

# κεφάλαιο 1

## Το Πλαίσιο

- 1.1 Εισαγωγή
- 1.2 Ιστορία - Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης
- 1.3 Γιατί Εταιρική Διακυβέρνηση;
- 1.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την διαμόρφωση των συστημάτων ΕΔ



*Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν οι λόγοι που οδήγησαν στην συγγραφή αυτού του βιβλίου. Η έννοια και η επίδραση που έχει η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) εξελίσσεται με τον χρόνο και διαφέρει από χώρα σε χώρα. Η μελέτη του ζητήματος έχει εξαιρετικά μεγάλη σημασία για την διαμόρφωση του εταιρικού περιβάλλοντος και την ανάπτυξη, τόσο των εταιρειών, όσο και των οικονομιών.*

*Η Εταιρική Διακυβέρνηση ως έννοια, μηχανισμοί, πρακτικές, θεωρία, κλπ. διαφέρει από χώρα σε χώρα. Η παγκοσμιοποίηση και η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών, αλλά ακόμα περισσότερο η παγκόσμια κρίση που ξεκίνησε το 2007, έθεσε το ζήτημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης με επιτακτικό τρόπο.*

*Η πολυπλοκότητα του ζητήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης, παρά το ότι το ζήτημα έχει τεθεί σχεδόν από τις απαρχές της κεφαλαιοκρατικού συστήματος, και η ρευστότητα του εταιρικού περιβάλλοντος καθρεπτίζεται στον μεγάλο αριθμό των ορισμών που είναι διαθέσιμοι για την Εταιρική Διακυβέρνηση. Στο κεφάλαιο θα γίνει μία μικρή ιστορική αναδρομή του θέματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης και θα τεθούν τα βασικά ζητήματα – προβλήματα που τίθενται. Τέλος, θα παρουσιαστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν την διαμόρφωση των συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης.*

# 1

## ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

### 1.1 Εισαγωγή

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) τις τελευταίες δεκαετίες αποτέλεσε διεθνώς κεντρικό ζήτημα της ακαδημαϊκής και νομοθετικής ενασχόλησης. Στην Ελλάδα το ζήτημα τέθηκε μόλις στα τέλη της δεκαετίας του 1990. Το έναυσμα για την έναρξη της συζήτησης και της νομικής αντιμετώπισης του θέματος ήταν η ραγδαία ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα και η ανάγκη εναρμόνισης του εταιρικού θεσμικού πλαισίου της με τις Ευρωπαϊκές Κατευθυντήριες Οδηγίες (Directives).

Η ΕΔ στην Ελλάδα ως έννοια, μηχανισμοί, διαδικασίες, οργανωτικές δομές και νομική αντιμετώπιση δεν έλαβε την απαιτούμενη προσοχή. Όλα ή σχεδόν όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη αντιμετώπισαν κατ' αρχάς την ΕΔ ως μία έννοια ξένη ή αδιάφορη προς την ελληνική πραγματικότητα και τις ανάγκες των ελληνικών επιχειρήσεων του ελληνικού εταιρικού υποδείγματος και περιβάλλοντος. Οι ξένοι επενδυτές και ειδικά οι θεσμικοί πρότειναν με έμφαση την ανάγκη για την υιοθέτηση αρχών και πρακτικών ΕΔ στην Ελλάδα. Η ανάγκη τους προήλθε κυρίως από τις νομικές – κανονιστικές απαιτήσεις των χωρών προέλευσής τους, καθώς και από τις απαιτήσεις των επενδυτών τους να επιβληθούν κανόνες διαφάνειας. Αυτές οι απαιτήσεις μεταφέρθηκαν στην Ελλάδα ως προϋποθέσεις για την επένδυση κεφαλαίων στη χώρα.

Αυτή είναι η αιτία του μιμητισμού που παρατηρήθηκε και σε πολλές περιπτώσεις υφίστα-

ται ακόμη. Η δεύτερη μεγάλη πηγή πιέσεων για την ομοιόμορφη εισαγωγή θεσμών ΕΔ ήταν η ανάγκη για τη συμμόρφωση με τους Ευρωπαϊκούς θεσμούς. Αυτές οι πιέσεις υπερίσχυαν των πραγματικών αναγκών των ελληνικών επιχειρήσεων καθώς και τη μελέτη της προσαρμογής του συστήματος ΕΔ που θα εφαρμοστεί στην Ελλάδα.

Παγκόσμια η ΕΔ επανήλθε στο προσκήνιο με την κρίση που ξεκίνησε το 2008. Η κρίση που ξεκίνησε με την κατάρρευση της Lehmann Brothers, αν και έχει μακροοικονομικές και διαρθρωτικές αιτίες, είναι παράλληλα και κρίση εταιρικής διακυβέρνησης. Η σχέση της ΕΔ με την κρίση αναλύθηκε από τον Kirkpatrick (2009) σε πρόσφατο άρθρο του. Τα συμπεράσματά του συνδέουν άμεσα και έμμεσα την ΕΔ με την κρίση. Ο Kirkpatrick υποστηρίζει ότι, ενώ η αποτυχία αυτών των συστημάτων μπορεί να μην είναι η αιτία της κρίσης, η αποτυχία τους ή οι αδυναμίες τους, όμως, είχαν ως αποτέλεσμα τη μη ανάσχεσή της και την εντατικοποίηση της κρίσης. Η αποτυχία των συστημάτων ευθυγράμμισης συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων, διαχείρισης κινδύνων, των μηχανισμών εποπτείας και επίβλεψης των λειτουργιών της εταιρείας, συμμόρφωσης, δημοσιοποίησης και μεταφοράς πληροφοριών στους μετόχους και στα πρόσωπα ή όργανα διοίκησης είναι προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Ο (Kirkpatrick, 2009) υποστηρίζει ότι η κρίση προήλθε σε μεγάλο βαθμό από αδυναμίες και αποτυχίες της Εταιρικής διακυβέρνησης. **Οι αδυναμίες και αποτυχίες που εμφανίστηκαν στην ΕΔ και το οικονομικό σύστημα εν γένει δεν είναι τυχαίες στην εμφάνισή τους, αλλά έχουν περισσότερο συστημικό χαρακτήρα.** Ο συστημικός χαρακτήρας τονίζεται ακόμη περισσότερο από το γεγονός ότι 3 χρόνια μετά την εμφάνιση των προβλημάτων δεν παρουσιάζεται καμία αξιόπιστη λύση, που να προσφέρει μακροχρόνια και διαρκή θετικά αποτελέσματα. Υπάρχει ανάγκη για την ριζική αναδιάρθρωση των δομών οργάνωσης, λειτουργίας και στρατηγικής ανάπτυξης των εταιρειών. Η Εταιρική Διακυβέρνηση βρίσκεται στον πυρήνα τόσο του προβλήματος όσο και της λύσης. Η διαμόρφωση νέων αρχών, μηχανισμών, πρακτικών και ρυθμίσεων (νομοθετικών και μη) προσαρμοσμένων στις νέες συνθήκες και δομές είναι το ζητούμενο της ακαδημαϊκής έρευνας.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) ως αντικείμενο έρευνας από τους ακαδημαϊκούς και ενασχόλησης από τους επαγγελματίες του επιχειρηματικού κόσμου και τα ρυθμιστικά νομοθετικά σώματα παγκοσμίως, έχει διακυμάνσεις, όσον αφορά τον βαθμό εστίασης και το βάρος που δίνεται στο αντικείμενο. Ωστόσο το θέμα – πρόβλημα της ΕΔ δεν είναι καινούργιο για τον Αγγλοσαξωνικό κόσμο.

Παρατηρήσεις και σχόλια για το αντικείμενο της ΕΔ κάνει πρώτος, (χωρίς να αναφέρει τον όρο), ο Adam Smith στα τέλη του 18ου αιώνα. Οι Berle and Means (1932) είναι οι πρώτοι που δημιούργησαν ένα πλαίσιο θεωρητικής και εμπειρικής έρευνας. Το τρίτο κύμα για την ανάπτυξη του γνωστικού πεδίου ήρθε στις αρχές της δεκαετίας του '70 με την εργασία των Jensen and Meckling (Jensen & Meckling, 1976). Το τέταρτο κύμα έλαβε χώρα στα τέλη της δεκαετίας του '80, ενώ το τελευταίο κύμα παρατηρήθηκε στις αρχές του 2000. Υπάρχει ένα κοινό χαρακτηριστικό στα κύματα αυτά της μελέτης και ανάδειξης του θέματος της ΕΔ. Όλα τα κύματα έλαβαν χώρα μετά από μία μεγάλη κρίση ή μεταβολή του τρόπου του επιχειρείν.

