετία	271,1	449,8	65,6	1,7	119	77,3	49,3	40,2	10,5	24	1,2
Ηνωμένο Βασίλειο	1.116,8	2.226,9	99,4	8,6	114,5	193,1	40,1	45,9	14,0	67	16,6
Ισλανδία	2,9	5,8	100,0	<0,1	45,7	78,7	79,3	12,1	8,6	6	<0,1
Ισπανία	78,9	264,5	235,2	1,0	16	45,4	4,5	41,0	54,5	6	0,2
Ιταλία	146,6	484,6	230,6	1,9	13,4	39,9	8,1	30,1	26,6	12	0,6
Λουξεμβούργο	95,9	392,1	308,9	1,5	926,8	2139,1	0,8	-	99,2		<0,1
Νορβηγία	41,5	68,6	65,3	0,3	36	43,4	14,9	70,1	15,0	20	0,2
Ολλανδία	378,3	671,2	77,4	2,6	133,4	169,1	55,2	33,5	9,9	28	2,1
Ουγγαρία	-	2,6	-	<0,1		5,7	-	65,4	26,9	6	<0,1
Πολωνία	-	2,7	-	<0,1	-	2	-	81,5	18,5	23	<0,1
Πορτογαλία	6,2	37,5	504,8	0,1	9	34,4	26,4	27,2	45,1	9	<0,1
Σουηδία	196,8	302,9	53,9	1,2	85,7	120,3	2,0	47,3	19,8	40	1,4
Τσεχία	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<0,1

Πίνακας 1: Οικονομικά Κεφάλαια Επενδυτικών Ινστιτούτων σε Ευρωπαϊκές Χώρες του ΟΟΣΑ (πηγή ΟΟΣΑ, 2000)

2.1.3 Συγχωνεύσεις και Εξαγορές

Το εχθρικό κύμα εξαγοράς στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του '80 και στην Ευρώπη τη δεκαετία του '90, μαζί με το πρόσφατο κύμα συγχωνεύσεων, έχει τροφοδοτήσει τη δημόσια συζήτηση σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση. Η επιτυχής διασυνοριακή “επιθετική” προσφορά των \$199 δισεκατομμυρίων της Vodafone για την Mannesmann το 2000 ήταν η μεγαλύτερη που πραγματοποιήθηκε στην Ευρώπη. Οι πρόσφατες επιθετικές εξαγορές στην Ιταλία (Olivetti για Telecom Italia, Generali για INA) και στη Γαλλία (BNP-Paribas, Elf Aquitaine για Total Fina) έχουν ταρακουνήσει τον εταιρικό κόσμο της ηπειρωτικής Ευρώπης. Αυτές οι διαπραγματεύσεις περιλάμβαναν πρόσφατα ιδιωτικοποιημένους γίγαντες.¹⁸ Δικαιολογημένα, αυτές οι περιπτώσεις υψηλού προφίλ αναλήψεων έχουν μετακινήσει τους κανονισμούς εξαγοράς των εσωτερικών και διασυνοριακών διαπραγματεύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση στην κορυφή της πολιτικής ημερήσιας διάταξης.¹⁹

2.1.4 Άρση των ελέγχων και συγχωνεύσεις κεφαλαιαγορών

Οι εταιρικοί κανόνες διακυβέρνησης έχουν προωθηθεί εν μέρει ως μέσο προστασίας και ενθάρρυνσης των ξένων επενδύσεων στην Ανατολική Ευρώπη, την Ασία και σε άλλες αναδυόμενες αγορές. Η μεγάλη συγχώνευση των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών (ειδικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση μετά από την εισαγωγή του Ευρώ) και την αύξηση του κεφαλαίου κατά τη δεκαετία του '90 είναι, ένας σημαντικός παράγοντας στην αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος για τα ζητήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Όλο και περισσότερο οι εταιρείες γρήγορης ανάπτυξης στην Ευρώπη έχουν αυξήσει το κεφάλαιο τους από διαφορετικές πηγές ή από πολλαπλές συναλλαγές.²⁰ Στη διαδικασία αυτή έπρεπε να υποστηρίξουν περισσότερο τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των ΗΠΑ και του Ηνωμένου

¹⁸ Jensen, M.(1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review 76, pp. 323-329.

¹⁹ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), “Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005.

²⁰ Pagano, M., A. Röell and J. Zechner (2002), “The geography of equity listing: why do companies list abroad?”, Journal of Finance 57:2651–2694.

Βασιλείου. Αυτό έχει συμβάλει αναπόφευκτα στη διάδοση ενός "πολιτισμού αμεροληψίας" έξω από τις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο.²¹

2.1.5 Η κρίση Ρωσίας/ Ανατολικής Ασίας/ Βραζιλίας το 1998.

Η κρίση της ανατολικής Ασίας έδωσε έμφαση στους αναξιόπιστους επενδυτές και έβαλε στο επίκεντρο τις αδύναμες εταιρικές πρακτικές διακυβέρνησης που εφαρμόζαν αυτές οι αγορές. Η κρίση οδήγησε επίσης σε μια επαναξιολόγηση του ασιατικού προτύπου της βιομηχανικής οργάνωσης και χρηματοδότησης γύρω από τις ιδιαίτερα συγκεντρωμένες και ιεραρχικές βιομηχανικές ομάδες, οι οποίες ελέγχονται από τη διοίκηση τους και τους μεγάλους επενδυτές. Υπήρξε μια παρόμοια επαναξιολόγηση στις μαζικές εσωτερικές ιδιωτικοποιήσεις και τη συνακόλουθη αδύναμη προστασία των μικρών επενδυτών στη Ρωσία και άλλων μεταβατικών οικονομιών. Η κρίση οδήγησε τους διεθνείς φορείς χάραξης πολιτικής να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι η μακροπρόθεσμη διαχείριση δεν είναι επαρκής για να αποτρέψει τις κρίσεις και τη μετάδοσή τους σε μια παγκόσμια οικονομία.²² Κατά συνέπεια, στην Νότια Κορέα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έχει επιβάλει λεπτομερείς κανόνες που πηγαίνουν αρκετά πέρα από τη συνηθισμένη πολιτική των ταμείων. Δεν είναι σύμπτωση που αυτή η εταιρική μεταρρύθμιση διακυβέρνησης στη Ρωσία, την Ασία και τη Βραζιλία είναι προτεραιότητα για τον Ο.Ο.Σ.Α, την Παγκόσμια Τράπεζα και τα ενεργά θεσμικά στελέχη και επενδυτές.²³

2.1.6 Σκάνδαλα και αποτυχίες σε σημαντικές Αμερικανικές εταιρίες.

Μια σειρά σκανδάλων και εταιρικών αποτυχιών εμφανίστηκαν στις ΗΠΑ, μια αγορά όπου οι άλλοι παράγοντες που τονίσθηκαν διαδραμάτισαν ένα λιγότερο σημαντικό ρόλο. Πολλές από αυτές τις περιπτώσεις αφορούν τις λογιστικές παρατυπίες που επέτρεψαν σε

²¹ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), "Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005

²² Comment R., Jarell G., (2005), «Corporate focus and stock returns», Journal of Financial Economics 37, pp. 67- 87

²³ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), "Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005

εταιρείες να υπερτονίσουν τα κέρδη τους.²⁴ Τέτοια σκάνδαλα προκύπτουν συχνά κατά τη διάρκεια οικονομικών υφέσεων, όπως ο John Kenneth Galbraith παρατήρησε, «η σύλληψη της οικονομικής ύφεσης είναι αυτό που οι ελεγκτές χάνουν».²⁵

2.2. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ: Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ

Για μια εισηγμένη εταιρεία, η καλή Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί σαφές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Αποδεικνύεται και από διεθνείς έρευνες αγοράς. Η Εταιρική Διακυβέρνηση, όμως, είναι ζήτημα σχέσης οριακού κόστους και οφέλους. Από κάποιο σημείο και πέρα, υπάρχει ο κίνδυνος να επιλεγούν διαδικασίες λήψεως αποφάσεων ή μηχανισμοί ελέγχου που ενέχουν υπερβολικό κόστος χωρίς να διασφαλίζουν ουσιαστικά οφέλη. Για το λόγο αυτό, οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης που υιοθετεί κάθε χώρα πρέπει να είναι καλά προσαρμοσμένοι στην ειδική πραγματικότητα και τις ανάγκες του εγχώριου οικονομικού περιβάλλοντος.²⁶ Το ελληνικό νομοσχέδιο επιβάλλει τη συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) των εισηγμένων εταιρειών μη εκτελεστικών μελών, ιδίως ανεξαρτήτων, και την ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού και διαδικασίας εσωτερικού ελέγχου. Ο νομοθέτης ακολουθεί εδώ με δέκα χρόνια καθυστέρηση το βρετανικό παράδειγμα. Παραβλέπει, όμως, ότι οι σχετικοί κανόνες είναι προσαρμοσμένοι στην ιδιαίτερη ιδιοκτησιακή και διοικητική διάρθρωση μιας τυπικής αγγλικής εισηγμένης εταιρείας, και δεν ταιριάζουν κατ' ανάγκη στην αντίστοιχη ελληνική. Η παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο έχει μείζονα σημασία ως μέθοδος ελέγχου των επαγγελματιών managers μιας εταιρείας όταν υφίσταται μεγάλη διασπορά των μετοχών και πραγματικός διαχωρισμός της ιδιοκτησίας της εταιρείας από τη διοίκηση. Αυτά ισχύουν στις αγγλικές εταιρείες, όχι όμως σε πολλές ελληνικές.²⁷

²⁴ Oltheten E., Σουγιάνη Θ., (2004), "Ο νόμος Sarbanes- Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα», Οικονομικός Ταχυδρόμος, σελ. 70

²⁵ Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), "Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005

²⁶ Marketzoom, (2005), «Η διακυβέρνηση των εταιρειών», τεύχος 209, Μέκος Ζ.Κ., «Η εταιρική διακυβέρνηση», Σταμούλη

²⁷ Παμπούκης Κ., (2003), «Το γενικό εταιρικό συμφέρον ως κεντρική ιδέα στον θεσμό της Εταιρικής Διακυβέρνησης», Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου, σελ. 955- 972

Στην Ελλάδα, οι εταιρείες έχουν συνήθως βασικούς μετόχους που ασκούν άμεσο έλεγχο επί της διοικήσεώς τους. Οι σπουδαιότερες συγκρούσεις συμφερόντων δεν είναι μεταξύ μετόχων και managers, αλλά συγκεκριμένων μεγαλομετόχων και εξωτερικών επενδυτών. Όταν, όμως, ο βασικός μέτοχος ελέγχει και τη Γενική Συνέλευση, τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικών Συμβουλίων ελάχιστα μπορούν να τον περιορίσουν. Και αυτό, βέβαια, ισχύει ακόμη περισσότερο για τις επιχειρήσεις που ελέγχονται από το κράτος. Εν τούτοις, το νομοσχέδιο παραμένει στα πλαίσια μιας εισαγόμενης λογικής και υπό τον τίτλο «Εταιρική Διακυβέρνηση» ρυθμίζει θέματα περιορισμένης σημασίας, τα οποία, μάλιστα, δεν απαιτούν ειδική νομοθετική παρέμβαση. Αυξάνει σημαντικά το κόστος λειτουργίας ορισμένων μικρών και μεσαίων εταιρειών, χωρίς να ενισχύει αναλόγως και την προστασία των μικρομετόχων τους. Ούτε επιλύει τα ουσιαστικά προβλήματα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Ας σημειωθεί ότι υπάρχουν ήδη σήμερα στην Ελλάδα τέσσερις κώδικες που καλύπτουν ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: οι Αρχές της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (κατά βάση, μετάφραση των κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ), οι Αρχές του ΣΕΒ, τα Ποιοτικά Κριτήρια Προβολής Εισηγμένων Εταιρειών του Χρηματιστηρίου, και οι σχετικοί κανόνες συμπεριφοράς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Θεματολογικώς, μέχρι ενός σημείου αλληλεπικαλύπτονται και εν μέρει αφορούν διαφορετικά ζητήματα. Το νομοσχέδιο έρχεται να προσθέσει ένα ακόμη ρυθμιστικό επίπεδο. Επαναλαμβάνει, ενίοτε με στενές και τυποκρατικές διατυπώσεις, που αφήνουν έδαφος για έντεχνη καταστρατήγηση ορισμένους από τους υπάρχοντες κανόνες και διαφοροποιείται μόνον ως προς τον υποχρεωτικό του χαρακτήρα. Εντείνει έτσι τον άκρως αναγκαστικό χαρακτήρα του ελληνικού εταιρικού δικαίου. Όπως, όμως, αποδεικνύει πρόσφατη συγκριτική έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, στις χώρες της Ευρώπης οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης δεν είναι νομοθετικοί, ούτε υποχρεωτικοί. Συχνά είναι αυτορρυθμιστικοί. Παρέχουν δημόσια κριτήρια βέλτιστης συμπεριφοράς (best-practice standards) ως ένα κοινό μέτρο συγκρίσεως των εισηγμένων εταιρειών, με στόχο να ενισχύσουν τη διαφάνεια. Η συμμόρφωση με τους κανόνες τους είναι προαιρετική. Συνήθως, οι εταιρείες καλούνται ή να τους εφαρμόσουν ή να εξηγήσουν στην αγορά γιατί δεν τους εφαρμόζουν. Μοιάζουν, λοιπόν, με τα Ποιοτικά Κριτήρια του ΧΑΑ, κι ακόμη περισσότερο με τις Αρχές του ΣΕΒ, που προβλέπουν και Σύστημα Αξιολόγησης. Οι περισσότερες διατάξεις του νομοσχεδίου, εν ολίγοις, είναι περιττές. Οι περιορισμένοι τους στόχοι εξυπηρετούνται ήδη από τους κανόνες του ΣΕΒ και του ΧΑΑ κατά τρόπο περισσότερο πρόσφορο και εύστοχο. Θα αρκούσε, συνεπώς, η συγκέντρωσή τους σε έναν

ενιαίο, προαιρετικό κώδικα. Από την άλλη πλευρά, έμεινε αναξιοποίητη η ευκαιρία για κωδικοποίηση, τακτοποίηση και αποσαφήνιση των διατάξεων που αφορούν την λειτουργία των εισηγμένων εταιρειών, ώστε να τεθεί τέρμα στη σύγχυση και τον κατακερματισμό του χρηματιστηριακού δικαίου.²⁸

2.2.1. ΑΡΧΕΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ (Principles of Corporate Governance)

Εισαγωγή Στόχος

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα σύστημα αρχών επί τη βάσει του οποίου οργανώνεται, λειτουργεί και διοικείται η ανώνυμη εταιρεία, ώστε να διαφυλάσσονται και να ικανοποιούνται τα έννομα συμφέροντα όλων όσων συνδέονται με την εταιρεία στα πλαίσια του εταιρικού συμφέροντος. Αποσκοπεί στην μόνιμη εξυπηρέτηση του εταιρικού συμφέροντος, το οποίο αποτελεί τη συνισταμένη του συμφέροντος του νομικού προσώπου και των εννόμων συμφερόντων όσων συνδέονται με την εταιρεία (stakeholders- μέτοχοι). Η Εταιρική Διακυβέρνηση επιδιώκει πλήρη διαφάνεια στην όλη διαχείριση της εταιρείας, ώστε να παρέχονται όλες οι ζωτικές πληροφορίες προς όλους τους μετόχους και να δίδεται έτσι η δυνατότητα σε αυτούς να έχουν ενεργό ρόλο στη δραστηριότητα της εταιρείας βάσει της κείμενης νομοθεσίας και να προστατεύουν και να προωθούν τα συμφέροντά τους ισότιμα και ακριβοδίκαια μέσα στο πλαίσιο της μακροχρόνιας και ισόρροπης ανάπτυξης της εταιρείας.²⁹

Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι διαδικασίες που τις εφαρμόζουν και οι οποίες αποσκοπούν στην τήρησή τους αποτελούν οικειοθελείς δεσμεύσεις της εταιρείας με βάση και αφετηρία την κείμενη νομοθεσία της Α.Ε., την χρηματιστηριακή νομοθεσία, τις κανονιστικές ρυθμίσεις του Χ.Α.Α. και των εποπτικών αρχών. Αλλά εκτείνονται και πέραν του ισχύοντος δικαίου και περιλαμβάνουν οικειοθελείς δεσμεύσεις που συμβάλλουν στη διατήρηση και βελτίωση της αξιοπιστίας της εταιρείας. Οι αρχές και οι διαδικασίες της Εταιρικής Διακυβέρνησης διαχέονται στην όλη δομή και λειτουργία της εταιρείας και αφορούν τα όργανα διοικήσεώς της (Διοικητικό Συμβούλιο και Γενική Συνέλευση) και τον τρόπο με τον οποίο αυτά διαρθρώνονται και λειτουργούν αλλά και τις γενικότερες σχέσεις επικοινωνίας των διαφόρων μετόχων μεταξύ τους. Η Εταιρική Διακυβέρνηση ενδιαφέρει

²⁸ Χατζηεμμανουήλ Χ., (2002), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Ναι, αλλά πως; Γιατί το σχετικό νομοσχέδιο δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες της ελληνικής πραγματικότητας» Ισοτιμία, σελ 27-28

²⁹ Bacon report, (1992), «Corporate boards and corporate governance», conference board report, no 1036

κάθε εταιρεία, Ανώνυμη Εταιρεία ή και μη. Συνιστάται ειδικά στην Ανώνυμη Εταιρεία που είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.

2.2.2 Διοικητικό Συμβούλιο της Ανωνύμου Εταιρείας

Το Διοικητικό Συμβούλιο της εισηγμένης στο Χ.Α.Α. εταιρείας περιλαμβάνει τον αριθμό μελών, ώστε να εξασφαλίζεται η αναγκαία διάκριση εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και ακόμη να παρέχεται η δυνατότητα μεταξύ αυτών να επιφορτίζονται, ορισμένα μέλη, με καθήκοντα που απορρέουν από την ανάγκη διασφάλισης της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αποφάσεις της εταιρείας είναι κατ' αρχήν οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. που δρα συλλογικά. Έτσι παρέχεται η ευχέρεια σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να έχουν ενεργό ρόλο στην διοίκηση. Με περαιτέρω όμως δυνατότητα μέσω εξουσιοδοτήσεων, ιδίως προς τα εκτελεστικά, να υλοποιούν τους στόχους και κατευθύνσεις του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα μη εκτελεστικά μέλη συμμετέχουν κατά πλειοψηφία στις Επιτροπές μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που προβλέπονται στο κεφάλαιο Ε του κειμένου αυτού.³⁰

Εκτελεστικά μέλη είναι τα ανώτατα στελέχη της εταιρείας που έχουν την ευθύνη διαχείρισής της. Μη εκτελεστικά μέλη είναι πρόσωπα με ιδιαίτερη επαγγελματική πείρα και κοινωνικό κύρος και με κατά τεκμήριο αντικειμενική κρίση. Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά είναι τα μέλη που δεν έχουν συγγένεια μέχρι 2ου βαθμού με τον μέτοχο που ελέγχει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου ή που δεν κατέχουν μετοχές άνω του 5% της εταιρείας ή θυγατρικής της και που δεν είναι εκτελεστικά, διευθυντικά στελέχη θυγατρικής εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει ως πρώτη φροντίδα την προστασία και προαγωγή του εταιρικού συμφέροντος και την διαρκή αποδοτικότητα της εταιρείας που αντανάκλαται στη μακροχρόνια βελτίωση της εσωτερικής αξίας της μετοχής. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτή εταιρειών. Οφείλουν μάλιστα να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα συμφέροντα που ενδέχεται να ανακύψουν από σημαντικές συναλλαγές της εταιρείας καθώς επίσης και κάθε μορφής σύγκρουσης ιδίων συμφερόντων με

³⁰ Σπήλιος Α., Μουζουλάς Δ.Ν., « Βασικές κατευθύνσεις για τη θέσπιση κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης στο πλαίσιο της Διοίκησης της ΑΕ, Διοίκηση ΑΕ, Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης», ΔΕΕ6/2001, Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών.

τα συμφέροντα της εταιρείας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να γνωστοποιούν στο Διοικητικό Συμβούλιο τις προθέσεις τους για τη διενέργεια σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την εταιρεία καθώς επίσης και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

2.2.3 Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

Βασική αρχή της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρείας. Ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας καταρτίζεται με απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας και αποσκοπεί στην υποβοήθηση του διοικητικού συμβουλίου στην άσκηση των καθηκόντων του, με σκοπό τη διασφάλιση του εταιρικού συμφέροντος.

Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας πρέπει να περιλαμβάνει τα εξής:

- α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενά 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.
- β. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας και αξιολόγησης αυτών κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.
- γ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών από αυτές των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρεία κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων κατά την έννοια του άρθρου 42ε, παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/20 όπως κάθε φορά ισχύει, εφόσον αυτές διαπραγματεύονται σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά καθώς και από άλλες δραστηριότητες που συνδέονται με την εταιρεία.
- δ. Τις διαδικασίες προαναγγελίας σημαντικών συναλλαγών και οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή τρίτων στους οποίους έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες διοίκησης της εταιρείας, οι οποίες σχετίζονται με την εταιρεία καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.

2.2.4. Οργάνωση του Εσωτερικού Ελέγχου

Η οργάνωση και η λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου αποτελεί βασική προϋπόθεση της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο. Ο εσωτερικός ελεγκτής υπάγεται μεν ιεραρχικά στη διοίκηση της εταιρείας είναι όμως ανεξάρτητος κατά την άσκηση των καθηκόντων του. Ο εσωτερικός ελεγκτής ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Δεν μπορεί να ορισθεί ως εσωτερικός ελεγκτής μέλος του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικό στέλεχος με άλλα καθήκοντα ή συγγενής των παραπάνω μέχρι και του δευτέρου βαθμού εξ' αίματος ή εξ' αγχιστείας. Η εταιρεία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στο πρόσωπο ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτή.

Κατά την άσκηση των καθηκόντων του, ο εσωτερικός ελεγκτής δικαιούται να λάβει γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρείας και να έχει πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρείας. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και οι εργαζόμενοι της εταιρείας οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στο εσωτερικό ελεγκτή και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο του. Η διοίκηση της εταιρείας οφείλει να παρέχει στο εσωτερικό ελεγκτή όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση της άσκησης κατάλληλου και αποδοτικού ελέγχου.

Ο εσωτερικός έλεγχος έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

- α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Κανονισμού Εσωτερικής Λειτουργίας, του καταστατικού της εταιρείας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιρειών και της κεφαλαιαγοράς,
- β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του,
- γ. Ενημερώνει εγγράφως μία φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτόν έλεγχο και παρίσταται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων,

δ. Παρέχει οποιαδήποτε πληροφορία του ζητηθεί από τις Εποπτικές Αρχές, συνεργάζεται με αυτές και διευκολύνει με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.³¹

2.2.5 Επιτροπές εκ μελών του Διοικητικού Συμβουλίου

Για την αποτελεσματικότερη διοίκηση της εταιρείας προβλέπονται και συνιστώνται εκ μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου δύο τουλάχιστον επιτροπές: η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου και η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών. Η Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία συνέρχεται τουλάχιστον τρεις φορές το χρόνο, αξιολογεί και αξιοποιεί τα ευρήματα ελεγκτικού έργου των οργάνων των εποπτικών αρχών και του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου δια αναφοράς στο σύνολο της εταιρείας. Η Επιτροπή Αμοιβών και Παροχών έχει ως αντικείμενο τον καθορισμό των πάσης φύσεως αμοιβών και παροχών προς τα εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τον καθορισμό πολιτικής αμοιβών και παροχών των στελεχών της εταιρείας. Η σύνθεση και λειτουργία των επιτροπών αυτών προβλέπονται από τον εσωτερικό κανονισμό και σκοπός τους είναι η υποβοήθηση του συνόλου του Διοικητικού Συμβουλίου στο έργο του.

2.2.6 Αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών- Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρείας με καταβολή, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας παρουσιάζει στη γενική της συνέλευση γραπτή έκθεση στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρείας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών. Στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης περιλαμβάνονται τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και το περιεχόμενο της έκθεσης. Εάν η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ. 1 του Κ.Ν. 2190/20, όλα τα

³¹ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, (1999), «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της, επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα»

στοιχεία της προηγούμενης παραγράφου θα πρέπει να αναφέρονται στο πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου.

Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων σε σχέση με αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος άρθρου, μπορούν να αποφασιστούν έγκυρα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας με πλειοψηφία των 2/3 των μελών του. Το διοικητικό συμβούλιο υποχρεούται να ενημερώσει την επόμενη γενική συνέλευση που θα συγκληθεί μετά τη λήψη της απόφασής του, σχετικά με το νέο προορισμό της χρήσης των κεφαλαίων, καθώς και το λόγο της απόκλισης.

2.2.7 Υποχρέωση τήρησης των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι ανωτέρω αρχές εταιρικής διακυβέρνησης έχουν εκούσιο χαρακτήρα συνιστούν όμως ηθελημένες δεσμεύσεις της εταιρείας. Η εταιρεία οφείλει να γνωστοποιεί τουλάχιστον μέσω του ετησίου δελτίου τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει.

2.3 Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης

2.3.1 Τι Είναι Και Τι Επιτυγχάνουν.

Τα εταιρικά σκάνδαλα σε διεθνές επίπεδο π.χ. η Enron, έφεραν στην επικαιρότητα τον τρόπο με τον οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες. Επίσης, εγείρουν σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικρομετόχων, και των πιστωτών. Κάτω από την πίεση της κατάρρευσης πολλών μεγάλων εταιρειών, οι εποπτικές αρχές των κεφαλαιαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των προβλημάτων που σχετίζονται με την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance), έχουν σαν βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των

μετόχων και πιστωτών.³² Το κέντρο ενδιαφέροντος των σύγχρονων συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι το Διοικητικό Συμβούλιο, η οργάνωσή του, και η εξασφάλιση ανεξαρτησίας του από μεγαλομετόχους και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Υιοθετώντας τις προτάσεις της Επιτροπής Cadbury³³ της Μεγάλης Βρετανίας που περιλαμβάνονται στον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (εφεξής, Κώδικας) που εκδόθηκε τον Δεκέμβριο του 1992, οι περισσότερες χώρες προέβησαν σε θεσμικές μεταρρυθμίσεις που μεταξύ άλλων προβλέπουν:

(i) Διαφορετικά άτομα για τις θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου

(ii) Συμμετοχή στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών Μη Εκτελεστικών Μελών, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία. Σε μερικές χώρες, όπως και η Ελλάδα, προβλέπεται και η συμμετοχή ενός αριθμού ανεξαρτήτων Συμβούλων, δηλαδή Συμβούλων που δεν έχουν στενούς συγγενικούς δεσμούς με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ή με τους μεγαλομετόχους.

(iii) Θέσπιση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

(iv) Θέσπιση Επιτροπής Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από Μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Η κεντρική ιδέα πίσω από τις παραπάνω προτάσεις / μεταρρυθμίσεις είναι πως όσο ενισχύεται η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι των διευθυντικών στελεχών τόσο θωρακίζεται το Διοικητικό Συμβούλιο στην άσκηση του εποπτικού και ελεγκτικού του ρόλου επί των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα τη βελτίωση των

³² Τραυλός Ν., Κυριακοπούλου Κ., (2003), «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν;», Τάσεις

³³ Conyon M.J., Mallin C.A., m(1997) « A review of compliance with Cadbury», Journal of General Management, pp. 24- 37

οικονομικών αποτελεσμάτων ή την αντικατάσταση των ανεπαρκών στελεχών.³⁴ Η σχετική υπόθεση επαληθεύεται από πρόσφατα ερευνητικά πορίσματα.³⁵

Για παράδειγμα, οι Dahya, McConnell και Τραυλός (2002) μελέτησαν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων της Βρετανίας.³⁶ Οι συγγραφείς, θέτουν προς διερεύνηση την υπόθεση πως η σχέση ανάμεσα σε μη εθελούσιες αποχωρήσεις (απολύσεις) ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα. Πράγματι, τα αποτελέσματα της έρευνας, βασισμένα σε ένα τυχαίο δείγμα 460 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989-1995), κατέληξαν μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα: Παρατηρήθηκε αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις εταιρείες που συμμορφώθηκαν με τις βασικές υποδείξεις του Κώδικα. Στις επιχειρήσεις που υιοθέτησαν τις βασικές προτάσεις του Κώδικα, κυρίως σε όσες αυξήθηκε το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρατηρείται αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και εταιρική αποδοτικότητα. Περαιτέρω, οι McKnight, Μυλωνάς και Τραυλός (2003) διερεύνησαν τη σχέση ανάμεσα σε εταιρική αξία και την υιοθέτηση του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου την περίοδο 1989-1996. Τα ευρήματά τους συνοψίζονται ως εξής:

- (i) Η εταιρική αξία αυξάνεται όταν οι εταιρείες θεσπίζουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου ή/και Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών.
- (ii) Η εταιρική αξία μειώνεται όταν στις επιτροπές Εσωτερικού Ελέγχου ή/και Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών συμμετέχουν κορυφαία διευθυντικά στελέχη.
- (iii) Η εταιρική αξία αυξάνεται όσο αυξάνεται, πέρα κάποιου ορίου, το ποσοστό συμμετοχής στο Διοικητικό Συμβούλιο των Μη Εκτελεστικών Μελών. Κάποιες μεταρρυθμίσεις αναφέρονται στις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρείες που επενδύουν

³⁴ Yermac D., (1996), «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics* 40, pp. 185-211

³⁵ The Combined Code From the Cadbury and Greenbury Report, 2000

³⁶ Dahya, J., McConnell J. and Travlos N.G., *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*, Working Paper, 2002

οι θεσμικοί επενδυτές. Για παράδειγμα, η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK 1998) της Βρετανίας ενθαρρύνει την ενεργό συμμετοχή των μετόχων (shareholder activism) στις εταιρικές υποθέσεις με τους εξής τρόπους:

- Την ανάπτυξη εκ μέρους των θεσμικών επενδυτών πολιτικής συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες έχουν επενδύσει.
- Την ανάπτυξη πιο στενής επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων ανάμεσα στις εταιρείες και στους βασικούς τους θεσμικούς επενδυτές.

Η σχετική εμπειρική έρευνα των Solomon and Solomon (1999) διαπιστώνει πως τα διευθυντικά στελέχη των Επενδυτικών Εταιρειών:

- Υιοθετούν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων, έχουν αναπτύξει πολιτικές συμμετοχής στις ψηφοφορίες των εταιρειών, στις οποίες επενδύουν και υποστηρίζουν τη γνωστοποίηση αυτών των πολιτικών στους πελάτες τους.
- Ενθαρρύνουν την ανάπτυξη στενών και μακροπρόθεσμων σχέσεων επικοινωνίας και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων με τις εταιρείες, στις οποίες επενδύουν.
- Υποστηρίζουν τη χάραξη επενδυτικών στρατηγικών με μακροπρόθεσμες προοπτικές σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές.
- Έχουν καλωσορίσει τις πρόσφατες μεταρρυθμίσεις στη Βρετανία σχετικά με την Εταιρική Διακυβέρνηση και έχουν υποστηρίξει πως οι σχετικές μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιδράσεις τόσο στους θεσμικούς επενδυτές, όσο και στις εταιρείες, στις οποίες επενδύουν.
- Έχουν εκφράσει κάποιο προβληματισμό σχετικά με την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων από τις μικρές εταιρείες.³⁷

Στην Ελλάδα οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016/2002. Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της

³⁷ Milonas N., Solomon A., Solomon J., Travlos N.G., (2003), «Controlling the growing agency problems: Should there be further mandatory corporate governance reform in Greece»

Επιτροπής Cadbury. Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016 αποτελεί στέρεο βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Συμπερασματικά, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, μικρομετόχων, διευθυντικών στελεχών και πιστωτών δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως, εκδηλώνονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με αρνητικές συνέπειες στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν στην κατάρρευσή της. Τα συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα σχετικά προβλήματα αλλά αδυνατούν να τα εξαλείψουν τελείως.³⁸

Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στη Βρετανία και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από τη Βρετανία μια πρωτοβουλία μεταρρύθμισης του συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης των Βρετανικών επιχειρήσεων που μεταδόθηκε σύντομα σε πολλές χώρες σε όλες τις Ηπείρους. Τα εμπειρικά ευρήματα ενισχύουν την άποψη πως οι μεταρρυθμίσεις έχουν θετικές επιπτώσεις στη λειτουργία των επιχειρήσεων. Στην Ελλάδα οι σχετικές μεταρρυθμίσεις εισήχθησαν με το Νόμο 3016. Σαν πρώτη προσπάθεια μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα, ο Νόμος 3016 αποτελεί μια πολύ θετική εξέλιξη που περαιτέρω θωρακίζει το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

2.4 ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΠΡΟΒΟΛΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

2.4.1 Η ανάγκη δημιουργίας κριτηρίων προβολής εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α.

Ο σκοπός της ανάπτυξης ορισμένων ποιοτικών κριτηρίων, με βάση και τη διεθνή εμπειρία, είναι να προβληθούν κατάλληλα οι εισηγμένες εταιρείες στις εγχώριες και διεθνείς αγορές. Με δεδομένη τη σημασία τους για την αγορά, η υιοθέτηση των κριτηρίων αυτών από τις εταιρείες αναμένεται να συμβάλει στην τόνωση επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Συγκεκριμένα, διακρίνονται τρεις ομάδες κριτηρίων:

1. Διαφάνειας και επικοινωνίας των εταιρειών με τους επενδυτές
2. Εταιρικής διακυβέρνησης και

³⁸ Τραυλός Ν., Μυλωνάς Ν., (2004), «Θεσμικοί επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα», Τάσεις

3. Διατήρησης του ποσοστού ελεύθερης διασποράς

Μέσω αυτών των κριτηρίων επιδιώκεται:

1. Η καλύτερη προβολή των εταιρειών προς τους επενδυτές,
2. Η διαφάνεια των λειτουργιών των εταιρειών, που διασφαλίζεται μέσω της επιτάχυνσης των διαδικασιών έγκαιρης και αποτελεσματικής διάχυσης της απαραίτητης πληροφόρησης προς τους μετόχους και τους συμβούλους τους, αλλά και προς τους εγχώριους και ξένους θεσμικούς επενδυτές,
3. Η προώθηση της εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης,
4. Η ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, πέρα από τις υποχρεώσεις που ορίζει η ισχύουσα νομοθεσία και
5. Η δυνατότητα επιλογής εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών.³⁹

2.4.2 Συνοπτική παρουσίαση των κριτηρίων

Τα κριτήρια είναι κυρίως ποιοτικής φύσεως, τα οποία περιγράφονται διεξοδικά στο Τμήμα 3 πιο κάτω και αναφέρονται στα ακόλουθα:

2.4.3 Διαφάνεια και επικοινωνία των εταιρειών με τους επενδυτές

Η διαφάνεια των λειτουργιών των εταιρειών που διασφαλίζεται με την υιοθέτηση διαδικασιών έγκαιρης και έγκυρης διάχυσης των απαραίτητων πληροφοριών με βάση την κείμενη νομοθεσία επιτυγχάνεται ιδίως, με τη χορήγηση της δυνατότητας άμεσης και δωρεάν πρόσβασης των επενδυτών στις εν λόγω πληροφορίες μέσω των νέων τρόπων επικοινωνίας που έχουν καθιερωθεί διεθνώς, ειδικότερα:

- Με την ύπαρξη ιστοσελίδας της εταιρείας στο διαδίκτυο όπου θα εμφανίζονται οι ανωτέρω πληροφορίες,
- Με την συμμετοχή σε ημερίδες ενημέρωσης επενδυτών και

³⁹ www.creative.gr, (2001) «Ποιοτικά κριτήρια προβολής εισηγμένων εταιρειών», ΧΑΑ, Τομέας ανάπτυξης ερευνών, τμήμα έρευνας και ανάπτυξης

- Με την λειτουργία Τμήματος/Μονάδας σχέσεων με τους Επενδυτές, που θα παρέχει υπηρεσίες στους επενδυτές, πέραν αυτών που ορίζει η Απόφαση της Ε.Κ.5/204/14-11-2000, σε σχέση με την Υπηρεσία Εξυπηρέτησης των Μετόχων και την Υπηρεσία Εταιρικών Ανακοινώσεων.

2.4.4 Εταιρική διακυβέρνηση

Υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής, των ραγδαίων διεθνών εξελίξεων και της συμμετοχής της Ελλάδος στην παγκοσμιοποιημένη οικονομία, είναι απαραίτητος ο εναρμονισμός του θεσμικού πλαισίου με το αντίστοιχο των διεθνών κεφαλαιαγορών, ώστε να ενισχυθεί περαιτέρω η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων. Η διαδικασία σταδιακών αλλαγών στις πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει ήδη δρομολογηθεί στην ελληνική οικονομία. Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων, να εγγυώνται την ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μειοψηφούντων και των αλλοδαπών, να αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των συνεργαζομένων και όσων έχουν νόμιμα συμφέροντα από την επιχείρηση, να εγγυώνται την έγκαιρη, πλήρη και λεπτομερή γνωστοποίηση πληροφοριών για όλα τα ζητήματα που σχετίζονται με την επιχείρηση και να διασφαλίζουν τη στρατηγική της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης από το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) και την ευθύνη του Δ.Σ. έναντι της επιχείρησης και των μετόχων.⁴⁰

2.4.5 Διατήρηση ποσοστού ελεύθερης διασποράς

Η διατήρηση του ποσοστού ελεύθερης διασποράς, τουλάχιστον 25%, συντελεί στη μεγαλύτερη εμπορευσιμότητα/ρευστότητα της μετοχής και στην αποτροπή του εγκλωβισμού των επενδυτών. Ο διορισμός ειδικού διαπραγματευτή επιβοηθά την εμπορευσιμότητα/ρευστότητα της μετοχής αν αυτή είναι χαμηλή. Επίσης η εφαρμογή των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι άμεσα συνυφασμένη με την διατήρηση υψηλού ποσοστού ελεύθερης διασποράς.

⁴⁰ Τραυλός Ν., Μυλωνάς Ν., (2004), « Θεσμικοί επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα », Τάσεις

2.4.6 Κριτήρια προβολής εισηγμένων εταιρειών του Χ.Α.Α.

Τα κριτήρια, όπως αναπτύσσονται πιο κάτω κοινοποιούνται στις εισηγμένες εταιρείες του Χ.Α.Α., συνοδευόμενα από το προκαταρκτικό ερωτηματολόγιο του Παραρτήματος 1. Με τη συμπλήρωση του ερωτηματολογίου, μετά την παρέλευση τριών μηνών, ώστε να προετοιμαστούν όσες εταιρείες επιθυμούν, θα προσδιοριστεί ποιες εταιρείες πληρούν τα κριτήρια.

Τα κριτήρια διακρίνονται σε τρεις μεγάλες ενότητες:

- i. Κριτήρια που σχετίζονται με τη διαφάνεια και την ποιότητα της επικοινωνίας της εισηγμένης εταιρείας με τους επενδυτές,
- ii. Κριτήρια που σχετίζονται με την εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης και
- iii. Κριτήρια που σχετίζονται με τη διασπορά των εισηγμένων εταιρειών.

Στη συνέχεια περιγράφονται τα επί μέρους κριτήρια κάθε μιας από τις ανωτέρω ενότητες.

Ενότητα Ι Διαφάνεια και επικοινωνία των εταιρειών με τους επενδυτές

Στην παρούσα ενότητα αναπτύσσονται τα κριτήρια με βάση την επικοινωνιακή πολιτική της εταιρείας απέναντι στους επενδυτές.

Κριτήριο Ι.1. Εταιρική ιστοσελίδα

Ένα από τα θεμελιώδη κριτήρια είναι η ύπαρξη ιστοσελίδας (χωρίς χρέωση) στην οποία εμφανίζεται το σύνολο της επίσημης πληροφόρησης που η εταιρεία πρέπει να διαχέει στο επενδυτικό κοινό, βάσει της κείμενης νομοθεσίας. Το Χ.Α.Α. διευκολύνει την πρόσβαση στις εταιρικές ιστοσελίδες μέσω δεσμών που θα παραπέμπουν στην κεντρική σελίδα της κάθε εισηγμένης εταιρείας. Κάθε φορά που επέρχεται οποιαδήποτε αλλαγή, η ιστοσελίδα ενημερώνεται χωρίς καθυστέρηση. Η εταιρική ιστοσελίδα εμφανίζεται σε δύο γλώσσες, στην Ελληνική και στην Αγγλική. Η κεντρική σελίδα περιέχει παραπομπές στο σύνολο των επί μέρους θεματικών ενότητων που αναπτύσσονται στη συνέχεια:

Θεματική Ενότητα Α. Διοικητικό Συμβούλιο και Διοίκηση της Εταιρείας

Περιέχει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) και τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας με σύντομο βιογραφικό σημείωμα.

Θεματική Ενότητα Β. Εταιρικό προφίλ

Περιέχει τις ακόλουθες πληροφορίες:

1. Εταιρικό λογότυπο,
2. Γενικά στοιχεία για την εταιρεία (Έδρα, αντικείμενο, περιγραφή των δραστηριοτήτων της), καθώς και το νομοθετικό και θεσμικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία της,
3. Οργανόγραμμα της εταιρείας - Ανθρώπινο δυναμικό - Στατιστικά μεγέθη και ποιοτικά χαρακτηριστικά (τίτλοι σπουδών, επαγγελματική εμπειρία, παρακολούθηση επιμορφωτικών σεμιναρίων και άλλα) ανά τομέα και για το σύνολο της εταιρείας,
4. Παρουσίαση των προϊόντων της εταιρείας, μερίδιο αγοράς (στην Ελλάδα και διεθνώς), δίκτυο πωλήσεων,
5. Παρουσίαση του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, καθώς και της θέσης της στον κλάδο,
6. Παράθεση επενδυτικών σχεδίων και αναπτυξιακών προγραμμάτων της εταιρείας,
7. Παρουσίαση κινδύνων που ενδεχομένως να αντιμετωπίσει η εταιρεία στην πορεία της κατά την προσεχή τριετία.

Θεματική Ενότητα Γ. Μετοχική σύνθεση της Εταιρείας

Παρουσίαση της πιο πρόσφατης μετοχικής σύνθεσης της εταιρείας.

Θεματική Ενότητα Δ. Θυγατρικές εταιρείες

Παρουσίαση των εταιρειών του ομίλου στον οποίο ανήκει η εταιρεία. Ποσοστό συμμετοχής της εταιρείας με τις συνδεδεμένες σε αυτήν επιχειρήσεις. Σύντομη ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της και των θυγατρικών της εταιρειών. Παρουσίαση της μετοχικής σύνθεσης των βασικών μετόχων.

Θεματική Ενότητα Ε. Σημαντικά γεγονότα της τελευταίας πενταετίας

Παράθεση με χρονολογική σειρά των γεγονότων-σταθμών που χαρακτήρισαν την πορεία της εταιρείας κατά την τελευταία τουλάχιστον πενταετία (επιχειρηματικά επιτεύγματα, σημαντική μεταβολή των οικονομικών μεγεθών και άλλα).

Θεματική Ενότητα Ζ. Πίνακας εταιρικών πράξεων

Χρονολογικός πίνακας (σε Excel ή άλλο συμβατό λογιστικό φύλλο) των εταιρικών πράξεων της εταιρείας (Δημόσια εγγραφή, Μεταβολή μετοχικού κεφαλαίου, split και άλλα).

Θεματική Ενότητα Η. Περιοδικές και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις

Οι περιοδικές οικονομικές καταστάσεις 1ου, 2ου, 3ου και 4ου τριμήνου, οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και οι ετήσιες καταστάσεις ταμιακών ροών (σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση) και οι σχετικές εκθέσεις των ορκωτών λογιστών πρέπει να δημοσιεύονται στις ιστοσελίδες των εταιρειών για 5 έτη (εφόσον αυτό είναι εφικτό). Οι δημοσιεύσεις στην ιστοσελίδα θα πρέπει να συμμορφώνονται προς τα οριζόμενα από τον νόμο (Π.Δ. 360/85, Απόφαση Ε.Κ.5/204/14-11-2000).

Θεματική Ενότητα Θ. Εξέλιξη χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής

Περιέχει την εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής και του όγκου συναλλαγών της μετοχής της.

Θεματική Ενότητα Ι. Πίνακας διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων

Περιέχει λεπτομερή κατάλογο των επενδύσεων των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από δημόσια εγγραφή για την εισαγωγή στο Χ.Α.Α. ή την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς και τις τυχόν αποκλίσεις από τα προβλεπόμενα βάσει του εγκεκριμένου Ενημερωτικού Δελτίου και την αιτιολόγηση αυτών.

Θεματική Ενότητα Κ. Ετήσιο Δελτίο

Καταχώρηση στην ιστοσελίδα της εταιρείας του πιο πρόσφατου ετήσιου δελτίου που το περιεχόμενο του θα είναι ταυτόσημο με το περιεχόμενο του δελτίου που κυκλοφορεί υπό τη μορφή εντύπου.

Κριτήριο I.2. Συμμετοχή σε ημερίδες ενημέρωσης επενδυτών (road shows)

Οι εταιρείες πληροφορούν τους επενδυτές για την κατάσταση και την πορεία τους σε τουλάχιστον 10 ημερίδες (road shows), είτε μόνες τους ή σε συνεργασία με άλλες εταιρείες, που διεξάγονται σε διάφορες πόλεις της Ελλάδας και στο εξωτερικό. Το πρόγραμμα των ημερίδων αναγγέλλεται στην αρχή κάθε έτους.

Κριτήριο I.3. Τμήμα/Μονάδα Σχέσεων με τους Επενδυτές (Investor Relations Unit)

Η λειτουργία Τμήματος Σχέσεων με τους Επενδυτές είναι επίσης ένα από τα βασικά κριτήρια. Πιο κάτω αναπτύσσονται τα βασικά χαρακτηριστικά και οι κύριες λειτουργίες του Τμήματος Ενημέρωσης Επενδυτών.

Ο επικεφαλής του Τμήματος είναι στέλεχος της εταιρείας που γνωρίζει πλήρως την χρηματοοικονομική κατάσταση και την στρατηγική ανάπτυξης της εταιρείας, ενώ κατά προτίμηση συμμετέχει στα ανώτερα ή ανώτατα όργανα της Διοίκησης. Στις δραστηριότητες του Τμήματος περιλαμβάνονται:

1. Η παροχή συνεχούς, έγκυρης, έγκαιρης και ισότιμης πληροφόρησης προς τους μετόχους.
2. Η ανάπτυξη βάσης δεδομένων μετόχων, επενδυτών, χρηματιστηριακών αναλυτών, διαχειριστών χαρτοφυλακίων, και άλλων παραγόντων της αγοράς.
3. Η διοργάνωση συναντήσεων, ημερίδων, σεμιναρίων, διαλέξεων και άλλων μέσων για την ενημέρωση των επενδυτών.
4. Η έκδοση ενημερωτικών εντύπων και δελτίων τύπου για την ενημέρωση των μετόχων τους και των επενδυτών σχετικά με την πορεία της εταιρείας, τις στρατηγικές της επιλογές, τα επενδυτικά της σχέδια και την πορεία της τιμής της μετοχής της.
5. Η συγκέντρωση και ανάλυση δεδομένων για την αξιολόγηση της πορείας της τιμής της μετοχής και την θέση της εταιρείας στην αγορά.
6. Η συμμετοχή σε road shows, συνεντεύξεις τύπου, συνέδρια και λοιπές δραστηριότητες που διοργανώνει το Χρηματιστήριο στην Ελλάδα και στο εξωτερικό (σε συνεργασία με άλλες εισηγμένες εταιρείες).

Σημείωση: Διευκρινίζεται ότι οι λειτουργίες του ανωτέρω Τμήματος εκτείνονται πέρα από αυτές που ορίζει η Απόφαση της Ε.Κ.5/204/14-11-2000, σε σχέση με την Υπηρεσία Εξυπηρέτησης των Μετόχων και την Υπηρεσία Εταιρικών Ανακοινώσεων.

Ενότητα II Χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης

Στην Ενότητα II αναπτύσσεται το σύνολο των κριτηρίων που άπτονται των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης.

Κριτήριο II.1. Συγκρότηση του Διοικητικού Συμβουλίου.

Ο ελάχιστος αριθμός των μελών του Δ.Σ. των εταιρειών είναι 5. Το Δ.Σ. αποτελείται από εκτελεστικά και από μη εκτελεστικά μέλη. Το πλήθος των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. δεν είναι μικρότερο του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών.

Εκτελεστικά Μέλη του Δ.Σ.: Τα εκτελεστικά μέλη είναι αρμόδια και επιφορτισμένα με την ευθύνη εκτέλεσης των αποφάσεων του Διοικητικού Συμβουλίου και τη διαρκή παρακολούθηση των εργασιών της εταιρείας. Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο διαχωρισμός των ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της επιχείρησης με σκοπό τη διασφάλιση ισορροπίας στην κατανομή των εξουσιών, των αρμοδιοτήτων και του ελέγχου τους.

Μη Εκτελεστικά Μέλη του Δ.Σ.: Ορισμένα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. θα πρέπει να είναι ανεξάρτητα από τα εκτελεστικά μέλη και τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης και να μην διατηρούν καμία επιχειρηματική ή άλλη εμπορική σχέση με την επιχείρηση, η οποία θα μπορούσε ενδεχομένως να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση τους. Η ανεξαρτησία κρίνεται επαρκής εφόσον ισχύουν τα ακόλουθα:

1. Δεν είναι εκτελεστικό διευθυντικό στέλεχος ή μέλος του Δ.Σ. άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης επιχείρησης, ούτε ήταν κατά τα τρία προηγούμενα έτη,
2. Δεν έχει συγγένεια μέχρι δευτέρου βαθμού και δεν είναι σύζυγος άλλου εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. ή διευθυντικού στελέχους της εταιρείας.
3. Δεν είναι ταυτόχρονα μέλος της ομάδας των μετόχων που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης,

4. Δεν έχει άλλη σχέση με επιχείρηση η οποία από τη φύση της μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση του και συγκεκριμένα δεν είναι προμηθευτής αγαθών ή υπηρεσιών, που από τη φύση τους σχετίζονται με τη δραστηριότητα της επιχείρησης, ούτε είναι μέλος επιχείρησης που είναι σύμβουλος της εν λόγω επιχείρησης.

Κριτήριο Π.2. Ελεγκτική Επιτροπή του Τμήματος Εσωτερικού Ελέγχου

Οι εταιρείες θα πρέπει να διαθέτουν Τριμελή Ελεγκτική Επιτροπή, η οποία εκλέγεται από το Δ.Σ. της εταιρείας και φέρει την ευθύνη των τελικών πορισμάτων και αναφορών που συντάσσει το τμήμα εσωτερικού ελέγχου που διαθέτει η εταιρεία βάσει του Άρθρου 12 της Απόφασης 5/204/14.11.2000 του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Τα μέλη της Ελεγκτικής Επιτροπής είναι στην πλειοψηφία τους μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ., τα οποία αναφέρονται στο Δ.Σ. της εταιρείας μέσω τακτικών εκθέσεων ή αναφορών. Η Ελεγκτική Επιτροπή βρίσκεται σε διαρκή επαφή με το Τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου της εταιρείας και φροντίζει ώστε να διασφαλίζονται οι άριστες εκείνες συνθήκες που είναι αναγκαίες για την άσκηση του εσωτερικού ελέγχου, όπως :

1. Πρόσβαση στο σύνολο της ηλεκτρονικής ή έντυπης πληροφορίας της εταιρείας,
2. Διαρκής εκπαίδευση σε νέα συστήματα και τεχνικές του εσωτερικού ελέγχου,
3. Συγκρότηση ομάδων εργασίας αποτελούμενων από ειδικούς εντός και εκτός της εταιρείας για τη διερεύνηση ειδικών τεχνικών θεμάτων και
4. Εξασφάλιση εργασιακού κύρους υψηλών προδιαγραφών για τους εσωτερικούς ελεγκτές. Το τμήμα εσωτερικού ελέγχου αναφέρεται στην Ελεγκτική Επιτροπή. Μεταξύ των παραδοτέων του εσωτερικού ελέγχου στην Ελεγκτική Επιτροπή περιλαμβάνονται:

1. Χρονοδιάγραμμα διενέργειας ελέγχων στα διάφορα τμήματα της εταιρείας,
2. Αξιολόγηση της επάρκειας των συστημάτων ελέγχου,
3. Αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των υφιστάμενων διαδικασιών,
4. Αξιολόγηση της συμμόρφωσης των υφιστάμενων διαδικασιών προς τους νόμους του κράτους, τις εντολές της ιεραρχίας και τις συστάσεις από προηγούμενη διενέργεια ελέγχου,

5. Τήρηση βάσης δεδομένων με τους διενεργούμενους ελέγχους (Τόπος, χρόνος, άτομα, παρατηρήσεις, σχετικές αναφορές κ.τ.λ.),
6. Έκθεση για την τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρείας,
7. Εκθέσεις ανεξάρτητων ελεγκτών για συγκεκριμένο ελεγκτικό έργο,
8. Αναφορές και εκθέσεις προς την Ελεγκτική Επιτροπή και
9. Έλεγχος του περιεχομένου του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας της εταιρείας, ο οποίος πρέπει να περιέχει κατ' ελάχιστο την περιγραφή του οργανογράμματος και των αντικειμένων δραστηριότητας των διαφόρων τμημάτων της εταιρείας με ιδιαίτερη πρόβλεψη για τη δημιουργία Τμήματος Εσωτερικού Ελέγχου και Τμήματος Σχέσεων με τους Επενδυτές, καθώς και την ύπαρξη διαδικασιών προσλήψεων και αξιολογήσεων των στελεχών της εταιρείας,

Ενότητα III Διατήρηση ποσοστού ελεύθερης διασποράς

Ένα άλλο κριτήριο είναι το ποσοστό ελεύθερης διασποράς της μετοχής (free float) να μην είναι μικρότερο του 25%. Οι υποχρεώσεις που ορίζονται στο παρόν κείμενο είναι πρόσθετες και δεν αναιρούν σε καμία περίπτωση την υποχρέωση της εταιρείας να συμμορφώνεται προς τις υποχρεώσεις που ορίζονται από: Την ισχύουσα νομοθεσία και ιδίως τη νομοθεσία που διέπει τη λειτουργία των Ανωνύμων Εταιρειών, Τις αποφάσεις του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και το κανονιστικό πλαίσιο που ορίζουν οι αποφάσεις του Δ.Σ. του Χ.Α.Α.

2.5 ΠΑΡΟΥΣΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

2.5.1 Στον Ιδιωτικό Τομέα

Για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρίες, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, διοίκησης (management) και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της

επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων επιχειρήσεων. Πρόσφατη έρευνα της εταιρείας Mckinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium, που ξεπερνά το 20%, για εταιρείες με σωστές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης.⁴¹ Η βελτίωση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορά όμως εξ' ίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών venture capital στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις υποχρεώσεις τους όταν θα διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς. Έχει ανακύψει το ερώτημα αν αφορά τις ελληνικές αποκλειστικά ή και τις αλλοδαπές ανώνυμες εταιρίες, εφόσον βεβαίως είναι και οι τελευταίες εισηγμένες σε ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Στο ερώτημα δε τούτο δόθηκε η απάντηση ότι ο θεσμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης ανήκει στο δίκαιο της κεφαλαιακής αγοράς και ότι, συνεπώς, περιέχει κανόνες άμεσου εφαρμογής που αφορούν και τις αλλοδαπές ανώνυμες εταιρείες. Η απάντηση όμως αυτή κινείται πέρα από το σύστημα του όλου δικαίου: Η διοίκηση της εταιρείας, πράγματι, όπως και αν ρυθμίζεται, ανήκει στην προσωπική κατάσταση (personal status) της εταιρείας και η προσωπική κατάσταση, μαζί με την ίδρυση της εταιρείας, διέπεται κατά το άρθρο 10 του Αστικού Κώδικα από το δίκαιο της έδρας της. Η εν λόγω διάταξη, συνακόλουθα, μιλώντας για ανώνυμες εταιρείες, ευνοεί τις ελληνικές. Ελληνικές δε, κατά την ορθότερη άποψη, τη μόνη, άλλωστε, που δύναται να εφαρμοσθεί εν προκειμένω, είναι (μόνο) εκείνες που έχουν ιδρυθεί στην Ελλάδα. Οι αλλοδαπές εταιρείες, άλλωστε, για να εισαχθούν στην ελληνική αγορά, χρειάζεται, κατ' άρθρο 17 3632/1928, να είναι εισηγμένες ήδη στην αγορά της χώρας από την οποία προέρχονται και φυσική θα υπόκεινται ήδη στο θεσμό της Εταιρικής Διακυβέρνησης που ισχύει ενδεχομένως στη χώρα εκείνη.⁴²

⁴¹ McKinsey, «Global Investor Opinion Survey», 2002

⁴² Mertzanis H., (2001), «Principles of corporate governance in Greece», Corporate Governance: An international review (No2), pp. 89- 100

2.5.2 Στο Δημόσιο Τομέα

Ένα από τα εμπόδια της ανάπτυξης των επενδύσεων στη χώρα, εκτός του θεσμικού πλαισίου και του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος, είναι ο τρόπος λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης. Η δυσκαμψία της κρατικής μηχανής λειτουργεί αποτρεπτικά στην προσέλκυση ξένων επενδυτών, πλην ελάχιστων εξαιρέσεων. Η γραφειοκρατία και η εξουσία χαμηλόβαθμων στελεχών της δημόσιας διοίκησης είναι δύο από τα προβλήματα που έχουν εντοπίσει όλες σχεδόν οι έρευνες και αναλύσεις για την αδυναμία προσέλκυσης επενδύσεων. Ελάχιστοι όμως έχουν προτείνει λύσεις για την αντιμετώπιση αυτού του προβλήματος. Οι προσπάθειες που έχουν γίνει από τις εκάστοτε κυβερνήσεις, με την ομάδα των γενικών γραμματέων από συναρμόδια υπουργεία για το ξεμπλοκάρισμα μεγάλων επενδυτικών σχεδίων είχαν πενιχρά αποτελέσματα. Παρόλα αυτά οι προσπάθειες συνεχίζονται, ενώ παράλληλα ενισχύεται ο ρόλος του Ελληνικού Κέντρου Επενδύσεων, ο πρόεδρος του οποίου έχει προτείνει την εφαρμογή των βασικών αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης στη δημόσια διοίκηση εκτιμώντας ότι αυτό θα συμβάλει στην αποκατάσταση της αξιοπιστίας των μηχανισμών που εμπλέκονται στην υλοποίηση των επενδύσεων. Η υιοθέτηση και εφαρμογή συστήματος εσωτερικού ελέγχου στον δημόσιο τομέα θα οδηγούσε σε βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας και θα συνέβαλλε στην εξυγίανση των δημοσίων οικονομικών, με τον περιορισμό της σπατάλης και τη βελτίωση της λειτουργίας του κράτους. Το κράτος επιβάλλει Εταιρική Διακυβέρνηση στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις, για τη διασφάλιση των επενδυτών. Με βάση την ίδια αρχή, της προστασίας του μέλλοντος των πολιτών, το Δημόσιο οφείλει να εφαρμόσει κανόνες διακυβέρνησης και στις υπηρεσίες του, αποδεικνύοντας έμπρακτα ότι αυτό που επιβάλλει στους ιδιώτες το κάνει πράξη και το ίδιο.⁴³

3. ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΧΡΗΣΤΗ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Το αίτημα για διαφανή και χρηστή Εταιρική Διακυβέρνηση δεν είναι καινούργιο. Συνοδεύει την Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε.) από τη γένεσή της. Είναι ένα εύλογο και αιτιολογημένο αίτημα. Προέρχεται απ' όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα που έχουν

⁴³ Mertzanis H., (2001), «Principles of corporate governance in Greece», Corporate Governance: An international review (No2), pp. 89- 100

νόμιμες απαιτήσεις επί της Α.Ε. (εργαζόμενοι, πολιτεία, δανειστές, προμηθευτές και μέτοχοι). Αποβλέπει στη διαφανή και ισότιμη μεταχείρισή τους. Προβάλλεται με ένταση αντιστρόφως ανάλογη της σειράς κατάταξής τους στην εκκαθάριση της Α.Ε. Το αίτημα καθίσταται επιτακτικό από τη στιγμή που η Α.Ε. αποκτά πολυμετοχική σύνθεση (επέρχεται διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και διαχείρισης) και οι διαχειριστές αποκτούν τη δυνατότητα να διοικούν την επιχείρηση για ιδιοτελείς σκοπούς.⁴⁴ Τη στιγμή που η Α.Ε. αποκτά «δημόσιο» χαρακτήρα, με την τιτλοποίηση των υποχρεώσεών της και τη διάθεσή τους στο ευρύ κοινό, το αίτημα μετατρέπεται σε επιβεβλημένο κώδικα συμπεριφοράς. Αρχίζει πλέον να απασχολεί τις εποπτικές αρχές που είναι επιφορτισμένες για την εύρυθμη και ομαλή λειτουργία της αγοράς και γίνεται θεσμοθετημένη υποχρέωση. Ο προβληματισμός για τη θεσμοθέτηση «κανονισμών εταιρικής διακυβέρνησης» έλαβε υπόσταση στις αρχές της δεκαετίας του 1990 με αφορμή τις καταχρηστικές συμπεριφορές που προκάλεσαν τη χρεοκοπία των MGN, Poly Peck & BCCI. Οι χρεοκοπίες αυτές προκάλεσαν την εισαγωγή κανονιστικών ρυθμίσεων σε παγκόσμιο επίπεδο (μεταξύ άλλων Cadbury, Greenbury, Hampel, Combined Code, OECD, Vienot II, Higgs Review, NYSE/NASDAQ, S-OX, EU 8th Directive) με σκοπό την πρόληψη και καταστολή καταχρηστικών συμπεριφορών στην Εταιρική Διακυβέρνηση. Παρά ταύτα, οι καταχρήσεις και οι αστοχίες συνεχίστηκαν να εμφανίζονται και να απειλούν τη σταθερότητα της αγοράς (μεταξύ άλλων Enron, Worldcom, Parmalat, Refco). Το κατά πόσον οι κανονιστικές ρυθμίσεις επέφεραν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα είναι αβέβαιο, καθότι δεν γνωρίζουμε τι θα συνέβαινε εάν δεν υφίστανται. Πάντως, το βέβαιο είναι ότι επέφεραν τρία σημαντικά αποτελέσματα. Πρώτον, δημιούργησαν σημαντικό κόστος συμμόρφωσης στις δημόσιες εταιρείες. Δεύτερον, περιόρισαν την ασυδοσία (τα ακραία φαινόμενα εταιρικής απάτης του παρελθόντος αντικαταστάθηκαν με πιο «εκλεπτυσμένες» μορφές παραπλάνησης των επενδυτών όπως π.χ. παραποίηση ισολογισμών για απόκρυψη υποχρεώσεων, εγγραφή ανύπαρκτων απαιτήσεων και κερδών, στις περιπτώσεις Enron, Parmalat, REFCO). Τρίτον, διαπαιδαγόγησαν τους επενδυτές και τους επαγγελματίες διαχειριστές και ανέδειξαν τα οφέλη της χρηστής Εταιρικής Διακυβέρνησης με αποτέλεσμα οι επενδυτές να προσφέρουν το καλύτερο και οι εταιρείες να είναι σε θέση να το αποσπάσουν. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 80% των επενδυτών δηλώνουν πρόθυμοι να πληρώσουν την καλή Εταιρική Διακυβέρνηση, με

⁴⁴ Ναυτεμπορική, (2006), «Εταιρική κοινωνική ευθύνη και Εταιρική Διακυβέρνηση», Ειδική Έκδοση

περιθώριο της τάξης από 11% ως και 40%.⁴⁵ Για την εταιρεία, αυτό σημαίνει χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και υψηλότερες αποδόσεις. Η προθυμία των επενδυτών να καταβάλουν το πρόσθετο τίμημα επιβεβαιώνεται στην πράξη. Οι αποδόσεις των εταιρειών που εφαρμόζουν καλή Εταιρική Διακυβέρνηση υπερβαίνουν κατά 8% τις αποδόσεις εταιρειών που εμφανίζουν κακή Εταιρική Διακυβέρνηση.⁴⁶ Επίσης, τα κέρδη των εταιρειών με καλή διακυβέρνηση υπερβαίνουν κατά 9,3% τα κέρδη εταιρειών που υπολείπονται των καλών πρακτικών.⁴⁷ Στην Ελλάδα σήμερα η χρηστή Εταιρική Διακυβέρνηση στις δημόσιες εισηγμένες εταιρείες επιβάλλεται από τον Ν3016/2002 και τις συστάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η έρευνα «Εταιρική Διακυβέρνηση 2005» κατέγραψε τις πρακτικές διακυβέρνησης που εφαρμόζουν οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις και αξιολογεί τη συμμόρφωσή τους τόσο με την υφιστάμενη νομοθεσία όσο και με τις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές. Επιδίωξή της ήταν να αποτελέσει αφορμή για την ανάπτυξη προβληματισμού και ταυτοχρόνως μέσο για τη διαπαιδαγώγηση της αγοράς.

Η συμμόρφωση με τις σύγχρονες αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι αναπόφευκτη. Εάν δεν επιβληθεί από τις εποπτικές αρχές, θα επιβληθεί από την ίδια την αγορά. Η πορεία για την πλήρη συμμόρφωση γίνεται μη αναστρέψιμη τη στιγμή που έστω και μία εταιρεία (μεταξύ ομοίων) ενστερνίζεται τη διαφανή και χρηστή διακυβέρνηση. Ο επενδυτής αποκτά πλέον τη δυνατότητα όχι μόνον να επιβραβεύσει την εταιρεία (αγοράζοντας τους τίτλους αυτής) αλλά, και ταυτόχρονα, να χρηματοδοτήσει την επιβράβευση με την τιμωρία των υπολοίπων (προβαίνοντας σε ακάλυπτες πωλήσεις των τίτλων τους). Ήδη, έχουν αρχίσει να δραστηριοποιούνται τα πρώτα hedge funds που εξειδικεύονται σε εξισορροπητική κερδοσκοπία στην Εταιρική Διακυβέρνηση (corporate governance arbitrage). Έχει παρατηρηθεί αυξημένος δανεισμός τίτλων με σκοπό την άσκηση του δικαιώματος ψήφου. Όσο οι επενδυτές δεν είχαν τη δυνατότητα επιλογής, οι εταιρείες μπορούσαν να επαναπαύονται. Για τις δημόσιες εισηγμένες εταιρείες που θα την ασπαστούν, η διαφανής και χρηστή Εταιρική Διακυβέρνηση θα αποτελέσει προτέρημα. Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονισθεί ότι, η δημόσια εισηγμένη Α.Ε. υφίσταται για να αποδίδει

⁴⁵McKinsey, «*Global Investor Opinion Survey*», 2002.

⁴⁶ Roell A., «*Corporate Governance and Economic Performance*», Princeton University, Deutsche Bank Lecture, 2004.

⁴⁷ Harvard BusinessSchool, «*Corporate Governance*», Survey 2002

μερίσματα και να δημιουργεί υπεραξία για τους μετόχους. Η έννοια της οικογενειακής επιχείρησης παύει να υφίσταται τη στιγμή που η επιχείρηση αποκτά δημόσιο χαρακτήρα, το ίδιο και η έννοια της ΔΕΚΟ. Το Διοικητικό Συμβούλιο της δημόσιας εταιρείας είναι σημαντικό, για αυτό τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου επιλέγονται με γνώμονα την ικανότητά τους να διοικήσουν την εταιρεία προς όφελος των μετόχων.⁴⁸

3.1 Η Αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση Ενάντια Στην Κακοδιαχείριση Των Χρηματιστηριακών Πόρων

Η παγκόσμια οικονομία διανύει μια δύσκολη φάση, με κύρια χαρακτηριστικά την αβεβαιότητα των προοπτικών, τη στασιμότητα και την εμφάνιση μακροοικονομικών ισορροπιών. Κύριες αιτίες της ανεπαρκούς παγκόσμιας ανάπτυξης δεν είναι μόνο οι επιπτώσεις των πολέμων στη Μέση Ανατολή και η έντονη διακύμανση της τιμής του πετρελαίου, ούτε μόνο η ραγδαία υποχώρηση των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών. Υπάρχουν βαθύτεροι και πιο διαρθρωτικοί παράγοντες για την επιβράδυνση και χρειάζεται μία ξεκάθαρη πολιτική αλλαγών για την εισαγωγή σε νέο κύκλο ανάπτυξης. Η υποχώρηση των χρηματιστηριακών αγορών, για παράδειγμα, απλά επιταχύνθηκε με τον πόλεμο, η πτωτική πορεία είχε αρχίσει προγενέστερα με τον κλονισμό της εμπιστοσύνης των επενδυτών, ως απόρροια της παραπλανητικής συμπεριφοράς ορισμένων μεγάλων επιχειρήσεων, των λογιστικών σκανδάλων και των πτωχεύσεων κολοσσών, με μεγάλες και πολλαπλές επιπτώσεις στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι υψηλές τιμές και το κλίμα υπερβολικών προσδοκιών και ευφορίας των προηγούμενων χρόνων, ιδιαίτερα για τις επιχειρήσεις νέας οικονομίας, υποχώρησαν και έδωσαν θέση σε ένα κλίμα απαισιοδοξίας, αποχής και υποτίμησης. Αυτό έβλαψε όλες τις αγορές, ανάμεσα τους και την ελληνική. Στην Ελλάδα οι υπερβολές και οι επιπολαιότητες που χαρακτήρισαν το φούσκωμα των αγορών την περίοδο 1999-2000 δημιούργησαν αμείλικτα ερωτήματα για την συμπεριφορά των επιχειρήσεων και τη διαχείριση των κεφαλαίων που τοποθέτησαν οι μικροεπενδυτές. Πολλές επιχειρήσεις ανταποκρίθηκαν ευσυνείδητα και υπεύθυνα στις δεσμεύσεις που είχαν αναλάβει στις Γενικές Συνελεύσεις και τα Ενημερωτικά Δελτία. Άλλες όμως επιχειρήσεις αντιμετώπισαν τη μαζική προσέλευση των μικροεπενδυτών με ανευθυνότητα και προσωπική

⁴⁸ Ο κόσμος του επενδυτή, (2003), « Η αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση Ξορκίζει την κακοδιαχείριση των χρηματιστηριακών πόρων»

ιδιοτέλεια, σπεύδοντας να ενισχύσουν την ατομική τους περιουσία και να προβούν σε προκλητικές εκδηλώσεις νεοπλουτισμού, αριβισμού και καταχρήσεων. Ακόμη και αν τέτοιες περιπτώσεις τιμωρήθηκαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, δημιουργήθηκε στο ευρύ επενδυτικό κοινό μία αίσθηση αδιαφορίας, παραπλάνησης και εγκατάλειψης, η οποία μπορεί να διαταράξει μακροπρόθεσμα το πλαίσιο εμπιστοσύνης μεταξύ επιχειρήσεων και επενδυτών. Κινδυνεύει επίσης να διαμορφώσει μια έντονη προκατάληψη εναντίον της επιχειρηματικότητας και να υπομονεύσει έτσι την αναπτυξιακή δυναμική της χώρας. Η αντιστροφή της σημερινής καθοδικής πορείας και η άρση της επενδυτικής άπνοιας δεν προϋποθέτει μόνο μία ένταση και συνέχεια των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και των ρυθμών ανάπτυξης. Απαιτεί πάνω απ' όλα ένα νέο, αυστηρό, διαφανές και κατανοητό πλαίσιο για τη λειτουργία και τις αποφάσεις των εισηγμένων εταιρειών, έτσι ώστε να μην υπάρξουν ξανά επιπόλαιες και ανεύθυνες πρακτικές. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης στις διεθνείς χρηματαγορές έφερε στο προσκήνιο την ανάγκη αναμόρφωσης της κυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών και της εποπτείας των αγορών . Απαίτησε την επέμβαση των κυβερνήσεων, για να θεσπίσουν πιο αυστηρούς κανόνες και νέα ρυθμιστικά πλαίσια. Ελάχιστα θέματα είναι πλέον τόσο σημαντικά στις συζητήσεις της επιχειρηματικής κοινότητας, των κυβερνήσεων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο τα θέματα διαφάνειας στην Εταιρική Διακυβέρνηση. Το πώς κυβερνώνται οι εταιρείες επηρεάζει όχι μόνο την πορεία των ίδιων εταιρειών, αλλά και ολόκληρων αγορών και οικονομιών στη νέα εποχή της παγκοσμιοποίησης. Οι εταιρείες για την άντληση των κεφαλαίων τους απευθύνονται πλέον σε διεθνείς και σε μία διεθνή κοινότητα επενδυτών, που υπερβαίνουν τοπικές αγορές και παραδοσιακά κανάλια χρηματοδότησης. Αυτοί οι επενδυτές και ιδίως οι θεσμικοί, θέλουν να βεβαιωθούν ότι οι εταιρείες που χρηματοδοτούν λειτουργούν με ένα αξιόπιστο καθεστώς που ελαχιστοποιεί τις πιθανότητες για κακοδιαχείριση, παραπληροφόρηση, νοθεία και απάτες. Οι επενδυτές αναλύουν και συγκρίνουν την απόδοση εταιρειών είτε αυτές έχουν έδρα τους την Ελλάδα είτε άλλη χώρα, με τις δικές τους προδιαγραφές διαφάνειας και πιστότητας στις οικονομικές τους καταστάσεις, πριν επενδύσουν. Μία έρευνα της Mckinsey σε 200 θεσμικούς επενδυτές που διαχειρίζονται 2 τρις. δολάρια παγκοσμίως έδειξε ότι τα θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν αντικείμενο μεγάλης προσοχής για τους επενδυτές, με πρώτη προτεραιότητα την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων. Οι επενδυτές φαίνεται να δίδουν την ίδια βαρύτητα σε θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης με αυτά των χρηματοοικονομικών δεικτών, όταν αξιολογούν

επενδυτικές αποφάσεις. Η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πρόσθετη αμοιβή (premium) για μετοχές εταιρειών με υψηλά κριτήρια Εταιρικής Διακυβέρνησης (12-14% παραπάνω για εταιρείες Β. Αμερικής και Δ. Ευρώπης και 20-30% για εταιρείες στον υπόλοιπο κόσμο.) Το 60% μάλιστα εξέφρασε την άποψη ότι αποφεύγει εντελώς τις επενδύσεις σε εταιρείες με χαμηλά κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης. Πέραν της διευκόλυνσης άντλησης κεφαλαίων από επενδυτές, η ενίσχυση θεσμών διαφάνειας στην Εταιρική Διακυβέρνηση επιφέρει και οφέλη στην επιχείρηση μέσω της αποτελεσματικής χρήσης των πόρων της, όπως στην ορθολογική λήψη αποφάσεων για επενδύσεις, αγορές και εξαγορές, συστήματα αμοιβών, μείωση στα κρούσματα λογιστικής νοθείας. Η ενίσχυση θεσμών διαφάνειας στην Εταιρική Διακυβέρνηση ενισχύει επίσης την εμπιστοσύνη του κοινού στη διαδικασία μετοχοποιήσεων και ιδιωτικοποιήσεων. Με τον τρόπο αυτό συμβάλλει στην καλή πορεία των επιχειρήσεων, και κατά συνέπεια στην ενδυνάμωση της απασχόλησης και της οικονομίας.⁴⁹

3.2 Παραδείγματα Ελληνικών Επιχειρήσεων Που Εφαρμόζουν Την Εταιρική Διακυβέρνηση Στην Ελλάδα.

3.2.1 Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Ιδιαίτερη μνεία για την Εταιρική Διακυβέρνηση κάνει λόγο η τράπεζα της Ελλάδος. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος θεωρεί την Εταιρική της Διακυβέρνηση βασικό μοχλό για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της και της εμπιστοσύνης των επενδυτών και των μετόχων της. Ο ρόλος της καθίσταται ιδιαίτερα σημαντικός ενόψει την μετάβασης της ΕΤΕ από κρατικό ελεγχόμενο οργανισμό σε όμιλο με ευρεία μετοχική βάση, αυξανόμενη παρουσία στην περιφέρεια και περισσότερο από 30% του κεφαλαίου στα χέρια ξένων θεσμικών επενδυτών. Στις αρχές του 2005, η τράπεζα υιοθέτησε πρόγραμμα βελτίωσης του πλαισίου της Εταιρικής Διακυβέρνησης, και κατά τη διάρκεια του έτους πολλοί από τους βασικούς στόχους του προγράμματος αυτού επιτεύχθηκαν. Το Διοικητικό Συμβούλιο έχει συστήσει τρεις επιτροπές, που απαρτίζονται από μη εκτελεστικά μέλη, και έχει βελτιώσει τις πολιτικές αξιολόγησης των ανώτατων στελεχών της διοίκησης και των αμοιβών των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΤΕ. Το Φεβρουάριο του 2006, το Διοικητικό Συμβούλιο

⁴⁹ McKinsey & Company, «Investor Opinion Survey», 2000

υιοθέτησε ένα πλαίσιο κατευθυντήριων γραμμών Εταιρικής Διακυβέρνησης στο οποίο αποτυπώθηκαν αναλυτικά οι δομές και οι πολιτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης της τράπεζας. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλαν ώστε η ΕΤΕ να έχει εναρμονιστεί εν γένει την πολιτική της με τη διεθνή βέλτιστη πρακτική και να κατέχει ήδη ηγετική θέση σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης στον τραπεζικό τομέα και στην εγχώρια κεφαλαιαγορά.