Εκτός του ζητήματος του χρόνου, το πρόβλημα, η ποιότητα και τα χαρακτηριστικά της ΕΔ δεν είναι σταθερά από χώρα σε χώρα, αλλά εξαρτώνται από τη δομή και τα βασικά χαρακτηριστικά της επιχειρηματικής δραστηριότητας σε κάθε χώρα. Ερευνητές (Weimer & Pape, 1999) προσπαθούν να δημιουργήσουν ομάδες χαρακτηριστικών που να περιγράφουν συστήματα ΕΔ και με αυτό τον τρόπο να κατατάξουν μία χώρα σε ένα σύστημα ή στο άλλο. Η διαμόρφωση συστημάτων και η κατάταξη βοηθά σημαντικά στην πολιτική, πολιτισμική, νομική και ηθική αντιμετώπιση του ζητήματος της ΕΔ. Το κεντρικό ζήτημα ΕΔ σε κάθε σύστημα είναι διαφορετικό. Στο Αγγλοσαξωνικό σύστημα ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου θέτει ως κεντρικό ζήτημα την ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των επαγγελματιών στελεχών και των μετόχων, ενώ στο Ευρωπαϊκό Ηπειρωτικό το κεντρικό ζήτημα είναι η προστασία του μικρομετόχου από τους μεγαλομετόχους που συχνά συμμετέχουν στη διοίκηση (και πολλές φορές τη διοικούν) της επιχείρησης. Το ζήτημα της ΕΔ δεν αφορά μόνο την οργανωσιακή επιστήμη, αλλά είναι περισσότερο σύνθετο. Η νομική, χρηματοοικονομική, ελεγκτική, λογιστική, οργανωσιακή, διοικητική, πληροφοριακή, ηθική, πολιτισμική και επικοινωνιακή διάσταση, μεταξύ άλλων, αποτελούν στοιχεία ενός δυναμικού περιβάλλοντος. Ακόμη και η ίδια η έννοια της επιχείρησης και η αποστολή της αποτελούν μέχρι σήμερα, (τριακόσια χρόνια μετά την πρώτη χρήση της), αντικείμενο ζωηρής αντιπαράθεσης.

Ζητήματα, όπως ο περιορισμός των συγκρούσεων μέσα στην εταιρεία, τα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να έχει η επιχείρηση, για να μεγιστοποιηθεί η αξία της, ο προσδιορισμός των δικαιούχων της αξίας αυτής, ο προσδιορισμός του ιδιοκτήτη της επιχείρησης, τα δικαιώματα των άλλων ενδιαφερομένων μερών εκτός των μετόχων που ζητούν συμμε-

τοχή στη διοίκηση ή απαιτούν τη δημιουργία στρατηγικής που να λαμβάνει υπόψη και τις δικές τους επιδιώξεις και συμφέροντα, είναι στο πυρήνα της μελέτης της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Τρία σύγχρονα ζητήματα διαμορφώνουν ένα πλαίσιο ακόμη πιο σύνθετο απ' ό,τι στο παρελθόν (πολυπλοκότητα, παγκοσμιοποίηση και μέγεθος). Το πρώτο είναι η πολυπλοκότητα των προϊόντων και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες για την προσέγγιση των καταναλωτών και τη βελτιστοποίηση της χρηματοοικονομικής απόδοσής τους, αντίστοιχα. Η πολυπλοκότητα στα προϊόντα και εργαλεία δημιουργεί ένα πέπλο αδιαφάνειας όσον αφορά στην λειτουργία της εταιρείας, που δυσχεραίνει την εποπτεία και τον έλεγχο και διαμορφώνει τις προϋποθέσεις – συνθήκες εκμετάλλευσης από τα κυρίαρχα ενδιαφερόμενα μέρη ή και απάτης.

Η παγκοσμιοποίηση της αγοράς κεφαλαίου και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες και η αυξανόμενη ταχύτητα κίνησης των κεφαλαίων έχει την ίδια επίπτωση με την πολυπλοκότητα των προϊόντων. Επιπρόσθετα όμως διαμορφώνει ένα πολυπλοκότερο οργανωσιακό, μετοχικό και επιχειρηματικό περιβάλλον και παράλληλα η διαδικασία λήψης απόφασης στα ανώτερα κλιμάκια διοίκησης γίνεται αντίστοιχα περισσότερο σύνθετη. Η ιδιότητα του μετόχου γίνεται απρόσωπη και ο επιχειρηματικός στόχος ολοένα και περισσότερο ασαφής. Η μεγάλη ταχύτητα κίνησης κεφαλαίων σηματοδοτεί και τη διαρκή αλλαγή της μετοχικής σύνθεσης. Η έλλειψη σταθερότητας και ο κατακερματισμός στη μετοχική σύνθεση προκαλεί και τη διαρκή αλλαγή στον επιθυμητό επιχειρηματικό στόχο. Η διαμόρφωση στρατηγικής σε ένα τέτοιο μετοχικό περιβάλλον είναι δύσκολη, αν όχι αδύνατη. Αυτός είναι ο

λόγος που η διαμόρφωση στρατηγικής επαφίεται στο Διοικητικό Συμβούλιο, στα επαγγελματικά στελέχη ή γενικά στα ενδιαφερόμενα μέρη που έχουν τη δυνατότητα και την ικανότητα να τη διαμορφώσουν και να την επιβάλλουν.

Το τρίτο σύγχρονο πρόβλημα είναι το μέγεθος των εταιρειών. Η American International Group (AIG), που διασώθηκε από την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, είχε στοιχεία ενεργητικού που υπερέβαιναν το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια (4 φορές το μέγεθος του ΑΕΠ της Ελλάδας). Η AIG δραστηριοποιούνταν σε 100 χώρες και στοιχεία του ενεργητικού της τα κατείχαν σε μεγάλο ποσοστό Ευρωπαϊκές εταιρείες. Οι εταιρείες Fannie Mae και Freddie Mac, που εθνικοποιήθηκαν στις ΗΠΑ, είχαν στοιχεία ενεργητικού που υπερέβαιναν τα 3 τρισεκατομμύρια δολάρια (12 φορές το μέγεθος του ΑΕΠ της Ελλάδας). Από αυτά το 20% το κατείχαν Ασιάτες επενδυτές. Η Lehman Brothers, μία εταιρεία με ιστορία 158 ετών με 700 δισεκατομμύρια σε στοιχεία ενεργητικού ρευστοποιήθηκε, ενώ η Merrill Lynch, μία εταιρεία με ιστορία 94 ετών, εξαγοράστηκε μετά από πρόσκληση της κυβέρνησης των ΗΠΑ από την Bank of America για να διασφαλιστεί η επιβίωση της τραπεζικής αγοράς των ΗΠΑ (Mazumder and Ahmad, 2010). Αυτά είναι μόνο ορισμένα παραδείγματα εταιρειών που παρουσίασαν προβλήματα στη λειτουργία τους και λόγω μεγέθους εξανάγκασαν την κυβέρνηση να λάβει μέτρα που επιβάρυναν τα δημόσια ταμεία. Το μέγεθος και η διάχυση των δραστηριοτήτων σε περισσότερες από μία χώρες είναι παράγοντες που ενισχύουν τη σημασία της Εταιρικής Διακυβέρνησης στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

Το περιβάλλον γίνεται ακόμη πιο σύνθετο από την ανάδυση νέων τύπων μετόχων, των θεσμικών επενδυτών, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία (pension funds) και τα κερδοσκοπικά αμοιβαία κεφάλαια (hedge funds). Στις ΗΠΑ οι νέοι αυτοί τύποι κατέχουν την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου. Το 1960 οι θεσμικοί επενδυτές κατείχαν το 12% του μετοχικού κεφαλαίου στις ΗΠΑ, το 1990 το ποσοστό ανήλθε στο 45%, ενώ το 2005 έφθασε στο 61% (Jacoby, 2007). Οι θεσμικοί επενδυτές κατείχαν το 2007 το 68% του μετοχικού κεφαλαίου των μεγαλύτερων εισηγμένων εταιρειών στις ΗΠΑ. Το γεγονός αυτό διαμορφώνει ένα νέο περιβάλλον διοίκησης στις εταιρείες αυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν διαφορετικούς στόχους (κυρίως την είσπραξη υπεραξιών και μερισμάτων) από αυτούς που μπορεί να έχουν οι αρχικοί επιχειρηματίες, οι μικροεπενδυτές ή άλλα ενδιαφερόμενα μέρη. Δεν είναι τυχαίο ότι κατά την περίοδο αυτή αυξήθηκαν οι ταμιακές ροές που συνδέονται με την πληρωμή μερισμάτων ή επαναγορά μετοχών (το 1960 ήταν 20%, το 1970 30%, το 1990 75%, ενώ στα μέσα της δεκαετίας του '90 έπεσε ξαφνικά, για να επανέλθει στο 70% στο τέλος της δεκαετίας) (Dore, 2008).

Οι αλλαγές αυτές σηματοδοτούν την αλλαγή στον χρονικό ορίζοντα επίτευξης των στόχων της εταιρείας και την αλλαγή στις αντίστοιχες στρατηγικές επίτευξής τους. Έτσι διαμορφώνεται ένα δυναμικό εταιρικό περιβάλλον, δύσκολα ρυθμιζόμενο και σχετικά απρόβλεπτο. Η πολυπλοκότητα και δυναμικότητα του εταιρικού περιβάλλοντος και ο αριθμός των παραγόντων που επηρεάζουν το εταιρικό περιβάλλον επιβάλλουν την αντίστοιχη πολύπλευρη αντιμετώπιση του ζητήματος.