3.2.2 ΟΠΑΠ Α.Ε.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 και τα επόμενα του νόμου 3016/2002 τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου διακρίνονται σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά. Εκτελεστικά είναι τα μέλη και οι εκπρόσωποι των εργαζομένων, ο πρόεδρος και ο διευθύνων σύμβουλος, όταν τους εκχωρούνται οι αρμοδιότητες που ορίζουν στα άρθρα 19 και 20 του καταστατικού της εταιρείας. Από τα λοιπά μέλη του διοικητικού συμβουλίου δύο επί πλέον μέλη κατ' ανώτερο δύναται να έχουν στην εταιρεία πλήρη απασχόληση ή να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στην εταιρεία με σύμβαση έργου ή με σχέση έμμισθης εντολής. Τα μέλη αυτά ορίζονται με απόφαση της γενικής συνέλευσης στην οποία καθορίζονται, μεταξύ άλλων ο χρόνος της πλήρους απασχόλησης τους, οι αρμοδιότητές τους και η αμοιβή τους. Μη εκτελεστικά μέλη, είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, που δεν έχουν απασχόληση στην εταιρεία με σχέση εξαρτημένης εργασίας ή με σύμβαση έργου, ούτε παρέχουν με οποιοδήποτε άλλο τρόπο τις υπηρεσίες τους στην εταιρεία. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών δεν μπορεί να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Εάν προκύψει κλάσμα, τότε στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη. Η ιδιότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικών ή μη ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο.⁵⁰

3.2.3 Σύνδεσμος Ελλήνων Βιομηχάνων

Κείμενο αρχών για την εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης στις επιχειρήσεις μέλη του έδωσε πρόσφατα στη δημοσιότητα ο Σύνδεσμος Ελλήνων βιομηχάνων (ΣΕΒ), προτείνοντας ως λύση τη σχετική αυτορρύθμιση - αυτοδέσμευση τους. Με τρόπο αυτό ο μεγαλύτερος βιομηχανικός σύνδεσμος της χώρας αντιτίθεται και εμπράκτως στην προοπτική

⁵⁰ www.cosmote.gr/cosmote/cosmote.portal?_pageLabel=L177_corporate_governance&path=/SCSDevRepository/content/el/dummyspages/L177_corporate_governance.xml&_nfpb=true

υποχρεωτικής υιοθέτησης της εταιρικής διακυβέρνησης μέσω νομοθετικής ρύθμισης από την πλευρά της πολιτείας.⁵¹

3.3 Τι Συμβαίνει Στο Εξωτερικό

3.3.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής

Το 2001 το μοντέλο των ΗΠΑ θεωρείτο πρότυπο για τις ηπειρωτικές χώρες. Ένα πρότυπο που κρίνονταν από το αποτέλεσμα, δηλαδή την επιτυχέστατη πορεία της χρηματαγοράς των ΗΠΑ.⁵² Για αυτό και η θέση των επιχειρήσεων στην Ελλάδα ήταν απολύτως αντίθετη με την δια νόμου υιοθέτηση οποιασδήποτε από τις αρχές της λεγόμενης Εταιρικής Διακυβέρνησης, αφού και στις ΗΠΑ το αποτέλεσμα επήλθε χωρίς ειδικές νομοθετικές παρεμβάσεις. Όμως η σύγκριση μεταξύ των ηπειρωτικών και αγγλοσαξονικών ρυθμίσεων έχει νόημα μόνο αν γίνει στα πλαίσια σύγκρισης συστημάτων, αφετέρου δε, εάν η νομοθεσία έχει κενά ως προς την αποτελεσματική προστασία των μετόχων των εισηγμένων εταιρειών, τούτο βεβαίως δεν σημαίνει ότι η νομοθετική διορθωτική παρέμβαση θίγει το ταμπό της μη νομοθετικής ρύθμισης της Εταιρικής Διακυβέρνησης, αφού δεν έχει ασφαλώς σημασία ο χαρακτηρισμός του νομοθετικού κειμένου, αλλά μόνο το περιεχόμενο αυτού. Εξάλλου μετά τα αλληπάλληλα χρηματιστηριακά σκάνδαλα στις ΗΠΑ, το αμερικάνικο υπόδειγμα σπεύδει ήδη να ακολουθήσει εν μέρει το ηπειρωτικό σύστημα και εισάγει νόμο που ρυθμίζει θέματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

3.3.2 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Στη Γερμανία

Η Γερμανία έδωσε λύση στις βλαπτικές για την προς τα έξω εικόνα της χρηματαγοράς της με τον Γερμανικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης, που εκ των πραγμάτων αναγκάζει τις εταιρίες που προβλέπουν στην χρηματοδότηση τους μέσω της κεφαλαιαγοράς να την υιοθετήσουν. Στην πραγματικότητα όμως η βασική νομοθεσία (δηλαδή αναθεωρημένος νόμος περί ανωνύμων εταιρειών ΑΚΕΓ όσο και ο νόμος για τον έλεγχο της διαφάνειας στις επιχειρήσεις το 1998) περιέχει διατάξεις που ρυθμίζουν μερικά

⁵¹ www.sev.org.gr/online/search.aspx?mid=&lang=gr

⁵² Amihud Y., Lev B., Travlos N.G., «Corporate Control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions» Journal of finance 45

ζητήματα απο αυτά στα οποία αναφέρονται οι κατά τη διεθνή αντίληψη αρχές της καλής Εταιρικής Διακυβέρνησης.⁵³

3.3.3 Ευρωπαϊκή Επιτροπή - Αντιπροσωπεία Στην Ελλάδα

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ξεκίνησε το 2004⁵⁴, τη δημόσια διαβούλευση για τον ρόλο ανεξάρτητων μη εκτελεστικών ή εποπτικών διευθυντικών στελεχών στις εισηγμένες επιχειρήσεις.⁵⁵ Το έγγραφο διαβούλευσης καλύπτει, μεταξύ άλλων, τη σύνθεση, τον ρόλο, τη λειτουργία και τη διαφάνεια των διοικητικών επιτροπών, καθώς και τα κριτήρια βάσει των οποίων τα διευθυντικά στελέχη μπορούν να θεωρούνται ως ανεξάρτητα. Ο αρμόδιος για την Εσωτερική Αγορά Επίτροπος, Frits Bolkestein δήλωσε: *«Η διαχείριση των επιχειρήσεων με αποτελεσματικό τρόπο αποτελεί δύσκολο έργο και, για το λόγο αυτό, συμερίζομαι πλήρως την άποψη ότι οι εκτελεστικοί διευθυντές δεν θα πρέπει να παρεμποδίζονται ασκόπως από εξαιρετικά αυστηρά πλαίσια εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, τα σκάνδαλα έδειξαν ότι για την πρόληψη των περιπτώσεων απάτης, είναι σκόπιμο να υπάρχει ένας επαρκής αριθμός μη εκτελεστικών ή εποπτικών διευθυντικών στελεχών, με τα κατάλληλα προσόντα και με υψηλό αίσθημα ευθύνης. Τα στελέχη αυτά θα συμμετέχουν ενεργά σε βασικούς τομείς οι οποίοι αποτελούν συχνά αντικείμενο σύγκρουσης συμφερόντων, όπως ο διορισμός και οι αμοιβές διευθυντικών στελεχών και ο έλεγχος. Ειδικότερα, η παρουσία ορισμένων ικανών ανεξάρτητων διευθυντικών στελεχών θα ήταν δυνατόν να συμβάλει στη διασφάλιση ότι στις αποφάσεις των επιχειρήσεων λαμβάνονται δεόντως υπόψη τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών. Η Επιτροπή έχει αναλάβει τη δέσμευση να προωθήσει τον ρόλο των ανεξάρτητων αυτών διευθυντικών στελεχών, λαμβάνοντας συγχρόνως υπόψη τις εθνικές δομές και τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Καλώ όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη- τους μεμονωμένους και τους θεσμικούς μετόχους και τις ρυθμιστικές αρχές- να διατυπώσουν τις απόψεις τους, τις οποίες θα λάβουμε σοβαρά υπόψη»*. Το έγγραφο διαβούλευσης της Επιτροπής παρουσιάζει και παρέχει το ευρύτερο πλαίσιο και το προτεινόμενο περιεχόμενο της σύστασης προς τα κράτη μέλη. Ο ρόλος των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών ή εποπτικών διευθυντικών στελεχών καλύπτεται από τους κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζονται σε πολλά κράτη μέλη.

⁵³ German Code of Corporate Governance, 2000

⁵⁴ www.europa.eu.int, Ευρωπαϊκή Επιτροπή - Αντιπροσωπεία Στην Ελλάδα

⁵⁵ ec.europa.eu/ellada/index_el.htm

Ορισμένα από αυτά, ωστόσο, έχουν υιοθετήσει εξαιρετικά δεσμευτικούς κανόνες όσον αφορά τον ρόλο των στελεχών αυτών στο πλαίσιο του εταιρικού δικαίου και της νομοθεσίας για τις κινητές αξίες και την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Στη σύσταση που έκδωσε η Επιτροπή, τα κράτη μέλη κλήθηκαν να ενσωματώσουν, στην εθνική νομοθεσία, ενιαίο κανονιστικό πλαίσιο που θα εφαρμόζεται στις εισηγμένες επιχειρήσεις, με στόχο τόσο την αποτελεσματικότητα και την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων, όσο και τη μεγαλύτερη προστασία των μετόχων και των πιστωτών. Στο πλαίσιο αυτό, τα βασικά θέματα που καλύπτονται από το παρόν έγγραφο διαβούλευσης είναι:

- Το αντικείμενο της επικείμενης σύστασης της Επιτροπής προς τα κράτη μέλη (εισηγμένες επιχειρήσεις της ΕΕ)
- Η σκοπιμότητα σύστασης διοικητικών επιτροπών
- Το προφίλ των μη εκτελεστικών ή εποπτικών διευθυντικών στελεχών (προσόντα, αίσθημα ευθύνης, ανεξαρτησία)
- Τα βασικά στοιχεία των επιτροπών διορισμού, αμοιβών και ελέγχου (σύνθεση, ρόλος και διαφάνεια).⁵⁶

⁵⁶ Σπήλιου Μούζουλα, (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Το σχέδιο δράσης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής», περιοδικό Ε7, σελ. 1262

4. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΟΥ ΕΙΝΑΙ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης συμβάλλουν στην διαφάνεια, στην αξιοπιστία αλλά και στην προσελκυστικότητα των εισηγμένων εταιρειών από την πλευρά των Ελλήνων και ξένων επενδυτών. Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών συνεχίζει την πολιτική προώθησης των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης αλλά και της κοινωνικής ευθύνης στις εισηγμένες εταιρείες. Το ενδιαφέρον της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τα θέματα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι γνωστό καθώς από το 1999 είχε θεσπιστεί η «γαλάζια βίβλος» Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Από τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέσπισε τον κανονισμό συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιρειών που περιλαμβάνει σημαντικά ζητήματα προστασίας των μετόχων καθώς και τον κανονισμό Δημόσιας Πρότασης αγοράς μετοχών εταιρειών ο οποίος θεσπίζει πολλαπλές συνθήκες διαφάνειας και προστασίας των μειοψηφιών στις εξαγοραζόμενες εταιρείες. Εκτός αυτού η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχει εργαστεί για να δημιουργήσει μία συναίνεση στο νομοσχέδιο το οποίο θα κατατεθεί για την Εταιρική Διακυβέρνηση και το οποίο βασίστηκε στο αρχικό σχέδιο της Επιτροπής Ρόκα.⁵⁷ Το νομοσχέδιο αυτό θεσπίζει θεμελιώδεις υποχρεώσεις των εισηγμένων εταιρειών όπως την παρουσία ανεξάρτητων μελών στα Διοικητικά Συμβούλια και τη δημιουργία μηχανισμού εσωτερικού ελέγχου αλλά και τη διαφάνεια για συναλλαγές μεταξύ εταιρειών ενός ομίλου. Η μελέτη που παρουσιάζεται στην ημερίδα, αποτελεί πολύτιμο και σημαντικό βήμα στα θέματα της εταιρικής διακυβέρνησης και τα πορίσματά της μπορούν να αξιοποιηθούν στην πολιτική των εποπτικών αρχών.

4.1 Η Εταιρική Διακυβέρνηση Όσον Αφορά Τις Δ.Ε.Κ.Ο.

4.1.1 Εισαγωγή

Οι Δημόσιες Επιχειρήσεις και Οργανισμοί (ΔΕΚΟ) αποτελούν ένα πολύ σημαντικό τμήμα της διαχείρισης του Δημοσίου, γιατί προσφέρουν στους πολίτες υπηρεσίες κοινής ωφέλειας που είναι συνυφασμένες με την ποιότητα της καθημερινής ζωής, το δε μέγεθος και

⁵⁷ Ρόκας Ι., (2002), «Οι λεγόμενες 'αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης' και το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας», Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά: Η Προστασία του Επενδυτή, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου.

ο αριθμός τους είναι τέτοιος, ώστε σαν σύνολο επηρεάζουν άμεσα τα μακροσκοπικά στοιχεία της οικονομίας.⁵⁸

Ειδικότερα:

- οι επενδύσεις τους επηρεάζουν τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας,
- η τιμολογιακή τους πολιτική έχει άμεσο αντίκτυπο στον πληθωρισμό
- τα λειτουργικά τους αποτελέσματα έχουν επιρροή στο δημόσιο έλλειμμα
- η χρηματοδότησή τους μέσω κρατικών εγγυήσεων επιδρά στην πολιτική για το δημόσιο χρέος,
- η επιχειρηματική στρατηγική των μεγαλύτερων από αυτές καθορίζει τους όρους λειτουργίας της αγοράς στον αντίστοιχο κλάδο.

4.2 Ανάπτυξη Και Επενδύσεις: Η Ώρα Του Ιδιωτικού Τομέα

Ένας από τους παθογόνους παράγοντες στην Ελληνική οικονομία είναι η λειτουργία των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών. Οι ΔΕΚΟ απασχολούν ένα σημαντικό μέρος του εργατικού δυναμικού και απορροφούν πόρους από το κοινωνικό σύνολο χωρίς να προσφέρουν πάντα ικανοποιητικές υπηρεσίες. Η λειτουργία τους επηρεάζει καθοριστικά την ανταγωνιστική δομή στον κλάδο τους ενώ τα προϊόντα και οι υπηρεσίες τους αποτελούν σημαντικής σημασίας εισροές για το σύνολο των υπόλοιπων επιχειρήσεων. Ένας βασικός τρόπος να κρίνει κανείς τη σωστή λειτουργία μιας επιχείρησης είναι τα οικονομικά της αποτελέσματα. Εδώ παρατηρείται μια διχοτομία: οι εισηγμένες ΔΕΚΟ είναι γενικά κερδοφόρες, τουλάχιστον πρόσφατα, ενώ οι μη εισηγμένες σε γενικές γραμμές παρουσιάζουν σειρά ελλειμμάτων. Φαίνεται λοιπόν ότι η πειθαρχία που θέτει ο έλεγχος των μετόχων μέσα από το Χρηματιστήριο είναι σημαντική. Παραδείγματος χάριν, οι συγκοινωνιακοί φορείς και οι αμυντικές βιομηχανίες παρουσίαζαν ελλείμματα πάνω από 1 δισεκατομμύριο ευρώ το 2004. Αυτό αντιστοιχεί σε περίπου 40 χιλιάδες ευρώ ανά εργαζόμενο σε αυτές τις επιχειρήσεις, για ένα έτος. Τα ελλείμματα αυτά, βαρύνουν έμμεσα ή άμεσα τον προϋπολογισμό, δηλαδή το φορολογούμενο πολίτη. Σαν αποτέλεσμα, η πλειονότητα των

⁵⁸ Αϊβαλής Κ., (2006), «Το εγχείρημα της μεταρρύθμισης των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών»

ΔΕΚΟ είναι υπερχρεωμένες. Το συνολικό χρέος τους είναι περίπου τριπλάσιο της ετήσιας παραγωγής τους. Συγκριτικά το συνολικό χρέος του Δημοσίου είναι λίγο μεγαλύτερο από τη συνολική ετήσια παραγωγή της ελληνικής οικονομίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι για την περίοδο 1984 - 1997 οι δανειακές ανάγκες των ΔΕΚΟ ήταν ίσες με 4% του ΑΕΠ κάθε χρόνο και επιβάρυναν άμεσα τον προϋπολογισμό με 2% του ΑΕΠ ετησίως ως κεφαλαιακές μεταβιβάσεις. Έμμεσα, επιβάρυναν τον προϋπολογισμό πολύ περισσότερο μέσω των κρατικών εγγυήσεων για δανεισμό. Είναι χαρακτηριστικό ότι τη δεκαετία που πέρασε ο ΟΣΕ και η Ολυμπιακή Αεροπορία στοίχησαν στον κρατικό προϋπολογισμό 8 δις ευρώ, την ίδια περίοδο που δύο μεγάλα και σημαντικά έργα, η γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου και η Αττική Οδός κόστισαν συνολικά το ένα τέταρτο, δηλαδή 2 δις ευρώ. Οι αιτίες για τα ελλείμματα και τα χρέη πρέπει να αναζητηθούν στις δομές οργάνωσης και λειτουργίας των ΔΕΚΟ, στην απουσία ευελιξίας, στον ελλιπή έλεγχο, στην έλλειψη κινήτρων για αποδοτικότητα. Αρκεί να αναφερθεί ένα αποκαλυπτικό μέγεθος: η σχέση προσωπικού που απασχολείται στην παραγωγική διαδικασία ως προς αυτό που βρίσκεται σε διοικητική ή βοηθητική λειτουργία είναι ένας προς έναν. Η αντίστοιχη σχέση στα διεθνή δεδομένα και σε ανάλογες δραστηριότητες είναι περίπου τρεις προς έναν.⁵⁹ Οι ΔΕΚΟ έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρελθόν ως μηχανισμός διορισμών και δημιουργίας πελατειακών σχέσεων, γεγονός που συντέλεσε στις στρεβλώσεις στη σύνθεση του προσωπικού τους. Η δυνατότητα να υπάρχει καλύτερη κατανομή και καλύτερη επιλογή του προσωπικού είναι μια δυνατότητα που κάνει όλες τις επιχειρήσεις, όχι μόνο τις δημόσιες, πιο αποτελεσματικές και με αυτή την έννοια εξυπηρετεί το κοινωνικό σύνολο και βέβαια περιορίζει τη σπατάλη. Η κατάσταση αυτή με την αύξηση του χρέους και τη διόγκωση του προσωπικού έχει δημιουργήσει ένα συσσωρευμένο βάρος για το κοινωνικό σύνολο. Η κλασική τεκμηρίωση της ανάγκης για κρατική παρέμβαση στηρίζεται κυρίως στην ύπαρξη ατελειών της αγοράς: όταν, παραδείγματος χάριν, μία οικονομική δραστηριότητα επιφέρει μεγαλύτερο όφελος στην κοινωνία από ότι στον ιδιώτη που θα ασχοληθεί με αυτήν ή όταν επικρατούν συνθήκες μονοπωλίου. Κρατική παρέμβαση όμως δεν σημαίνει απαραίτητα παραγωγή προϊόντων και υπηρεσιών. Εναλλακτικά, με τις ρυθμιστικές και εποπτικές του δραστηριότητες στην οικονομία, το κράτος διασφαλίζει τον ανταγωνισμό και τα συμφέροντα των καταναλωτών. Το κράτος ως επιχειρηματίας έχει αποδειχθεί σε γενικές γραμμές αναποτελεσματικό. Το

⁵⁹ Σακελλάρης Π., (2006), «Ανάπτυξη και επενδύσεις Η ώρα του Ιδιωτικού τομέα» Φιλελεύθερη 'έμφαση, τεύχος 23

καινούριο πλαίσιο λειτουργίας των ΔΕΚΟ συμβάλλει στην αναθεώρηση του ρόλου του κράτους και την ανακατεύθυνση των δραστηριοτήτων του από την παραγωγή οικονομικής δραστηριότητας, στην εποπτεία και ρύθμιση των οικονομικών σχέσεων προς όφελος της κοινωνίας. Βασικός στόχος είναι η αποδέσμευση πόρων που τώρα χρησιμοποιούνται αναποτελεσματικά ώστε να αξιοποιηθούν για την προσφορά καλύτερων υπηρεσιών προς τον πολίτη και τη διαφύλαξη του κοινωνικού κράτους.⁶⁰

4.3 Επιβάλλονται Κανόνες Εταιρικές Διακυβέρνησης Στις Δημόσιες Επιχειρήσεις

Το νομοσχέδιο για την «Οργάνωση, λειτουργία, διοίκηση και κρατική εποπτεία των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών του Δημοσίου», όπως θα τιτλοφορείται, έχει ήδη λάβει την έγκριση της κυβέρνησης και προετοιμάζεται η τελική μορφή του. Τα νέα στοιχεία που εισάγει στις ΔΕΚΟ ο νέος νόμος της κυβέρνησης είναι ο εκσυγχρονισμός της λειτουργίας τους και φυσικά η άρση της μονιμότητας για το προσωπικό τους. Σύμφωνα με τις διατάξεις του νέου νόμο, οι νέοι υπάλληλοι θα προσλαμβάνονται με σύμβαση δύο μηνών, στη συνέχεια θα υπογράψουν μια νέα, διετή σύμβαση και στη συνέχεια θα μονιμοποιούνται. Στο εξής λοιπόν οι ΔΕΚΟ ευθυγραμμίζονται απόλυτα με τον νόμο περί ανωνύμων εταιρειών αλλά και με το καθεστώς που ισχύει ήδη για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες. Επίσης εισάγονται οι κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης στη σύνθεση και λειτουργία των διοικητικών συμβουλίων, η λειτουργία εσωτερικού ελέγχου και η υιοθέτηση διεθνών λογιστικών προτύπων για τον απόλυτο έλεγχο της οικονομικής τους κατάστασης και των συναλλαγών τους.⁶¹

4.4 Το Εγχείρημα Της Μεταρρύθμισης Των Δημοσίων Επιχειρήσεων Και Οργανισμών

Η λειτουργία και τα αποτελέσματα των ΔΕΚΟ επηρεάζουν σημαντικά ολόκληρη την οικονομία. Κατ' αρχάς, πολλές από τις υπηρεσίες που προσφέρουν έχουν χαρακτήρα δημοσίου αγαθού, όπως π.χ. οι συγκοινωνίες, τις οποίες ο ιδιωτικός τομέας δεν μπορεί να προσφέρει επαρκώς. Επιπλέον, λόγω του μεγάλου μεγέθους του, ο τομέας των δημοσίων επιχειρήσεων επηρεάζει τη συνολική οικονομική δραστηριότητα. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο

⁶⁰ www.idkaramanlis.gr/html/arxeio/gr/articles/sakellaris/sakel060303-1.html

⁶¹ Χιώτης Β., (2005), «Τέλος η μονιμότητα και με νόμο. Επιβάλλονται κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης στις δημόσιες υπηρεσίες»/ « Το νομοσχέδιο. Όλες οι ΔΕΚΟ ανώνυμες εταιρείες», Το Βήμα, σελ. 4

κύκλος εργασιών των 48 ΔΕΚΟ, τα στοιχεία των οποίων εμφανίζονται στον προϋπολογισμό του 2006, αντιστοιχεί σε ποσοστό 8,8% του ΑΕΠ, ενώ οι ακαθάριστες δανειακές τους ανάγκες σε 1,5%. Καλύπτουν επίσης σημαντικό τμήμα του εταιρικού τομέα: τα κεφάλαια των 43 ΔΕΚΟ, οι οποίες έχουν δημοσιοποιήσει τα οικονομικά τους αποτελέσματα για το 2004, αντιστοιχούν σε ποσοστό 18,7% του συνολικού ενεργητικού του εταιρικού τομέα, ο οποίος περιλαμβάνει όλες τις Α.Ε. και ΕΠΕ επιχειρήσεις της χώρας, ανεξαρτήτως μετοχικής σύνθεσης, και σε 9,1% των πωλήσεων. Πρέπει όμως να τονιστεί ότι η ομάδα των ΔΕΚΟ δεν είναι ομοιογενής. Υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και των υπολοίπων. Διαφορές υπάρχουν κατ' αρχάς ως προς τη δραστηριότητα, το μέγεθος και βεβαίως ως προς τις επιδόσεις. Οι επιδόσεις των έξι εισηγμένων ΔΕΚΟ διαφέρουν σημαντικά από αυτές των υπολοίπων 37. Το 2004 πέτυχαν ικανοποιητική αύξηση πωλήσεων, διεύρυναν τα μικτά κέρδη τους και παρέμειναν κερδοφόρες. Από την άλλη πλευρά, ο κύκλος εργασιών των υπολοίπων αυξήθηκε με σημαντικά χαμηλότερο ρυθμό, τα μικτά κέρδη ήταν αρνητικά και μάλιστα χειρότερα απ' ό,τι το 2003, ενώ το καθαρό ζημιογόνο αποτέλεσμα επιδεινώθηκε σχεδόν κατά 50%. Οι διαφορετικές αυτές επιδόσεις των εισηγμένων από τις υπόλοιπες ΔΕΚΟ μπορούν να αποδοθούν σε πολλούς παράγοντες: στις συνθήκες οι οποίες επικρατούν στις αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται οι μεν και οι δε, σε κυβερνητικές αποφάσεις για επιδότηση μερικών δημοσίων αγαθών, οι οποίες κρατούν τις τιμές και τα έσοδα σε χαμηλά επίπεδα, στις πολιτικές μισθών οι οποίοι ακολουθήθηκαν με σκοπό να αποφευχθούν κοινωνικές συγκρούσεις, στο υψηλότερο κόστος λειτουργίας των μικρότερων ΔΕΚΟ, λόγω αδυναμίας εκμετάλλευσης οικονομικών κλίμακας κ.ά. Όλοι αυτοί και πιθανότατα και άλλοι παράγοντες διεκδικούν σεβαστά μερίδια στην εξήγηση της διαφορετικής πορείας των εισηγμένων από τις μη εισηγμένες ΔΕΚΟ. Η ειδοποιός όμως διαφορά μεταξύ των δύο ομάδων είναι ότι οι πρώτες υποχρεούνται να ακολουθούν διεθνώς αποδεκτούς κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης και οι αποφάσεις των διοικήσεών τους και τα οικονομικά τους αποτελέσματα αξιολογούνται καθημερινά από τις αγορές. Η δε οικονομική αποτυχία, πολύ συχνά μάλιστα μόνον οι προσδοκίες για αυτήν, έχουν άμεσες και πολύ σοβαρές συνέπειες. Αντίθετα, η πορεία και τα αποτελέσματα των μη εισηγμένων αξιολογούνται πολύ σπανιότερα και οι κυρώσεις είναι μικρότερης κλίμακας. Έτσι διαγωνίζονται αποτυχημένες μέθοδοι διοίκησης και λειτουργίας και εξακολουθούν να λαμβάνονται αποφάσεις χωρίς να αξιολογούνται οι συνέπειες. Η εφαρμογή συνεπώς κανόνων χρηστής Εταιρικής

Διακυβέρνησης, η εκπόνηση, παρακολούθηση και, όταν απαιτείται, η αναθεώρηση στρατηγικών και επιχειρησιακών σχεδίων, καθώς και η πειθαρχία που επιβάλλει η έκθεση στις συνθήκες οι οποίες επικρατούν στις αγορές θα είναι αποφασιστικής σημασίας για τη βελτίωση των οικονομικών αποτελεσμάτων των μη εισηγμένων ΔΕΚΟ. Υποστηρίζεται, βεβαίως, ότι πολλές ΔΕΚΟ παρέχουν δημόσια αγαθά για τα οποία θα εξακολουθούν να απαιτούνται ενισχύσεις. Αυτό δε σημαίνει ωστόσο ότι η παραγωγή των αγαθών αυτών θα πρέπει να αποτελεί αποκλειστικότητα του Δημοσίου. Αντίθετα, η μεταρρύθμιση του καθεστώτος λειτουργίας και η έκθεση στον ανταγωνισμό με ιδιωτικές επιχειρήσεις θα έχει πολλαπλά κοινωνικά οφέλη. Το Δημόσιο πρέπει να είναι σε θέση να προμηθεύεται τις υπηρεσίες αυτές από τους περισσότερο αποτελεσματικούς παραγωγούς, ανεξαρτήτως του εάν είναι ΔΕΚΟ ή ιδιωτικές εταιρείες και να τις διαθέτει σε χαμηλότερες τιμές ούτως ώστε να ενθαρρύνει την κατανάλωσή τους. Η ύπαρξη δημοσίων αγαθών δεν θα πρέπει να αποτελέσει πρόφαση για τον εκσυγχρονισμό και τη βελτίωση της οικονομικής αποτελεσματικότητας των ΔΕΚΟ και έκθεσή τους στον ανταγωνισμό.

ΜΕΡΟΣ Β΄

5. ΕΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΡΧΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση έχει να κάνει με το σύστημα αρχών και κανόνων πάνω στο οποίο βασίζεται η διοίκηση και η λειτουργία μιας ανώνυμης εταιρείας. Στόχος της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η κατάλληλη διαφύλαξη και προστασία των συμφερόντων των μετόχων της επιχείρησης, ώστε να μη θίγονται τα έννομα συμφέροντα αυτών αλλά και όλων όσων συνδέονται με την εταιρεία. Τρεις είναι οι υποχρεώσεις/ καθήκοντα κάθε μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου μιας εταιρείας, που είναι εισηγμένη σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά: η ενίσχυση της οικονομικής αξίας της εταιρείας, η αύξηση της αποδοτικότητάς της και η προάσπιση τού εν γένει εταιρικού συμφέροντος και του συμφέροντος των μετόχων της. Οι πρακτικές της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελούν εγγύηση για τη στρατηγική καθοδήγηση της εταιρείας, την αποτελεσματική παρακολούθηση από το Διοικητικό Συμβούλιο της διοίκησης, καθώς και για την ευθύνη του Διοικητικού Συμβουλίου έναντι της επιχείρησης και των μετόχων. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και σε κάθε τρίτο, στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες, απαγορεύεται η επιδίωξη ιδιοτελών συμφερόντων που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας. Επίσης απαγορεύεται να εξυπηρετούν μέσα από την εταιρεία ή από συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις συμφέροντα προσώπων που πρόσκεινται στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Αποτελεί επιτακτική ανάγκη η διαμόρφωση και εφαρμογή ενός πλαισίου, με το οποίο το σύνολο των μετόχων και ιδιαίτερα η μειοψηφία θα προστατεύεται από το ενδεχόμενο μιας καταχρηστικής διοίκησης. Αίτημα αλλά και ανάγκη για κάθε μέτοχο και άτομο που άμεσα ή έμμεσα συνδέεται με την επιχείρηση είναι η ύπαρξη διαφάνειας στον τρόπο διοίκησης και διαχείρισης της εξουσίας που ασκούν ορισμένα στελέχη μιας επιχείρησης.

Εδώ και περίπου μία δεκαετία, η συμμόρφωση με τις επιταγές της Εταιρικής Διακυβέρνησης έχει αναδειχθεί ως κυρίαρχο θέμα ευθύνης όλων των φορέων της αγοράς και έχει δρομολογήσει την προσπάθεια εκσυγχρονισμού των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Με στόχο την διασφάλιση της συμμόρφωσης με την ουσία και όχι τον τύπο των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης η

Ευρωπαϊκή Ένωση προτείνει την προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση» (“comply or explain”), την οποία και ακολουθούν τα μέλη της. Οι ελληνικές επιχειρήσεις κινούνται με βάση αυτή την προσέγγιση, ωστόσο διατηρούνται χαμηλά για μία ακόμα χρονιά τα ποσοστά των περιπτώσεων όπου εξηγούνται επαρκώς οι λόγοι για τους οποίους αποκλίνουν από το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο και τις βέλτιστες πρακτικές. Στόχο της Έρευνας Εταιρικής Διακυβέρνησης 2007 αποτελεί η αποτύπωση της υπάρχουσας κατάστασης στις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, η καταγραφή της προόδου που ενδεχομένως έχει σημειωθεί και των προβλημάτων που εξακολουθούν να υφίστανται στα πλαίσια εφαρμογής του σχετικού νομοθετικού πλαισίου στην Ελλάδα σήμερα.

Το ενδιαφέρον τόσο των Ελλήνων επενδυτών όσο και των ξένων θεσμικών επενδυτών έχει αυξηθεί κατακόρυφα τα τελευταία χρόνια για συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Κύριο μέλημα της ελληνικής πολιτείας κυρίως μέσω των εποπτικών αρχών, είναι να προσφέρει στο επενδυτικό κοινό το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο ώστε να εξασφαλίζονται οι ακόλουθοι τρεις βασικοί στόχοι: η άρτια οργάνωση, η εύρυθμη λειτουργία και η ασφάλεια των συναλλαγών στην οργανωμένη ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Κάτω από αυτό το πρίσμα προέκυψε και ο νόμος 3016/ 17.05.2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης, που έχει ως κύριο μέλημά του να καταστήσει αποτελεσματική τη σχέση μεταξύ των μελών του Δ.Σ., των Διευθυντικών Στελεχών της εταιρείας και των μετόχων, των οποίων τα συμφέροντα οι πρώτοι υπηρετούν. Το 1998 στη Μεγάλη Βρετανία αναπτύχθηκε νομοθετικό κείμενο γνωστό ως “The Combined Code on Corporate Governance”. Έκτοτε το κείμενο αυτό υπέστη τροποποιήσεις, με τελευταία αυτή του Ιουνίου 2008. Με βάση την διεθνή εμπειρία και γνώση σε θέματα που άπτονται των τριών προαναφερθέντων στόχων, από την οποία έχει υποστεί επιρροές η ελληνική νομοθεσία, θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε το ελληνικό κείμενο του Ν.3016/17.05.2002 ως άρτιο παρά το γεγονός ότι η διεθνής πρακτική μπορεί να είναι πιο αυστηρή σε κάποια ζητήματα. Η ορθή εφαρμογή του πλαισίου αυτού και η τήρηση από τους εμπλεκόμενους φορείς όλων αυτών των κανονιστικών διατάξεων: άλλοτε προαιρετικών και άλλοτε υποχρεωτικών -ορισμένες φορές στο σύνολό τους και ορισμένες εξ’ αυτών κατά περίπτωση- αποτελεί υποχρέωση όχι μόνο της Πολιτείας αλλά και όλων των εμπλεκόμενων φορέων

5.1 Εταιρική Διακυβέρνηση

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

- Οι 2 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης.
- Οι 7 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις.
- Παρόλα αυτά από τις 8 στις 10 που δηλώνουν ότι δεν δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μόλις οι 6 στις 10 εξηγούν το λόγο της απόκλισης.

Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.)

Σε γενικές γραμμές γίνεται αντιληπτό ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης έκαναν μεγαλύτερη προσπάθεια σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια να εναρμονισθούν με τις Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές και τις επιταγές της εθνικής νομοθεσίας. Αντίθετα δε συνέβη το ίδιο με τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης για τις οποίες τα αποτελέσματα φαίνεται να διατηρούνται στα ίδια ή και χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν. Πιο συγκεκριμένα, και φέτος, οι εισηγμένες εξασφαλίζουν τον απαιτούμενο μέσο αριθμό μελών στα Δ.Σ. καθώς επίσης και τον αναγκαίο μέσο αριθμό συνεδριάσεων.

Αναλυτικότερα, τα Δ.Σ.:

- Δεν ανταποκρίνονται πλήρως στον εποπτικό τους ρόλο (σε 4 από τις 10 εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος ταυτίζονται και στις 3 από τις 10 εταιρείες στις οποίες δεν ταυτίζονται προκύπτει ότι συνδέονται με σχέση συγγένειας, ενώ σε 7 από τις 10 ο

Πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα). Χρησιμοποιώντας πρόσθετη στατιστική ανάλυση (paired samples t- test) προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές δεν ταυτίζονται ο Πρόεδρος με το Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας και ούτε έχουν μεταξύ τους συγγένεια α ή/και β βαθμού. Αυτό όμως δεν εξασφαλίζει την καθολική τήρηση του νόμου από τους ερευνώμενους.

- Απαρτίζονται από «διακρίνουσες προσωπικότητες» (σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει διατελέσει στο παρελθόν ανώτατος εκτελεστικός ηγέτης, ενώ στις μισές και περισσότερες εταιρείες ο Πρόεδρος ή/και ο Διευθύνων Σύμβουλος ελέγχουν άνω του 3% των μετοχών).
- Δεν αξιολογούν την απόδοσή τους (μόνο οι 4 στις 10 έχουν αναπτύξει διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του Δ.Σ. και των διαφόρων επιτροπών αυτών).
- Δεν υποστηρίζουν τα μέλη τους κατά την άσκηση των καθηκόντων τους (μόνο οι 2 στις 10 παρέχουν πρόσβαση στα μέλη του Δ.Σ. σε εξωτερικούς συμβούλους καλύπτοντας τον απαιτούμενο προϋπολογισμό για τις αμοιβές αυτών).
- Εφαρμόζουν σε ιδιαίτερα περιορισμένο βαθμό Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές, όπως συγκρότηση Επιτροπής Ορισμού νέων μελών στο Δ.Σ., δημοσιοποίηση διαδικασιών ορισμού νέων μελών κτλ.

Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σημαντική πλειοψηφία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων συμμορφώνεται με τις επιταγές του σχετικού νομοθετικού πλαισίου αναφορικά με την αναλογία εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ.

Στις ελληνικές επιχειρήσεις σήμερα:

- Τα ανεξάρτητα μέλη ικανοποιούν “ένα-προς-ένα” τα κριτήρια ανεξαρτησίας του Νόμου 3016/2002 στο 71,1% των εταιρειών.

- Τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται ικανοποιητικά μέσω άμεσης εκπροσώπησης στο Δ.Σ. σε μόνο 4 από τις 10 εταιρείες (έναντι 3 στις 10 το 2006 και 2 στις 10 το 2005).

Η σταθερή βελτίωση των στοιχείων που προκύπτουν από τις έρευνες κατά την τελευταία τριετία αποδεικνύει το γεγονός ότι η σκοπιμότητα της ύπαρξης μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών αναγνωρίζεται ολοένα και περισσότερο από τις ελληνικές επιχειρήσεις.

Αποδοχές Διοικητικού Συμβουλίου - Διευθυντικών Στελεχών

Σε θέματα αμοιβών η κατάσταση για το 2007 φαίνεται να είναι συγκεχυμένη. Σε κάποια ζητήματα η κατάσταση είναι ικανοποιητική και σε άλλα τα ποσοστά εμφανίζονται μειωμένα σε σχέση με τις δύο προηγούμενες χρονιές. Αναλυτικότερα:

- Θετικό είναι ότι σχεδόν σε όλες τις εταιρείες η απόφαση για την αμοιβή των μελών του Δ.Σ. λαμβάνεται από τη Γενική Συνέλευση ή/και το ίδιο το Διοικητικό Συμβούλιο, παρά το γεγονός ότι υπάρχει μια ελαφρά τάση μείωσης των εταιρειών που επιλέγουν να εφαρμόσουν αυτήν την πρακτική που ορίζει ο νόμος με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος.
- Χαμηλό παραμένει το ποσοστό των εταιρειών που έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών η οποία αποφασίζει για τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών καθώς κάτι τέτοιο δεν προβλέπεται από την ελληνική νομοθεσία. Μάλιστα οι εταιρείες οι οποίες έχουν προβεί σε κάτι τέτοιο, το οποίο υπερβαίνει τα όσα ορίζονται στη νομοθεσία, είναι κυρίως αυτές που συγκροτούν το δείκτη των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης.
- Θετικό είναι το γεγονός ότι για τις 7 στις 10 εταιρείες η επίτευξη στόχων αποτελεί σημαντικό παράγοντα στον καθορισμό των αποδοχών των διευθυντικών στελεχών. Επίσης στις περισσότερες εταιρείες οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών γίνονται με τη μορφή μισθού ή bonus και όχι με τη μορφή Stock Options, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα στους managers να αξιοποιούν εσωτερική πληροφόρηση για την επιχείρηση ή/και τον κλάδο προς όφελός τους.
- Πάνω από το 60% των εταιρειών (έναντι 58% το 2005 και 59,7% το 2006) συνδέει τις αμοιβές παράστασης των μη εκτελεστικών στελεχών, κατά κύριο λόγο, με το χρόνο που εκείνα αφιερώνουν για τα θέματα της επιχείρησης.

- Παρά το γεγονός ότι ο νόμος ορίζει ρητά ότι «το σύνολο των αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων» μόνο οι μισές εταιρείες εκπληρώνουν αυτήν την υποχρέωσή τους.
- Τέλος, μόλις το 18,9% των εταιρειών αναθέτει την εποπτεία των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης σε Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γενική Συνέλευση.

Εσωτερική Οργάνωση και Κανονισμός Λειτουργίας

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

Εσωτερικός Έλεγχος και Σύστημα Διαχείρισης Κινδύνων

Περιορισμένο εμφανίζεται και φέτος το ποσοστό των εταιρειών που διαθέτουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου (63,2%), αν και τα αντίστοιχα ποσοστά για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι αρκετά ικανοποιητικά (83,3%). Επί της ουσίας προκύπτει για μία ακόμα φορά ότι κύριο μέλημα των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η συμμόρφωση με τον τύπο και όχι την ουσία των σχετικών νομοθετικών ρυθμίσεων. Κατά τα λοιπά σημαντικός αριθμός εταιρειών δήλωσε ότι διαθέτει συστήματα αντιμετώπισης κινδύνων, ενώ παράλληλα έχει λάβει τουλάχιστον επαρκή μέτρα για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ. Συμμετοχή Μετόχων στη Λήψη Αποφάσεων Η έρευνα κλείνει με ένα θέμα υψηλής σημασίας, την θέση, δηλαδή, που έχουν οι εταιρείες όσον αφορά τη συμμετοχή των μετόχων στη λήψη αποφάσεων. Είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικό το γεγονός ότι σχεδόν σε όλες τις εταιρείες συμμετέχει στις Γενικές Συνελεύσεις ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των μετόχων. Το σχετικό ποσοστό είναι πιο χαμηλό στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης και αυτό θα μπορούσαμε ενδεχομένως να το αποδώσουμε στο γεγονός ότι οι εταιρείες αυτές έχουν μεγαλύτερο αριθμό μετόχων. Επίσης όλες οι εταιρείες ανέφεραν ότι επικροτούν τη διευκόλυνση συμμετοχής των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις. Την αισιόδοξη αυτή εικόνα ανακόπτει το γεγονός ότι σχετικά περιορισμένος αριθμός επιχειρήσεων δίνει το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίζουν εν τη απουσία τους.

5.2 Εταιρική Διακυβέρνηση - Γενικά

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

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα τη έρευνας:

- Οι 2 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης
- Οι 7 στις 10 εισηγμένες δηλώνουν ότι έχουν υιοθετήσει επαρκώς τις σχετικές αρχές και συστάσεις
- Παρόλα αυτά από τις 8 στις 10 που δηλώνουν ότι δεν δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης μόλις οι 6 στις 10 εξηγούν το λόγο της απόκλισης.

5.2.1 Η Ταυτότητα της Έρευνας

Η Grant Thornton με την αρωγή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, διεξήγαγαν για τρίτη συνεχόμενη χρονιά την Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης 2007, στο σύνολο των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών.

Στόχος της Έρευνας ήταν η ανίχνευση και αποτύπωση του προτύπου συμπεριφοράς των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς την υιοθέτηση των σχετικών αρχών και συστάσεων εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπλέον, η Έρευνα επιδίωξε, μέσω της σύγκρισης των αποτελεσμάτων με το 2005 και το 2006, να προσδιορίσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία των ελληνικών επιχειρήσεων και συνακόλουθα, να συμβάλλει στη χάραξη πολιτικής από τις αρμόδιες αρχές. Φιλοδοξία της Έρευνας ήταν να αναδείξει τις αλλαγές που απαιτούνται για

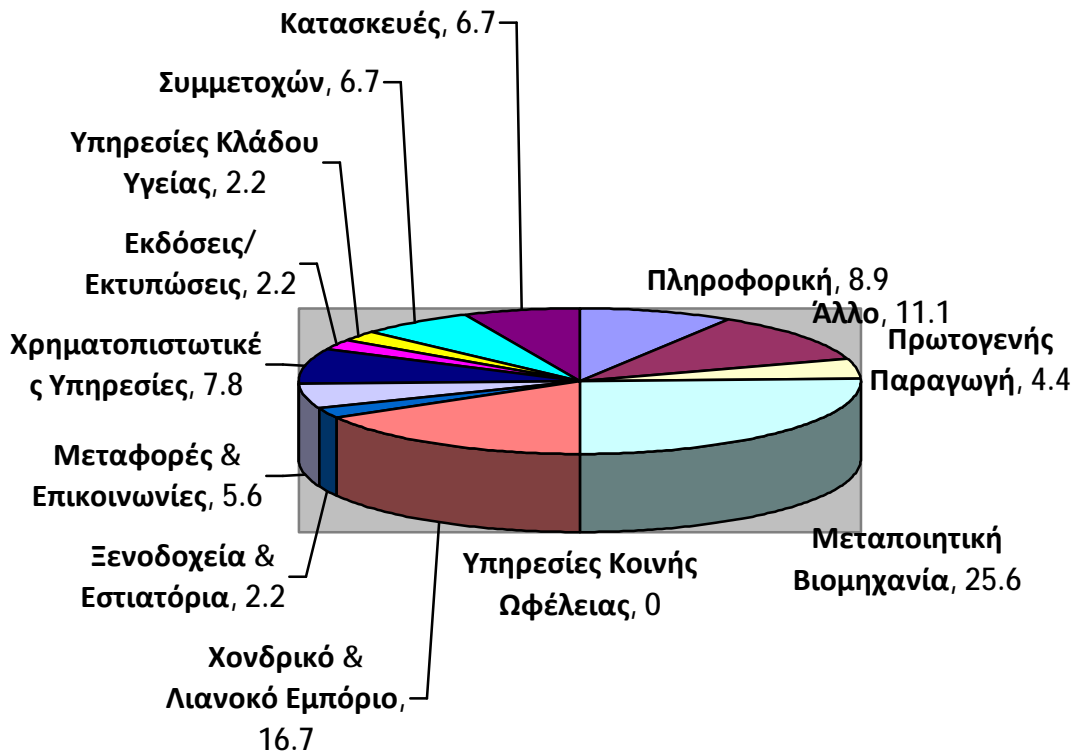
τη δημιουργική προσαρμογή των ελληνικών εταιρειών στα σημερινά διεθνή δεδομένα εφαρμογής της εταιρικής διακυβέρνησης.

Ειδικότερα, η Έρευνα διεξήχθη με τη μορφή ερωτηματολογίου στο σύνολο των εισηγμένων, στο Χ.Α., εταιρειών. Το περιεχόμενο των ερωτήσεων βασίστηκε στο θεσμικό πλαίσιο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, ήτοι στο «Νόμο 3016/2002» και στις «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα» που έχει διατυπώσει η Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, (1999), καθώς και σε διεθνώς ακολουθούμενες πρακτικές, όπως «The Combined Code on Corporate Governance» UK, (2003), «Sarbanes Oxley Act of 2002», και «OECD Principles of Corporate Governance», OECD (2004). Η ανάλυση των δεδομένων στηρίχθηκε στην κατηγοριοποίηση των εταιρειών, σύμφωνα με τους Δείκτες Κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών κατά την περίοδο διεξαγωγής της έρευνας. Σημείο αναφοράς και σύγκρισης αποτέλεσε η αντίστοιχη έρευνα της Grant Thornton για το 2007 με τίτλο «Sixth FTSE 350 Corporate Governance Review 2007».

Στην Έρευνα ανταποκρίθηκαν 90 επιχειρήσεις, οι οποίες καλύπτουν το 28, 00% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. και θεωρούνται αντιπροσωπευτικές του συνόλου. Η πλειονότητα των απαντήσεων προήλθε από τους Οικονομικούς Διευθυντές, τα Διευθυντικά Στελέχη και τους Εσωτερικούς Ελεγκτές. Η μη ανταπόκριση στην έρευνα, σύμφωνα με τις εταιρείες που δε συμμετείχαν, αποδίδεται κυρίως στο Φόρτο εργασίας και δευτερευόντως σε Αμέλεια, Έλλειψη ενδιαφέροντος και Άρνηση συμμετοχής αντίστοιχα.

5.2.2 Προφίλ Δραστηριοτήτων

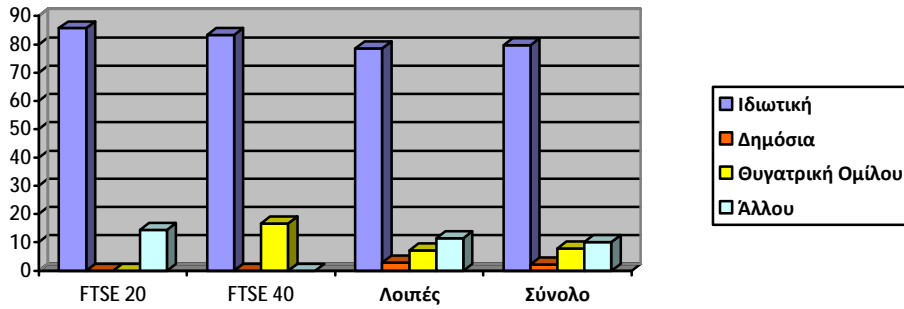
Οι περισσότερες εταιρείες που απάντησαν στην έρευνα ανήκουν στον κλάδο της Μεταποιητικής Βιομηχανίας με ποσοστό 25,6%. Αμέσως μετά ακολουθούν οι εταιρείες του Χονδρικού και Λιανικού Εμπορίου με ποσοστό 16,7%. Η μικρότερη συμμετοχή ανήκει στις Εκδόσεις/Εκτυπώσεις, Υπηρεσίες Κλάδου Υγείας και τα Ξενοδοχεία/Εστιατόρια με ποσοστό 2,2% αντίστοιχα ενώ δεν συμμετείχαν καθόλου στο δείγμα μας εταιρείες του κλάδου Υπηρεσιών Κοινής Ωφέλειας.



Διάγραμμα 2: Προφίλ Δραστηριοτήτων Εταιρειών (πηγή Thorton 2008)

5.2.3 Δομή Ιδιοκτησίας

Η πλειοψηφία των εταιρειών (79,8%) που απάντησαν στην έρευνα είναι Ιδιωτικές. Μόλις το 2,2% αυτών είναι εταιρείες του Δημόσιου Τομέα ενώ το 7,9% αποτελούν Θυγατρικές Ομίλων. Οι υπόλοιπες εταιρείες δήλωσαν ότι ανήκουν σε άλλης μορφής ιδιοκτησιακό καθεστώς.

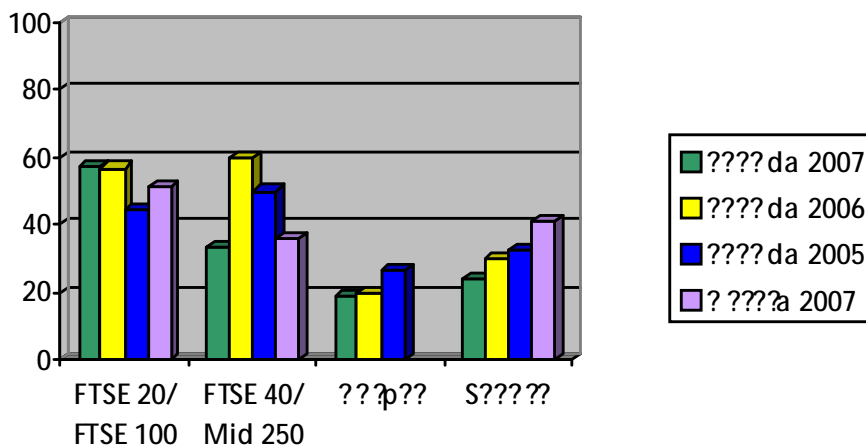


Διάγραμμα 3: Δομή ιδιοκτησίας (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Ιδιωτική	85,7%	83,3%	78,6%	79,8%
Δημόσια	0,0%	0,0%	2,9%	2,2%
Θυγατρική Ομίλου	0,0%	16,7%	7,1%	7,9%
Άλλου	14,3%	0,0%	11,4%	10,1%

Ερώτημα 1: Έχουν αξιώσεις για πλήρη συμμόρφωση;

«Η υποχρέωση διαφάνειας και γνωστοποίησης πληροφοριών στην βάση “συμμόρφωση ή εξήγηση” προτείνεται ... ως αποτέλεσμα ειδικής απόφασης των χρηματιστηριακών αρχών.» (Α.Ε.Δ.Ε.1, §3)



Διάγραμμα 4: Ποσοστό εταιρειών που διατείνονται ότι έχουν συμμορφωθεί πλήρως με το θεσμικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης (πηγή Thornton 2008)

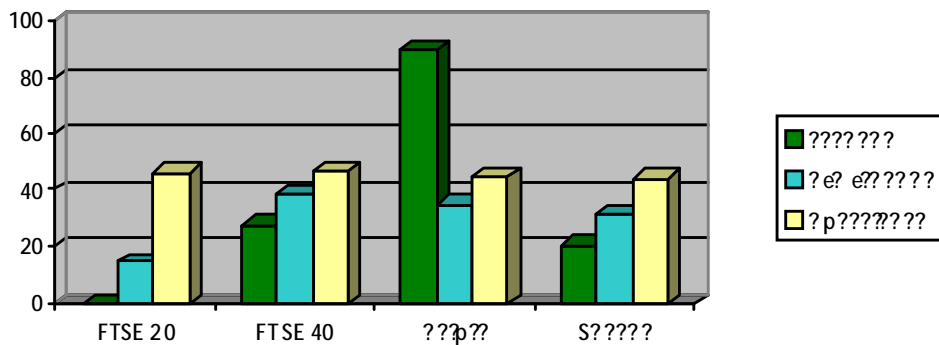
	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	57,2%	33,3%	18,8%	23,9%
Ελλάδα 2006	57,1%	60,0%	20,4%	30,3%
Ελλάδα 2005	44,4%	50,0%	26,8%	32,7%
Αγγλία 2007	51,5%	35,9%		40,8%

Το ποσοστό των εταιρειών που υποστηρίζουν ότι έχουν υιοθετήσει πλήρως τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζει ελαφρά μείωση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη της έρευνας (23,9% έναντι 30% περίπου για τα προηγούμενα έτη). Η πτώση αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι το αντίστοιχο ποσοστό έχει μειωθεί στο ήμισυ για τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης με αποτέλεσμα να παρασύρει προς τα κάτω και το ποσοστό το οποίο αντιπροσωπεύει το σύνολο των εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνα. Επίσης παρατηρούμε ότι για τις λοιπές εταιρείες το ποσοστό κατά το οποίο αυτές πιστεύουν ότι έχουν συμμορφωθεί με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζει φθίνουσα πορεία. Γίνεται αντιληπτό ότι το ποσοστό πλήρους συμμόρφωσης με τις επιταγές της εταιρικής διακυβέρνησης είναι χαμηλό δεδομένου ότι μόλις μια στις τρεις εταιρείες (δηλαδή αρκετά λιγότερο από τις μισές) θεωρεί ότι έχει συμμορφωθεί πλήρως με τις διατάξεις του νόμου περί εταιρικής διακυβέρνησης. Στη Μεγάλη Βρετανία, μετά την αναθεώρηση της νομοθεσίας (Combined Code) η οποία έγινε το 2003 το ποσοστό αυτό παρουσίασε θεαματική

πτώση, αλλά από το 2005 άρχισε και πάλι να ανακάμπτει και πλέον έχει επανέλθει στα επίπεδα του 2003. Παρά την ανοδική τάση η εκτίμηση είναι ότι μετά από δύο χρόνια θα δούμε υπέρβαση των ποσοστών του 2003.

Ερώτηση 2: Εξηγούν γιατί αποκλίνουν;

«συμμόρφωση ή εξήγηση»:...οι προτάσεις διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων παρέχουν παράλληλα την δυνατότητα αιτιολόγησης γιατί η συμπεριφορά μιας επιχείρησης κατ' εξαίρεση διαφέρει από τις συστάσεις της παρούσας Έκθεσης.» (Α.Ε.Δ.Ε., σελ. 9, §3)



Διάγραμμα 5: Ποσοστό εταιρειών που διατείνονται ότι εξηγούν τους λόγους απόκλισης από το θεσμικό πλαίσιο (πηγή Thorton 2008)

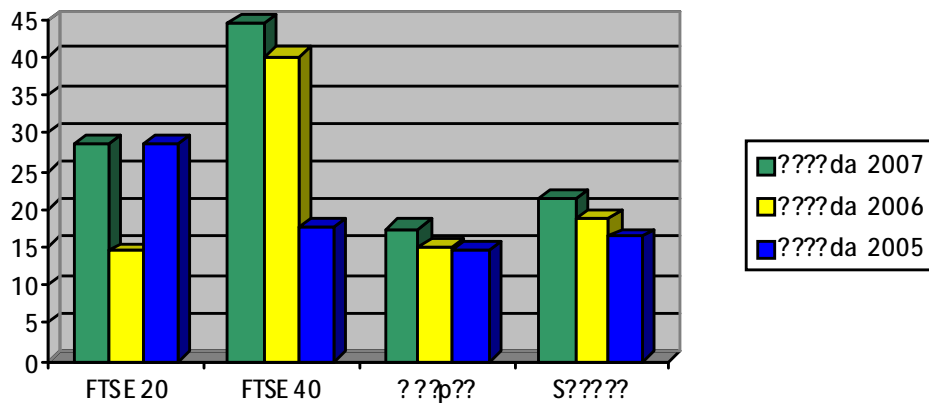
	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Εξηγούν	0.0%	0,0%	9,1%	7,3%
Δεν εξηγούν	14,3	44,4%	39,4%	37,8%
Αποκλίνουν	85,7%	55,6%	51,5%	54,9%

Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιρειών που δεν προσαρμόζονται πλήρως με τις διατάξεις περί εταιρικής διακυβέρνησης δεν αιτιολογούν το λόγο της απόκλισης τους από αυτές. Ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι από τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης μόνο το 14,3% δεν εξηγούν το λόγο που δεν προσαρμόζονται με το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης όταν μάλιστα το 85,7% πιστεύει ότι δεν αποκλίνει από αυτό, ποσοστό το οποίο είναι αυξημένο σε σχέση με το 2006 κατά 19 μονάδες. Για τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης καθώς και για τις λοιπές εταιρείες τα ποσοστά απεικονίζονται χαμηλότερα. Συμπερασματικά, οι μισές σχεδόν εταιρείες θεωρούν ότι δεν αποκλίνουν, ενώ οι υπόλοιπες

δεν εκμεταλλεύονται τη διευρυμένη ευελιξία που τους παρέχει η προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση» («comply or explain») των Α.Ε.Δ.Ε. να αιτιολογούν τις αποκλίσεις τους στις περιπτώσεις μη συμμόρφωσης. Στη Μεγάλη Βρετανία, τόσο στους επιμέρους δείκτες όσο και στο σύνολο, το 90% περίπου των εταιρειών που συμμετείχαν σε αντίστοιχη έρευνα διατείνεται ότι εξηγεί τους λόγους της απόκλισης από το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης.

Ερώτηση 3: Δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης;

««συμμόρφωση ή εξήγηση»: ...οι προτάσεις διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων παρέχουν παράλληλα την δυνατότητα αιτιολόγησης γιατί η συμπεριφορά μιας επιχείρησης κατ' εξαίρεση διαφέρει από τις συστάσεις της παρούσας Έκθεσης.» (Α.Ε.Δ.Ε., σελ. 9, §3)



Διάγραμμα 6: Ποσοστό εταιρειών που δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο (πηγή Thorton 2008)

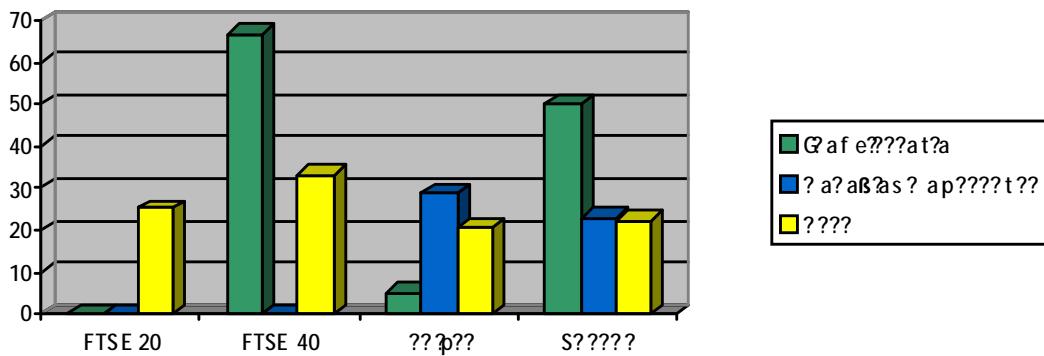
	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	28,6%	44,4%	17,4%	21,2%
Ελλάδα 2006	14,3%	40,0%	14,9	18,8%
Ελλάδα 2005	28,6%	17,6%	14,5%	16,1%

Το ποσοστό των εταιρειών που δημοσιοποιούν έκθεση συμμόρφωσης είναι στα ίδια επίπεδα με το 2006 (περίπου 2 στις 10 εταιρείες), δεδομένου ότι στην Ελλάδα η σχετική σύσταση δεν επιβάλλεται από τη νομοθεσία. Όσον αφορά τα επιμέρους στοιχεία, αυτά παρουσίασαν άνοδο σε σχέση με το 2006 με ιδιαίτερη αύξηση στις εταιρείες υψηλής

κεφαλαιοποίησης. Στη Βρετανία, ο Revised Combined Code επιβάλλει τη δημοσιοποίηση έκθεσης συμμόρφωσης και, ως εκ τούτου, το ποσοστό συμμόρφωσης αγγίζει το 100%.

Ερώτηση 4: Σε ποιους λόγους αποδίδουν την απόκλιση από το θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης;

«“συμμόρφωση ή εξήγηση” οι προτάσεις διακυβέρνησης των εισηγμένων επιχειρήσεων παρέχουν παράλληλα την δυνατότητα αιτιολόγησης γιατί η συμπεριφορά μιας επιχείρησης κατ’ εξαίρεση διαφέρει από τις συστάσεις της παρούσας Έκθεσης.» (Α.Ε.Δ.Ε., σελ. 9, §3)



Διάγραμμα 7: Λόγοι απόκλισης από το θεσμικό πλαίσιο της Εταιρικής Διακυβέρνησης (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Γραφειοκρατία	0,0%	66,7%	55,2%	50,0%
Παραβίαση απορρήτου	0,0%	0,0%	28,6%	22,9%
Άλλο	25,0%	33,3%	20,7%	22,2%

Η απόκλιση από το θεσμικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης αποδίδεται, κατά κύριο λόγο στη «γραφειοκρατία». Παρουσιάζει ενδιαφέρον ο τρόπος με τον οποίο έχουν απαντήσει οι εταιρείες ανάλογα με το δείκτη στον οποίο ανήκουν. Για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης η απόκλιση αποδίδεται αποκλειστικά σε «άλλους λόγους». Στις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης η απόκλιση αποδίδεται σε αναλογία 2/3 στη «γραφειοκρατία» και το υπόλοιπο σε «άλλους λόγους» και για τις λοιπές εταιρείες η απόκλιση αποδίδεται κατά κύριο λόγο στη «γραφειοκρατία» και λιγότερο στην παραβίαση απορρήτου ή σε άλλους παράγοντες. Ως «άλλοι παράγοντες» αναφέρονται το μικρό μέγεθος της εταιρείας, η έλλειψη

προσωπικού, η έλλειψη οργάνωσης τόσο από μέρους της πολιτείας, όσο και από την πλευρά των επιχειρήσεων, η έλλειψη κρατικών ελεγκτικών διαδικασιών, κ.α.

13.3 Διοικητικό Συμβούλιο (Διοικητικό Συμβούλιο)

Γενικά είναι αντιληπτό ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης έκαναν μεγαλύτερη προσπάθεια σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια να εναρμονισθούν με τις Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές και τις επιταγές της εθνικής νομοθεσίας. Αντίθετα όμως, δεν συνέβη το ίδιο με τις εταιρείες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης, για τις οποίες τα αποτελέσματα φαίνεται να διατηρούνται στα ίδια ή και χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν. Πιο συγκεκριμένα και το 2007 οι εισηγμένες εξασφάλισαν τον απαιτούμενο μέσο αριθμό μελών στα Δ.Σ. καθώς επίσης και τον αναγκαίο μέσο αριθμό συνεδριάσεων.

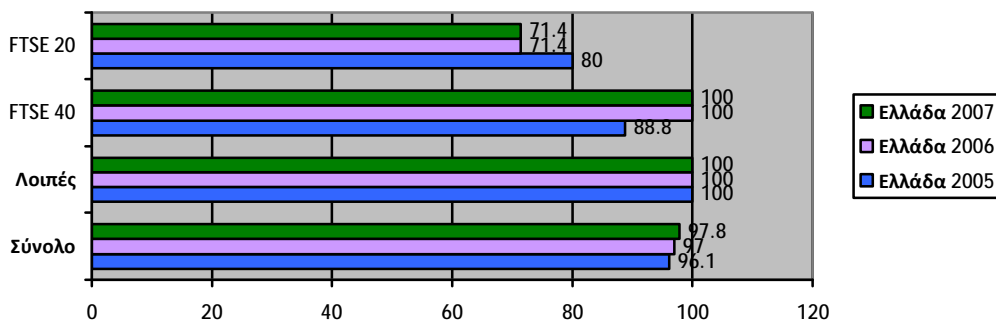
Αναλυτικότερα το Δ.Σ.:

- Δεν ανταποκρίνονται πλήρως στον εποπτικό τους ρόλο (σε 4 από τις 10 εταιρείες ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος ταυτίζονται και στις 3 από τις 10 εταιρείες στις οποίες δεν ταυτίζονται προκύπτει ότι συνδέονται με σχέση συγγένειας, ενώ σε 7 από τις 10 ο Πρόεδρος έχει επιφορτιστεί και με εκτελεστικά καθήκοντα. Χρησιμοποιώντας πρόσθετη στατιστική ανάλυση (paired samples t- test) προκύπτει ότι σε γενικές γραμμές δεν ταυτίζονται ο Πρόεδρος με το Διευθύνοντα Σύμβουλο της εταιρείας και ούτε έχουν μεταξύ τους συγγένεια α' ή/και β' βαθμού. Αυτό όμως δεν εξασφαλίζει την καθολική τήρηση του νόμου από τους ερευνώμενους.
- Απαρτίζονται από «διακρίνουσες προσωπικότητες». Σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει διατελέσει στο παρελθόν ανώτατος εκτελεστικός ηγέτης, ενώ στις μισές και περισσότερες εταιρείες ο Πρόεδρος ή/και ο Διευθύνων Σύμβουλος ελέγχουν άνω του 3% των μετοχών.
- Δεν αξιολογούν την απόδοσή τους. Μόνο οι 4 στις 10 έχουν αναπτύξει διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του Δ.Σ. και των διαφόρων επιτροπών αυτών.
- Δεν υποστηρίζουν τα μέλη τους κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Μόνο οι 2 στις 10 παρέχουν πρόσβαση στα μέλη του Δ.Σ. σε εξωτερικούς συμβούλους καλύπτοντας τον απαιτούμενο προϋπολογισμό για τις αμοιβές αυτών.

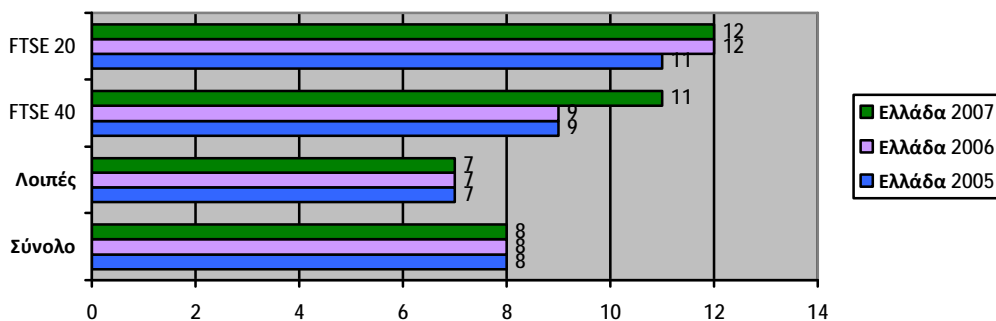
- Εφαρμόζουν σε περιορισμένο βαθμό τις «Διεθνείς Βέλτιστες Πρακτικές» όπως η συγκρότηση Επιτροπής Ορισμού νέων μελών στο Δ.Σ., δημοσιοποίηση διαδικασιών ορισμού νέων μελών κτλ.

Ερώτηση 5: Διαθέτουν ευέλικτο Δ.Σ.;

«Για λόγους ευελιξίας της διαδικασίας λήψης των αποφάσεων προτείνεται ο μέγιστος αριθμός μελών του διοικητικού συμβουλίου να είναι 13.» (Α.Ε.Δ.Ε., §5.11)



Διάγραμμα 8: Ποσοστό εταιρειών των οποίων ο αριθμός των μελών του Δ.Σ. είναι μικρότερος ή ίσος του 13 (πηγή Thorton 2008)

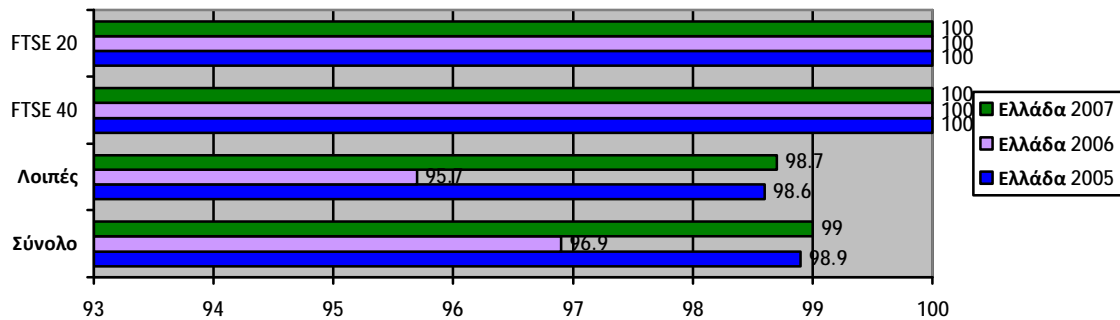


Διάγραμμα 9: Μέσος όρος μελών Δ.Σ (πηγή Thorton 2008)

Ευέλικτα εμφανίζονται τα Δ.Σ. των εισηγμένων και το 2007, καθώς ικανοποιούν τα κριτήρια αναφορικά με τον απαιτούμενο αριθμό μελών στο Δ.Σ. και το μέσο όρο μελών στο Δ.Σ.

Ερώτηση 6: Συνεδριάζουν τουλάχιστον μία φορά το μήνα;

«Το Διοικητικό Συμβούλιο... θα πρέπει να συνεδριάζει τουλάχιστον μία φορά το μήνα...» (Α.Ε.Δ.Ε., §5.1)

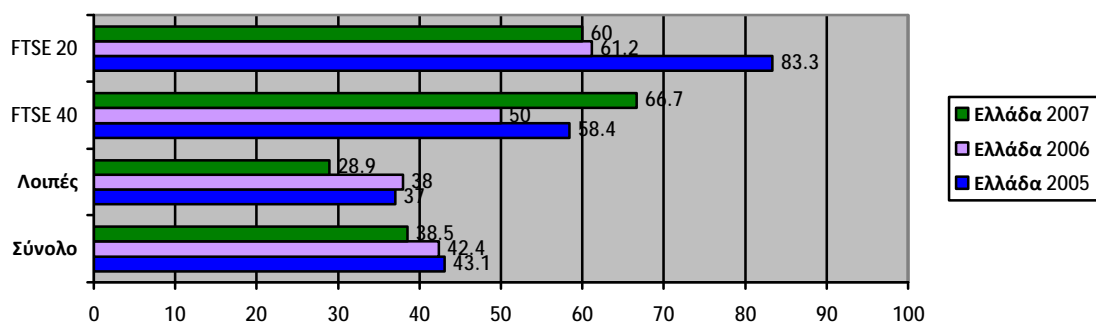


Διάγραμμα 10: Ποσοστό εταιρειών των οποίων το Δ.Σ. συνεδριάζει τουλάχιστον μία φορά τον μήνα (πηγή Thorton 2008)

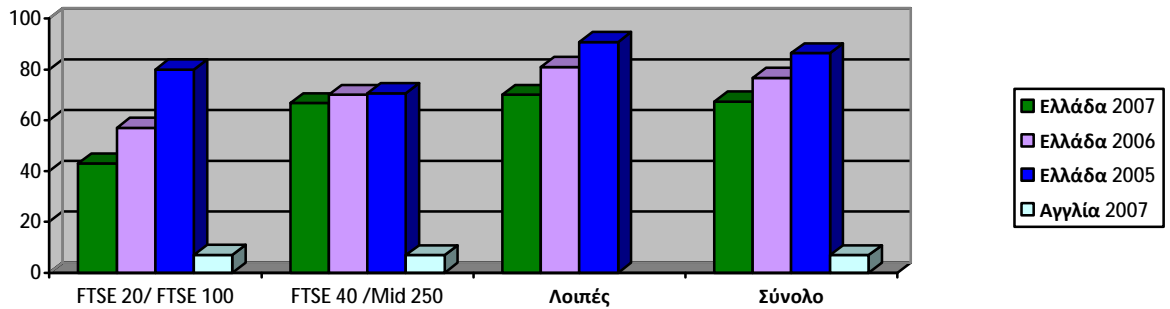
Απόλυτα συνεπείς εμφανίζονται και το 2007 οι εισηγμένες εταιρείες ως προς την υποχρέωση των Δ.Σ. τους να συνεδριάζουν τουλάχιστον μία φορά το μήνα.

Ερώτηση 7: Διαχωρίζουν τις ευθύνες στα ανώτατα κλιμάκια;

«Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο διαχωρισμός ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της επιχείρησης... Η υποχρέωση του Προέδρου του Δ.Σ. να ελέγχει τη λειτουργία του Δ.Σ. προφανώς αποδυναμώνεται όταν το ίδιο πρόσωπο παράλληλα ασκεί και τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης.» (Α.Ε.Δ.Ε., §5.5)



Διάγραμμα 11: Ποσοστό εταιρειών όπου ο Πρόεδρος και ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι διαφορετικά πρόσωπα (χωρίς σχέση συγγένειας) (Πηγή Thorton 2008)



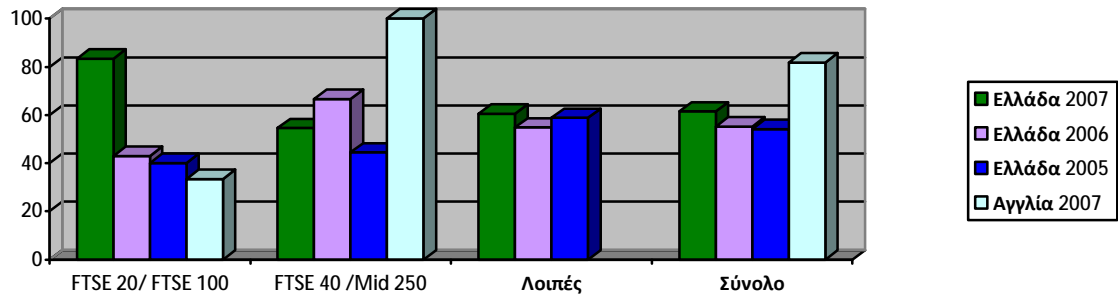
Διάγραμμα 12: Ποσοστό εταιρειών όπου ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λουπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	42,9%	66,7%	70%	67,4%
Ελλάδα 2006	57,1%	70%	80,9%	76,6%
Ελλάδα 2005	80%	70,6%	90,8%	86,4%
Αγγλία 2007	7%	6,8%		6,9%

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης για το 2007 παρουσιάζουν απόλυτη θετική συσχέτιση με το δείκτη στον οποίο κατηγοριοποιούνται οι εταιρείες και είναι εμφανώς καλύτερα για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Από το γράφημα 7β γίνεται σαφές ότι υπάρχει σημαντικό χάσμα ανάμεσα στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και αυτή της Μεγάλης Βρετανίας τόσο για τις εταιρείες υψηλής όσο και αυτές της μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Όσον αφορά το ερώτημα αν ο πρόεδρος έχει εκτελεστικές αρμοδιότητες τα ποσοστά είναι ιδιαίτερα υψηλά. Ωστόσο δεν πρέπει να αγνοήσουμε το γεγονός ότι όλο και περισσότερες επιχειρήσεις έχουν τη διάθεση να εναρμονιστούν με τη συγκεκριμένη πρακτική, να στερήσουν δηλαδή από τον Πρόεδρο του Δ.Σ. τις εκτελεστικές αρμοδιότητες.

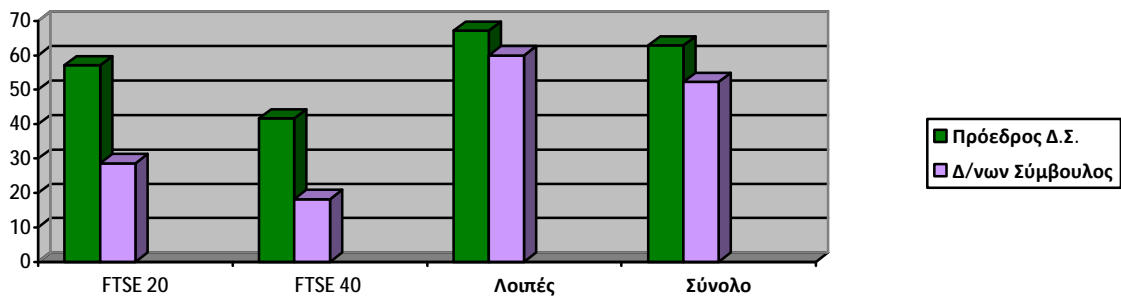
Ερώτηση 8: Ενθαρρύνουν τη διοικητική ανεξαρτησία;

«Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο διαχωρισμός ευθυνών στα ανώτατα κλιμάκια της επιχείρησης... Η υποχρέωση του Προέδρου του Δ.Σ. να ελέγχει τη λειτουργία του Δ.Σ. προφανώς αποδυναμώνεται όταν το ίδιο πρόσωπο παράλληλα ασκεί και τα καθήκοντα του Διευθύνοντος Συμβούλου της επιχείρησης.» (Α.Ε.Δ.Ε., §5.5)



Διάγραμμα 13: Έχει υπηρετήσει ο Πρόεδρος του Δ.Σ. προηγουμένως ως Διευθύνων Σύμβουλος;(πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	83,3%	54,5 %	60,6%	61,4%
Ελλάδα 2006	42,9%	66,7%	54,8%	55,2%
Ελλάδα 2005	40%	44,4%	58,8%	54,2%
Αγγλία 2007	33,3%	100%		81,8%



Διάγραμμα 14: Κατέχει ο Πρόεδρος του Δ.Σ. ή/ και ο Διευθύνων Σύμβουλος άνω του 3% των μετόχων της εταιρείας; (πηγή Thorton 2008)

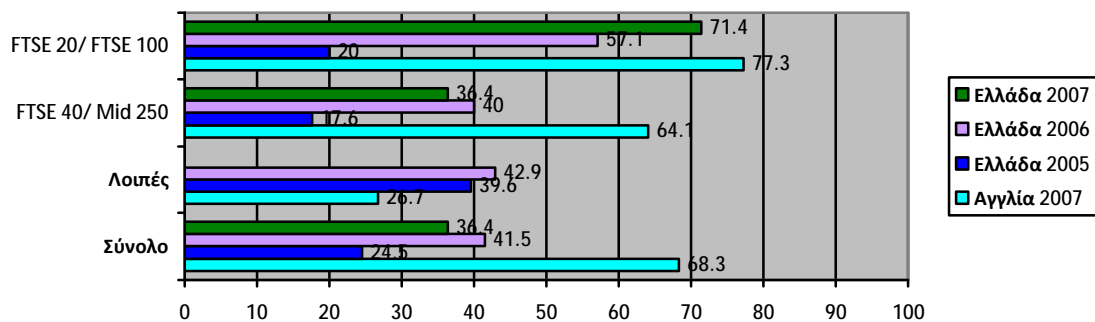
	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	42,9%	66,7%	70%	67,4%
Ελλάδα 2006	57,1%	70%	80,9%	76,6%
Ελλάδα 2005	80%	70,6%	90,8%	86,4%
Αγγλία 2007	7%	6,8%		6,9%

Επιτακτική παραμένει και φέτος η ανάγκη για ανεξαρτησία στα ανώτατα διοικητικά κλιμάκια, καθώς σε περισσότερες από τις μισές εταιρείες ο Πρόεδρος του Δ.Σ. έχει διατελέσει στο παρελθόν Διευθύνων Σύμβουλος. Μάλιστα άξιο λόγου είναι το γεγονός ότι το

ποσοστό αυτό αγγίζει τις 8 στις 10 εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης και η αναλογία αυτή είναι διπλάσια σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια για αυτή την κατηγορία εταιρειών. Επίσης, το γεγονός, ότι ο Πρόεδρος ελέγχει άνω του 3% των μετοχών περίπου σε 6 από τις 10 εταιρείες και αντίστοιχα ο Διευθύνων Σύμβουλος στις μισές περίπου εταιρείες επιβεβαιώνει τον προσωποπαγή χαρακτήρα των ελληνικών Δ.Σ. και την αναγκαιότητα αλλαγής των υφιστάμενων πρακτικών.