Υπάρχει σύνδεση του συστήματος Εταιρικής Διακυβέρνησης και της νομικής και πολιτικής αντιμετώπισης του συστήματος. Οι εταιρείες έχουν κατά τις τελευταίες δεκαετίες ισχυροποιη-

θεί σημαντικά τόσο όσον αφορά το μέγεθός τους, όσο και όσον αφορά την επιρροή τους στην κοινωνική και πολιτική ζωή. Αν και η Εταιρική Διακυβέρνηση ασχολείται κυρίως με την κατανομή και διαχείριση της εξουσίας εντός της εταιρείας, έχει σημαντική αλληλεπίδραση στην κατανομή και τη διαχείριση της εξουσίας και πέρα από τα όρια της εταιρείας. Η κρίση του 2007-2008 αποτελεί τεκμήριο της αλληλεπίδρασης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος και του κοινωνικοπολιτικού. Στην κρίση αυτή η Εταιρική Διακυβέρνηση αποτέλεσε κεντρικό σημείο της αντιπαράθεσης. Νέοι νόμοι και ρυθμίσεις θεσπίστηκαν, νέες πρακτικές υιοθετήθηκαν, νέες θεωρίες αναπτύχθηκαν μετά την κρίση του 2000. Όλες αυτές οι πρωτοβουλίες δε φαίνεται να είχαν καταλυτική επίδραση στην ανάσχεση της κρίσης του 2007-2008. Οι επιπτώσεις αυτής της αποτυχίας είναι εμφανείς στη δομή των αγορών (εργασίας, κεφαλαίων, χρήματος και προϊόντος) και του κοινωνικοπολιτικού συστήματος σήμερα. Η αναζήτηση μιας νέας ισορροπίας ανάμεσα στους βασικούς παράγοντες διαμόρφωσης των αγορών και των κοινωνιών εντός των οποίων δραστηριοποιούνται είναι το σημείο εστίασης της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Στην Ελλάδα, η εξάρτηση των επιχειρηματιών από δανειακά κεφάλαια, η υποτονική κεφαλαιαγορά και οι μικρές σχετικά ταχύτητες εισαγωγής καινοτομιών στην οργάνωση και διοίκηση των εταιρειών παραμένουν σταθερές του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Η ανάλυση τόσο σε θεωρητικό επίπεδο, όσο και σε εμπειρικό-στατιστικό επιβεβαιώνει το παραπάνω συμπέρασμα.

Αν και στην Ελλάδα μπορεί να μην έχουν αλλάξει πολλές παράμετροι διαμόρφωσης του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, δεν μπορεί να ειπωθεί το ίδιο και για το παγκόσμιο επιχειρηματικό περιβάλλον. Η σύνδεση της χώρας

με την Ευρωπαϊκή Ένωση επέφερε την ανάγκη για τη δημιουργία ενός επιχειρηματικού περιβάλλοντος που να παρουσιάζει τα ίδια δομικά χαρακτηριστικά, κυρίως στο επίπεδο της ρύθμισης και του νομικού πλαισίου της αγοράς, του ανταγωνισμού, του εμπορικού και εταιρικού δικαίου. Η ολοένα και αυξανόμενη διασύνδεση των οικονομιών επέφερε και τη διασύνδεση των εταιρειών. Ο εντεινόμενος ανταγωνισμός για την απόκτηση κεφαλαίων δημιούργησε την ανάγκη για την ύπαρξη αναπτυγμένων, καλά ρυθμιζόμενων κεφαλαιαγορών με ένα κοινό σύνολο κανόνων και μεθόδων. Η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Παρουσίασης (ΔΠΧΠ, International Financial Reporting Standards) είναι ένα παράδειγμα επιβολής ή υιοθέτησης κοινών κανόνων. Ο νόμος για την ΕΔ στην Ελλάδα ψηφίστηκε το 2002, ενώ ταυτόχρονα σχεδόν ΔΠΧΠ εισήχθησαν και εφαρμόστηκαν τελικά το 2003.

## 1.2 Ιστορία - Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Το πρόβλημα ή ζήτημα της ΕΔ είναι τόσο παλιό όσο η εταιρεία περιορισμένης ευθύνης και η ανώνυμη εταιρεία. Ο θεσμός του νομικού προσώπου ως φορέα ίδρυσης και λειτουργίας μίας επιχείρησης έφερε επανάσταση στον τρόπο του επιχειρείν και είναι ένας από τους παράγοντες που οδήγησαν στην ταχύτητα οικονομική ανάπτυξη από τον 18ο αιώνα και μετά. Η ανώνυμη εταιρεία προσέφερε δύο πλεονεκτήματα. Το πρώτο ήταν ότι ο μέτοχος δεν ταυτιζόταν με την εταιρεία. Ο μέτοχος έγινε φορέας χρηματοδότησης. Με αυτό τον τρόπο ο κάτοχος κεφαλαίου θα μπορούσε να επενδύσει σε περισσότερες από μία επιχειρήσεις και έτσι να μειώσει τον κίνδυνο (εάν μία επιχείρηση είναι ζημιογόνα, δεν κινδυνεύει το σύνολο των κεφαλαίων της, αλλά μόνο το τμήμα που έχει επενδυθεί σε αυτήν). Το δεύ-

τερο πλεονέκτημα είναι ότι με αυτό τον τρόπο μπορεί να γίνει ευκολότερα συσσώρευση κεφαλαίου. Σήμερα υπάρχουν επιχειρήσεις με εκατομμύρια μετόχους. Αυτή η εξέλιξη οδήγησε στην αποδέσμευση του μετόχου από την υποχρέωση – δικαίωμα της διοίκησης ή της λήψης απόφασης και δημιούργησε το πρόβλημα του ελέγχου των προσώπων που πλέον λαμβάνουν τις αποφάσεις. Η οργανωτική δομή ως αποτέλεσμα άλλαξε. Η Γενική Συνέλευση των Μετόχων και το Διοικητικό Συμβούλιο ως όργανα ελέγχου και σχεδιασμού στρατηγικής θεσμοθετήθηκαν. Η μετοχή έγινε από μόνη της εμπορεύσιμο αγαθό και οι κεφαλαιαγορές αναπτύχθηκαν. Η ταχύτητα και ο όγκος μετακίνησης κεφαλαίων στην πορεία του χρόνου αυξήθηκε ταχύτατα.

Ενώ αυτές οι εξελίξεις έλαβαν χώρα τον 18ο και 19ο αιώνα, για πρώτη φορά το πρόβλημα της Εταιρικής Διοίκησης τέθηκε στην πράξη στις αρχές του 20ου αιώνα. Η εργασία των Berle & Means θεωρείται ως η πρώτη που έθεσε με ξεκάθαρο τρόπο το πρόβλημα της αντιπροσωπευσης των ιδιοκτητών στη διοίκηση ή τη συμμετοχή τους σε αυτή (Berle & Means, 1932). Σύμφωνα με τους Berle και Means (1932) ο ρόλος του ιδιοκτήτη έχει αλλάξει από ενεργά συμμετέχοντα στη διακυβέρνηση της εταιρείας σε παθητικός παρατηρητής. Καθώς η ιδιοκτησία διαχέεται, ο έλεγχος περιορίζεται. Ο εταιρικός πλούτος τυγχάνει διαχείρισης με μικρότερη ή ακόμη και ελάχιστη συμμετοχή των ιδιοκτητών. Η ιδιοκτησία πλέον συμβολίζεται από τον τίτλο μετοχικής ιδιοκτησίας και η εξουσία και η διοικητική λειτουργία έχει μετατεθεί σε μία ομάδα επαγγελματιών διοικητικών στελεχών.

Αν και το θέμα τέθηκε στη σωστή του βάση από το 1932 δεν αποτέλεσε αντικείμενο εντατικής έρευνας μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1970. Στην προηγούμενη από αυτήν δεκαετία και κατά τη διάρκειά της η συσσώρευση κεφαλαίων και η διάχυση της ιδιοκτησίας ήταν μεγάλη. Ένας πρόσθετος λόγος ήταν τα έντονα προβλήματα στην εταιρική σταθερότητα και η εμφάνιση σκανδάλων και προβλημάτων στη λειτουργία των εταιρειών.

Από την αρχή του 20ου αιώνα η διαχείριση της μετοχικής ιδιότητας έγινε με βάση την αρχή της διαχειριστικής αυτονομίας και όχι με την αρχή της δημοκρατικής μεταχείρισης των μετόχων (με την έννοια της ίσης συμμετοχής στη διοικητική λειτουργία και στη διαδικασία λήψης απόφασης<sup>1</sup>). Η έμφαση στη διαχειριστική αυτονομία οφείλεται στην ανάγκη για την αριστοποίηση της διοικητικής λειτουργίας και την αμεσότητα λήψης απόφασης (ένταση του ανταγωνισμού, η ταχύτητα κυκλοφορίας των εμπορευμάτων και της παραγωγικής διαδικασίας, η ανάγκη για ολοένα και περισσότερες γνώσεις και δεξιότητες διοίκησης και οργάνωσης). Μετοχικοί ακτιβιστές, όπως ο Turnbull (2000), είναι υποστηρικτές της δημοκρατικής διακυβέρνησης της εταιρείας και προτείνει τη συμμετοχή με βάση την ιδιότητα του μετόχου (1 μέτοχος – μία ψήφος) και όχι με βάση τον αριθμό μετοχών (1 μετοχή - 1 ψήφος). Η πρόταση αυτή τροποποιεί σημαντικά το πρόβλημα, γιατί εξισώνει τους μετόχους και δίνει ουσιαστικά τα ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις σε όλους. Από την άλλη αποδυναμώνει το πλεονέκτημα της ευκολίας που έχει η ανώνυμη εταιρεία να συγκεντρώνει κεφάλαια προσελκύνοντας μεγάλους επενδυτές.

<sup>1</sup> Στους συνεταιρισμούς έχει επιβληθεί η ισότητα των μετόχων με την θεσμοποίηση της συνεταιριστικής μερίδας. Κάθε μέτοχος έχει το δικαίωμα να κατέχει μόνο μία. Οι μερίδες αντιστοιχούν στην ίδια ποσότητα κεφαλαίου και έχουν τα ίδια δικαιώματα και υποχρεώσεις. Δεν υπάρχουν διαφορετικές κλάσεις μετοχών, όπως στην περίπτωση των άλλων εταιριών όπου οι μετοχές μπορεί να είναι προνομιοσώχες, κοινές, χωρίς δικαίωμα ψήφου, χωρίς το δικαίωμα μερίσματος κ.α. ή συνδυασμοί αυτών των επιλογών.



Για το μεγαλύτερο χρονικό διάστημα του 20ου αιώνα το ερώτημα της εταιρικής διακυβέρνησης δε μελετήθηκε σε βάθος (Gamble & Gavin, 2001). Ωστόσο, το πρόβλημα της ΕΔ τις τελευταίες δεκαετίες λόγω των θεμελιωδών αλλαγών στην ιδιοκτησιακή δομή των επιχειρήσεων, που επιτεύχθηκε μέσα από την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και την ολοένα και μεγαλύτερη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στα μετοχικά σχήματα των επιχειρήσεων παγκοσμίως, επανήλθε στο προσκήνιο της ακαδημαϊκής έρευνας, της εταιρικής, θεσμικής-νομικής, πολιτικής αλλά και κοινωνικής προσοχής.

Σήμερα, το ζήτημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης αποκτά μία πιο ριζική διάσταση. Πολλοί ερευνητές θέτουν το ζήτημα στα πιο θεμελιώδη στοιχεία του. Ξεκινούν τη συζήτηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση αναζητώντας ορισμό για την εταιρεία (Monks and Minow, 2004). Αυτό σημαίνει ότι οι σταθερές μεταβλητές σκέψης και διαμόρφωσης θεωρίας έχουν χάσει την αξία τους και οι ερευνητές αναζητούν νέους διαδρόμους σκέψης, για να μπορέσουν να περιγράψουν και να εξηγήσουν τα φαινόμενα και στη συνέχεια να προτείνουν λύσεις στα προβλήματα.

Η συζήτηση αναζωπυρώθηκε εκ νέου υπό το φως των λογιστικών και ηθικών σκανδάλων του αρχών της δεκαετίας του 2000. Και στις τρεις (3) αυτές περιόδους συζήτησης του προβλήματος έχουν διαμορφωθεί αρκετές σχολές σκέψης και έχουν τροποποιηθεί σημαντικά τα δεδομένα της οικονομίας και της λειτουργίας της αγοράς (π.χ. αύξηση κινητικότητας κεφαλαίου, μείωση του βαθμού ελέγχου των εταιρειών, αυξημένος ρόλος θεσμικών επενδυτών κλπ.). Ο σημαντικός αριθμός διαφορετικών ορισμών, που έχουν δοθεί για το πρόβλημα της ΕΔ, είναι ενδεικτικός του πολυσχιδούς και πολύπλευρου χαρακτήρα του φαινομένου. Ενδεικτικό της

έμφασης που δίνεται στο πρόβλημα αυτό είναι η ενασχόληση του ΟΟΣΑ (1999, 2004) με την έκδοση αρχών και οδηγιών για την εταιρική διακυβέρνηση, η ψήφιση νόμων, ακόμα και στις Ηνωμένες Πολιτείες που ήταν υπέρ της φιλελευθεροποίησης της αγοράς και της έλλειψης ρύθμισης (βλ. Sarbanes – Oxley Act (2002) και εθελοντικών κωδίκων (Cadbury το 1992 στο Ηνωμένο Βασίλειο) και της ολοένα και διογκούμενης ακαδημαϊκής συζήτησης.

Ο ΟΟΣΑ, εν αντιθέσει με το Cadbury Report (1992)<sup>2</sup> που εστιάζει στα χρηματοοικονομικά θέματα, αναφέρει 4 βασικές αρχές: ευθύνη, λογοδοσία, εντιμότητα-αμεροληψία και διαφάνεια (Fremond & Caraul, 2002). Το γεγονός ότι ο ΟΟΣΑ επιλέγει αυτές τις αρχές και όχι συγκεκριμένα κανονιστικά διοικητικά, οργανωτικά ή και νομικά μέτρα δείχνει ότι ο ΟΟΣΑ αναγνωρίζει ότι η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός που περιλαμβάνει πολιτικά, κοινωνικά, ηθικά δομικά στοιχεία και όχι αμιγώς οικονομικά – χρηματοοικονομικά ή οργανωτικά. Τα εκτελεστικά στελέχη (managers) στη σύγχρονη, μεγάλης διάχυσης ιδιοκτησίας επιχείρηση θα πρέπει να πείσουν για τις διαθέσεις-προθέσεις τους, τις αρχές τους και την ικανότητά τους να διοικήσουν και κυρίως να ηγηθούν. Ακόμη, η εξάρτηση του οργανωτικού και διοικητικού προτύπου της επιχείρησης από το νομικό πλαίσιο της χώρας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το πρόβλημα δεν είναι πλέον μόνο πρόβλημα διαχείρισης – διοίκησης ή ηγεσίας αλλά ταυτόχρονα έχει και μία πολιτική χροιά (Μουζούλας, 2003, σ. 23).

<sup>2</sup>Το Cadbury Report είναι διαθέσιμο στον ιστότοπο <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>. Το συγκεκριμένο πλαίσιο δεν ήταν μοναδικό. Ακολούθησε μία αλυσίδα από αυτά για το Ηνωμένο Βασίλειο που είχαν ως στόχο την επικαιροποίηση και βελτιστοποίηση της παρέμβασης στο ζήτημα της ΕΔ. Επιπρόσθετες πληροφορίες τα πλαίσια που ακολούθησαν το Cadbury όπως είναι το Greenbury Report (1995), το Hampel Report (1998), Turnbull Report (1999) και Higgs Report (2003) είναι διαθέσιμα στον ιστότοπο: [http://en.wikipedia.org/wiki/Cadbury\\_Report](http://en.wikipedia.org/wiki/Cadbury_Report).

Υπάρχουν διαφορετικοί ορισμοί και απόψεις για το τι είναι Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ). Οι ορισμοί που παρατίθενται στην παράγραφο αυτή είναι ενδεικτικοί. Η πληθώρα των ορισμών που είναι διαθέσιμοι για την ΕΔ είναι ενδεικτικό στοιχείο της πολυπλοκότητας και της δυναμικής του ζητήματος. Η κάθε ομάδα ερευνητών έχει προσεγγίσει το ζήτημα με την οπτική της εξειδίκευσής της ή της ιδιαίτερης αντίληψης που έχει για τον τρόπο που θα πρέπει να δομούνται και να λειτουργούν οι επιχειρήσεις. Ο Tricker αναφέρει ότι «εάν η διοίκηση (management) σχετίζεται με τη λειτουργία της επιχείρησης, η εταιρική διακυβέρνηση σχετίζεται με το εάν λειτουργεί σωστά» (Tricker, 1984). Ο Monks δηλώνει ότι η ΕΔ είναι μία διαδικασία αποτελεσματικής λογοδοσίας της διοίκησης σε ενημερωμένους και ενεργούς ιδιοκτήτες (Monks, 2002). Οι Gillan and Starks ορίζουν την ΕΔ ως ένα σύστημα νόμων, κανόνων και παραγόντων που ελέγχουν τις λειτουργίες μίας εταιρείας (Gillan & Starks, 1998). Η Aguilera (2005) ορίζει την Εταιρική Διακυβέρνηση ως τη μελέτη της κατανομής των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων συμμετεχόντων στην εταιρεία. Οι συμμετέχοντες είναι τα στελέχη, οι μέτοχοι, το Διοικητικό Συμβούλιο και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (π.χ. εργαζόμενοι, προμηθευτές και πελάτες). Οι Shleifer και Vishny υιοθετούν μία χρηματοοικονομική οπτική και διατυπώνουν την άποψη ότι «η ΕΔ αφορά τον τρόπο με τον οποίο οι προμηθευτές του κεφαλαίου (ιδιοκτήτες ή κύριοι) εξασφαλίζουν για τον εαυτό τους απόδοση για την επένδυσή τους» (Shleifer & Vishny, 1997). Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory) το κεντρικό πρόβλημα της ΕΔ είναι το πώς οι μέτοχοι διασφαλίζουν ότι τα ιδιοτελή διοικητικά επαγγελματικά εκτελεστικά στελέχη (agents) δρουν για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και όχι των δικών τους (Hendry, 2005).

Οι Klapper και Love εντοπίζουν τα παρακάτω βασικά ερωτήματα ή στόχους για την ΕΔ:

1. **«Πειθαρχία:** Είναι η προσδοκώμενη αμοιβή των στελεχών συνδεδεμένη με την αξία των μετοχών;
2. **Διαφάνεια:** Η εταιρεία δημοσιοποιεί τις Ετήσιες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις της εντός τεσσάρων μηνών από το πέρας του λογιστικού έτους;
3. **Ανεξαρτησία:** Είναι ο Πρόεδρος ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος;
4. **Λογοδοσία:** Είναι να μέλη του Δ.Σ. και τα μέλη της επιτροπής διοίκησης σημαντικά διαφορετικά;
5. **Ευθύνη:** Έχει στην εταιρεία καταγραφεί η λήψη αποτελεσματικών μέτρων στην περίπτωση κακής διαχείρισης; Υπάρχουν μηχανισμοί επιβολής ποινών από την επιτροπή διοίκησης στην περίπτωση κακής διαχείρισης;
6. **Αμεροληψία:** Είναι οι μέθοδοι ψηφοφορίας εύκολα προσβάσιμοι (π.χ. μέσω εξουσιοδότησης); Έχουν όλοι οι κάτοχοι μετοχών το δικαίωμα να συγκαλέσουν τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων;
7. **Κοινωνική συνειδητοποίηση:** Είναι η εταιρεία σαφώς περιβαλλοντικά συνειδητοποιημένη;» (Klapper & Love, 2004)

Η προσέγγισή τους είναι περισσότερο λειτουργική, με επίκεντρο τη διαδικασία παραγωγής του αποτελέσματος και τη δημιουργία των προϋποθέσεων του περιορισμού των αρνητικών επιδράσεων, ενώ δεν εστιάζει στην αιτία του φαινομένου. Οι Klapper και Love (2004) παρα-

θέτουν κατ' ουσία έναν κατάλογο από αρχές που η τήρησή τους δυνητικά θα μπορούσε να δημιουργήσει μια νέα εσωτερική ισορροπία δυνάμεων και εξουσιών και παράλληλα να δημιουργήσει την προϋπόθεση για τη δυναμική ανάπτυξη των σχέσεων της επιχείρησης με την κοινωνία.