Ερώτηση 9: Αξιολογούν την απόδοσή τους;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

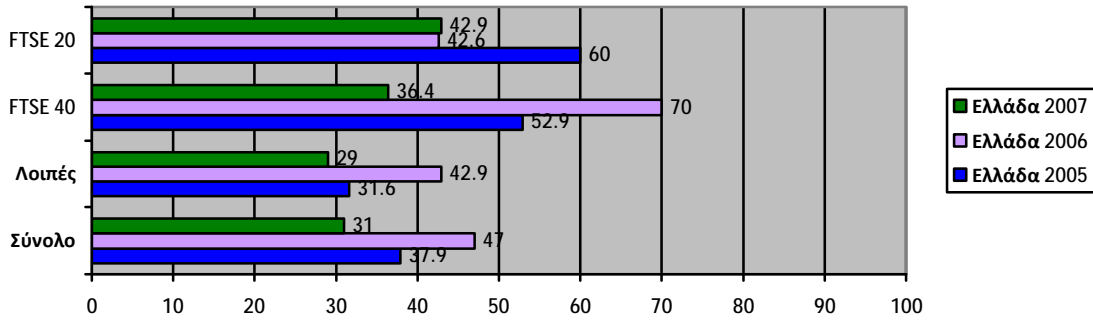


Διάγραμμα 15: Προσδιορίζουν διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των μελών του Δ.Σ. και των επιτροπών; (πηγή Thornton 2008)

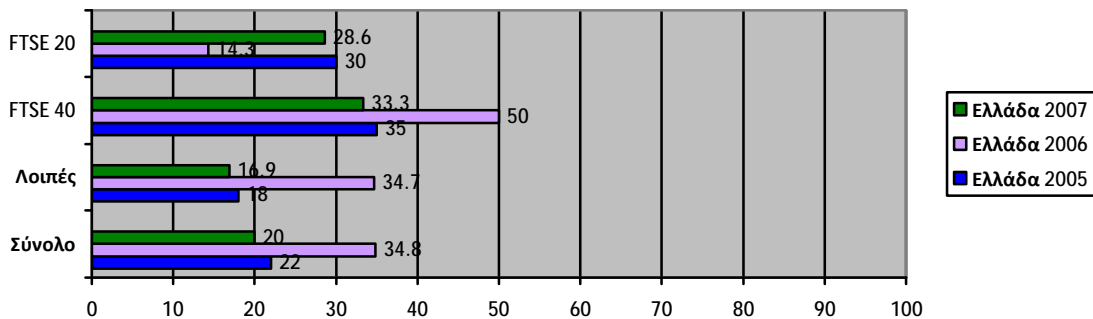
Αν και η συστηματική αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας των Δ.Σ. προτείνεται από τη Διεθνή Βέλτιστη Πρακτική, μόνο 4 στις 10 εισηγμένες αξιολογούν την προσφορά και την απόδοση των μελών των Δ.Σ. καθώς και την αποτελεσματικότητα των διαφόρων επιτροπών αυτών. Εντούτοις, πρέπει να σημειωθεί ότι το σχετικό ποσοστό για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζει σημαντική βελτίωση σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές προσεγγίζοντας τα αντίστοιχα ποσοστά της Μεγάλης Βρετανίας. Δε συμβαίνει όμως το ίδιο για τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

Ερώτηση 10: Υποστηρίζουν τα μέλη του Δ.Σ. κατά την άσκηση των καθηκόντων τους;

«Θα πρέπει να θεσπιστεί διαδικασία τυχόν παροχής προς το Δ.Σ. συμβουλών από εξωτερικούς συμβούλους προς διευκόλυνση της άσκησης των καθηκόντων του. Τα έξοδα για την λήψη αυτών των συμβουλών θα πρέπει να καλύπτονται από την επιχείρηση.»(Α.Ε.Δ.Ε., §5.9)



Διάγραμμα 16: Παρέχουν στα μέλη του Δ.Σ. πρόσβαση σε εξωτερικούς συμβούλους για την διευκόλυνση της άσκησης των καθηκόντων τους; (πηγή Thornton 2008)

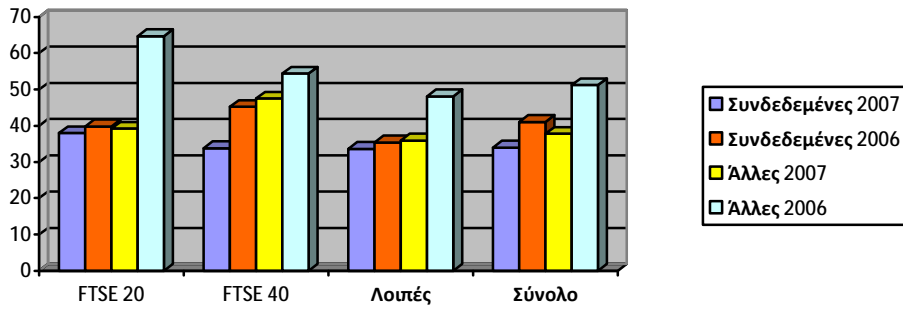


Διάγραμμα 17: Ποσοστό εταιρειών που έχουν ορίσει εξωτερικούς συμβούλους και παράλληλα έχουν καθορίσει προϋπολογισμό (πηγή Thornton 2008)

Αν και η επικρατούσα πρακτική έχει υποδείξει τη σημαντικότητα του ρόλου των εξωτερικών συμβούλων στην εφαρμογή των σχετικών αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, το ποσοστό των ελληνικών εταιρειών που παρέχει πρόσβαση στα μέλη του Δ.Σ. σε εξωτερικούς συμβούλους είναι χαμηλό, ενώ χαμηλό κρίνεται και το ποσοστό των εταιρειών το οποίο έχει παράλληλα καθορίσει και προϋπολογισμό για τις αμοιβές των συμβούλων.

Ερώτηση 11: Συμμετέχουν τα μέλη του Δ.Σ. σε συνδεδεμένες ή άλλες εταιρείες;

«Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτος στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητες του οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν... σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων... που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.» (Νόμος 3016/2002, αρθ. 2, §3)

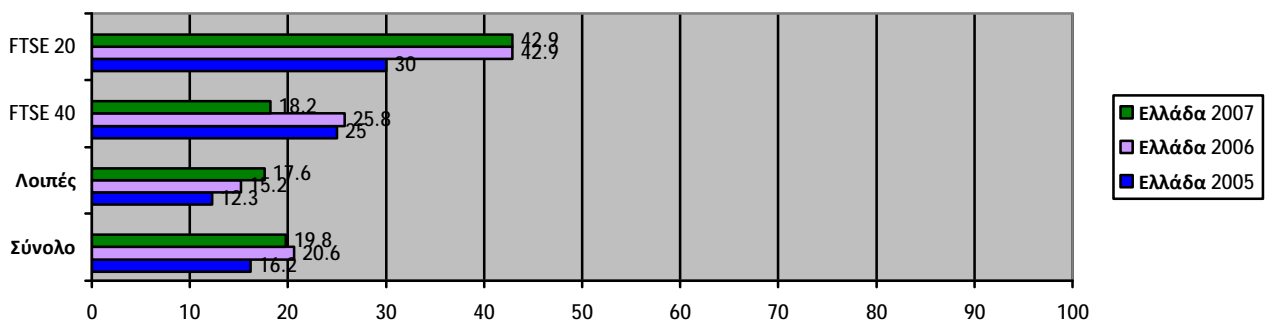


Διάγραμμα 18: Ποσοστό μελών Δ.Σ. που συμμετέχουν σε συνδεδεμένες ή άλλες εταιρείες (πηγή Thorton 2008)

Περίπου το 1/3 των μελών των Δ.Σ. των εισηγμένων συμμετέχουν ταυτόχρονα σε συνδεδεμένες ή μη εταιρείες, γεγονός που εγείρει προβληματισμό για το κατά πόσο διασφαλίζεται η αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων αλλά και η αποτελεσματικότητα των Δ.Σ. εν γένει. Θετικό είναι πάντως το γεγονός ότι τα ποσοστά στο ερώτημα αυτό είναι ελαφρά βελτιωμένα σε σχέση με το 2006 χωρίς αυτό να σημαίνει ότι παύει να υφίσταται ο παραπάνω προβληματισμός.

Ερώτηση 12: Δημοσιοποιούν συγκεκριμένες διαδικασίες για τον ορισμό νέων μελών στο Δ.Σ.;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

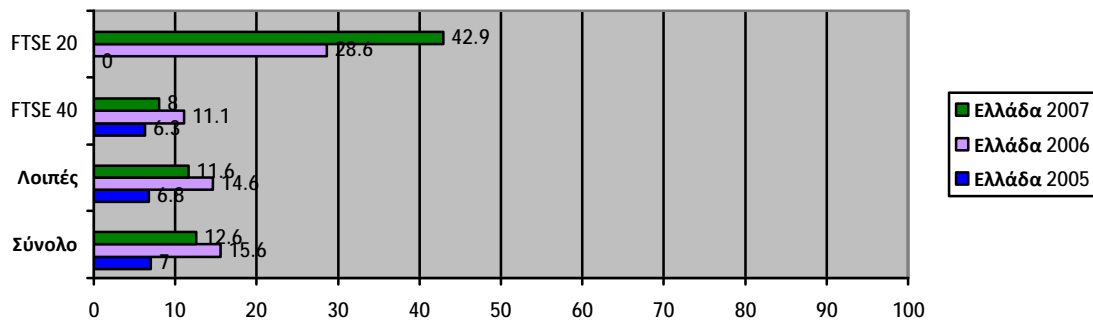


Διάγραμμα 19: Ποσοστό εταιρειών που δημοσιοποιούν συγκεκριμένες διαδικασίες για τον ορισμό νέων μελών στο Δ.Σ. (πηγή Thorton 2008)

Το ποσοστό των εταιρειών που δημοσιοποιούν συγκεκριμένες διαδικασίες για τον ορισμό νέων μελών στο Δ.Σ., όπως προκύπτει από το παραπάνω γράφημα, παραμένει σταθερά σε χαμηλά επίπεδα μετά από μία μικρή βελτίωση που παρουσιάστηκε το 2006, κυρίως στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Και στην περίπτωση αυτή η κατάσταση είναι αρκετά καλύτερη για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Το ζήτημα της διαφάνειας είναι σημαντικό.

Ερώτηση 13: Έχουν συστήσει Επιτροπή Ορισμού των μελών του Δ.Σ. (Nomination Committee);

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

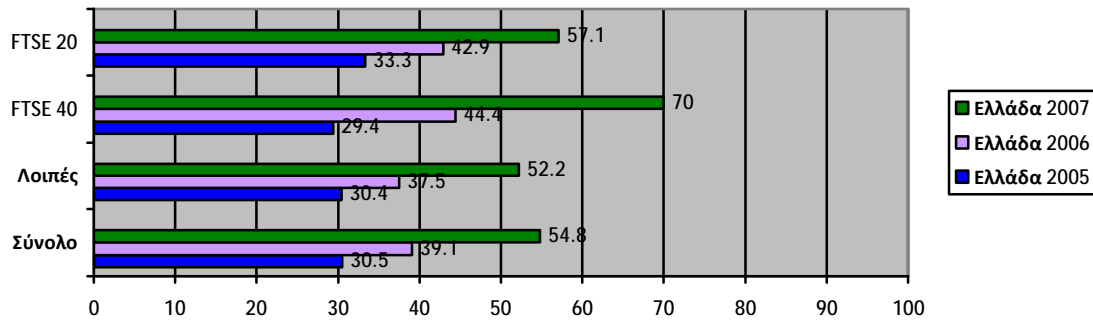


Διάγραμμα 20: Ποσοστό εταιρειών που έχουν συστήσει Επιτροπή Ορισμού των μελών του Δ.Σ. (πηγή Thorton 2008)

Η υιοθέτηση της παραπάνω Διεθνούς Βέλτιστης Πρακτικής παραμένει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα και για το 2007. Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχει ανοδική τάση για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Ερώτηση 14: Διανέμουν στις Γενικές Συνελεύσεις βιογραφικό σημείωμα των υποψηφίων μελών του Δ.Σ. προς ενημέρωση των μετόχων;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



Διάγραμμα 21: Ποσοστό εταιρειών που διανέμουν βιογραφικά σημειώματα των υποψήφιων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου στις Γενικές Συνελεύσεις (πηγή Thorton 2008)

Διαφαίνεται ότι από έτος σε έτος όλο και περισσότερες εταιρείες υιοθετούν την παραπάνω πρακτική καθώς τα ποσοστά στο παραπάνω ερώτημα ακολουθούν σταθερά ανοδική τάση για κάθε κατηγορία και συνεπώς και για το σύνολο των εταιρειών.

13.4 Ανεξάρτητα Μη Εκτελεστικά Μέλη

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός, ότι σημαντική πλειοψηφία των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων συμμορφώνεται με τις επιταγές του σχετικού νομοθετικού πλαισίου αναφορικά με την αναλογία εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ.

Στις ελληνικές επιχειρήσεις σήμερα,

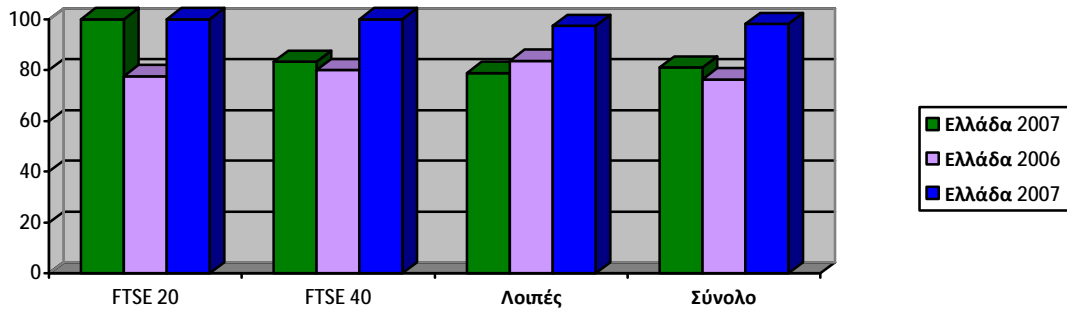
Τα ανεξάρτητα μέλη, ικανοποιούν "ένα-προς- ένα" τα κριτήρια ανεξαρτησίας του Νόμου 3016/2002 στο 71, 1% των εταιρειών.

Τα συμφέροντα των μετόχων μειοψηφίας προστατεύονται ικανοποιητικά μέσω άμεσης εκπροσώπησης στο Δ.Σ. σε μόνο 4 από τις 10 εταιρείες (έναντι 3 στις 10 το 2006 και 2 στις 10 το 2005).

Η σταθερή βελτίωση των στοιχείων που προκύπτουν από τις έρευνες κατά την τελευταία τριετία αποδεικνύει το γεγονός ότι η σκοπιμότητα της ύπαρξης μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών αναγνωρίζεται ολοένα και περισσότερο από τις ελληνικές επιχειρήσεις.

Ερώτηση 15: Διαθέτουν επαρκή αριθμό μη εκτελεστικών μελών;

«Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 3§1)



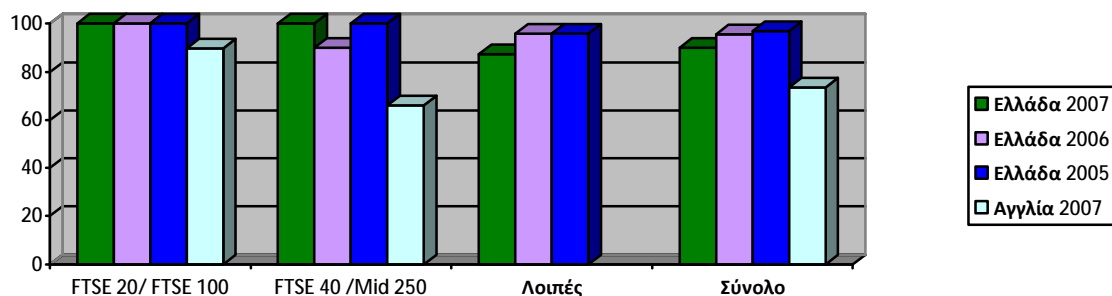
Διάγραμμα 22: Ποσοστό εταιρειών στις οποίες ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών είναι τουλάχιστον το 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του Δ.Σ. (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	100%	83,3%	78,9%	81,1%
Ελλάδα 2006	77,7%	80%	83,7%	76,4%
Ελλάδα 2005	100%	100%	97,4%	98,1%

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας και για το 2007 όπως και τις προηγούμενες χρονιές οι ελληνικές επιχειρήσεις φαίνεται να ανταποκρίνονται σε πολύ καλό βαθμό στις σχετικές νομοθετικές διατάξεις.

Ερώτηση 16: Διαθέτουν επαρκή αριθμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών;

«Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη...» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 3, §1)



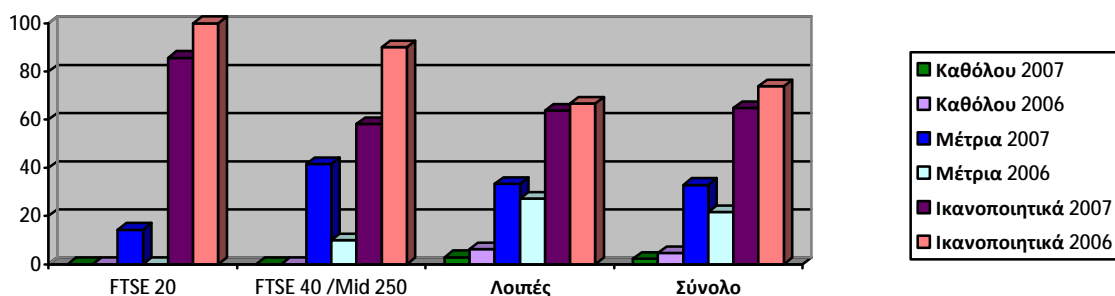
Διάγραμμα 23: Ποσοστό εταιρειών που έχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο Δ.Σ. (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	100%	100%	87,3%	90%
Ελλάδα 2006	100%	90%	95,9%	95,5%
Ελλάδα 2005	100%	100%	95,8%	97%
Αγγλία 2007	89.7	66%		73,5%

Στόχος του νομοθέτη με την πρόταση αυτή είναι να προασπίσει τα συμφέροντα και τη βιωσιμότητα των εταιρειών μέσω της ανεξαρτησίας των μελών Δ.Σ. Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ. λειτουργεί ως αντίβαρο στη δυνατότητα που έχουν οι επαγγελματίες διαχειριστές να διοικούν την επιχείρηση για ιδιοτελείς σκοπούς. Το σύνολο σχεδόν των εταιρειών της έρευνας διατείνεται ότι εναρμονίζεται με τη νομοθετική πρόβλεψη. Στη Βρετανία, όπου το θεσμικό πλαίσιο ορίζει ότι το Δ.Σ. πρέπει να απαρτίζεται, τουλάχιστον κατά το ήμισυ, από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη (Combined Code, UK, §A.3.2), η συμμόρφωση αποτιμάται σε εμφανώς χαμηλότερα επίπεδα.

Ερώτηση 17: Πόσο αποτελεσματικά εκτιμούν ότι διασφαλίζουν την ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.;

«Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει... να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου...» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 4, §1)



Διάγραμμα 24: Πόσο αποτελεσματικά εκτιμούν ότι διασφαλίζουν την ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.; (Εκτίμηση Ερωτηθέντων) (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Καθόλου 2007	0,0%	0,0%	2,9%	2,3%
Καθόλου 2006	0,0%	0,0%	6,3%	4,6%
Μέτρια 2007	14,3%	41,6%	33,3%	32,9%
Μέτρια 2006	0,0%	10,0%	27,1%	21,5%
Ικανοποιητικά 2007	85,7%	58,3%	63,8%	64,8%
Ικανοποιητικά 2006	100%	90%	66,7%	73,8%

Η πλειονότητα των εταιρειών όχι μόνο διαθέτει τον απαιτούμενο αριθμό ανεξάρτητων μελών στο Δ.Σ., αλλά υποστηρίζει ότι διασφαλίζει από μέτρια έως ικανοποιητικά την ανεξαρτησία των μελών αυτών. Μάλιστα 9 στις 10 εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης εκτιμούν ότι η ανεξαρτησία των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. διασφαλίζεται σε ικανοποιητικό βαθμό.

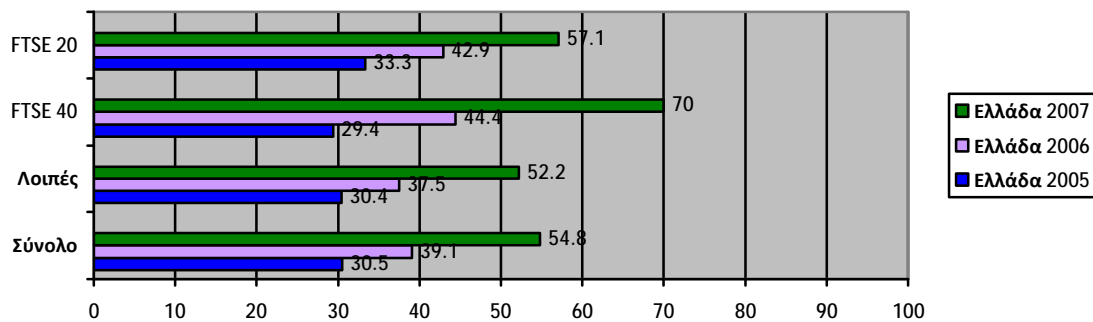
Ερώτηση 18: Διασφαλίζουν πράγματι την ανεξαρτησία του Δ.Σ. σύμφωνα με τα κριτήρια που ορίζει ο Νόμος;

«Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει κατά την διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν... Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου:

- Διατηρεί επιχειρηματική σχέση με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτήν επιχείρηση... της εταιρείας.

- Είναι Πρόεδρος Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος... ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις.
- Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. ή διευθυντικού στελέχους ή πλειοψηφούντα μέτοχου...
- Έχει διορισθεί από μέτοχο της εταιρείας.»

(Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 4, §1)

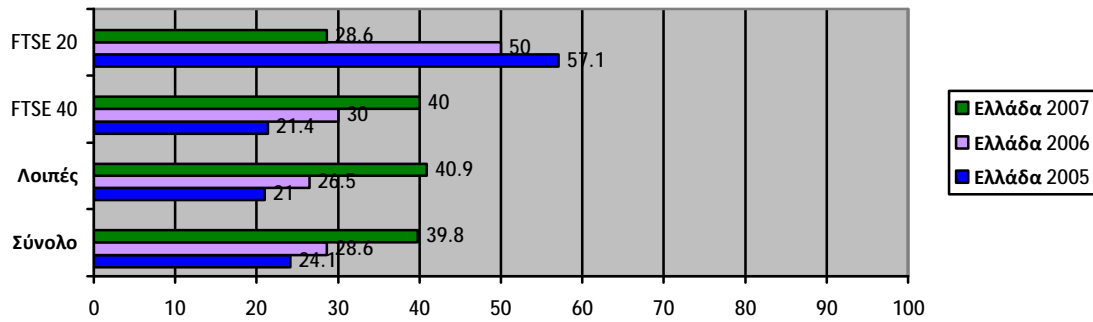


Διάγραμμα 25: Ποσοστό εταιρειών στις οποίες τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη πληρούν «ένα προς ένα» όλα τα κριτήρια ανεξαρτησίας (πηγή Thorton 2008)

Ο ισχυρισμός των εταιρειών για ικανοποιητική διασφάλιση της ανεξαρτησίας των ανεξάρτητων μελών δεν επαληθεύεται απόλυτα στην πράξη, καθότι, μόνον το 71,1% ικανοποιεί «ένα-προς- ένα» τα κριτήρια ανεξαρτησίας που ορίζει ο νόμος. Εντούτοις, είναι ενθαρρυντικό το γεγονός ότι πρώτον υπάρχει σε γενικές γραμμές όλο και μεγαλύτερη διάθεση από έτος σε έτος, από μέρους των εταιρειών να διασφαλιστεί και στην πράξη η ανεξαρτησία των μελών Δ.Σ. Δεύτερον ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης φαίνεται να εγγυώνται απόλυτα την ανεξαρτησία των ανεξάρτητων μελών Δ.Σ.

Ερώτηση 19: Εκπροσωπούνται οι μέτοχοι μειοψηφίας στο Δ.Σ.;

«Η ύπαρξη ανεξάρτητων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 3, §1)



Διάγραμμα 26: Ποσοστό εταιρειών που έχουν τουλάχιστον ένα μέλος του Δ.Σ. ως εκπρόσωπο μετόχων μειοψηφίας (πηγή Thorton 2008)

Ενδιαφέροντα συμπεράσματα προκύπτουν από το παραπάνω διάγραμμα. Παρατηρείται ότι υπάρχει αυξητική τάση στις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και στις λοιπές εταιρείες για συμμετοχή των μετόχων της μειοψηφίας στη λήψη αποφάσεων. Αντίθετα δεν συμβαίνει το ίδιο στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Βέβαια η εφαρμογή της παραπάνω διάταξης δεν είναι υποχρεωτική. Κάθε εταιρεία έχει τη διακριτική ευχέρεια να επιλέξει το πώς θα εγγυηθεί την ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου. Έτσι, παρά την αυξητική τάση, ότι τα γενικά ποσοστά εφαρμογής αυτού του προαιρετικού μέτρου να είναι χαμηλά.

13.5 Αποδοχές Διοικητικού Συμβουλίου -Διευθυντικών Στελεχών

Σε θέματα αμοιβών, η κατάσταση για το 2007 φαίνεται να είναι συγκεχυμένη. Σε κάποια ζητήματα η κατάσταση είναι ικανοποιητική και σε άλλα τα ποσοστά εμφανίζονται μειωμένα σε σχέση με τις δύο προηγούμενες χρονιές. Αναλυτικότερα:

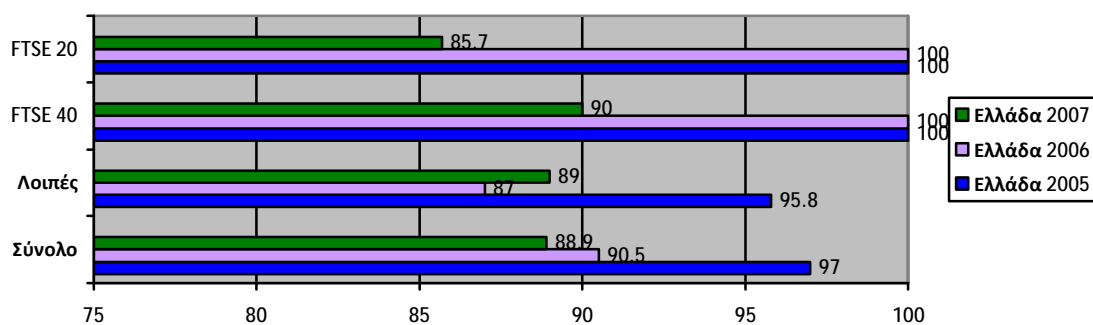
Θετικό είναι ότι σχεδόν σε όλες τις εταιρείες η απόφαση για την αμοιβή των μελών του Δ.Σ. λαμβάνεται από τη Γενική Συνέλευση ή/και το ίδιο το Διοικητικό Συμβούλιο, παρά το γεγονός ότι υπάρχει μια ελαφρά τάση μείωσης των εταιρειών που επιλέγουν να εφαρμόσουν αυτήν την πρακτική που ορίζει ο νόμος με βάση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

Θετικό είναι το γεγονός ότι για τις 7 στις 10 εταιρείες η επίτευξη στόχων αποτελεί σημαντικό παράγοντα στον καθορισμό των αποδοχών των διευθυντικών τους στελεχών. Επίσης στις περισσότερες εταιρείες οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών γίνονται με τη μορφή μισθού ή bonus και όχι με τη μορφή stock options, τα οποία δίνουν τη δυνατότητα στους managers να αξιοποιούν εσωτερική πληροφόρηση για την επιχείρηση ή/και τον κλάδο προς όφελός τους. Πάνω από το 60% των εταιρειών (έναντι 58% το 2005 και 59,7% το 2006) συνδέει τις αμοιβές παράστασης των μη εκτελεστικών στελεχών, κατά κύριο λόγο, με το χρόνο που εκείνα αφιερώνουν για τα θέματα της επιχείρησης.

Παρά το γεγονός ότι ο νόμος ορίζει ρητά ότι «το σύνολο των αμοιβών ... των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων». Τελικά, μόνο οι μισές εταιρείες εκπληρώνουν αυτήν την υποχρέωσή τους. Τέλος, μόλις το 18,9% των εταιρειών αναθέτει την εποπτεία των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης σε Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γενική Συνέλευση.

Ερώτηση 20: Ποιο όργανο αποφασίζει για την πολιτική αποδοχών των μελών του Δ.Σ.;

«Θέματα που αφορούν σε κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρείας αποφασίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο.» (Νόμος 3016/2002, αρθ.3, §2)

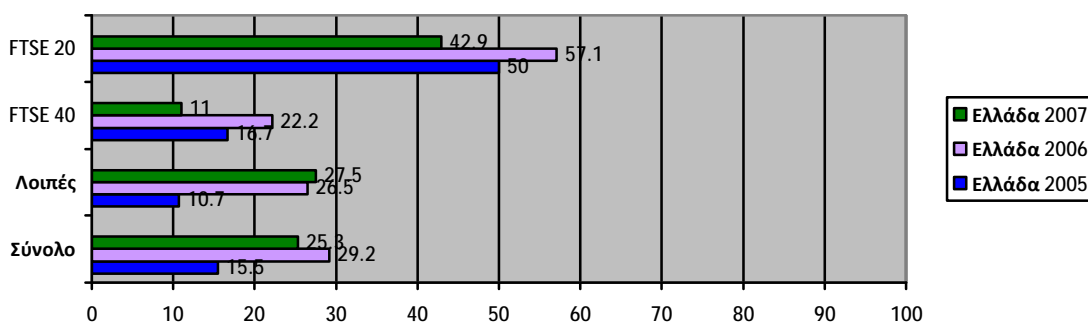


Διάγραμμα 27: Ποσοστό εταιρειών όπου η Γενική Συνέλευση των μετόχων ή/ και το Διοικητικό Συμβούλιο αποφασίζει για την πολιτική αποδοχών των μελών του Δ.Σ. (πηγή Thorton 2008)

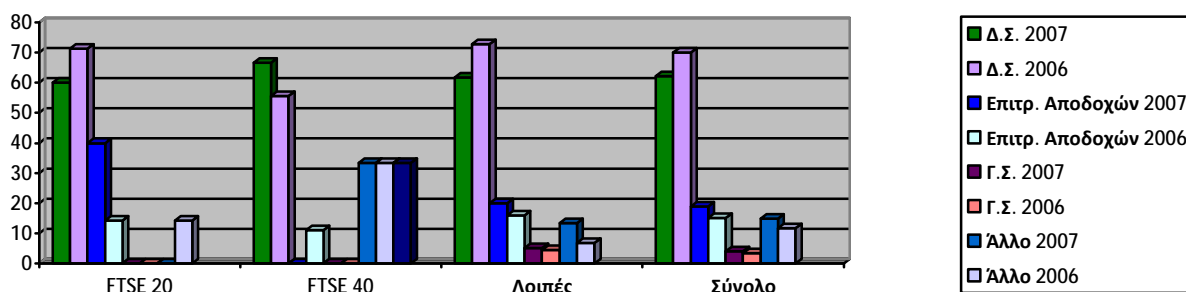
Θετική εικόνα προβάλλουν οι εισηγμένες και το 2007, καθώς στην πλειονότητα τους η Γ.Σ. των μετόχων ή/και το Δ.Σ. αποφασίζει για την πολιτική αποδοχών των μελών του Δ.Σ.

Ερώτηση 21: Έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών;

«Η αμοιβή των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών θα πρέπει να ελέγχεται από επιτροπή ελέγχου, η οποία θα εκλέγεται από την Γενική Συνέλευση των μετόχων και η σύνθεσή της θα ανακοινώνεται στην ετήσια Τακτική Γενική Συνέλευση της επιχείρησης.» (Α.Ε.Δ.Ε., §7.2)



Διάγραμμα 28: Έχουν συστήσει Επιτροπή Αποδοχών για τα διευθυντικά στελέχη; (πηγή Thorton 2008)



Διάγραμμα 29: Ποιο όργανο αποφασίζει για την πολιτική αποδοχών των διευθυντικών στελεχών; (πηγή Thorton 2008)

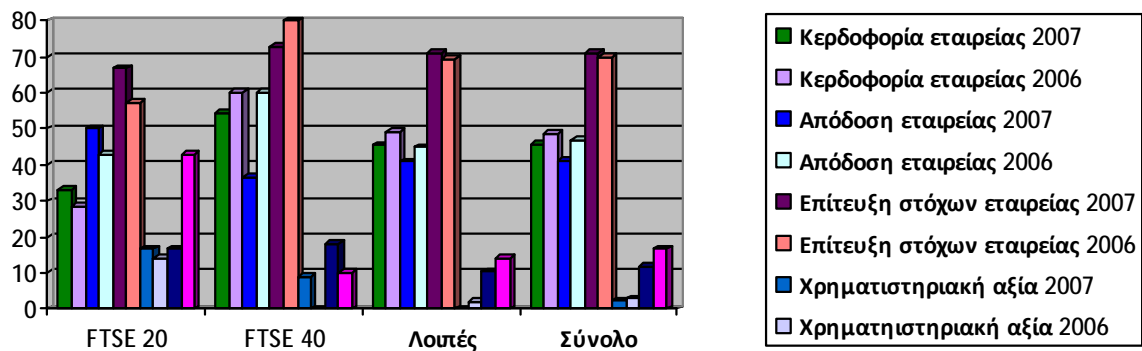
	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Δ.Σ. 2007	60%	66,7%	61,7%	62,2%
Δ.Σ. 2006	71,4%	55,6%	72,7%	70%
Επιτρ. Αποδοχών 2007	40%	0%	20%	18,9%
Επιτρ. Αποδοχών 2006	14,3%	11,1%	15,9%	15%
Γ.Σ. 2007	0%	0%	5%	4,1%

Γ.Σ. 2006	0%	0%	4,5%	3,3%
Άλλο 2007	0%	33,3%	13,3%	14,9%
Άλλο 2006	14,3%	33,3%	6,8%	11,7%

Χαμηλό παραμένει το ποσοστό των εταιρειών που έχει συστήσει Επιτροπή Αποδοχών. Η κατάσταση είναι εμφανώς καλύτερη στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν υπάρχουν αρκετά περιθώρια βελτίωσης. Όσον αφορά στην πολιτική αποδοχών, οι εισηγμένες εφαρμόζουν μεν το γράμμα του Νόμου στην πλειονότητά τους (62,2%), παραμένουν όμως σε χαμηλά επίπεδα για τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και για τις λοιπές εταιρείες αναφορικά με την ανάθεση της εποπτείας των αποδοχών της ανώτατης διοίκησης σε Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γενική Συνέλευση.

Ερώτηση 22: Με ποιους παράγοντες συνδέουν τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών;

«Είναι καλή πρακτική η σύνδεση της αμοιβής των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών με την κερδοφορία και την εν γένει απόδοση της επιχείρησης.»(Α.Ε. Δ.Ε., §7.1)



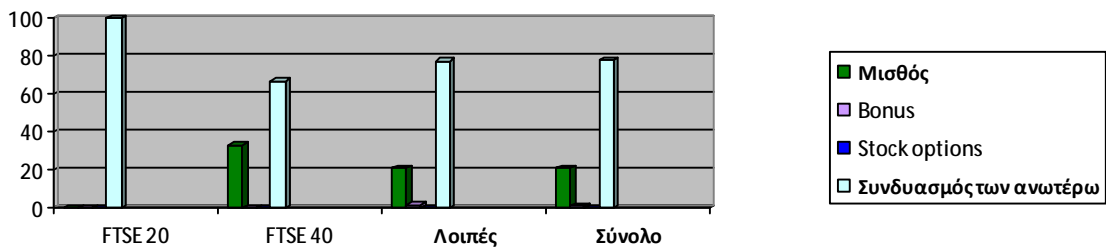
Διάγραμμα 30: Με ποιους παράγοντες συνδέουν τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών; (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Κερδοφορία εταιρείας 2007	33,3%	54,5%	45,5%	45,8%
Κερδοφορία εταιρείας 2006	28,6%	60%	49%	48,5%
Απόδοση εταιρείας 2007	50%	36,4%	40,9%	41%
Απόδοση εταιρείας 2006	42,9%	60%	44,9%	47%
Επίτευξη στόχων εταιρείας 2007	66,7%	72,7%	71,2%	71,1%
Επίτευξη στόχων εταιρείας 2006	57,1%	80%	69,4%	69,7%
Χρηματιστηριακή αξία 2007	16,7%	9,1%	0%	2,4%
Χρηματιστηριακή αξία 2006	14,3%	0%	2%	3%
Άλλο 2007	16,7%	18,2%	10,4%	11,9%
Άλλο 2006	42,9%	10%	14,3%	16,7%

Οι περισσότερες εταιρείες συνδέουν το ύψος των αποδοχών των εκτελεστικών διευθυντών με την Επίτευξη Στόχων, με την Κερδοφορία και την Απόδοση της εταιρείας.

Ερώτηση 23: Με ποια μορφή καταβάλλουν τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

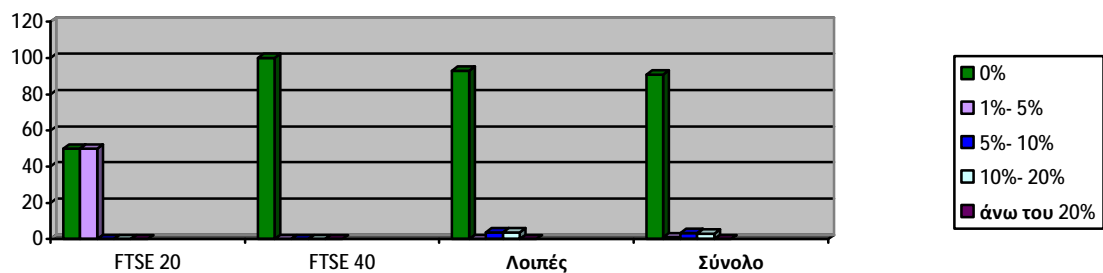


Διάγραμμα 31: Με ποία μορφή καταβάλλουν τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών; (πηγή Thorton 2008)

	77,8% FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Λοιπές
Μισθός	0,0%	33,3%	21,1%	21,1%
Bonus	0,0%	0,0%	1,4%	1,1%
Stock Options	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Συνδυασμός των ανωτέρω	100%	66,7%	77,5%	77,8%

Στις 8 από τις 10 εταιρείες η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών καταβάλλεται βάσει Συνδυασμού Μισθού, Bonus και Stock Options. Στις περισσότερες των περιπτώσεων ο συνδυασμός αυτός αφορά μισθό και bonus. Θετικό, επίσης, προβάλλεται το γεγονός, ότι καμία εταιρεία δεν δήλωσε ως αποκλειστική μορφή καταβολής της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών τα Stock Options.