Η ποικιλία και η απόκλιση των ορισμών υποδηλώνει ότι μέχρι σήμερα δεν έχει γίνει αποδεκτός ένας ορισμός. Οι μελετητές διαφωνούν στον ορισμό του προβλήματος, στις δομές του, στις λύσεις του, στα συμμετέχοντα ενδιαφερόμενα μέρη, ακόμα και στην ανάγκη επίλυσης του ζητήματος. Επίσης υποδηλώνει ότι υπάρχει διάχυτη η ανάγκη για μια νέα προσέγγιση στον τρόπο του επιχειρείν και στον τρόπο με τον οποίο δομούνται και δραστηριοποιούνται οι εταιρείες στο σύγχρονο οικονομικό-κοινωνικό-πολιτικό και τεχνολογικό περιβάλλον.

Ωστόσο, θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι παραπάνω ορισμοί έχουν το μειονέκτημα ότι λαμβάνουν μόνο υπόψη την ιδιοκτησιακή δομή των Αγγλοσαξονικών χωρών και όχι τις χώρες που είχαν διαφορετικά πρότυπα ανάπτυξης της επιχειρηματικότητας (όπως είναι οι χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης, π.χ. Γερμανία, Γαλλία, Ελλάδα, Ιαπωνία, Λατινικές χώρες, Ασία). Σε πολλά από αυτά τα κράτη ή και συστήματα επιχειρηματικής ανάπτυξης η οικογενειακή επιχείρηση αποτελεί ακόμη μία κυρίαρχη επιχειρηματική μορφή. Οι Melin και Nordqvist ορίζουν την ΕΔ στις οικογενειακές εταιρείες ως «τις διαδικασίες, αρχές, δομές και σχέσεις που βοηθούν τον ιδιοκτήτη της εταιρείας να πραγματοποιήσει το όραμα, τους σκοπούς και τους στόχους του» (Melin & Nordqvist, 2000). Η προσέγγιση αυτή είναι πολύ διαφορετική από αυτές που αναφέρονται σε επιχειρηματικά περιβάλλοντα διασπαρμένης ιδιοκτησίας.

Αντίθετα με τους προηγούμενους ερευνητές, οι Holmstrom και Kaplan (2001) υποστηρίζουν ότι η ΕΔ αφορά τους μηχανισμούς μέσω των οποίων η εταιρεία και τα στελέχη της διακυβερνούνται (Holmstrom & Kaplan, 2001). Αυτός ο ορισμός απομακρύνει την ΕΔ από την απόδοση, την ιδιοκτησία, τα κίνητρα που είναι οι βάσεις των προηγούμενων ορισμών και εστιάζει περισσότερο στις διαδικασίες και τους μηχανισμούς διοίκησης (εσωτερικούς και εξωτερικούς). Αν και αυτή η άποψη για την ΕΔ δεν αποτελεί σχολή σκέψης ή θεωρία ΕΔ, το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας εστιάζει στους μηχανισμούς, όπως είναι π.χ. το Δ.Σ. και οι εξαγορές – συγχωνεύσεις.

Οι διαφορετικές σχολές σκέψης εστιάζουν από διαφορετική οπτική στο πρόβλημα του πώς, ποιοί και πώς λαμβάνουν τις αποφάσεις στις εταιρείες. Έτσι, ορισμένοι ασχολούνται μόνο με το πώς και ποιοί καρπώνονται τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της λειτουργίας της εταιρείας, ενώ άλλες σχολές ασχολούνται με την ΕΔ ως ένα τμήμα ενός ευρύτερου κοινωνικού και αναπτυξιακού προβλήματος.

Η ανάλυση και αξιολόγηση των συστημάτων ΕΔ σε επίπεδο χώρας και σε επίπεδο εταιρείας από πολλούς μελετητές αναδεικνύει τις τρεις βασικές διαστάσεις του προβλήματος, πώς προέκυψε ιστορικά, νομικά, οργανωσιακά η παρούσα κατάσταση διοίκησης και ελέγχου των εταιρειών, το πώς η κάθε εταιρεία προσαρμόζεται στο οικονομικό-κοινωνικό και πολιτικό καθεστώς και το πώς αντιμετωπίζει η κάθε εταιρεία τις προκλήσεις της ιδιοκτησιακής και οργανωσιακής αλλαγής. Η κάθε σχολή σκέψης προσπαθεί να εξηγήσει την εξέλιξη του πλαισίου της ΕΔ τόσο στο επίπεδο της χώρας, όσο και στο επίπεδο της εταιρείας. Αυτό που είναι κοινός τόπος σε όλες τις σχολές σκέψης είναι το γεγονός ότι το πρόβλημα είναι πολυδιάστατο, απαιτεί τη

συμμετοχή πολλών γνωστικών πεδίων (νομική, διαχείριση γνώσης, οργανωσιακά οικονομικά, διοίκηση, πληροφορική, για να αναφερθούν μερικά) και ότι η λύση δεν μπορεί να είναι καθολική αλλά περισσότερο ειδικά προσαρμοσμένη στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας και της εταιρείας. Στη συνέχεια της εργασίας αυτής θα γίνει πλήρης ανάλυση των σχολών σκέψης, των επιμέρους προβλημάτων, των ιδιομορφιών της εταιρικής διακυβέρνησης παγκόσμια καθώς και η ανάπτυξη του προβλήματος ειδικότερα στην Ελλάδα.

### 1.3 Γιατί εταιρική διακυβέρνηση;

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει σημαντικές επιπτώσεις στην αναπτυξιακή προοπτική μίας οικονομίας και στην εταιρική ανάπτυξη. Οι επιπτώσεις εντοπίζονται τόσο στο μικρο-οικονομικό επίπεδο όσο και στο μακρο-οικονομικό. Οι σωστές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης μειώνουν σημαντικά τους κινδύνους για τους επενδυτές και βελτιώνουν τη χρηματοοικονομική εταιρική απόδοση. «Ο ανταγωνισμός πλέον είναι αμεσότερος, εντονότερος και βασίζεται περισσότερο στις ικανότητες των επιχειρήσεων παρά στους χειρισμούς των κυβερνήσεων σε μακροοικονομικό επίπεδο. Οι προκλήσεις, οι ευκαιρίες και οι απειλές που αντιμετωπίζουν πλέον οι επιχειρήσεις έχουν ξεπεράσει τα στενά τοπικά όρια της μέχρι πρόσφατα προστατευμένης οικονομίας. Πλέον δεν υφίστανται τοπικές, ασφαλείς ή κλειστές αγορές, όπου μία παραδοσιακή επιχείρηση θα μπορεί να εφαρμόζει εσαεί επιτυχημένες πρακτικές που απέδωσαν στο παρελθόν» (KANTOR, 2006). Η KANTOR περιγράφει τη δυναμική της αγοράς που οδηγεί ολόένα και σε μεγαλύτερες αλληλεξαρτήσεις, διάχυση κεφαλαίων, γιγάντωση εταιρειών, ένταση του ανταγωνισμού κεφαλαίων και προϊόντων και στην αγορά στελεχών. Αυτές οι εξελίξεις κάνουν πιο επιτακτική την ανάγκη για την ανάπτυξη και υιοθέτηση αρχών και πολιτικών που να προάγουν το επίπεδο της ΕΔ, όπως το πρόβλημα ορίζεται σε κάθε χώρα και επιχείρηση ξεχωριστά.

Ειδικά, σε μία εποχή αυξανόμενου ανταγωνισμού και αυξημένης κίνησης κεφαλαίων η εταιρική διακυβέρνηση έχει αναχθεί σε θεμελιώδες στοιχείο που επηρεάζει τον εταιρικό ανταγωνισμό των εταιρειών (Maher & Andersson, 1999). Σε μία εμπειρική μελέτη που έγινε από τους Felton, Hudnut και Heeckeren παρουσιάστηκε το συμπέρασμα ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν κατά μέσο όρο 11% της υπεραξίας για επιχειρήσεις που θεωρούν ότι έχουν καλή εταιρική διακυβέρνηση (Felton, Hudnut, & Heeckeren, 1996).