Ερώτηση 24: Τι ποσοστό των συνολικών αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, αντιπροσωπεύουν τα stock options;



Διάγραμμα 32: Ποσοστό των συνολικών αμοιβών των διευθυντικών στελεχών που αντιπροσωπεύουν τα stock options (πηγή Thorton 2008)

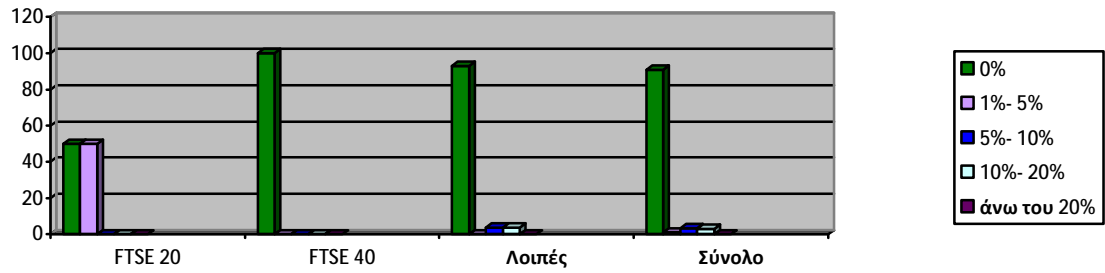
	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
0%	50%	100%	92,9%	90,9%
1%- 5%	50%	0%	0%	1,1%
5%- 10%	0%	0%	3,6%	3,3%
10%- 20%	0%	0%	3,6%	3%
Άνω του 20%	0%	0%	0%	0%

Ερώτηση 25: Τι ποσοστό στο σύνολο του προσωπικού της εταιρείας σας αντιπροσωπεύουν τα στελέχη που εισπράττουν αμοιβές μέσω προγράμματος stock option;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

Ερώτηση 26: Τι ποσοστό στο σύνολο των λειτουργικών εξόδων της εταιρείας αντιπροσωπεύει η δαπάνη για stock options;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



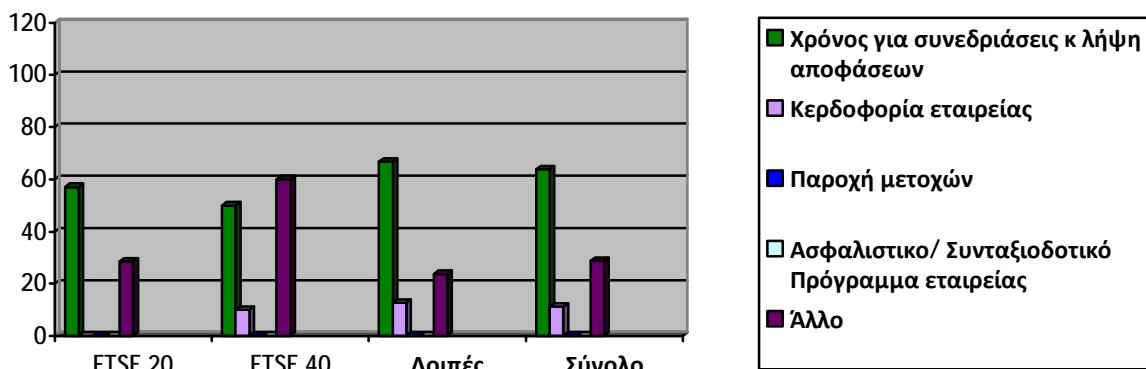
Διάγραμμα 33: Ποσοστό στο σύνολο των λειτουργικών εξόδων της εταιρείας που αντιπροσωπεύει η δαπάνη για stock options (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
0%	33,3%	100%	96,3%	91,2%
1%- 5%	66,7%	0%	3,7%	8,8%
5%- 10%	0%	0%0%	0%	0%
10%- 20%	0%	0%	0%	0%
Άνω του 20%	0%	0%	0%	0%

Τα ερωτήματα 24, 25 και 26 δεν υπήρχαν στα ερωτηματολόγια των προηγούμενων ετών και αξίζει να σημειωθεί ότι σε αυτά ανταποκρίθηκαν μόλις μία στις τρεις εταιρείες, οπότε ενδεχομένως να μην είναι δυνατό να προκύψουν ασφαλή συμπεράσματα. Παρόλα αυτά προκύπτει ότι είναι μικρός ο αριθμός των εταιρειών οι οποίες αμείβουν τα στελέχη τους με τη μέθοδο των stock options έστω και σε συνδυασμό με κάποια άλλη μορφή. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται στις μισές εταιρείες του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης και σε όλες αυτές τις εταιρείες το κόστος για αμοιβές διευθυντικών στελεχών μέσω stock options δεν υπερβαίνει το 5% των συνολικών αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.

Ερώτηση 27: Με ποιους παράγοντες συνδέουν τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.;

«Οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την λήψη αποφάσεων για τη διοίκηση της επιχείρησης.» (Α.Ε.Δ.Ε., §6.1)



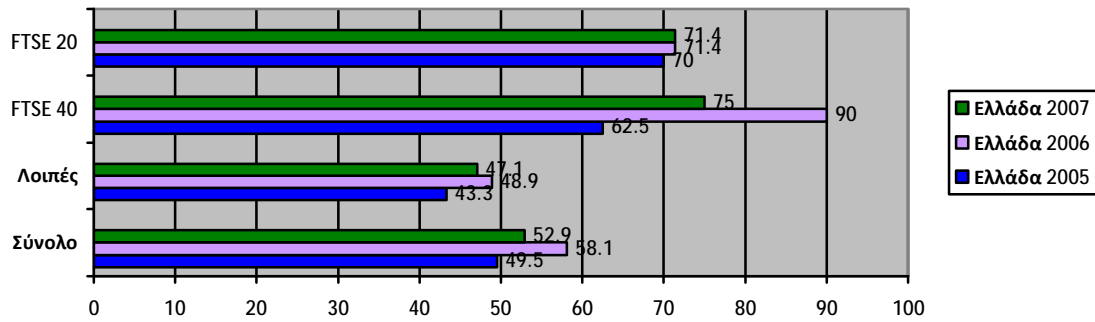
Διάγραμμα 34: Με ποιους παράγοντες συνδέουν τις αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Χρόνος για συνεδριάσεις κ λήψη αποφάσεων	57,1%	50%	66,7%	63,8%
Κερδοφορία εταιρείας	0%	10%	12,7%	11,2%
Παροχή μετοχών	0%	0%	0%	0%
Ασφαλιστικό/ Συνταξιοδοτικό πρόγραμμα εταιρείας	0%	0%	0%	0%
Άλλο	28,6%	60%	23,8%	28,8%

Θετικό είναι το γεγονός ότι η πλειονότητα των εταιρειών (6 στις 10) συνδέουν την αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. με το χρόνο για συνεδριάσεις και τη λήψη αποφάσεων και λιγότερο με άλλους παράγοντες. Μάλιστα, το ποσοστό αυτό είναι αυξημένο σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές.

Ερώτηση 28: Δημοσιοποιούν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.;

«Το σύνολο των αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να αναφέρεται χωριστά, αναλυτικά και αιτιολογημένα στις Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις.» (Α.Ε.Δ.Ε., §6.1)



Διάγραμμα 35: Ποσοστό εταιρειών που δημοσιοποιούν ξεχωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. (πηγή Thornton 2008)

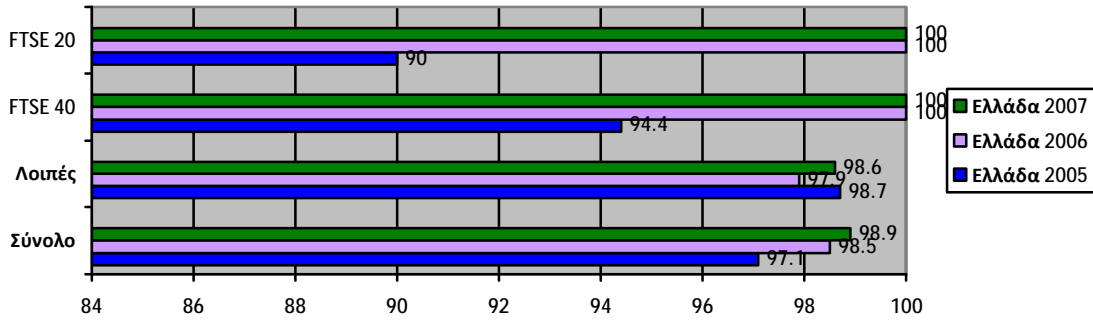
Περισσότερες από τις μισές εταιρείες δηλώνουν ότι δημοσιοποιούν χωριστά τις αποδοχές των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. Παρά το γεγονός ότι τα στοιχεία του 2007 είναι μειωμένα σε σχέση με το 2006, η γενική εικόνα είναι αισιόδοξη όσον αφορά το θέμα της διαφάνειας για τις αποδοχές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

13.6 Εσωτερική Οργάνωση και Κανονισμός Λειτουργίας

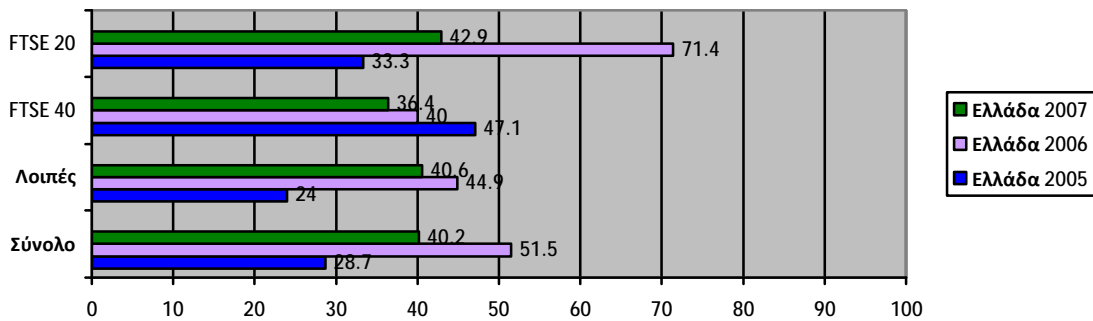
Ιδιαίτερα ικανοποιητικός κρίνεται ο βαθμός συμμόρφωσης των ελληνικών επιχειρήσεων στο νομοθετικό πλαίσιο περί εφαρμογής Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας. Σχεδόν όλες οι εταιρείες δήλωσαν ότι διαθέτουν Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, ωστόσο μόλις το 40,2% πληροί ένα προς ένα όλα τα κριτήρια που προκύπτουν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

Ερώτηση 29: Διαθέτουν εγκεκριμένο Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας;

«Προκειμένου μία εταιρεία να εισάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, κατά την υποβολή της αίτησης περί εισαγωγής πρέπει να διαθέτει Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 6, §1)



Διάγραμμα 36: Ποσοστό εταιρειών που διαθέτουν εγκεκριμένο εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας (πηγή Thorton 2008)



Διάγραμμα 37: Ποσοστό εταιρειών των οποίων ο εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας περιέχει «ένα προς ένα» τα οριζόμενα από τον νόμο ως ελάχιστο περιεχόμενο (πηγή Thorton 2008)

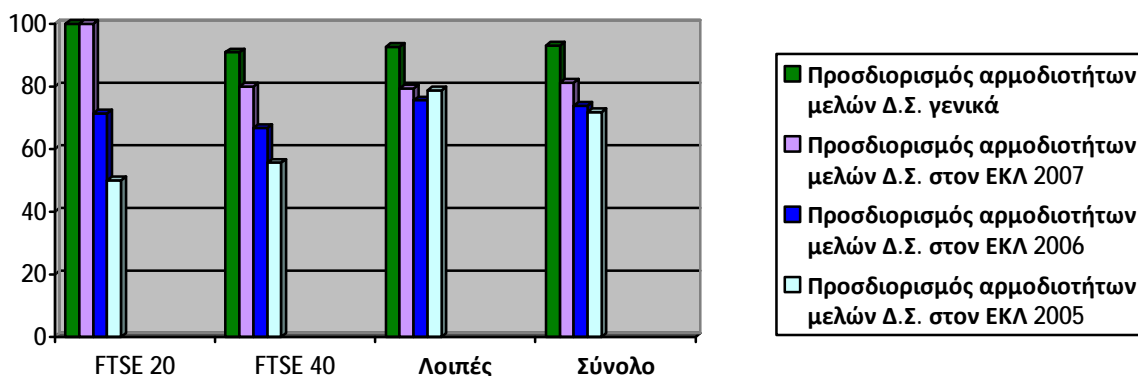
Όλες, σχεδόν, οι εταιρείες έχουν Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Αυτό είναι αναμενόμενο καθώς η ύπαρξή του σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία αποτελεί προαπαιτούμενο για να μπορεί μια εταιρεία να διαπραγματεύεται τις μετοχές της στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό που χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή είναι το κατά πόσο ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας είναι πλήρης ως προς το περιεχόμενό του. Αυτό που μπορεί κάποιος να συμπεράνει είναι ότι σε λιγότερες από τις μισές εταιρείες (4 στις 10 τόσο ανά κατηγορία όσο και στο σύνολο) ο Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας ανταποκρίνεται στο ελάχιστο περιεχόμενο που προβλέπει η ελληνική νομοθεσία. Μάλιστα στο 2007 υπήρξε μια πτώση των σχετικών ποσοστών

σε σχέση με το 2006.

Ερώτηση 30: Προσδιορίζουν (και πού) τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ.;

«Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού περιλαμβάνει: ...τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού

συμβουλίου.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 6, §2β)



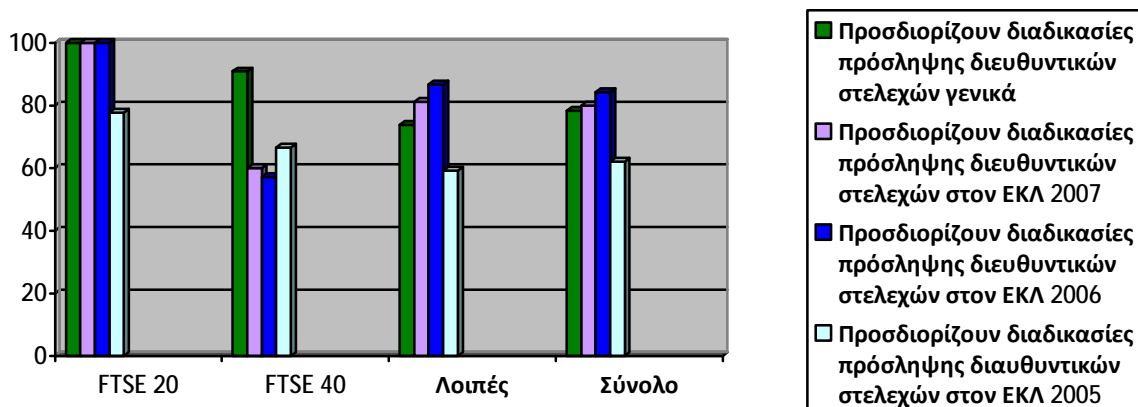
Διάγραμμα 38: Ποσοστό εταιρειών που προσδιορίζουν τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Προσδιορισμός αρμοδιοτήτων μελών Δ.Σ. γενικά	100,0%	90,9	92,6%	93%
Προσδιορισμός αρμοδιοτήτων μελών Δ.Σ. στον ΕΚΛ 2007	100,0%	80%	79,4%	81,2%
Προσδιορισμός αρμοδιοτήτων μελών Δ.Σ. στον ΕΚΛ 2006	71,4	66,7%	75,6%	73,8%
Προσδιορισμός αρμοδιοτήτων μελών Δ.Σ. στον ΕΚΛ 2005	50%	55,6%	78,7%	71,8%

Σχεδόν όλες οι εταιρείες δήλωσαν ότι προβαίνουν σε προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. Μάλιστα η πλειοψηφία τους δήλωσε ότι ο προσδιορισμός αυτός γίνεται στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας που είναι και η ορθότερη επιλογή. Ενθαρρυντικό είναι και το γεγονός ότι τα σχετικά ποσοστά είναι αρκετά βελτιωμένα σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές

Ερώτηση 31: Προσδιορίζουν (και πού) διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών;

«Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού περιλαμβάνει: ...τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας...» (Νόμος 3016 / 2002, αριθ. 6, §2γ)



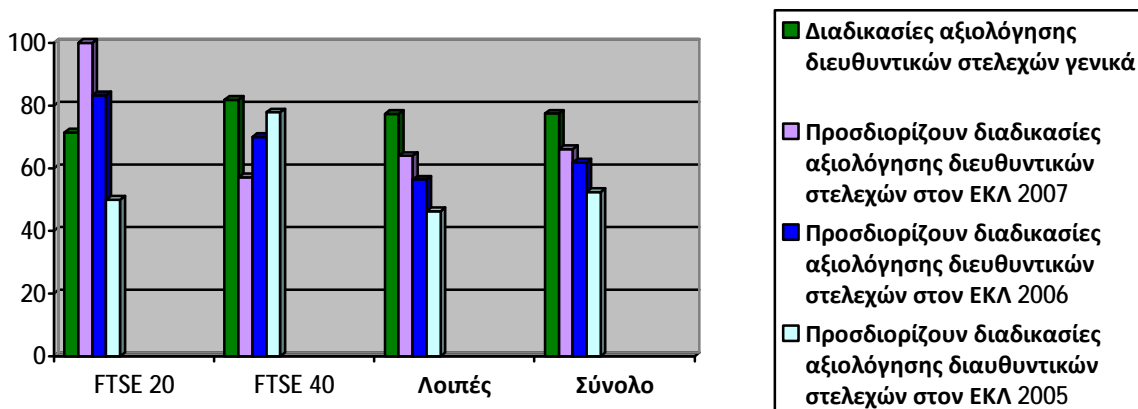
Διάγραμμα 39: Ποσοστό εταιρειών που προσδιορίζουν διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των διευθυντικών στελεχών (πηγή Thorton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών γενικά	100%	90,9%	73,8%	78,3%
Προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2007	100%	60%	81,2%	80%
Προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2006	100%	57,1%	86,8%	84,3%
Προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2005	77,8%	66,6%	59,2%	62,1%

Σχεδόν οι 8 στις 10 εταιρείες, δήλωσαν ότι προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών και μάλιστα οι περισσότερες δήλωσαν ότι αυτό γίνεται στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας σύμφωνα και με όσα ορίζονται στη νομοθεσία.

Ερώτηση 32: Προσδιορίζουν (και πού) διαδικασίες αξιολόγησης της απόδοσης των Διευθυντικών Στελεχών;

«Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού περιλαμβάνει: ...τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 6, §2γ).



Διάγραμμα 40: Ποσοστό εταιρειών που προσδιορίζουν διαδικασίες πρόσληψης διευθυντικών στελεχών (πηγή Thornton 2008)

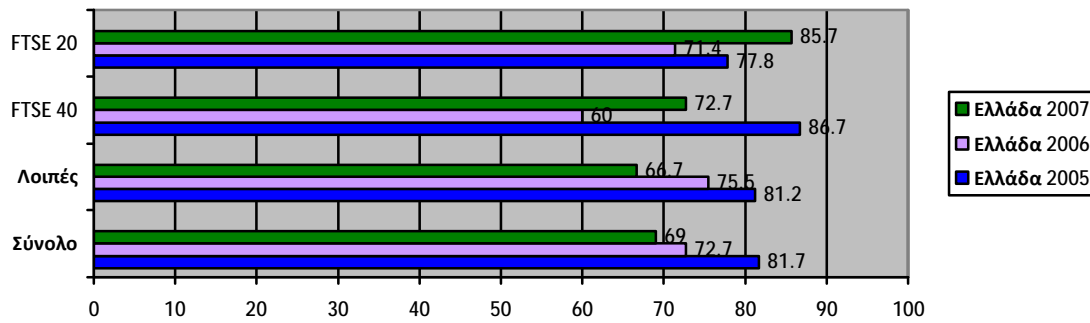
	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Διαδικασίες αξιολόγησης διευθυντικών στελεχών γενικά	71,4%	81,8%	77,3%	77,4%
Προσδιορίζουν διαδικασίες αξιολόγησης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2007	100%	57,1%	64%	66,1%
Προσδιορίζουν διαδικασίες αξιολόγησης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2006	83,3%	70%	56,4%	61,8%
Προσδιορίζουν διαδικασίες αξιολόγησης Διευθυντικών στελεχών στον ΕΚΛ 2005	50%	77,8%	46,3%	52,4%

Οι περισσότερες εταιρείες ανέφεραν ότι εφαρμόζουν διαδικασίες αξιολόγησης των διευθυντικών στελεχών. Με εξαίρεση τις εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης εκ των οποίων όσες εφαρμόζουν αυτή τη διαδικασία αυτό γίνεται στον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας, δε συμβαίνει το ίδιο και στις υπόλοιπες εισηγμένες οι οποίες θα πρέπει και αυτές να εναρμονιστούν και με αυτή τη διάταξη του νόμου.

Ερώτηση 33: Προαναγγέλλουν δημοσίως σημαντικές συναλλαγές των μελών του Δ.Σ.;

«Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει: ...τις διαδικασίες προαναγγελίας και δημόσιας γνωστοποίησης σημαντικών συναλλαγών και άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των μελών του διοικητικού συμβουλίου... οι οποίες

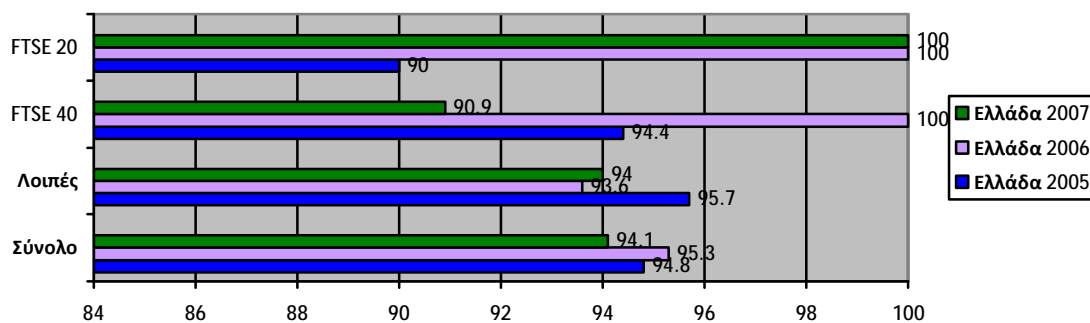
σχετίζονται με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 6, §2ε)



Διάγραμμα 41: Ποσοστό εταιρειών που προαναγγέλλουν δημοσίως σημαντικές συναλλαγές των μελών του Δ.Σ. με την εταιρεία καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της (πηγή Thornton 2008)

Ερώτηση 34: Παρακολουθούν και γνωστοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών;

«Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας.» (Νόμος 3016 / 2002, αρθ. 6, §2στ)



Διάγραμμα 42: Ποσοστό εταιρειών που παρακολουθούν και γνωστοποιούν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών (πηγή Thornton 2008)

Ο Νόμος υποχρεώνει τις εταιρείες στη δημοσιοποίηση των σημαντικών οικονομικών συναλλαγών των μελών του Δ.Σ. με την εταιρεία αλλά και με βασικούς πελάτες ή

προμηθευτές της, καθώς και των συναλλαγών μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών. Τα εν λόγω ποσοστά κυμαίνονται και φέτος σε υψηλά επίπεδα.

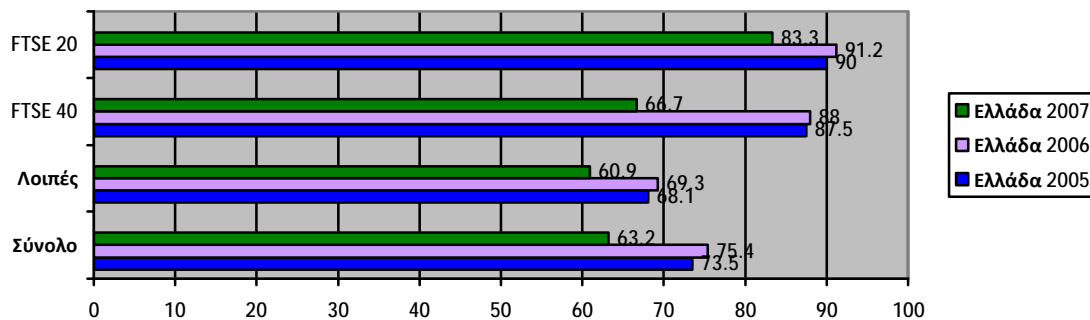
13.7 Εσωτερικός Έλεγχος Και Σύστημα Διαχείρισης Κινδύνων

Περιορισμένο εμφανίζεται και το 2007 το ποσοστό των εταιρειών που διαθέτουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου (63,2%), αν και τα αντίστοιχα ποσοστά για τις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης είναι αρκετά ικανοποιητικά (83,3%). Επί της ουσίας, προκύπτει για μία ακόμα φορά ότι κύριο μέλημα των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η συμμόρφωση με τον τύπο και όχι την ουσία των σχετικών νομοθετικών ρυθμίσεων.

Κατά τα λοιπά σημαντικός αριθμός εταιρειών δήλωσε ότι διαθέτει συστήματα αντιμετώπισης κινδύνων, ενώ παράλληλα έχει λάβει τουλάχιστον επαρκή μέτρα για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ.

Ερώτηση 35: Έχουν συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου;

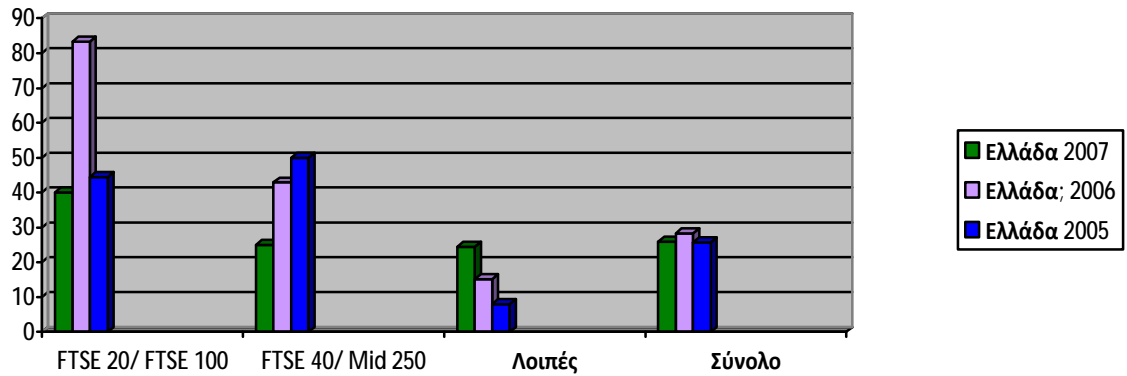
«Θα πρέπει να ενθαρρύνεται η καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία θα απαρτίζεται από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, των οποίων η εξουσία και καθήκοντα περιγράφονται ευκρινώς κατά το διορισμό τους από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.» (Α.Ε.Δ.Ε., §4.7).



Διάγραμμα 43: Ποσοστό εταιρειών που έχουν συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου (πηγή Thorton 2008)

Ερώτηση 36: Πόσα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ συμμετέχουν στην Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου;

«Θα πρέπει να ενθαρρύνεται η καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, η οποία... θα πρέπει να περιλαμβάνει στη σύνθεσή της τουλάχιστον τρία μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.» (Α.Ε.Δ.Ε., §4.7.2)



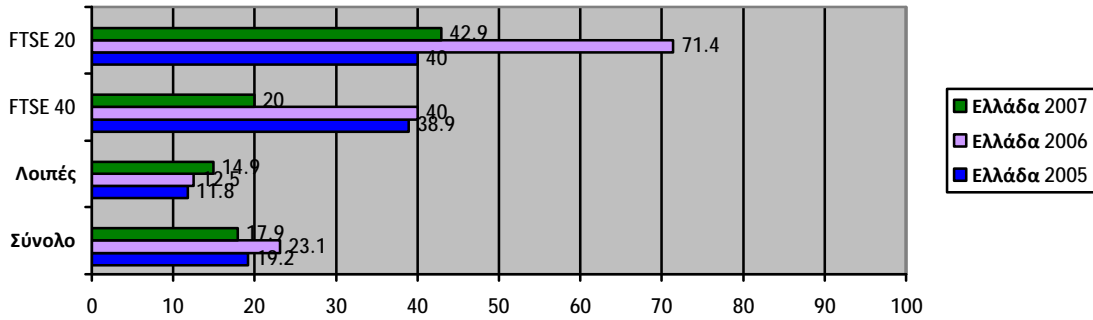
Διάγραμμα 44: Ποσοστό εταιρειών όπου τουλάχιστον τρία μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. συμμετέχουν στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	40%	25%	24,4%	25,9%
Ελλάδα 2006	83,3%	42,9%	15,2%	28,3%
Ελλάδα 2005	44,4%	50%	8%	25,7%

Πάρα το γεγονός ότι σημαντικό ποσοστό των εταιρειών έχει προβεί σε σύσταση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, εντούτοις, μόνο 3 στις 10 εταιρείες έχουν στελεχωσει την εν λόγω Επιτροπή με επαρκή αριθμό μη εκτελεστικών μελών.

Ερώτηση 37: Διαθέτουν εξειδικευμένο λογισμικό εργαλείο για τη διενέργεια και παρακολούθηση των ελέγχων;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



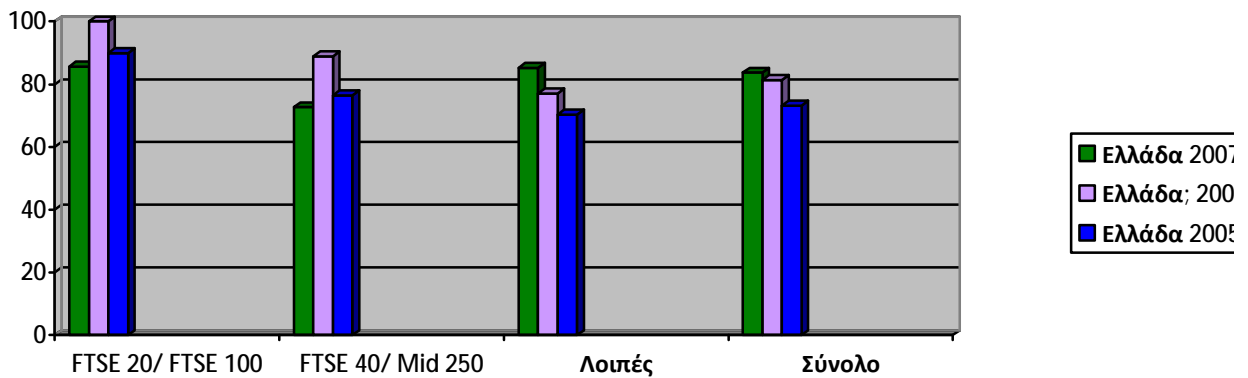
Διάγραμμα 45: Ποσοστό εταιρειών όπου η υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου διαθέτει εξειδικευμένο λογισμικό εργαλείο (πηγή Thornton 2008)

Είναι εμφανές ότι για την πλειονότητα των εταιρειών το τμήμα εσωτερικού ελέγχου δεν διαθέτει εξειδικευμένο λογισμικό για να φέρει εις πέρας το έργο του. Στο σύνολό τους, οι εισηγμένες υπολείπονται σημαντικά της Διεθνούς Βέλτιστης Πρακτικής.

Ερώτηση 38:

Έχουν καταγράψει ενδεχόμενους εταιρικούς κινδύνους;

Σύσταση: Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



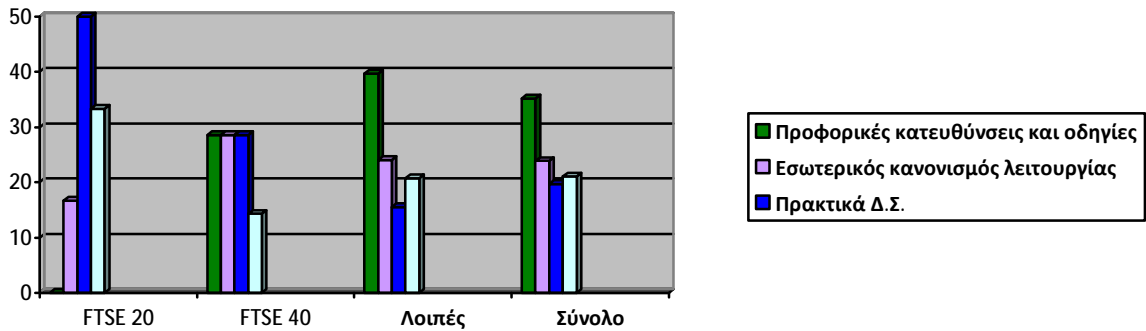
Διάγραμμα 46: Ποσοστό εταιρειών που έχουν καταγράψει ενδεχόμενους εταιρικούς κινδύνους (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20/ FTSE 100	FTSE 40/ Mid 250	Λοιπές	Σύνολο
Ελλάδα 2007	85,7%	72,7%	85,3%	83,7%
Ελλάδα 2006	100%	88,9%	77,1%	81,3%
Ελλάδα 2005	90%	76,5%	70,3%	73,3%

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι ελληνικές εισηγμένες αναγνωρίζουν την προστιθέμενη αξία της πρόβλεψης και πρόληψης ενδεχόμενων εταιρικών κινδύνων, καθώς οι 8 στις 10 έχουν καταγράψει τους σχετικούς κινδύνους.

Ερώτηση 39: Πού προσδιορίζονται οι σχετικοί κίνδυνοι;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



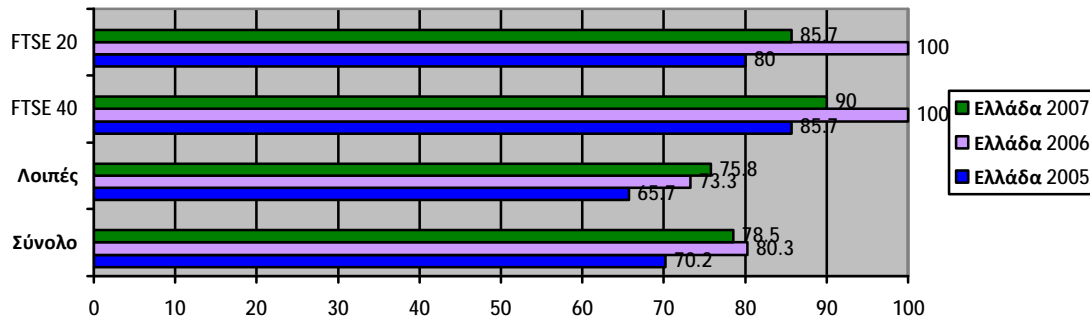
Διάγραμμα 47: Πού προσδιορίζουν τους εταιρικούς κινδύνους; (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
Προφορικές κατευθύνσεις & οδηγίες	0%	28,6%	39,7%	35,2%
Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας	16,7%	28,6%	24,1%	23,9%
Πρακτικά Δ. Σ.	50%	28,6%	15,5%	19,7%
Άλλα (Ενημερωτικά Δελτία, Μελέτες Εσωτερικών)	33,3%	14,3%	20,7%	21,1%

Και για το 2007, οι εταιρείες επιλέγουν να προσδιορίζουν τους εταιρικούς κινδύνους κυρίως σε Προφορικές κατευθύνσεις και οδηγίες και λιγότερο με άλλους τρόπους. Επίσης παρατηρείται ότι οι εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης προτιμούν να προσδιορίζουν τους κινδύνους αυτούς στα Πρακτικά Δ.Σ. Για της εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης η καταγραφή αυτή είναι ομοιόμορφα κατανεμημένη ανάμεσα στις Προφορικές κατευθύνσεις, τα Πρακτικά Δ.Σ. και τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Τέλος, στις λοιπές εταιρείες προτιμώνται οι Προφορικές κατευθύνσεις και οδηγίες ενώ ακολουθούν οι λοιποί τρόποι προσδιορισμού των κινδύνων. Μεταξύ αυτών αναφέρθηκαν το «Ενημερωτικό Δελτίο» και οι «Μελέτες Εξωτερικών Συμβούλων».

Ερώτηση 40: Διαθέτουν συστήματα και διαδικασίες αντιμετώπισης των κινδύνων;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)

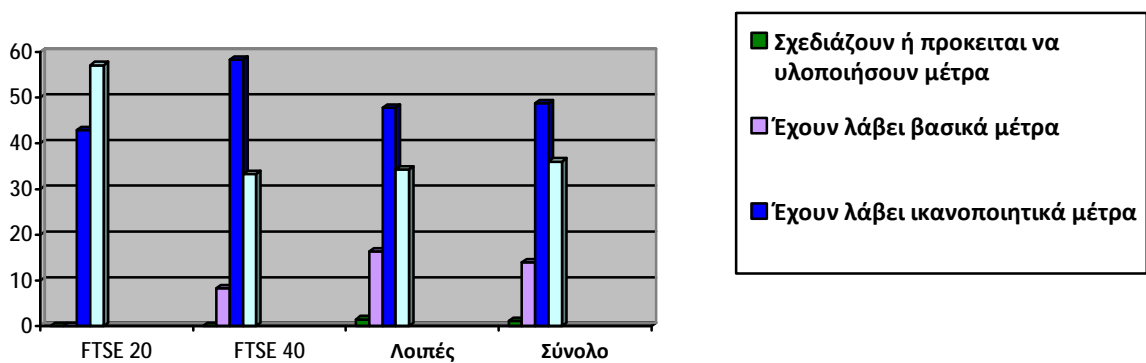


Διάγραμμα 48: Ποσοστό εταιρειών που έχουν συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου (πηγή Thorton 2008)

Οι 8 στις 10 εταιρείες δήλωσαν ότι διαθέτουν τα απαραίτητα συστήματα και διαδικασίες αντιμετώπισης των κινδύνων.

Ερώτηση 41: Έχουν λάβει σημαντικά μέτρα για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ;

Διεθνής Βέλτιστη Πρακτική (The Combined Code on Corporate Governance, UK)



Διάγραμμα 49: Ποσοστό εταιρειών που έχουν λάβει σημαντικά μέτρα για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ (πηγή Thorton 2008)

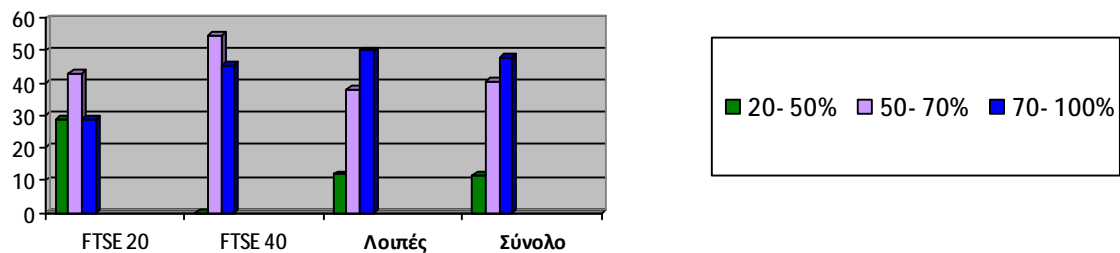
Η πλειοψηφία των εταιρειών ανέφερε ότι έχει ληφθεί, τουλάχιστον ικανοποιητικά έως και κάθε δυνατό μέτρο για την προστασία των δεδομένων και την αδιάλειπτη λειτουργία των Η/Υ.

13.8 Συμμετοχή Μετόχων στη Λήψη Αποφάσεων

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

Ερώτηση 42: Συμμετέχουν οι μέτοχοι στις Γ.Σ.;

«Ως βασικά δικαιώματα των μετόχων νοούνται τα εξής:...η συμμετοχή και ψήφος στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων.» (Α.Ε.Δ.Ε., §1.1, §1.1.4)



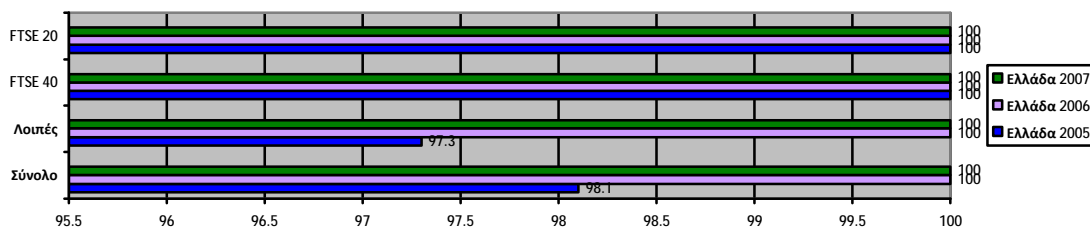
Διάγραμμα 50: Ποσοστό συμμετοχής των μετόχων στην ετήσια Γενική Συνέλευση (Εκτίμηση Ερωτηθέντων) (πηγή Thornton 2008)

	FTSE 20	FTSE 40	Λοιπές	Σύνολο
20- 50%	28,6%	0%	11,8%	11,6%
50- 70%	42,9%	54,5%	38,2%	40,7%
70- 100%	28,6%	45,5%	50%	47,7%

Και φέτος οι εταιρείες διατείνονται ότι εξασφαλίζουν ποσοστά συμμετοχής των μετόχων στις Γ.Σ. σε ποσοστό που υπερβαίνει το 50%. Αξίζει να σημειωθεί ότι σχεδόν στις μισές εταιρείες το ποσοστό αυτό υπερβαίνει το 70%.