Η ΕΔ συσχετίζεται έμμεσα ή άμεσα με τον μηχανισμό χρηματοδότησης της εταιρείας. Οι Chen et al. στην εμπειρική τους έρευνα σχετικά με τη σύνδεση των μηχανισμών δημοσιοποίησης της Ε.Δ. απέδειξαν ότι οι μηχανισμοί αυτοί έχουν αυξητική επίδραση στο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου (Chen, Wei, & Chen, 2003). Η επίδραση των μηχανισμών μη δημοσιοποίησης είναι μεγαλύτερη από αυτή των μηχανισμών που δημοσιοποιούν πληροφορίες. Οι μικρομέτοχοι βρίσκονται σε μειονεκτική θέση, γιατί μπορεί να μην έχουν, (και οι περισσότεροι δεν έχουν), τις γνώσεις και τις δεξιότητες να ελέγξουν την εταιρεία στην οποία έχουν επενδύσει, μπορεί να μην έχουν (και οι περισσότεροι δεν έχουν) πρόσβαση στην εταιρική πληροφόρηση που είναι απαραίτητη για τη λήψη ορθολογικής απόφασης και τέλος μπορεί να μην έχουν (και οι περισσότεροι δεν έχουν) τα χρήματα και τον χρόνο, για να μπορέσουν να ασκήσουν σωστό έλεγχο. η ανάλυση κόστους ωφέλειας τους αποτρέπει από την πραγματική άσκηση

του ελέγχου και της εποπτείας των πράξεων και αποφάσεων της κυρίαρχης ομάδας μέσα στην εταιρεία.

Η συσχέτιση αυτή αναδεικνύει την επίδραση που έχει το πλαίσιο της ΕΔ στη διαμόρφωση βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών που ενδιαφέρουν τον επενδυτή-μέτοχο, τα επαγγελματικά στελέχη και στη διαμόρφωση της πρωτογενούς και δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς.

Η αποσύνδεση της ιδιότητας της ιδιοκτησίας από το βάρος της διοίκησης μπορεί να αυξήσει σημαντικά την κινητικότητα του κεφαλαίου και να προσδώσει αυξημένη διάρκεια ζωής στην επιχείρηση, αφού πλέον δεν εξαρτάται από τη βιολογική ικανότητα επιβίωσης του ιδιοκτήτη της<sup>3</sup>. Ένα ακόμα πρόσθετο στοιχείο της κινητικότητας είναι η δυνατότητα που δίνεται μέσω ειδικών επενδυτικών εταιρειών ή συνταξιοδοτικών ταμείων να δημιουργηθούν επενδυτικά προϊόντα που διασπούν την άμεση σχέση μεταξύ του μετόχου και της εταιρείας. Ο ενδιάμεσος επενδυτής «εκπροσωπεί» τα συμφέροντα του μικροεπενδυτή. Ο έλεγχος της εκπροσώπησης είναι πρόσθετο πρόβλημα. Ουσιαστικά το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μετατίθεται από τη σχέση μετόχου – στελέχους στη σχέση μικρομετόχου – θεσμικού επενδυτή και αλλάζει η ποιότητα του προβλήματος. Ο θεσμικός επενδυτής έχει την ηθική υποχρέωση να προστατέψει τα συμφέροντα των επενδυτών που έχουν αγοράσει τα προϊόντα του και έχει τη δομή, τα εργαλεία και τη γνώση για να το πράξει. Τα δύο βασικά προβλήματα που αναφέρονται για την ΕΔ (βλ. Κεφάλαιο 3) έχουν εφαρμογή και σε αυτή τη σχέση. Υπάρχει η πιθανότητα ο θεσμικός επενδυτής να μην εκτελέσει τα καθήκοντά του (Ηθικός κίνδυνος) και ο μικρομέτοχος να μην επιλέξει σωστά τον θεσμικό επενδυτή που θα εκπροσωπήσει τα συμφέροντά του (επιζήμια επιλογή).

Ο κεφαλαιούχος μπορεί ευκολότερα να κάνει την επιλογή της εξόδου (exit) από την επιλογή της τυφλής πίστης (loyalty) ή την επιλογή της κοστοφόρας συμμετοχής στη διοίκηση (voice) (Hirschman, 1970). Η επιλογή της εξόδου είναι εύκολη και χωρίς κόστος για τον επενδυτή στην περίπτωση που υπάρχει αναπτυγμένη, μεγάλη και βαθιά κεφαλαιαγορά και ο επενδυτής έχει στην κατοχή του μικρό αριθμό μετοχών<sup>4</sup>. «Ο παθητικός επενδυτής αγοράζει μετοχικά μερίδια και ψηφίζει στις εταιρικές εκλογές, αλλά είναι παθητικός, υπό την έννοια ότι δεν είναι ανταγωνιστής για τον έλεγχο της εταιρείας» (Harris & Ravin, 1988). Οι επενδυτές αυτοί δεν ενδιαφέρονται για τη διοίκηση της επιχείρησης ή τις μακροχρόνιες προοπτικές της, αλλά κυρίως για την βραχυχρόνια μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής ή και το ετήσιο μέρισμα. Η επιλογή της εξόδου είναι ιδιαίτερα ελκυστική για τους μετόχους που δεν έχουν την θέληση, τη δυνατότητα ή τη διαπραγματευτική δύναμη για την αποτελεσματική συμμετοχή τους στη διοίκηση (voice) ή για αυτούς που η τυφλή εμπιστοσύνη δεν είναι αποδεκτή λόγω της διάχυτης αμφισβήτησης της αξιοπιστίας των πληροφοριών σχετικά με τις δραστηριότητες και την ανάπτυξη της εταιρείας ή των προσώπων που τη διοικούν.

Όπως ο Greenspan (2002), πρώην πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, υποστηρίζει ότι «η μεγάλη πλειονότητα της εταιρικής μετοχικής ιδιοκτησίας πραγματοποιείται ως μία μορφή επένδυσης και όχι

<sup>3</sup> Η εξέλιξη αυτή περιόρισε και το φαινόμενο της «καταστροφής» κεφαλαίων που είχε ο θάνατος του ιδρυτή της επιχείρησης με σημαντικά αρνητικά αποτελέσματα στην κοινωνία και την οικονομία.

<sup>4</sup> Στην περίπτωση που ο επενδυτής έχει στην κατοχή του μεγάλο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου η πώληση του στην κεφαλαιαγορά θα προκαλέσει αντίστοιχη μεγάλη πτώση στην αξία της μετοχής και συνεπώς το κόστος για αυτόν θα είναι μεγάλο. Αυτός είναι ο λόγος που οι συναλλαγές μεγάλου όγκου δεν γίνονται στην ελεύθερη διαπραγμάτευση στις κεφαλαιαγορές, αλλά γίνονται με την μορφή πακέτων μετοχών σε προσυμφωνημένη τιμή. Τα πακέτα ανακοινώνονται με την πραγματοποίησή τους.

για την απόκτηση λειτουργικού ελέγχου μίας εταιρείας». Κατά συνέπεια, λοιπόν, οι μέτοχοι είναι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, έχουν σχετικά μικρή διαπραγματευτική δύναμη για την επιβολή τους λειτουργικά και οργανωτικά. «Καθόλη τη διάρκεια της εταιρικής ιστορίας, ο νόμος έχει σκόπιμα ανεγείρει εμπόδια στη συμμετοχή του μετόχου στην εταιρική διοίκηση, μια και η συμμετοχή, όπως η κυρίαρχη λογική επέβαλλε ως τρόπο σκέψης, θα σταματούσε τους τροχούς της εξέλιξης» (Glassman, 2003).

Ο κεφαλαιούχος θα επιλέξει την εταιρεία που ιστορικά έχει καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, σύστημα διοίκησης που να εξασφαλίζει τη διαφάνεια στη λήψη των αποφάσεων και έχει προοπτικές ανάπτυξης. Επιπρόσθετα, ένας παράγοντας που τις τελευταίες δεκαετίες είναι πολύ σημαντικός στην επιλογή είναι η εμπιστοσύνη (για τα αποτελέσματα που έχει ανακοινώσει, για τον τρόπο διοίκησης, κλπ.) που έχει ο επενδυτής στην εταιρεία που θα επενδύσει. Υπό αυτό το πρίσμα η ΕΔ παίζει σημαντικό ρόλο στην επιλογή της εταιρείας στην οποία θα επενδύσει ο κεφαλαιούχος. Ο Bradley (2004) πιστεύει ότι τα πρόσφατα σκάνδαλα (Enron, WorldCom, κλπ.) οδήγησαν τον επενδυτή να αντιληφθεί την ΕΔ ως ξεχωριστή κατηγορία κινδύνου που απαιτεί την προσοχή τους και σε ορισμένες περιπτώσεις και την προσοχή των ειδικών (Bradley, 2004). Οι εταιρείες που έχουν καλύτερο επίπεδο ΕΔ θα πρέπει να παρουσιάζουν μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο.

Μία από τις βασικές αρχές τις ΕΔ είναι η ίση μεταχείριση των μετόχων και η διαφάνεια στη λειτουργία της επιχείρησης (OECD, 2004). Το βασικότερο πρόβλημα μέχρι σήμερα στις κεφαλαιαγορές, όσον αφορά την λήψη της απόφασης για την επένδυση ή όχι σε μία χώρα και σε μία εταιρεία, είναι η ποσότητα και ποιότητα των πληροφοριών σχετικά με τη χώρα και την εταιρεία. Το σύστημα της ΕΔ προσδιορίζει την ποιότητα και την ποσότητα πληροφοριών που θα είναι διαθέσιμες για τη λήψη της απόφασης και συνεπώς ο μη συστημικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές μπορεί να ελαχιστοποιηθεί.

Επιπλέον, έχει υποστηριχθεί ότι οι εταιρείες που έχουν καλύτερα συστήματα ΕΔ είναι και αυτές που έχουν καλύτερα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και καλύτερες πιθανότητες επιβίωσης. Σε μία μελέτη που έχουν διεξάγει οι Gompers, Ishii και Metrick (2003) (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003) βρήκαν μία σχέση μεταξύ της ΕΔ και της μετοχικής απόδοσης. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, εάν είχαν ακολουθήσει μία επενδυτική στρατηγική αγοράς των μετοχικών τίτλων που διαθέτουν ισχυρά συστήματα προστασίας των δικαιωμάτων των μετόχων και πώλησης των μετοχών των εταιρειών που δεν έχουν τόσο ισχυρά δικαιώματα θα είχαν υπεραποδόσεις της τάξης του 8,5% κατά έτος. Οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα υπερτίμημα για την ΕΔ, γιατί θεωρούν ότι οι εταιρείες που έχουν καλό σύστημα ΕΔ παρουσιάζουν μικρότερο κόστος κεφαλαίου και μικρότερη διακύμανση των τιμών των μετοχών (ISS, 2005). Συνεπώς, η ΕΔ θα μπορούσε να χαρακτηριστεί δείκτης ασφάλειας και εγγύησης της επιτυχίας της επένδυσης μακροχρόνια.

Από την άλλη, υπάρχει ένα ερώτημα το οποίο είναι βασικό για τον βασικό μέτοχο και ιδιοκτήτη της επιχείρησης, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις όπου ο μέτοχος ελέγχει πλήρως την εταιρεία. Γιατί ο βασικός μέτοχος και ο ιδιοκτήτης να υποστεί ένα σύνολο κανόνων, διαδικασιών και υποχρεώσεων που στην ουσία μειώνουν σημαντικά την εξουσία του και την ευελιξία του στη

λήψη αποφάσεων και αυξάνουν το κόστος λειτουργίας της, ενώ παράλληλα αυτό μπορεί να μειώσει το ανταγωνιστικό πλεονέκτημά της; Από αυτή την οπτική η ΕΔ είναι αντικίνητρο για την ένταξη της επιχείρησης στην κεφαλαιαγορά. Τα κίνητρα είναι: α) ο ιδιοκτήτης θα το κάνει, γιατί με αυτό τον τρόπο μειώνει το κόστος κεφαλαίου (μέσω της κεφαλαιαγοράς) και β) οι επιχειρήσεις χρειάζονται την πλουραλιστική ηγεσία και τις διαδικασίες, τους κανόνες και τις υποχρεώσεις, διότι η επιχείρηση δεν μπορεί να μη λογοδοτεί στην κοινωνία και το άμεσο περιβάλλον της.

Οι εταιρείες και οι αγορές αναγνωρίζουν την ανάγκη για ένα σταθερό και αποτελεσματικό σύστημα ΕΔ. Η δημιουργία και η λειτουργία ενός συστήματος ΕΔ δεν είναι χωρίς κόστος. «Οι εταιρείες επενδύουν στις τεχνολογίες ΕΔ με διάφορους τρόπους όπως π.χ. η αύξηση του αριθμού των ανεξάρτητων μελών Δ.Σ., η βελτίωση των λογιστικών – χρηματοοικονομικών συστημάτων και η επένδυση σε ευρείας κλίμακα συστήματα ανάπτυξης διοίκησης που κάνουν την τρέχουσα ανώτατη διοίκηση ευκολότερο να αντικατασταθεί» (Hu and Noe, 2001). Από την άλλη πλευρά, το κόστος της εταιρικής διακυβέρνησης είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες αντίστασης στην ανάπτυξη και εφαρμογή συστημάτων. Ο ανταγωνισμός για την εύρεση κεφαλαίων έχει, συνεπώς, και αυτή τη διάσταση. Οι μεγάλες σε μέγεθος εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να επωμιστούν το κόστος της ΕΔ, γιατί μπορούν να το επιμερίσουν σε περισσότερες μονάδες κεφαλαίου (οικονομίες κλίμακας). Αντίθετα οι μικρότερες εταιρείες δεν μπορούν να αναλάβουν το κόστος οργάνωσης, επένδυσης και λειτουργίας ενός συστήματος ΕΔ με αποτέλεσμα η αξιολόγηση του επιπέδου της ποιότητας της ΕΔ σε αυτές τις εταιρείες να μην είναι στα ίδια επίπεδα με τις μεγαλύτερες. Φυσικά, πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι στις μικρότερες εταιρείες

απαιτείται πολύ διαφορετικό σύστημα λόγω του οργανωτικού τους σχήματος, του επιπέδου του κινδύνου, κ.ο.κ και συνεπώς διαφορετικό σύστημα αξιολόγησης (βλ. σχετικό κεφάλαιο).

## 1.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση των συστημάτων ΕΔ

Ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ορίζεται ως ένα, λίγο ή πολύ, εξειδικευμένο ανά χώρα ή ομάδα χωρών πλαίσιο νομικών, θεσμικών και πολιτιστικών παραγόντων που επηρεάζουν τα υποδείγματα επιρροής που ασκούν τα πρόσωπα που έχουν ενδιαφέρον ή διακινδυνεύουν συμφέροντά τους (stakeholders) επί της διαδικασίας λήψης απόφασης των εκτελεστικών διοικητικών στελεχών (Weimer & Pape, 1999). Οι Weimer και Pape (1999), όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 1, μελέτησαν τα χαρακτηριστικά διάκρισης και κατηγοριοποίησης των συστημάτων αυτών και αναφέρουν ότι είναι οκτώ (8). Άλλοι, όπως είναι οι La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer και Vishny (1997) διακρίνουν και άλλα, όπως είναι το νομικό σύστημα (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997).

Η Παγκόσμια Τράπεζα στη μελέτη των Muir and Saba (1995) (Muir & Saba, 1995) παραθέτει ένα ολοκληρωμένο σύστημα παραγόντων που επηρεάζουν την ΕΔ των εταιρειών (βλ. Γράφημα 1). Οι παράγοντες διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: εσωτερικοί και εξωτερικοί. Οι εξωτερικοί διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες: Ιδιωτικός και Δημόσιος τομέας. Η διάκριση αυτή των παραγόντων δείχνει το εύρος των φορέων που επιδρούν στο εταιρικό σύστημα διακυβέρνησης και αναδεικνύει

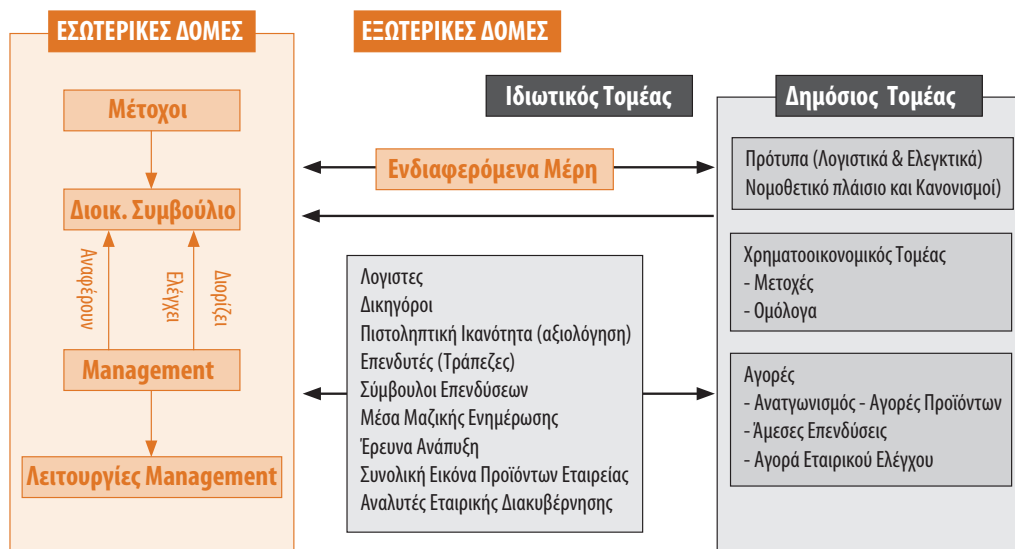
τα διαφορετικά επίπεδα επηρεασμού. Από το γράφημα προκύπτει ότι η ΕΔ μίας εταιρείας δεν είναι αποτέλεσμα της εσωτερικής ισορροπίας δυνάμεων και συσχετισμών, αλλά περισσότερο η κοινή συνισταμένη όλων των παραγόντων.