Ερώτηση 43: Θεωρούν σκόπιμο να διευκολύνουν τη συμμετοχή των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις;

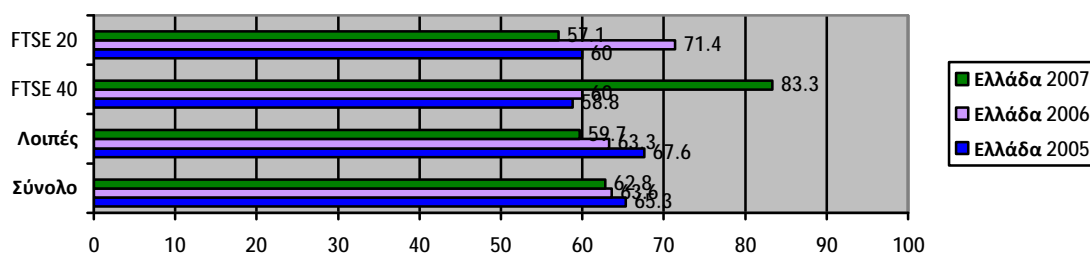
«Οι μέτοχοι, ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές και τα ασφαλιστικά ταμεία, θα πρέπει να ενθαρρύνονται στη χρήση των δικαιωμάτων ψηφοφορίας... και της αγοράς.» (Α.Ε.Δ.Ε., §1.5)



Διάγραμμα 51: Ποσοστό εταιρειών που θεωρούν σκόπιμο να διευκολύνουν τη συμμετοχή των μετόχων στις Γ.Σ. (πηγή Thornton 2008)

Ερώτηση 44: Παρέχουν το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίζουν στις Γενικές Συνελεύσεις εν τη απουσία τους;

«Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν αυτοπροσώπως ή δι' αντιπροσώπου. Σε οποιαδήποτε περίπτωση, οι ψήφοι έχουν την ίδια ισχύ.» (Α.Ε.Δ.Ε., §1.3.3)



Διάγραμμα 52: Ποσοστό εταιρειών που παρέχουν το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίζουν στις Γενικές Συνελεύσεις κατά την απουσία τους (πηγή Thornton 2008)

Για ακόμη μία χρονιά, αν και το σύνολο των ερωτηθέντων κρίνει σημαίνουσα τη συμμετοχή των μετόχων στα κοινά της εταιρείας, μόλις 6 στις 10 εταιρείες παρέχουν το δικαίωμα στους μετόχους να ψηφίζουν εν τη απουσία τους.

5.3 ΏΨΕΙΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΠΙΘΑΝΕΣ ΑΠΑΝΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Σε αυτό το σημείο παρατίθεται η μελέτη του Κέντρου Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής του πανεπιστημίου Αθηνών από τους καθηγητές Ξανθάκη και Τσιπούρη, Αλεξάκη, Νούνη και Σπανό. Τα συμπεράσματα της μελέτης αυτής συνοψίζονται ως εξής:

α) Η συστηματική αξιολόγηση του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι εφικτή στην Ελλάδα τόσο σε επίπεδο μεθοδολογίας όσο και σε επίπεδο ενδιαφέροντος του μεγαλύτερου αριθμού των εισηγμένων εταιρειών

β) Οι εταιρείες είχαν μεγαλύτερο ενδιαφέρον να συγκρίνουν τα αποτελέσματα της δικής τους αποτίμησης με την άριστη βαθμολογία και το μέσο όρο. Έτσι, προέκυψε ένα εργαλείο «επιπέδου αναφοράς» (benchmarking).

γ) Η ελληνική αγορά στο σύνολο της δείχνει σχετικά ικανοποιητικό βαθμό σεβασμού στις αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης

δ) Η υιοθέτηση μίας ενεργής πολιτικής συμμόρφωσης προς τις διεθνείς «καλές πρακτικές» έχει ξεκινήσει από κάποιες Ελληνικές εταιρείες, αλλά είναι απαραίτητο αργά ή γρήγορα να γίνει συνείδηση σε όλες τις εταιρείες. Ακόμα και αν κάποια επιμέρους σημεία είναι λίγο πρόωρα για την Ελληνική αγορά ή διαφέρουν από τα παραδοσιακά διοικητικά μοντέλα, οι ξένοι επενδυτές, αλλά και μάλλον ένας αυξανόμενος αριθμός Ελλήνων θεσμικών, θα τα θεωρούν απαραίτητα στοιχεία. Έτσι, οι εταιρείες με χαμηλό δείκτη συμμόρφωσης κινδυνεύουν να παρουσιάσουν μειωμένη ζήτηση για τη μετοχή τους, παρά την κερδοφορία τους.⁶²

⁶² Ξανθάκης, Τσιπούρη, Σπανός, Νούνης, (2002) «Μεθοδολογία αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα».

Τέλος, πολλές έγκυρες εφημερίδες της Ελλάδος αναφέρονται συχνά στην έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης «η πρόσφατη αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από αναδυόμενη σε ώριμη, προσέδωσε μία νότα αισιοδοξίας στο ταλαιπωρημένο ελληνικό χρηματιστήριο, επανέφερε όμως στο επίκεντρο της συζήτησης τον τρόπο με τον οποίο οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές αξιολογούν τις ελληνικές επιχειρήσεις».⁶³

Δυστυχώς μέχρις στιγμής πολύς λόγος έχει γίνει για την ποσοτική διάσταση της αναβάθμισης, δηλαδή την ποσοστιαία συμμετοχή των κορυφαίων ελληνικών επιχειρήσεων στον δείκτη της Morgan Stanley, αλλά ελάχιστα έχουν ειπωθεί για ποιοτικά θέματα, στα οποία οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα.⁶⁴ Ένα από αυτά τα θέματα, το οποίο βρίσκεται ακόμα χαμηλά στην ιεραρχία των ζητημάτων που μας απασχολούν την μεταναδυόμενη εποχή, είναι και αυτό της Εταιρικής Διακυβέρνησης των ελληνικών επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια ο όρος «Εταιρική Διακυβέρνηση» αναφέρεται στο πλαίσιο που καθορίζει τις σχέσεις μεταξύ των τριών πυλώνων της σύγχρονης επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων, των διευθυντικών στελεχών, και του διοικητικού συμβουλίου. Η ρύθμιση των δικαιωμάτων αλλά και των υποχρεώσεων των τριών αυτών πλευρών, αποτελεί αντικείμενο συστηματικού προβληματισμού σε όλες τις αναπτυγμένες οικονομίες. Και ενώ διαφορετικές χώρες έχουν υιοθετήσει διαφορετικά συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι βέβαιο πως η έλλειψη ενός συγκροτημένου και εφαρμόσιμου πλαισίου που να ρυθμίζει την Εταιρική Διακυβέρνηση αποτελεί ασυγχώρητη παράλειψη του νομοθέτη.⁶⁵

Στην Ελλάδα η έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης δεν είναι ευρέως διαδεδομένη. Σε αυτό συνέτεινε το γεγονός ότι για τη μέση ελληνική επιχείρηση οι μέτοχοι, η διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο είναι ένα και το αυτό, με συνέπεια η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ των τριών πλευρών να καθίσταται προβληματική.⁶⁶ Η ωρίμανση της κεφαλαιαγοράς τα τελευταία χρόνια, οδήγησε στην μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση του νομοθέτη αλλά και της

⁶³ Μητσοτάκης Κ., «Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα», Βήμα της Κυριακής, 6 Μαΐου 2001

⁶⁴ Μητσοτάκης Κ., (2001), «Σε ποια θέματα δίνουν βαρύτητα οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές και πόσο είναι διατεθειμένοι να ανταμείψουν», Το Βήμα

⁶⁵ Τραυλός Ν., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και εμπειρικά πορίσματα», Οικονομικός Ταχυδρόμος

⁶⁶ Bagnani, Strock E., Milonas N., Saunders A., Travlos N.G., (1994), «Managers owners and the pricing of risky debt: An empirical analysis», The journal of finance, Saunders, A., E. Strock and N.G. Travlos (1990), Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking, *The Journal of Finance*, 45, pp. 643-654.

αγοράς γύρω από τα ζητήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης, όμως ο προβληματισμός αυτός έχει οδηγήσει μόνο στην εκπόνηση κάποιων σωστών συστάσεων από την αρμόδια υποεπιτροπή της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, καθώς και στη λήψη λίγων αποσπασματικών μέτρων, που σε καμία περίπτωση δεν αντιμετωπίζουν το θέμα συνολικά. Για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις, η υιοθέτηση αυστηρών κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι περίπου μονόδρομος, όχι διότι αυτό απαιτείται από το υφιστάμενο νομικό πλαίσιο, αλλά επειδή αργά ή γρήγορα η ίδια η αγορά θα ανταμείψει εκείνες τις εταιρείες, που θα ρυθμίζουν με το βέλτιστο τρόπο τις σχέσεις μεταξύ μετόχων, διοίκησης και διοικητικού συμβουλίου. Πρακτικές, όπως η ανάδειξη του διοικητικού συμβουλίου σε κύριο πόλο λήψης αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική της επιχείρησης και ο διορισμός ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο θα αποτελούν ολοένα και πιο πολύ αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των εισηγμένων .

Πρόσφατη έρευνα της εταιρείας McKinsey κατέδειξε ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα ασφάλιστρο (premium), που ξεπερνά το 20%, για εταιρείες με σωστές πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η βελτίωση των πρακτικών της Εταιρικής Διακυβέρνησης άφορα όμως εξίσου και τις μη εισηγμένες εταιρείες. Η συμμετοχή εταιρειών στο μετοχικό κεφάλαιο μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι συνήθως το πρώτο βήμα προκειμένου οι εταιρείες αυτές να εξοικειωθούν με τις σύγχρονες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης και να προετοιμασθούν για τις μελλοντικές τους υποχρεώσεις.

Ο σκοπός της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η διασφάλιση της αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων και των κεφαλαίων που διαχειρίζεται μια εταιρεία, προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η μακροπρόθεσμη αξία της υπέρ των συμφερόντων των μετόχων της. Επίσης και η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης προς όφελος των μετόχων της, όσων συμβάλλουν στην ανάπτυξη της και την κοινωνία γενικότερα. Οι αρχές της Εταιρικής Διακυβέρνησης συμβάλλουν στην διαφάνεια, στην αξιοπιστία αλλά και στην προσελκυστικότητα των εισηγμένων εταιρειών από την πλευρά των ελλήνων και ξένων επενδυτών.

5.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι ένα θέμα που τελευταία βρίσκεται στην επικαιρότητα διεθνώς. Απασχολεί όλες τις εμπλεκόμενες στη λειτουργία μιας εταιρείας

πλευρές, μετόχους, διοικητικό συμβούλιο, ανώτατα στελέχη και εργαζομένους, αλλά και όσους άλλους έχουν κάποιο σχετικό ενδιαφέρον για τις εισηγμένες εταιρείες.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση προσελκύει επιπλέον το ενδιαφέρον της πολιτείας σε διάφορες εκδοχές της: τα νομοθετικά σώματα εκδίδουν νόμους, οι ρυθμιστικές αρχές θεσπίζουν κανόνες ή υιοθετούν «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης» ενώ τα δικαστήρια (κυρίως στις ΗΠΑ) εκδίδουν αποφάσεις σχετικά με τα εταιρικά σκάνδαλα.

Αν και δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός για το τι είναι ακριβώς η Εταιρική Διακυβέρνηση, η έννοια αυτή φαίνεται να καλύπτει ένα πλήθος θεμάτων που σχετίζονται με τη διοίκηση και τον έλεγχο μιας εταιρείας. Κυρίως όμως, η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι συνδεδεμένη με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, το διαχωρισμό δηλαδή της ιδιοκτησίας και ελέγχου, αλλά και με τα προβλήματα που ο διαχωρισμός αυτός προκαλεί στους μετόχους. Οι μέτοχοι είναι πολλοί, διάσπαρτοι συχνά απληροφόρητοι και δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο για τη συστηματική παρακολούθηση της δραστηριότητας των στελεχών της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, τα στελέχη συχνά εκμεταλλεύονται την κατάσταση αυτή για να κερδίσουν προσωπικά οφέλη εις βάρος της εταιρείας και των μετόχων της. Στόχος των τελευταίων είναι να ελαχιστοποιήσουν τις καταχρήσεις, εξασφαλίζοντας ότι θα πάρουν πίσω τα κεφάλαια που επένδυσαν και μάλιστα με μια λογική απόδοση. Για να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης χρησιμοποιούν μια σειρά εργαλεία, τα κυριότερα από τα οποία είναι τα κίνητρα αποδοτικότητας των μάνατζερ, η συγκέντρωση των μετοχών και το διοικητικό συμβούλιο.⁶⁷

Αναλυτικότερα, τα κίνητρα αποδοτικότητας έχουν ως στόχο να ευθυγραμμίσουν τα προσωπικά συμφέροντα του μάνατζερ με εκείνα των μετόχων. Συνδέονται με κάποιον μετρήσιμο δείκτη, ο οποίος αποτελεί μέτρο της επίδοσης του μάνατζερ και οδηγούν σε επιπλέον αμοιβές του, που μπορεί να έχουν τη μορφή χρημάτων, μετοχών ή επιλογές αποθεμάτων (stock options). Ωστόσο τα κίνητρα αποδοτικότητας ενέχουν κινδύνους όπως αυτός της παραποίησης στοιχείων από τους μάνατζερ μέσω «δημιουργικής λογιστικής», ιδίως όταν οι μηχανισμοί εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου δεν λειτουργούν επαρκώς. Ένας απλός μηχανισμός ελέγχου των μάνατζερ από τους μετόχους είναι η συγκέντρωση

⁶⁷ Μπουζούρα Μ., (2006), «Συμπέρασμα έρευνας από την εφαρμογή των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης», Τα Νέα, σελ.. 36

μετοχών. Όταν οι μετοχές βρίσκονται συγκεντρωμένες στα χέρια λίγων μεγάλων μετόχων, οι τελευταίοι έχουν κίνητρο να συλλέγουν πληροφορίες, να παρακολουθούν τη διοίκηση και να συνεργάζονται μεταξύ τους για να διασφαλίζουν τα συμφέροντα τους. Οι εταιρείες που έχουν μεγάλους μετόχους είναι πιθανότερο να απολύσουν τους μανάτζερ όταν έχουν κακές επιδόσεις, παρά όταν υπάρχουν μόνο μικρομέτοχοι. Βεβαίως, όπως είναι ευνόητο, όταν κάποιος μέτοχος αποκτήσει τον πλήρη έλεγχο μιας εταιρείας είναι πολύ πιθανό να προσπαθήσει να τον χρησιμοποιήσει σε βάρος των μικρομετόχων.⁶⁸

Η πιο κλασική απάντηση ωστόσο στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης είναι το διοικητικό συμβούλιο. Οι μέτοχοι λόγω του μεγάλου αριθμού τους, της ελλιπούς ενημέρωσης και του χαμηλού επιπέδου κινήτρων, αδυνατούν να ελέγχουν συστηματικά τους μανάτζερ και για το σκοπό αυτό εκλέγουν το διοικητικό συμβούλιο. Για να μην καταλήξει, όμως το διοικητικό συμβούλιο να επικυρώνει απλώς τις αποφάσεις του διευθύνοντος συμβούλου και της διοικητικής του ομάδας, απαιτείται η διασφάλιση της ανεξαρτησίας του έναντι της διευθυντικής ομάδας. Σημασία, δίνεται επίσης, στη λειτουργία επιτροπών του διοικητικού συμβουλίου που στελεχώνονται από μη εκτελεστικά μέλη του, με κυριότερη την Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου. Παραδοσιακά, οι περισσότερες αναλύσεις για την Εταιρική Διακυβέρνηση δίνουν έμφαση στην αντίθεση μετόχων και μανάτζερ, έχοντας υπ' όψιν την ευρεία διασπορά των μετόχων στις ΗΠΑ αλλά και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Δεν υπάρχουν έτοιμες συνταγές για μια επιτυχημένη Εταιρική Διακυβέρνηση. Υπάρχουν όμως δύο βασικές αρχές:

- 1) Η διοίκηση (management), πρέπει να είναι ελεύθερη να διοικεί την επιχείρηση με τις ελάχιστες δυνατές παρεμβολές και τη μέγιστη δυνατή παρακίνηση.
- 2) Η διοίκηση (management), πρέπει να είναι υπόλογη για την αποτελεσματική και αποδοτική χρήση αυτής της ελευθερίας. Ο έλεγχος πρέπει να γίνεται σε δύο επίπεδα: Έλεγχος της διοίκησης (management) από το διοικητικό συμβούλιο και έλεγχος του διοικητικού συμβουλίου από τους μετόχους.

⁶⁸ The economist, (2005), «Εταιρικά κέρδη και κοινωνική ανταμοιβή», Ειδικές εκδόσεις, Η Καθημερινή, σελ.

Μια νέα προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης δίνει έμφαση στη νομική προστασία των «εξωτερικών» επενδυτών από την κατάχρηση της θέσης των «εσωτερικών» μετόχων της πλειοψηφίας και ανώτερων στελεχών της .

Με αυτή την προσέγγιση η αντίθεση δεν είναι πλέον μεταξύ μετόχων και μανάτζερ, αλλά μεταξύ «εξωτερικών» και «εσωτερικών» μετόχων. Άλλωστε, αυτή είναι και η πραγματικότητα στις περισσότερες χώρες του κόσμου, η οποία ελέγχει έτσι απολύτως και τη διοίκηση. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η νομοθεσία αλλά και η εφαρμογή της έχουν κεντρική θέση στην προσπάθεια κατανόησης των λόγων που οι επιχειρήσεις συγκεντρώνουν κεφάλαια ευκολότερα σε κάποιες χώρες από ότι σε άλλες. Οι πιθανοί μέτοχοι και πιστωτές χρηματοδοτούν μια εταιρεία, γιατί τα δικαιώματά τους προστατεύονται από τον νόμο.

Ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει αρκετούς όσους ασχολούνται με την Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η διανομή μερίσματος. Ίσως οι πολιτικές διανομής μερίσματος να σχετίζονται με το πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Αν τα κέρδη δεν διανεμηθούν ως μέρισμα στους μετόχους, κινδυνεύουν να χρησιμοποιηθούν από τους «εσωτερικούς» μετόχους για ιδιοτελείς σκοπούς ή να «αξιοποιηθούν» σε μη κερδοφόρες επενδύσεις. Οι «εξωτερικοί» μέτοχοι προτιμούν τη διανομή μερίσματος από την κράτηση των κερδών εντός της επιχείρησης, αφού έτσι βελτιώνεται η επενδυτική πολιτική της και αποφεύγονται οριακές. Επιπρόσθετα, η διανομή των κερδών εκθέτει την εταιρεία στον «κίνδυνο» να προσφύγει και πάλι στην Κεφαλαιαγορά όταν ξανά χρειαστεί κεφάλαια για επενδύσεις.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

1.ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002«ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ, ΘΕΜΑΤΑ ΜΙΣΘΟΛΟΓΙΟΥ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ.» (ΦΕΚ 110 /17.05.2002) (Άρθρα 1 - 11)

Κεφάλαιο Α. Ειδικά Θέματα Διοίκησης Και Λειτουργίας Ανωνύμων Εταιρειών Που Έχουν Εισηγμένες Μετοχές Ή Άλλες Κινητές Αξίες Τους Σε Οργανωμένη Χρηματιστηριακή Αγορά Που Λειτουργεί Στην Ελλάδα.

Άρθρο 1: Πεδίο εφαρμογής

Οι διατάξεις του παρόντος κεφαλαίου εφαρμόζονται στις ανώνυμες εταιρίες που εισάγουν ή έχουν εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Οι διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, όπως κάθε φορά ισχύει, εφαρμόζονται, εφόσον δεν είναι αντίθετες με τις διατάξεις του νόμου αυτού.

A. Διοικητικό Συμβούλιο

Άρθρο 2: Υποχρεώσεις. Καθήκοντα.

1. Πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Δ.Σ.) κάθε εισηγμένης σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά εταιρείας είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος.
2. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτο πρόσωπο στο οποίο έχουν ανατεθεί από το Δ.Σ. αρμοδιότητές του απαγορεύεται να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας.
3. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και κάθε τρίτος στον οποίο έχουν ανατεθεί αρμοδιότητές του οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στα υπόλοιπα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα ίδια συμφέροντά τους, που ενδέχεται να ανακύψουν από συναλλαγές της εταιρείας που εμπίπτουν στα καθήκοντά τους, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων κατά την

έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους.

4. Το διοικητικό συμβούλιο κατ' έτος συντάσσει έκθεση στην οποία αναφέρονται αναλυτικά οι συναλλαγές της εταιρείας με τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920. Η έκθεση αυτή γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.

Άρθρο 3: Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη. Εκτελεστικά μέλη θεωρούνται αυτά που ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας, ενώ μη εκτελεστικά τα επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων. Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη κατά την έννοια του άρθρου 4 του νόμου αυτού. Η ύπαρξη ανεξαρτήτων μελών δεν είναι υποχρεωτική, όταν στο διοικητικό συμβούλιο ορίζονται ρητά και συμμετέχουν ως μέλη εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων.

2. Θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική των αμοιβών της εταιρείας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο.

Άρθρο 4: Ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου

1. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην είναι μέτοχοι και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου: α. διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας β. Είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρείας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρεία επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε

παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920 ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρεία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις γ. Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ.5 του Κ.Ν. 2190/1920 δ. Έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.

2. Τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορούν να υποβάλλουν, ο καθένας ή από κοινού, αναφορές και ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του διοικητικού συμβουλίου προς την τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση της εταιρείας, εφόσον κρίνουν τούτο αναγκαίο.

3. Η εταιρεία, μέσα σε είκοσι ημέρες από τη συγκρότηση σε σώμα του Δ.Σ. υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το πρακτικό της γενικής συνέλευσης που εξέλεξε τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, προκειμένου να ελεγχθεί η τήρηση των διατάξεων του νόμου αυτού. Στο πρακτικό της γενικής συνέλευσης καθορίζεται η ιδιότητα του κάθε μέλους του διοικητικού συμβουλίου ως εκτελεστικού, μη εκτελεστικού και ανεξάρτητου μη εκτελεστικού.

Άρθρο 5: Αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών

Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτόν. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.

Κεφάλαιο Β: Εσωτερικός κανονισμός και εσωτερικός έλεγχος

Άρθρο 6: Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας

1. Προκειμένου μία εταιρεία να εισαγάγει μετοχές ή άλλες κινητές αξίες της σε οργανωμένη 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.

2. Το ελάχιστο περιεχόμενο του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας περιλαμβάνει: α. Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας, τα αντικείμενά 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. β. Τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου. γ. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας και στη συνέχεια αξιολόγησης της απόδοσής τους. δ. Τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, των διευθυντικών στελεχών και των προσώπων που, εξαιτίας της σχέσης τους με την εταιρεία, 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

εταιρεία. ε. 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 εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. στ. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας.

Άρθρο 7: Οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου

1. Η οργάνωση και λειτουργία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί προϋπόθεση για την εισαγωγή των μετοχών ή άλλων κινητών αξιών σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης.

2. Οι εσωτερικοί ελεγκτές κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι ανεξάρτητοι, δεν υπάγονται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύονται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου.

3. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Δεν μπορούν να ορισθούν ως εσωτερικοί ελεγκτές μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία

διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και του δεύτερου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Η εταιρεία υποχρεούται να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για οποιαδήποτε μεταβολή στα πρόσωπα ή την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου εντός δέκα εργάσιμων ημερών από τη μεταβολή αυτήν.

4. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται να λάβουν γνώση οποιουδήποτε βιβλίου, εγγράφου, αρχείου, τραπεζικού λογαριασμού και χαρτοφυλακίου της εταιρείας και να έχουν πρόσβαση σε οποιαδήποτε υπηρεσία της εταιρείας. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να συνεργάζονται και να παρέχουν πληροφορίες στους εσωτερικούς ελεγκτές και γενικά να διευκολύνουν με κάθε τρόπο το έργο τους. Η διοίκηση της εταιρείας οφείλει να παρέχει στους εσωτερικούς ελεγκτές όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διευκόλυνση του έργου τους.

Άρθρο 8: Αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου

Η Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου έχει τις ακόλουθες αρμοδιότητες:

α. Παρακολουθεί την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρείας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρεία και ιδιαίτερα της νομοθεσίας των ανωνύμων εταιρειών και της χρηματιστηριακής.

β. Αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας, τις οποίες διαπιστώνει κατά την άσκηση των καθηκόντων του.

γ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές οφείλουν να ενημερώνουν εγγράφως μια φορά τουλάχιστον το τρίμηνο το διοικητικό συμβούλιο για το διενεργούμενο από αυτούς έλεγχο και να παρίστανται κατά τις γενικές συνελεύσεις των μετόχων.

δ. Οι εσωτερικοί ελεγκτές παρέχουν, μετά από έγκριση του Δ.Σ. της εταιρείας, οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί εγγράφως από Εποπτικές Αρχές, συνεργάζονται με αυτές και διευκολύνουν με κάθε δυνατό τρόπο το έργο παρακολούθησης, ελέγχου και εποπτείας που αυτές ασκούν.

Άρθρο 9: Αύξεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών. Αποκλίσεις στη χρήση αντληθέντων κεφαλαίων

1. Σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου εταιρείας με καταβολή μετρητών, το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποβάλλει στη γενική της συνέλευση έκθεση, στην οποία αναφέρονται οι γενικές κατευθύνσεις του επενδυτικού σχεδίου της εταιρείας, ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησής του, καθώς και απολογισμός της χρήσης των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την προηγούμενη αύξηση, εφόσον έχει παρέλθει από την αύξηση αυτή χρόνος μικρότερος των τριών ετών. Στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης περιλαμβάνονται τα παραπάνω στοιχεία, καθώς και το πλήρες περιεχόμενο της έκθεσης.

2. Εάν η απόφαση για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου λαμβάνεται από το διοικητικό συμβούλιο κατ' εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 13 παρ.1 του Κ. Ν. 2190/1920, όλα τα στοιχεία της προηγούμενης παραγράφου θα πρέπει να αναφέρονται στο πρακτικό του διοικητικού συμβουλίου.

3. Σημαντικές αποκλίσεις στη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από αυτή που προβλέπεται στο ενημερωτικό δελτίο και στις αποφάσεις της γενικής συνέλευσης ή του διοικητικού συμβουλίου, σύμφωνα με τις παραγράφους 1 και 2 του παρόντος άρθρου, μπορούν να αποφασιστούν από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας με πλειοψηφία των 3/4 των μελών του και έγκριση της γενικής που συγκαλείται για το σκοπό αυτόν. Η ρύθμιση αυτή δεν αφορά αποκλίσεις που συντελέστηκαν προ της ισχύος της. Η απόφαση αυτή γνωστοποιείται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Υπουργείο Ανάπτυξης, χωρίς να αίρονται άλλες υποχρεώσεις γνωστοποίησης που προκύπτουν από την ισχύουσα νομοθεσία.

Άρθρο 10: Συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του παρόντος

Σε όποιον ασκεί αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και δεν τηρεί τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τα άρθρα 3 έως 8 και 11 του παρόντος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον διαπιστώσει τούτο, επιβάλλει τις κυρώσεις που προβλέπονται στην παράγραφο 4β του άρθρου 1 του Ν. 2836/2000, όπως ισχύει. Το κύρος των αποφάσεων του διοικητικού συμβουλίου δεν θίγεται αν η σύνθεσή του δεν είναι σύμφωνη με τις επιταγές του άρθρου 3 παρ. 2, καθώς και του άρθρου 4 παρ. 1 του παρόντος.

Άρθρο 11: Μεταβατικές διατάξεις

Εταιρίες που έχουν ήδη εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος το αργότερο μέσα σε έξι μήνες από την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου. Εταιρίες των οποίων οι αιτήσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εκκρεμούν κατά την έναρξη ισχύος του παρόντος, υποχρεούνται να συμμορφωθούν προς τις διατάξεις των άρθρων 3, 4, 6 έως 8 του παρόντος μέσα σε τρεις μήνες από την εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

2.ΟΔΗΓΙΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ Ν. 3429/2005 «ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ (ΔΕΚΟ)» (ΦΕΚ 314/Α).

Άρθρο 3: Διοικητικό Συμβούλιο

Κατ' εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 3 παρ.1 και 4 παρ. 1 και 2 του ν. 3016/2002, όπως τροποποιήθηκαν με τις διατάξεις του άρθρου 26 του ν. 3091/2002, εφαρμοζόμενων αναλογικά, το διοικητικό συμβούλιο αποτελείται από:

- Εκτελεστικά μέλη, τα οποία ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρείας,
- Μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία είναι επιφορτισμένα με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων,
- Δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη τα οποία δεν πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, συμπεριλαμβανομένων των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών, δεν πρέπει να είναι μικρότερος του 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Αν προκύψει κλάσμα, στρογγυλοποιείται στον επόμενο ακέραιο αριθμό. Η ιδιότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου, ως εκτελεστικών ή μη, ορίζεται από το διοικητικό συμβούλιο. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη ορίζονται από τη

γενική συνέλευση. Το διοικητικό συμβούλιο των δημοσίων επιχειρήσεων αποτελείται το ανώτερο από εννέα μέλη και ειδικότερα από:

- Τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου.
- Τον διευθύνοντα σύμβουλο, η ιδιότητα του οποίου είναι ασυμβίβαστη με την ιδιότητα του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Έναν ή δύο εκπροσώπους των εργαζομένων, ανάλογα με το μέγεθος της εταιρείας, που επιλέγονται έπειτα από αρχαιρεσίες.
- Εκπροσώπους του μετόχου.
- Λοιπά μέλη, ανάμεσα στα οποία οι εκπρόσωποι των οργανώσεων και των παραγωγικών τάξεων καθ' υπέρβαση των εννέα μελών, αν τούτο ορίζεται από ειδικές διατάξεις.

Διευκρινίζεται ότι στα νέα διοικητικά συμβούλια δεν θα υπάρχει εκπρόσωπος της Ο.Κ.Ε, ούτε εκπρόσωπος του Γ.Λ.Κ., όπως οριζόταν στις διατάξεις του άρθρου 6 του ν. 2414/1996 και στις διατάξεις του άρθρου 10 του ν. 2322/1995.

Κάθε δημόσια επιχείρηση υποχρεούται να καταρτίσει κανονισμό λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου, ο οποίος εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο. Ο κανονισμός αυτός περιλαμβάνει υποχρεωτικά τον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων των εκτελεστικών, μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και τον προσδιορισμό των ευθυνών και των αρμοδιοτήτων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου.

Ο πρόεδρος, ο διευθύνων σύμβουλος και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου τα οποία δεν εκλέγονται ή υποδεικνύονται, ορίζονται και παύονται αζημίως για το δημόσιο και τη δημόσια επιχείρηση με κοινή απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών και του εποπτεύοντος Υπουργού.

Για την καταλληλότητα του προτεινόμενου προς διορισμό προέδρου ή διευθύνοντος συμβούλου διατυπώνει γνώμη η Επιτροπή Δημοσίων Επιχειρήσεων, Τραπεζών και Οργανισμών Κοινής Ωφελείας, όπως ορίζεται στις διατάξεις του άρθρου 49Α του Κανονισμού της Βουλής των Ελλήνων. Η θητεία των μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν

δύναται να υπερβαίνει τα έξι χρόνια. Οι πάσης φύσεως αμοιβές του προέδρου, του διευθύνοντος συμβούλου και των μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται με απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Δημοσίων Επιχειρήσεων (Δ.Ε.Κ.Ο.).

Για τις αμοιβές του προέδρου, του διευθύνοντος συμβούλου και των εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου κάθε δημόσιας επιχείρησης ισχύει ο περιορισμός του άρθρου 14 του ν. 2703/1999, όπως έχει ερμηνευθεί με το άρθρο 34 παρ. 4 του ν. 2768/1999, δηλαδή το ανώτατο όριο αποδοχών τους δεν δύναται να υπερβαίνει το σύνολο των εκάστοτε αποδοχών του Προέδρου του Αρείου Πάγου, χωρίς οικογενειακή παροχή. Εξαίρεση από το ανωτέρω αναφερόμενο όριο προβλέπεται για τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, για τον οποίο μπορεί να καθορίζεται επιπλέον των ανωτέρω αποζημίωση, λόγω συμμετοχής του στις συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου.

Η αποζημίωση των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου δεν θα υπερβαίνει τα όρια του άρθρου 17 παρ. 2 περ. γ' του ν. 3205/2003, δηλαδή η αποζημίωση αυτή δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερη για μεν τους Προέδρους από τον βασικό μισθό του 18ου Μ.Κ. της Δ.Ε. Κατηγορίας, για δε τα μέλη και τους γραμματείς από το ποσό που προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό της αμοιβής του Προέδρου με τους συντελεστές 0,85 και 0,65 αντίστοιχα. Ο πρόεδρος, ο διευθύνων σύμβουλος και τα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των δημοσίων επιχειρήσεων δεν δικαιούνται καμία άλλη παροχή, απολαβή, αμοιβή ή προνόμια.

3.ΤΟ ΝΟΜΟΣΧΕΔΙΟ «ΟΛΕΣ ΟΙ ΔΕΚΟ ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ»

Αναλυτικά το νέο νομοσχέδιο για τις ΔΕΚΟ θα προβλέπει:

Άρθρο 1: Πεδίο εφαρμογής των διατάξεων θα είναι όλες οι δημόσιες επιχειρήσεις (Α.Ε.) του Δημοσίου και οι θυγατρικές τους, εκτός των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο.

Άρθρο 2: Στο εξής θα υπάρχει γενική εφαρμογή του κ.ν. 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών, ενώ στις γενικές συνελεύσεις θα εκπροσωπούνται από τον υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών.

Άρθρο 3: Σε ότι αφορά τα διοικητικά συμβούλια των ΔΕΚΟ θα ισχύουν οι κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, ανάλογοι προς αυτούς που ισχύουν για τις εισηγμένες εταιρείες. Καταργείται όμως το δικαίωμα που είχαν τα μέλη του ΔΣ να συμμετέχουν στην ΟΚΕ, ενώ διατηρείται η

εκπροσώπηση των εργαζομένων. Στο εξής εξάλλου ο καθορισμός των αμοιβών του θα πραγματοποιείται από τους συναρμόδιους υπουργούς.

Άρθρο 4: Θεσπίζεται εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Εσωτερικός Έλεγχος για τις ΔΕΚΟ με εισαγωγή κανόνων ανάλογων προς αυτούς που ισχύουν για τις εισηγμένες εταιρείες.

Άρθρο 5: Καθιερώνεται η υποχρέωση κάθε υπουργείου να καταρτίζει μακροχρόνιο τομεακό σχέδιο για κάθε ομάδα δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών του Δημοσίου που υπάγονται στην εποπτεία του. Το σχέδιο αυτό θα εγκρίνεται από τη Διυπουργική Επιτροπή.

Άρθρο 6: Κάθε δημόσια επιχείρηση και οργανισμός του Δημοσίου καταρτίζει και υποβάλλει στην Ειδική Γραμματεία για τις ΔΕΚΟ μακροχρόνιο στρατηγικό σχέδιο.

Άρθρο 7: Κάθε δημόσια επιχείρηση και οργανισμός του Δημοσίου καταρτίζει και υποβάλλει στην ΕΓΔΕΚΟ βραχυχρόνιο επιχειρησιακό σχέδιο που οφείλει να προσδιορίζει συγκεκριμένες κατευθύνσεις βελτίωσης και να περιλαμβάνει δείκτες αποδοτικότητας και ποιότητας με σκοπό την εξυπηρέτηση του πολίτη.

Άρθρο 8: Ορίζονται οι υποχρεώσεις των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών του Δημοσίου όπου, πέραν των αυτονόητων, θεσπίζεται ρητή υποχρέωση τήρησης των οδηγιών σχετικά με την εισοδηματική, τιμολογιακή και δανειοληπτική πολιτική και υποχρέωση τακτικής πληροφόρησης προς την ΕΓΔΕΚΟ σχετικά με τα οικονομικά και λειτουργικά μεγέθη. Η ρητή μνεία των υποχρεώσεων διευκολύνει την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση μη συμμόρφωσης.

Άρθρο 9: Ο κρατικός έλεγχος και η εποπτεία των δημοσίων επιχειρήσεων και οργανισμών του Δημοσίου ασκείται από τη Διυπουργική Επιτροπή ΔΕΚΟ στην οποία μετέχουν ο υπουργός Οικονομίας και Οικονομικών ως πρόεδρος, ο υπουργός Ανάπτυξης, ο υπουργός Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και ο κατά περίπτωση αρμόδιος εποπτεύων υπουργός ως μέλη. Επίσης θεσπίζεται Ειδική Γραμματεία ΔΕΚΟ στην οποία μετέχει και ο ειδικός γραμματέας Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών ΔΕΚΟ χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Άρθρο 10: Οι κυρώσεις που καθιερώνονται για τις ΔΕΚΟ σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τις κυβερνητικές αποφάσεις είναι: δέσμευση επιχορηγήσεων από το Δημόσιο, μη παροχή

εγγύησης του ελληνικού Δημοσίου για τα επισυναπτόμενα δάνεια και, τέλος, η δυνατότητα να παυθούν από τα καθήκοντά τους τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αζημίως για το ελληνικό Δημόσιο.

Άρθρο 11: Ορίζονται οι αρμοδιότητες των εποπτευόμενων οργάνων των ΔΕΚΟ οι οποίες μεταξύ άλλων είναι: πολιτική τομεακού, στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδιασμού, εισοδηματική, τιμολογιακή, δανειοληπτική, πολιτική κρατικών ενισχύσεων, επιχορηγήσεων, θεσμικού εκσυγχρονισμού και λειτουργικής αναδιάρθρωσης. Παροχή έγκρισης για τα στρατηγικά και επιχειρησιακά σχέδια, τους προϋπολογισμούς, τις επιχορηγήσεις, τα όρια δανεισμού και την παροχή εγγυήσεων του Δημοσίου και τις συλλογικές συμβάσεις εργασίας κτλ. για κάθε δημόσια επιχείρηση. Έλεγχος για την εφαρμογή και υλοποίηση εκ μέρους των ΔΕΚΟ και επιβολή κυρώσεων.

Άρθρο 13-17: Ορίζονται η διάρθρωση και οι αρμοδιότητες υπηρεσιών που θα υποστηρίζουν το έργο της ΕΓΔΕΚΟ και η αναδιάταξη των υφισταμένων υπηρεσιακών μονάδων του υπουργείου.

Άρθρο 18: Στις λοιπές διατάξεις του νομοσχεδίου περιλαμβάνεται η υποχρεωτική εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων και η υποχρέωση στις δημόσιες επιχειρήσεις να διαχωρίζουν το κόστος που προορίζεται για την παροχή υπηρεσιών γενικού οικονομικού συμφέροντος από αυτό που σχετίζεται με τις εμπορευματικές δραστηριότητες που είναι ανοικτές στον ανταγωνισμό.

4. ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ - ΔΕΙΚΤΗΣ FTSE / ΧΑ 20 - FTSE/ ΧΑ 40

4.1 FTSE 20 / FTSE 40

Το Σεπτέμβριο του 1997, το ΧΑΑ σε συνεργασία με τον διεθνή οργανισμό FTSE International, εισήγαγαν τον δείκτη FTSE/ASE-20. Ο Δείκτης αποτελείται από 20 εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Μεταξύ των κριτηρίων εισαγωγής στον Δείκτη είναι η εμπορευσιμότητα των μετοχών που τον απαρτίζουν και το μέγεθος της κεφαλαιοποίησής τους. Ο FTSE 20 είναι πολυκλαδικός δείκτης διότι οι εταιρίες που τον συνθέτουν προέρχονται από διαφορετικούς κλάδους της αγοράς. Ο FTSE-40, ο οποίος δημιουργήθηκε από την FTSE International, είναι εξίσου πολυκλαδικός, συμπεριλαμβάνει 40 μετοχές του ΧΑΑ. Περιλαμβάνει 40 μετοχές εταιρειών Μεσαίας

Κεφαλαιοποίησης εισηγμένων στο Χ.Α. Στα κριτήρια συμμετοχής στον δείκτη περιλαμβάνονται η κεφαλαιοποίηση, η εμπορευσιμότητα και διασπορά των μετοχών. (Για περισσότερο λεπτομερή αναφορά στα κριτήρια συμμετοχής δείτε το κείμενο των Βασικών Κανόνων). Ο δείκτης σχεδιάστηκε από το Χ.Α σε συνεργασία με την FTSE Intl. Ltd και ξεκίνησε τον Δεκέμβριο του 1999. Ελέγχεται από ανεξάρτητη συμβουλευτική επιτροπή, στην οποία συμμετέχουν το Χ.Α, οι FTSE Intl. Ltd και εκπρόσωποι εγχώριων και ξένων θεσμικών επενδυτών. Η επιτροπή αναθεωρεί τον δείκτη δύο φορές τον χρόνο, το Χ.Α. είναι υπεύθυνο για τον καθημερινό υπολογισμό του και οι FTSE Intl. Ltd. για τον έλεγχο του σε πραγματικό χρόνο. Το FTSE είναι κατοχυρωμένο εμπορικό σήμα του χρηματιστηρίου του Λονδίνου και των Financial Times και χρησιμοποιείται από το ΧΑΑ με άδεια από την FTSE International.

4.2 FTSE 20

Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE-20. Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι βασισμένος στις 20 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α. Α.Ε.) με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 20 εταιρειών που απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 ξεπερνά το ήμισυ της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικός του κλάδου των Τραπεζών, οι μετοχές του οποίου αποτελούν περίπου το 60% του δείκτη, ενώ σε συνδυασμό με τις μετοχές του κλάδου των Τηλεπικοινωνιών, συνιστούν το 77,62% του δείκτη. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο. Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός αγαθού είναι καθορισμένη τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η παράδοση και η πληρωμή του προγραμματίζονται για μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Ο διακανονισμός στα Σ.Μ.Ε. γίνεται με την καθημερινή χρέωση και πίστωση των κερδών και των ζημιών. Αυτό συμβαίνει, γιατί καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς και η τιμή του δείκτη επαναπροσδιορίζεται λεπτό προς λεπτό κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης και συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση. Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της

τιμής του Σ.Μ.Ε. επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη. Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR ανά μονάδα. Για παράδειγμα, ένα συμβόλαιο που διαπραγματεύτηκε στις 1.400 μονάδες, έχει χρηματική αξία (1.400 μον. x 5 EUR=) 7.000 EUR.

1. ALPHA BANK

Δραστηριότητα: Διενέργεια όλων των τραπεζικών εργασιών στο εσωτερικό και εξωτερικό

Έτος Ίδρυσης: 1879

Εισαγωγή στο ΧΑ: 2/11/1925

2. ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Τραπεζικές εργασίες & Υπηρεσίες

Έτος Ίδρυσης: 1929

Εισαγωγή στο ΧΑ: 19/1/2001

3. ΒΙΟΧΑΛΚΟ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Εταιρεία συμμετοχών

Έτος Ίδρυσης: 1937

Εισαγωγή στο ΧΑ: 12/12/1947

4. ΔΕΗ

Δραστηριότητα: Άσκηση εμπορικής και βιομηχανικής δραστηριότητας στον τομέα της ενέργειας, στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Προμήθεια και πώληση ηλεκτρικής ενέργειας. Μελέτη, επίβλεψη, κατασκευή, εκμετάλλευση, συντήρηση και λειτουργία εργοστασίων παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας όπως και δικτύων μεταφοράς και διανομής

Έτος Ίδρυσης: 1950

Εισαγωγή στο ΧΑ: 12/12/2001

5. COCA-COLA ΤΡΙΑ ΎΨΙΛΟΝ

Δραστηριότητα: Παραγωγή και συσκευασία των αναψυκτικών ποτών της εταιρείας "The Coca-Cola Co", καθώς και παραγωγή και διανομή αναψυκτικών, χυμών και επιτραπέζιου νερού.

Έτος Ίδρυσης: 1969

Εισαγωγή στο ΧΑ: 7/7/1991

6. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ

Δραστηριότητα: Διυλισμός αργού πετρελαίου καθώς και η διάθεση και εμπορία προϊόντων διύλισης πετρελαίου, η παραγωγή, διάθεση και εμπορία πετροχημικών, η αναζήτηση, έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων καθώς και οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα σχετικά με τον τομέα των υδρογονανθράκων

Έτος Ίδρυσης: 1975

Εισαγωγή στο ΧΑ: 30/6/1998

7. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ

Δραστηριότητα: Ειδίκευση σε κατασκευαστικές εργασίες βιομηχανικών οικοδομημάτων, νοσοκομείων, ξενοδοχείων και κατοικιών, εργοστασίων βιολογικού καθαρισμού, γεφυρών και οδικών κόμβων.

Έτος Ίδρυσης: 1962

Εισαγωγή στο ΧΑ: 20/04/1994

8. EMPORIKI BANK

Δραστηριότητα: Η διενέργεια όλων των Τραπεζικών εργασιών.

Έτος Ίδρυσης: 1907

Εισαγωγή στο ΧΑ: 8/4/1909

9. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Δραστηριότητα: Η διενέργεια όλων των μορφών Τραπεζικών εργασιών

Έτος Ίδρυσης: 1841

Εισαγωγή στο ΧΑ: 22/2/1905

10. EUROBANK

Δραστηριότητα: Διενέργεια όλων των τραπεζικών εργασιών

Έτος Ίδρυσης: 1924

Εισαγωγή στο ΧΑ: 14/4/1999

11. INTRALOT A.E. - ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΤΥΧΕΡΩΝ ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ

Δραστηριότητα: Παραγωγή λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων. Εμπορία κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων τα οποία παράγει η εταιρεία ή θα εισάγει από την αλλοδαπή. Παραγωγή, διαχείριση, λειτουργία και προβολή του Στιγμιαίου Λαχείου κατά την έννοια και τις προϋποθέσεις του Π.Δ. Οργάνωση, προβολή και λειτουργία και άλλων ομοειδών συστημάτων λαχείων στο εξωτερικό και εφόσον τούτο επιτρέπεται από την κείμενη νομοθεσία. Προμήθεια και η εμπορία του εξοπλισμού που χρησιμοποιείται σε σχέση με την οργάνωση, προβολή, λειτουργία, διαχείριση, τεχνική, διοικητική υποστήριξη και εμπορική εκμετάλλευση των λαχείων και συστημάτων. Μελέτη, σχεδιασμός και εκτέλεση κάθε φύσεως λογισμικού και ηλεκτρονικών συστημάτων πολλαπλών χρήσεων του δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου και ιδιωτικού δικαίου, οργανισμών κοινής ωφελείας και γενικά οποιονδήποτε οργανισμών δημόσιων επιχειρήσεων και ιδιωτών, ως και αγορά και εισαγωγή υλικών για την εκτέλεση των παραπάνω έργων.

Έτος Ίδρυσης: 1992

Εισαγωγή στο ΧΑ: 03/11/1999

12. COSMOTE

Δραστηριότητα: Παροχή υπηρεσιών κινητής τηλεφωνίας στην Ελλάδα

Έτος Ίδρυσης: 1996

Εισαγωγή στο ΧΑ: 12/10/2000

13. ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ

Δραστηριότητα: Διενέργεια όλων των τραπεζικών εργασιών στο εσωτερικό και εξωτερικό.

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 08/11/2000

14. MARFIN POPULAR BANK PUBLIC CO LTD

Δραστηριότητα: Διενέργεια τραπεζικών και χρηματιστηριακών εργασιών πάσης φύσεως, διενέργεια επενδύσεων και απόκτηση συμμετοχών

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 05/01/2007

15. ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) - ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Ίδρυση και λειτουργία βιομηχανικών μονάδων παραγωγής και επεξεργασίας βενζίνης αυτοκινήτων, ελαφρού πετρελαίου ντήζελ, φωτιστικού πετρελαίου, καυσίμου πετρελαίου, πετρελαίου θερμάνσεως, LPG, βασικών και τελικών λιπαντελαίων, ορυκτελαίων και άλλων προϊόντων πετρελαίου και παραγώγων πάσης φύσεως και η ίδρυση μονάδων για τη συσκευασία και συντήρησή τους καθώς και η αξιοποίηση των διαφόρων τύπων προϊόντων και παραγώγων τα οποία παράγονται ή κατασκευάζονται.

Έτος Ίδρυσης: 1970

Εισαγωγή στο ΧΑ: 6/8/2001

16. ΟΠΑΠ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Οργάνωση, λειτουργία και διεξαγωγή σε Ελλάδα και Εξωτερικό των τυχερών παιχνιδιών ΠΡΟΠΟ, ΛΟΤΤΟ, ΠΡΟΤΟ, ΠΡΟΠΟΓΚΟΛ, ΤΖΟΚΕΡ, ΣΤΟΙΧΗΜΑ, ΣΟΥΠΕΡ 3, ΕΧΤΡΑ 5 και ΚΙΝΟ, καθώς και των επερχόμενων ΣΟΥΠΕΡ 4 και ΜΠΙΝΓΚΟ.

Έτος Ίδρυσης: 1958

Εισαγωγή στο ΧΑ: 25/4/2001

17. ΟΤΕ

Δραστηριότητα: Εγκατάσταση, λειτουργία, εκμετάλλευση, διαχείριση και ανάπτυξη κάθε είδους τηλεπικοινωνιακής υποδομής και η παροχή πάσης φύσεως τηλεπ. Υπηρεσιών, καθώς και η ανάληψη κάθε εμπορικής ή άλλης δραστηριότητας άμεσα ή έμμεσα συνδεδεμένης με το σκοπό της εταιρείας

Έτος Ίδρυσης: 1949

Εισαγωγή στο ΧΑ: 19/4/1996

18. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Δραστηριότητα: Διενέργεια όλων των Τραπεζικών εργασιών

Έτος Ίδρυσης: 1916

Εισαγωγή στο ΧΑ: 17/1/1918

19. ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ

Δραστηριότητα: Παραγωγή Τσιμέντου.

Έτος Ίδρυσης: 1902

Εισαγωγή στο ΧΑ: 22/2/1912

20. ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.

Δραστηριότητα: Δραστηριοποιείται σε εργασίες λιανικής τραπεζικής οι οποίες περιλαμβάνουν κυρίως λογαριασμούς καταθέσεων, στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια καθώς και πιστωτικές κάρτες.

Έτος Ίδρυσης: 2002

Εισαγωγή στο ΧΑ: 05/06/2006

4.3FTSE 40

Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE Mid 40.Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι βασισμένος σε 40 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α. Α.Ε.) μεσαίας κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιρειών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ξεπερνά το 15% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται περισσότεροι από 20 διαφορετικοί κλάδοι δραστηριότητας. Το γεγονός αυτό τον καθιστά ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό της μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πολύ χρήσιμο για την αντιστάθμιση κινδύνου σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο. Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός αγαθού είναι καθορισμένη τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η παράδοση και η πληρωμή του προγραμματίζονται για μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Ο διακανονισμός στα Σ.Μ.Ε. γίνεται με την καθημερινή χρέωση και πίστωση των κερδών και των ζημιών. Αυτό συμβαίνει, γιατί καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς και η τιμή του δείκτη επαναπροσδιορίζεται λεπτό προς λεπτό κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης και συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση. Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Σ.Μ.Ε. επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη. Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR για όλες τις σειρές λήξης.

1. ΑΒΑΞ

Δραστηριότητα: Κατασκευή Έργων Οικοδομικών, Βιομηχανικών- Ενεργειακών, Οδοποιίας, Υδραυλικών, Λιμενικών και γενικά έργων Υποδομής, Δημοσίων και Ιδιωτικών.

Έτος Ίδρυσης: 1986

Εισαγωγή στο ΧΑ: 24/08/1994

2. ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ

Δραστηριότητα: Εταιρεία λιανικής πώλησης και εμπορίας προϊόντων διατροφής υψηλής στάθμης.

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 26/11/1990

3. ΑΛΑΠΙΣ

Δραστηριότητα: Παραγωγή και εμπορία κτηνιατρικών φαρμάκων και προϊόντων αγροτικής οικονομίας. Εμπορία ιχθυοτρόφων. Εκμετάλλευση ιχθυοτροφείων

Έτος Ίδρυσης: 1981

Εισαγωγή στο ΧΑ: 05/04/1999

4. ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Κατοχή και διαχείριση πλοίων επιβατηγού ναυτιλίας

Έτος Ίδρυσης: 1967

Εισαγωγή στο ΧΑ: 21/01/1999

5. ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ AGEAN AIRLINES

Δραστηριότητα: Η εταιρεία είναι αερομεταφορέας Ολοκληρωμένων υπηρεσιών. Μεταφέρει επιβάτες μέσω εκτενούς δικτύου εσωτερικών και διεθνών τακτικών δρομολογίων (προγραμματισμένες πτήσεις), ενώ εκτελεί εποχιακές ναυλωμένες πτήσεις (πτήσεις charter) σε ένα σημαντικό αριθμό ελληνικών και διεθνών προορισμών.

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 11/07/2007

6. S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΑΕ

Δραστηριότητα: Εξόρυξη και εκμετάλλευση ορυκτών και μεταλλευμάτων

Έτος Ίδρυσης: 1934

Εισαγωγή στο ΧΑ: /12/1994

7. ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε.

Δραστηριότητα: Εκμετάλλευση και η διοίκηση κάθε τουριστικής και ξενοδοχειακής επιχείρησης και συναφούς εργασίας για ανάπτυξη και εξυπηρέτηση του τουρισμού.

Έτος Ίδρυσης: 1998

Εισαγωγή στο ΧΑ: 24/07/2000

8. ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Μελέτη και κατασκευή τεχνικών έργων για τον δημόσιο και ιδιωτικό τομέα, αξιοποίηση και ανέγερση αστικών ακινήτων και παραθεριστικών οικισμών.

Έτος Ίδρυσης: 1974

Εισαγωγή στο ΧΑ: 30/05/2001

9. ΓΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

Δραστηριότητα: Εταιρεία Συμμετοχών. Ακινήτων, Κατασκευών.

Έτος Ίδρυσης: 1959

Εισαγωγή στο ΧΑ: 28/08/1969

10. ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Διενέργεια όλων των τραπεζικών εργασιών.

Έτος Ίδρυσης: 1937

Εισαγωγή στο ΧΑ: 26/01/1963

11. ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε τρεις τομείς: α) Εκδοτικός (Το Βήμα, Τα Νέα, Οικονομικός Ταχυδρόμος, κλπ.), β) Βιομηχανικός-Εκτυπωτικός, γ) Τουριστικός (Travel Plan).

Έτος Ίδρυσης: 1970

Εισαγωγή στο ΧΑ: 06/11/1998

12. ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.

Δραστηριότητα: Χημική κατεργασία και βαφή ελάσματος αλουμινίου και επιψευδαργυρωμένου χάλυβα. Επιφανειακή επεξεργασία foil αλουμινίου και λαμινάρισμα σε χαρτί.

Έτος Ίδρυσης: 1981

Εισαγωγή στο ΧΑ: 10/06/1996

13. Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.

Δραστηριότητα: Παροχή υπηρεσιών ύδρευσης και αποχέτευσης, μελέτη, κατασκευή, εγκατάσταση, λειτουργία, εκμετάλλευση, διαχείριση, συντήρηση, επέκταση και ανανέωση συστημάτων ύδρευσης και αποχέτευσης. Στις δραστηριότητες και τα έργα αυτά συμπεριλαμβάνονται η άντληση, αφαλάτωση, επεξεργασία, αποθήκευση, μεταφορά, διανομή και διαχείριση των προς τους σκοπούς αυτούς αποδιδόμενων υδάτων πάσης φύσεως.

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 28/01/2000

14. EUROBANK PROPERTIES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Δραστηριότητα: Η Εταιρία δραστηριοποιείται σε επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου ακινήτων και κινητών αξιών (πάντα σε συνάρτηση για την ακίνητη περιουσία), σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2778/1999, περί Ανωνύμων Εταιρειών σε Ακίνητη Περιουσία, όπως ισχύει.

Έτος Ίδρυσης: 1952

Εισαγωγή στο ΧΑ: 12/04/2006

15. EUROMEDICA A.E. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Δραστηριότητα: Εταιρεία παροχής ιατρικών υπηρεσιών στον πρωτοβάθμιο (διαγνωστικά κέντρα) και δευτεροβάθμιο (νοσοκομεία) κλάδο υγείας.

Έτος Ίδρυσης: 1974

Εισαγωγή στο ΧΑ: 07/10/1999

16. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ & ΚΑΤΑΧΩΡΗΣΗΣ

Δραστηριότητα: Συμμετοχή σε εταιρίες οποιασδήποτε νομικής μορφής που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου

Έτος Ίδρυσης: 2000

Εισαγωγή στο ΧΑ: 21/08/2000

17. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.

Δραστηριότητα: Παροχή ιατρικών υπηρεσιών.

Έτος Ίδρυσης: 1983

Εισαγωγή στο ΧΑ: 29/08/1991

18. INTRACOM ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Δραστηριότητα: Η INTRACOM HOLDINGS, ως Όμιλος, δραστηριοποιείται στις τηλεπικοινωνιακές λύσεις και συστήματα, την ηλεκτρονική διακυβέρνηση, τον τραπεζικό και επιχειρηματικό τομέα, την παροχή υπηρεσιών Internet και σταθερής τηλεφωνίας, τα ηλεκτρονικά αμυντικά συστήματα και τις κατασκευές.

Έτος Ίδρυσης: 1977

Εισαγωγή στο ΧΑ: 28/06/1990

19. INFO-QUEST A.E.B.E.

Δραστηριότητα: Κατασκευή, εμπορία και εκμίσθωση ηλεκτρονικών υπολογιστών, περιφερειακών μηχανημάτων αυτών ανταλλακτικών και εξαρτημάτων. Εμπορία, κατασκευή και διανομή παντός είδους τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού.

Έτος Ίδρυσης: 1981

Εισαγωγή στο ΧΑ: 17/12/1998

20. LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Δραστηριότητα: Η LAMDA Development δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη, επένδυση και διαχείριση ακινήτων στην Ελλάδα και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο της Εταιρείας συμπεριλαμβάνει εμπορικά κέντρα (106.000 τ.μ. GLA), κτίρια γραφείων, οικιστικά συγκροτήματα, καθώς και τη Μαρίνα Φλοίσβου. Επίσης, η Εταιρεία δραστηριοποιείται στον τομέα των ΣΔΙΤ (Συμπράξεις Δημόσιου και Ιδιωτικού Τομέα).

Έτος Ίδρυσης: 1977

Εισαγωγή στο ΧΑ: 25/09/1995

21. METKA A.E.

Δραστηριότητα: Βιομηχανία βαρέων μεταλλικών και μηχανολογικών κατασκευών, εκτέλεση μεγάλων ηλεκτρομηχανολογικών έργων.

Έτος Ίδρυσης: 1962

Εισαγωγή στο ΧΑ: 09/02/1973

22. ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Ανάλυση και κατασκευή τεχνικών έργων, δημόσιων ή ιδιωτικών με οποιαδήποτε μέθοδο. Ανέγερση οικοδομών σε ιδιόκτητα οικόπεδα τρίτων με το σύστημα αντιπαροχής και με σκοπό τη μεταπώληση τους με κέρδος. Ίδρυση και εκμετάλλευση μονάδων εξόρυξης και παραγωγής λατομικών προϊόντων και γενικά δομικών υλικών. Βιομηχανική παραγωγή, διάθεση και εμπορία δομικών και γενικά οικοδομικών υλικών.

Μελέτη, κατασκευή και συναρμολόγηση κάθε είδους βιομηχανικού εξοπλισμού και βιομηχανικών εγκαταστάσεων.

Έτος Ίδρυσης: 1974

Εισαγωγή στο ΧΑ: 19/07/1990

23. ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε.

Δραστηριότητα: Αγορά και εκμετάλλευση πλοίων επιβατηγού ναυτιλίας, κατάλληλων για την ασφαλή μεταφορά προσώπων και πραγμάτων σε γραμμές του εσωτερικού και του εξωτερικού. Συμμετοχή σε άλλες εταιρίες με τους ίδιους ή παρεμφερείς στόχους, όπως η ίδρυση και εκμετάλλευση ξενοδοχείων, η αγορά ή μίσθωση συγκοινωνιακών μέσων. Επέκταση σε παρεμφερείς κλάδους τουριστικών και εμπορικών δραστηριοτήτων.

Έτος Ίδρυσης: 1972

Εισαγωγή στο ΧΑ: 05/05/1998

24. JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

Δραστηριότητα: Παραγωγή και εμπορία παιχνιδιών, παιδικών αμαξωμάτων, επίπλων, ενδυμάτων, αξεσουάρ ελληνικής και ξένης προέλευσης και γενικά εμπορευμάτων που απευθύνονται στο παιδί. Εισαγωγές και εξαγωγές. Συμμετοχή σε επιχειρήσεις με τον ίδιο ή και διαφορετικό σκοπό.

Έτος Ίδρυσης: 1986

Εισαγωγή στο ΧΑ: 19/06/1997

25. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Παροχή υπηρεσιών ελλιμενισμού πλοίων και διακίνησης φορτίων και επιβατών από και προς το Λιμένα. Εγκατάσταση, οργάνωση και εκμετάλλευση κάθε λιμενικής υποδομής. Ανάλυση κάθε δραστηριότητας που έχει σχέση με το λιμενικό έργο.

Έτος Ίδρυσης: 1999

Εισαγωγή στο ΧΑ: 27/08/2001

26. PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ

Δραστηριότητα: Δραστηριοποιείται σε ευρύ φάσμα παροχής προϊόντων και υπηρεσιών τραπεζικής.

Έτος Ίδρυσης: 2001

Εισαγωγή στο ΧΑ: 22/12/2005

27. Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.

Δραστηριότητα: Μελέτη και κατασκευή μηχανουργικών και μεταλλικών κατασκευών παντός είδους, ιδίως γερανογεφυρών και ανυψωτικών μηχανημάτων.

Έτος Ίδρυσης: 1958

Εισαγωγή στο ΧΑ: 27/08/1990

28. ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.

Δραστηριότητα: Μελέτη, παραγωγή και διάθεση καλλυντικών και ειδών κομμωτηρίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, αντιπροσώπευση αυτών και άλλες συναφείς δραστηριότητες.

Έτος Ίδρυσης: 1964

Εισαγωγή στο ΧΑ: 04/07/1994

29. ΣΙΑΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΑΙΚΟΝ)

Δραστηριότητα: Επεξεργασία μετάλλων και γενικά κάθε εμπορική και βιομηχανική επιχείρηση, η συμμετοχή σε άλλες βιομηχανικές, εμπορικές επιχειρήσεις, αντιπροσώπευση βιομηχανικών και εμπορικών οίκων του εξωτερικού - εσωτερικού.

Έτος Ίδρυσης: 1974

Εισαγωγή στο ΧΑ: 12/12/1994

30. SPRIDER STORES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ - ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ

Δραστηριότητα: α) Παραγωγή και εμπορία ετοιμών ενδυμάτων, αθλητικών ειδών, συνόλων πλαζ, υποδημάτων και δερμάτινων ειδών, υφασμάτων, νημάτων, και πάσης φύσεως αξεσουάρ. Εισαγωγή και εξαγωγή των ανωτέρω ειδών. Αντιπροσώπευση οίκων ημεδαπής ή αλλοδαπής, που παράγουν τα ανωτέρω ή συναφή είδη και διάθεσή τους χονδρικός ή λιανικός στην Ελληνική ή διεθνή αγορά. Κτήση, εκμετάλλευση παντός δικαιώματος, προνομίου και άδειας χρήσεως τεχνικών μεθόδων και σήματος τρίτων αναγκαίου ή χρήσιμου για τους σκοπούς που επιδιώκει η εταιρεία. Επιδιώκοντας τους ανωτέρω σκοπούς, η εταιρεία δύναται να συμμετέχει και σε οποιαδήποτε επιχείρηση ομοίων και παρεμφερών ή μη σκοπών, υπό οποιονδήποτε εταιρικό τύπο και (ή) συνεργασία με αυτές και να παρέχει κάθε είδους εγγυήσεις σε τρίτους υπέρ θυγατρικών εταιρειών ή εταιρειών συμφερόντων της εταιρείας, κατά την απόλυτη κρίση του Διοικητικού της Συμβουλίου. β) Κατασκευή και εκμετάλλευση ακινήτων.

Έτος Ίδρυσης: -

Εισαγωγή στο ΧΑ: 24/02/2004

31. ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.

Δραστηριότητα: Εισαγωγές και εξαγωγές αυτοκινήτων, δικύκλων, μηχανών και ανταλλακτικών. Παραγωγή πλαισίων και αμαξωμάτων λεωφορείων, εισαγωγές και εξαγωγές λεωφορείων. Παροχή υπηρεσιών οδικής βοήθειας σε αυτοκίνητα, δίκυκλα και άλλα οχήματα.

Έτος Ίδρυσης: 1958

Εισαγωγή στο ΧΑ: 18/06/1997

32. ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Παραγωγή και εμπορία σωλήνων παντός τύπου, υλικών παραγωγής σωλήνων και εξαρτημάτων αυτών, κατασκευή και εκμετάλλευση δικτύων σωλήνων και συμμετοχή σε επιχειρήσεις του αυτού σκοπού.

Έτος Ίδρυσης: 1969

Εισαγωγή στο ΧΑ: 30/07/1998

33. ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρείας διακρίνεται σε ηλεκτροπαραγωγή με χρήση Ανανεώσιμων Πηγών Ενέργειας και σε κατασκευαστικές υπηρεσίες που σχετίζονται με τα έργα ΑΠΕ καθώς και με έργα για τον δημόσιο και ιδιωτικό τομέα κατέχοντας πτυχίο 6ης τάξης.

Έτος Ίδρυσης: 1949

Εισαγωγή στο ΧΑ: 14/11/2007

34. ΤΕΡΝΑ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Εκτέλεση μεγάλων δημοσίων και ιδιωτικών έργων, ευρύτατου φάσματος και σύνθετης τεχνογνωσίας.

Έτος Ίδρυσης: 1972

Εισαγωγή στο ΧΑ: 20/01/1994

35. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.

Δραστηριότητα: Ανέγερση, οργάνωση και εκμετάλλευση πρότυπου θεραπευτικού και διαγνωστικού κέντρου στην Αττική. Παροχή υπηρεσιών υγείας, ανάπτυξη ειδικών δραστηριοτήτων για την προαγωγή ιατρικής έρευνας και μεθόδων θεραπείας, δημιουργία προπτυχιακής ή/και μεταπτυχιακής Ιατρικής Σχολής στην Ελλάδα ή την αλλοδαπή.

Έτος Ίδρυσης: 1970

Εισαγωγή στο ΧΑ: 07/06/2002

36. FOLLI - FOLLIE A.B.E.E.

Δραστηριότητα: Κατασκευή και διάθεση χρυσών και αργυρών κοσμημάτων και ωρολογίων, ενδυμάτων, υποδημάτων, αξεσουάρ ενδύσεως, κ.λπ. στο εσωτερικό και εξωτερικό λιανικά ή/και χονδρικά. Αντιπροσώπευση οίκων εξωτερικού με το ίδιο ή παρόμοιο αντικείμενο καθώς και εισαγωγή των προϊόντων των οίκων αυτών.

Έτος Ίδρυσης: 1986

Εισαγωγή στο ΧΑ: 29/10/1997

37. FORTHNET A.E.

Δραστηριότητα: Παροχή τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών και συστημάτων ηλεκτρονικής πληροφόρησης καθώς επίσης και παροχή υπηρεσιών Internet.

Έτος Ίδρυσης: 1995

Εισαγωγή στο ΧΑ: 06/10/2000

38. FRIGOGLASS A.B.E.E.

Δραστηριότητα: Βιομηχανία ψυκτικών θαλάμων και υλικών συσκευασίας. Παραγωγή, πώληση, συντήρηση και εμπορία μηχανημάτων και μηχανών, ηλεκτρικών και ηλεκτρονικών υπολογιστών κάθε είδους και άλλων ομοειδών ή συναφών προϊόντων, εξαρτημάτων ή υλικών, κατασκευή και παραγωγή πλαστικών ειδών.

Έτος Ίδρυσης: 1993

Εισαγωγή στο ΧΑ: 02/12/1999

39. FOURLIS A.E ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Δραστηριότητα: Εταιρεία συμμετοχών

Έτος Ίδρυσης: 1966

Εισαγωγή στο ΧΑ: 21/04/1988

40. ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)

Δραστηριότητα: Βιομηχανική παραγωγή, κατασκευή και επεξεργασία ειδικών κατεργασμένων και τελικών προϊόντων έλασης και διέλασης αλουμινίου, χαλκού και κραμάτων αυτών. Εμπορία και αντιπροσώπευση τέτοιων ειδών. Ανάληψη αντιπροσωπειών. Συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις.

Έτος Ίδρυσης: 1977

Εισαγωγή στο ΧΑ: 27/12/1996

1.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ-ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ-URL

1.1 ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Amihud, Y., B. Lev and N.G. Travlos (1990), “Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions”, *Journal of Finance*, 45, pp. 603-616.
2. Bacon Report (1992), “Corporate Boards and Corporate Governance”, *Conference Board Report*, No. 1036.
3. Bagnani, Strock, E., N. Milonas, A. Saunders and N.G. Travlos (1994), “Managers, Owners and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis”, *The Journal of Finance*, 49.
4. Becht M., (1997), “Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure”, *European Corporate Governance Network* (Executive Report).
5. Becht M., Bolton P., Röell A., (2002), “Why Corporate Governance Is So Prominent Today from «Corporate Governance and Control», Finance Working Paper N°. 02/2005.
6. Berle, A., Means G., (2001), “The Modern Corporation and Private Property”, *Journal of General Management* .
7. Comment, R., Jarrell G., (2005), “Corporate Focus and Stock Returns”, *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 67-87.
8. Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report), Gee (Professional Publishing), London, U.K., 2002.
9. Conyon M.J. (1994), Corporate Governance Changes in U.K. Companies Between 1988 and 1993, *Corporate Governance* (Research Papers) 2 (2), pp. 87-99.
10. Conyon, M.J., Mallin C.A., (1997), “A Review of Compliance with Cadbury”, *Journal of General Management*, 2 (3), pp. 24-37.
11. Cromme Commission Code, (2001), Γερμανία
12. Dahya, J, Travlos N.G., (2000), «Does the One Man Show Pay?» Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited, *European Financial Management*, Vol. 6 (1), pp. 85-98.
13. Dahya, J., McConnell J., Travlos N.G., The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover, Working Paper, 2000.
14. German Code of Corporate Governance, (2002)

15. German Panel Rules, (2000)
16. Harvard Business School, «*Corporate Governance*», Survey 2002
17. International Herald Tribune, 2002
18. Jensen M., Meckling W., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
19. Jensen, M.(1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
20. Jensen, M., Eclipse of the Public Corporation (1989), *Harvard Business Review*, 67, pp. 60-70.
21. Kalay, A., Stockholder Conflict and Dividend Constraints (1982), *Journal of Financial Economics*, 10, pp. 211-233.
22. LaPorta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., (1999), “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471-517.
23. LaPorta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., (2000), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33.
24. LaPorta, R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., R. Vishny (2002), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 3-27.
26. McKinsey & Company Quarterly, 1996 (4).
27. McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey*, 2000.
42. McKinsey, Global Investor Opinion Survey», 2002
29. Mertzanis H.(2001), “*Principles of Corporate Governance in Greece*”, *Corporate Governance: An International Review* (No. 2), pp. 89-100.
30. Milonas, N.T., Similarly Traded Securities (2000): Greek Common vs. Preferred Stock, *European Financial Management* 6(3), and pp. 343-366.
31. Milonas N., A. Solomon, J. Solomon, and N.G. Travlos (2003), “Controlling the Growing Agency Problems: Should there be further Mandatory Corporate Governance Reform in Greece”, Working Paper.
32. Pagano, M., Röell A., Zechner J., (2002), “The geography of equity listing: why do companies list abroad?”, *Journal of Finance* 57, pp. 2651–2694.
33. Sarbanes Oxley Act of 2002
34. OECD Principles of Corporate Governance», OECD (2004)

35. Roell A., «*Corporate Governance and Economic Performance*», Princeton University, Deutsche Bank Lecture, 2004
36. Saunders, A., E. Strock and N.G. Travlos (1990), Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking, *The Journal of Finance*, 45, pp. 643-654..
37. Sixth FTSE 350 Corporate Governance Review, 2007
38. Solomon and Solomon, (1999) «A review for Corporate Governance»
39. The Combined Code on Corporate Governance» UK, (2003), «Sarbanes Oxley Act of 2002»
40. The Combined Code From the Cadbury and Greenbury Report, 2000
41. Yermack, D., (1996), “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
42. Wilson H., (1976), «The Governance of Britain»

1.2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αϊβαλής Κ., (2006), «Το εγχείρημα της μεταρρύθμισης των Δημοσίων Επιχειρήσεων και Οργανισμών»,.
2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1999) , «*Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της, Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα*», Αθήνα.
3. Επιτροπή Για Την Εταιρική Διακυβέρνηση Στην Ελλάδα, (1999), «*Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Στην Ελλάδα*», Αθήνα.
4. Εφημερίδα της Κυβέρνησης, Απόφαση 5/ 204/ 2000
5. Εφημερίδα της Κυβέρνησης, Ν. 3016/ 2002
6. Marketzoom, (2005), «*Η διακυβέρνηση των εταιρειών*», Τεύχος 209.
7. Μέκος Ζ. Κ., «*Η Εταιρική Διακυβέρνηση*», εκδόσεις Σταμούλη
8. Μητσοτάκης Κ., (16-04-2001), «*Σε ποια θέματα δίνουν βαρύτητα οι ξένοι θεσμικοί και πόσο είναι διατεθειμένοι να ανταμείψουν*», ΤΟ ΒΗΜΑ.
9. Μητσοτάκης Κ., (06-05-2001), «*Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα*», ΤΟ ΒΗΜΑ.
10. Μυλωνάς Νικόλαος (2002), «*Θεσμικοί Επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση*», *Οικονομικός Ταχυδρόμος* σελ. 76-77.

11. Μπουζούρα Μ., (2006), «Συμπέρασμα έρευνας από την εφαρμογή των αρχών της Εταιρικής Διακυβέρνησης», *Τα Νέα*, Σελ. 36.
12. Ναυτεμπορική, (2006), Ειδική έκδοση «Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη και Εταιρική Διακυβέρνηση».
13. Νιάρχος Ν.Α., (1989), Εκδόσεις Σταμούλη, Πειραιάς, «Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων».
14. Νόμος 2190/ 1920
15. Νόμος 3016/ 2002
- 16.. Ξανθάκης, Τσιπούρη, Σπανός, Νούνης, (2002) «Μεθοδολογία αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα».
17. Ο Κόσμος του Επενδυτή, (2003), «Η Αποτελεσματική Εταιρική Διακυβέρνηση Ξορκίζει Την Κακοδιαχείριση Των Χρηματιστηριακών Πόρων».
18. Oltheten. Ε., Σουγιάννη. Θ. (2004) “Ο νόμος Sarbanes-Oxley και τα εταιρικά σκάνδαλα” *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, σελ.70.
19. Παμπούκης Κ., «Το “γενικό εταιρικό συμφέρον” ως κεντρική ιδέα στον θεσμό της Εταιρικής Διακυβέρνησης», *Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου*, σελ.955-972, 2003.
20. Ρόκας Ι., (2002), «Οι λεγόμενες ‘αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης’ και το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας», *Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά: Η Προστασία του Επενδυτή*, 11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου.
21. ΣΕΒ, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2001
22. Σπήλιος Α. Μουζούλας, Δ.Ν., «Βασικές κατευθύνσεις για τη θέσπιση κανόνων Εταιρική Διακυβέρνησης στο πλαίσιο της Διοίκησης της Α.Ε., Διοίκηση Α.Ε. - Κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης», ΔΕΕ 6/2001 (Έτος 7ο), *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιρειών*, σελ.591-593.
23. Σπήλιου Αντ. Μούζουλα, Δ.Ν., (2003) «Εταιρική Διακυβέρνηση: Το Σχέδιο Δράσης Της Ευρωπαϊκής Επιτροπής», σελ. 1262 , περιοδικό Ε7.
24. The Economist, (2005), «Εταιρικά Κέρδη & Κοινωνική Ανταμοιβή», Ειδικές Εκδόσεις, *Η Καθημερινή*, Alpha Bank Τεύχος 14, σελ.22,

25. Τραυλός Ν., (2001), «Η Ανάπτυξη Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές», *Τάσεις – Η Ελληνική Οικονομία*, σελ. 170- 82.
26. Τραυλός Ν., (2003), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα», *Οικονομικός Ταχυδρόμος*.
27. Τραυλός Ν., Κυριακοπούλου Κ., (2003), «Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν.».
28. Τραυλός Ν., Μυλωνάς Ν., (2004), «Θεσμικοί επενδυτές και Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα», *Τάσεις*.
29. Σακελλάρης Π., (2006), «Ανάπτυξη και επενδύσεις: Η ώρα του ιδιωτικού τομέα» *Φιλελεύθερη Έμφαση*, τεύχος 23.
30. Χαριτάκης Ν.Γ., (07-11-1999), «Εταιρική Διακυβέρνηση», *ΤΟ ΒΗΜΑ*.
31. Χατζηεμμανουήλ Χρήστος, (2002), «Εταιρική Διακυβέρνηση: Ναι, Αλλά Πως; Γιατί το σχετικό νομοσχέδιο δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες της ελληνικής πραγματικότητας», *Ισοτιμία*, σελ.27-28,.
32. Χιώτης Β., (2005) «Τέλος η μονιμότητα και με νόμο. Επιβάλλονται κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης στις δημόσιες υπηρεσίες» / «Το Νομοσχέδιο. Όλες οι ΔΕΚΟ ανώνυμες εταιρείες», *ΤΟ ΒΗΜΑ*, Σελ.4.
33. ΦΕΚ 110 / 17.05.2002, (Άρθρα 1- 11), Νόμος Υπ' Αριθ. 3016 / 2002, «Για την Εταιρική Διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις».

1.3 ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

1. www.ase.gr , Εισηγμένες Εταιρείες Στο ΧΑΑ - Δείκτης FTSE / ΧΑ 20, Δείκτης FTSE/ΧΑ 40.
2. www.ase.gr, Ημερίδα με θέμα «Εταιρική Διακυβέρνηση και μεθοδολογία αξιολόγησης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο», Δελτία Τύπου Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών / Γνωστοποιήσεις / Δημοσιεύσεις Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, 20/03/2002
3. www.cosmote.gr/cosmote/cosmote.portal?pageLabel=L177_corporate_governance&path=/SCSDevRepository/content/el/dummyspages/L177_corporate_governance.xml&nfpb=true, Εταιρική Διακυβέρνηση και ΟΤΕ Α.Ε.

4. www.creative.gr, «Ποιοτικά Κριτήρια Προβολής Εισηγμένων Εταιρειών», Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε., Τομέας Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης, 31 Αυγούστου 2001.
5. www.ecgi.com, “Corporate Governance and Control”, Αύγουστος 2005.
6. ec.europa.eu/ellada/index_el.htm
7. www.europa.eu.int, Ευρωπαϊκή Επιτροπή - Αντιπροσωπεία Στην Ελλάδα.
8. www.express.gr, «Εφαρμόζουν πλήρως την Εταιρική Διακυβέρνηση 3 στις 10 επιχειρήσεις», Έρευνα Grant Thornton και Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
9. www.fgi.org.gr, Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης (Principles of Corporate Governance).
10. www.idkaramanlis.gr/html/arxeio/gr/articles/sakellaris/sakel060303-1.html
11. www.russey.com, «Corporate Governance in the New Economy», (2000) International Survey of Institutional Investors
12. www.sev.org.gr/online/search.aspx?mid=&lang=gr