|   | Αγγλο-Σαξωνικό Σύστημα                                 | Γερμανικό Σύστημα  | Λατινικό Σύστημα   | Ιαπωνικό Σύστημα   |
|---|--|--|--|--|
| <b>Προσανατολισμός</b>  | Αγορά  | Αγορά  | Δίκτυο   | Αγορά  |
| <b>Χώρες</b>  | ΗΠΑ, ΗΒ, Καναδάς, Αυστραλία                            | Γερμανία, Ολλανδία, Ελβετία, Σουηδία, Αυστρία, Δανία, Νορβηγία, Φινλανδία    | Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Βέλγιο  | Ιαπωνία  |
| <b>Έννοια της επιχείρησης</b>   | Όργανο, Ιδιοκτησία από μετόχους                        | Θεσμική  | Θεσμική  | Θεσμική  |
| <b>Σύστημα Δ.Σ.</b>   | Ένα επίπεδο (εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη Δ.Σ.) | Δύο επίπεδα (εκτελεστικά μέλη και επιτροπή εποπτείας)                        | Προαιρετικό (Γαλλία), Γενικά ένα επίπεδο   | Δ.Σ., γραφεία αντιπροσωπευτικών μελών, ελεγκτών, de facto ενός επιπέδου                      |
| <b>Βασικό ενδιαφερόμενο μέρος</b>                                     | Μέτοχοι  | Βιομηχανικές τράπεζες (Γερμανία), Εργαζόμενοι και γενικώς ολιγαρχικές ομάδες | Συμμετοχές από Εταιρείες συμμετοχών, την κυβέρνηση και γενικά από ολιγαρχικές ομάδες | Εμπορικές τράπεζες, άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα, υπάλληλοι και γενικά ολιγαρχικές ομάδες |
| <b>Σημασία της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία</b>                | Υψηλή  | Μέση / Υψηλή   | Υψηλή  | Μέση   |
| <b>Ενεργή εξωτερική αγορά για τον εταιρικό έλεγχο</b>                 | Ναι  | Όχι  | Όχι  | Όχι  |
| <b>Συγκέντρωση ιδιοκτησίας</b>  | Χαμηλή   | Μέση / Υψηλή   | Υψηλή  | Μέση / Χαμηλή  |
| <b>Εξάρτηση της αμοιβής των εκτελεστικών στελεχών από την απόδοση</b> | Υψηλή  | Χαμηλή   | Μέση   | Χαμηλή   |
| <b>Χρονικός ορίζοντας των οικονομικών σχέσεων</b>                     | Βραχυχρόνιος   | Μακροχρόνιος   | Μακροχρόνιος   | Μακροχρόνιος   |

**Πίνακας 1.** Ταξινόμηση Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πηγή: Weimer & Pape, (1999) (Weimer & Pape, 1999) όπως παρατίθεται από τους Keenan and Aggestam (2001)





Γράφημα 1: Οι δομές ΕΔ μίας Εταιρείας. Πηγή: Muir and Saba (1995) όπως παρατίθεται στο Iskander and Chamliou (2000)

Με βάση αυτά τα χαρακτηριστικά ή παρεμφερή, η διεθνής βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι υπάρχουν τέσσερα (4) πρότυπα εταιρικής διακυβέρνησης: Το αγγλοσαξωνικό, το γερμανικό, το λατινικό και το ιαπωνικό (Keenan & Aggestam, 2001). Οι διαφορές μεταξύ του γερμανικού και του λατινικού μοντέλου είναι σχετικά μικρές (Η βασικότερη είναι η εξωστρέφεια των κεφαλαιαγορών των χωρών του γερμανικού μοντέλου) και γι' αυτό και η ανάλυση που λαμβάνει χώρα στη διεθνή βιβλιογραφία τα καταγράφει ως ένα με τον τίτλο «Μοντέλο Ηπειρωτικής Ευρώπης». Οι διαφορές μεταξύ των υπολοίπων είναι σημαντικές και εντοπίζονται τόσο στο νομικό σύστημα των χωρών όσο και στο οικονομικό, οργανωτικό – δομικό, αλλά και στο χρονικό επίπεδο. Στις επόμενες παραγράφους αναλύονται οι παράγοντες διαφοροποίησης των προτύπων της ΕΔ.

#### ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ<sup>5</sup>

Από τους ορισμούς που δίνονται στην προηγούμενη παράγραφο γίνεται σαφές ότι το νομικό σύστημα (νομοθετικό και δικαστικό, εποπτικό, πειθαρχικό) γίνεται ολοένα και πιο σημαντικό ακόμη και για τον ορισμό της ΕΔ και της ίδιας της εταιρείας. Το νομικό σύστημα, όπως και το επιχειρηματικό, είναι αποτέλεσμα μίας μακροχρόνιας διαδικασίας και της συνισταμένης κοινωνικών, πολιτικών και οικονομικών επιρροών. Η μακροχρόνια αυτή διαδικασία έχει οδηγήσει στη διαμόρφωση νομικών συστημάτων που έχουν κοινά χαρακτηριστικά. Ιστορικά κάποιες χώρες έχουν επηρεάσει σημαντικά τις άλλες είτε γιατί ήταν πιο προηγμένες νομικά είτε γιατί κατάφεραν να επιτύχουν οικονομική και πολιτική ή και στρατιωτική κυριαρχία επί άλλων κρατών. Αν και η κάθε χώρα διαμορφώνει το δικό της νομικό σύστημα, η καταγωγή (το αποτέλεσμα

<sup>5</sup> Η πλήρης ανάλυση του νομικού συστήματος μπορεί να επιτευχθεί κάνοντας συγκριτική ανάλυση. Για αυτό και η πλήρης ανάλυση θα γίνει στο αντίστοιχο κεφάλαιο συγκριτικής ανάλυσης του αντίστοιχου νόμου στην Ελλάδα (Ν.3016/2002) με τις αντίστοιχες νομικές πρωτοβουλίες (Cadbury Report, Sarbanes-Oxley Act, κλπ.) σε άλλες χώρες και τις προτάσεις του ΟΟΣΑ.

των ιστορικών επιρροών) είναι σημαντική, γιατί αποτελεί τη βάση του και το αρχικό σημείο της δυνητικής αλλαγής του. Η ιστορική ανάπτυξη του τρόπου διοίκησης και διακυβέρνησης των εταιρειών είναι παράλληλη με αυτή του αντίστοιχου νομικού συστήματος της χώρας και των επιρροών που αυτό δέχθηκε από τα ιστορικά κοινωνικά, οικονομικά και πολιτικά δεδομένα. Η επίδραση του νόμου στον τρόπο διακυβέρνησης μπορεί να γίνει με την επιβολή μηχανισμών ΕΔ (όπως έγινε με τον Ν. 3016/2002) ή τη σύσταση και ενδυνάμωση εποπτικών οργάνων.

Σε κάθε χώρα, το νομικό σύστημα βοηθά στην εγκαθίδρυση προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης (Cuervo, 2002). Η αντίδραση στη νομική εγκαθίδρυση προτύπων ΕΔ ποικίλει. Μερικές εταιρείες δεν επιθυμούν τη διαμόρφωση και επιβολή προτύπων ΕΔ που οι ίδιοι δεν επέλεξαν και για αυτό αντιδρούν αρνητικά στην προσπάθεια δημιουργία τους. Άλλες εταιρείες αξιολογώντας τα πλεονεκτήματα των μηχανισμών της ΕΔ αντιδρούν θετικά και συμμορφώνονται πλήρως. Η απόλυτη συμμόρφωση χαρακτηρίζεται από τους πρώτους ως επιζήμια λόγω του κόστους συμμόρφωσης και της αλλαγής στην οργανωτική και διοικητική δομή, αναγνωρίζεται παγκόσμια η ανάγκη για τη διατήρηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών μέσω της διαφάνειας, της λογοδοσίας, της εντιμότητας και της ευθύνης (Van den Berghe, 2002; Cornelius, 2005). Το νομικό σύστημα και οι μηχανισμοί εφαρμογής του επηρεάζουν την ιδιοκτησιακή δομή, την πληρωμή μερισμάτων, τη διαθεσιμότητα και το κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης και τις αγοραίες αποτιμήσεις (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, *Corporate ownership around the world*, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, *Investor protection and corporate governance*, 2000; Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Berkowitz, Pistor, & Richard, 2003; Lombardo & Pagano, 1999; Klapper & Love, 2004).

Το νομικό σύστημα, που τυπικά κατηγοριοποιείται στο κοινοδίκαιο (common law) και το αστικό δίκαιο (civil law), εγκαθιστά νόρμες που ρυθμίζουν τη συμπεριφορά της εταιρείας και την προστασία των δικαιωμάτων της μειοψηφίας (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997) και επηρεάζει την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και την ανάπτυξη της χώρας. Οι εθελοντικοί κώδικες καλής διακυβέρνησης είναι ένα σύνολο προτεινόμενων «καλών πρακτικών» σχετικά με τη συμπεριφορά και τη δομή του διοικητικού συμβουλίου (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998) και μπορούν να λειτουργήσουν συμπληρωματικά ή ως μηχανισμοί ενίσχυσης του νομικού πλαισίου. όταν αυτό είναι αναποτελεσματικό στην προστασία των μετόχων μειοψηφίας (Cuervo & Villalonga, *Explaining the Variance in the Performance Effects of Privatization*, 2000; Cuervo, *Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control*, 2002). Οι «καλές πρακτικές» μπορούν επίσης να λειτουργήσουν και ως γνώμονες διαμόρφωσης του νομικού πλαισίου, καθώς αποτελούν εμπειρικά υποδείγματα αντιμετώπισης του προβλήματος της ΕΔ. Ενδεικτικό του ανταγωνισμού για κεφάλαια μεταξύ των επιχειρήσεων στον Αγγλοσαξωνικό επιχειρηματικό κόσμο είναι η εθελοντική έκδοση κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης από τις εταιρείες (Hutchinson & Ferdinand, 2004) και η ενίσχυση του ρόλου που αποδίδεται στην ΕΔ στην εξασφάλιση κεφαλαίων και εσωτερικής εταιρικής ισορροπίας.

### Η ΑΝΤΙΛΗΨΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Η έννοια της επιχείρησης αποτελεί ουσιώδες στοιχείο του ορισμού της ΕΔ διότι προσδιορίζει την αποστολή, το όραμά της, τον λόγο ύπαρξής της και αποτελεί πρίσμα για την προβολή του συστήματος διοίκησης, οργάνωσης και εποπτείας της.

Υπάρχει η θεώρηση ότι οι αγορές, οι εταιρείες και οι άνθρωποι είναι οντότητες με μοναδικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου και συνεπώς ταυτίζονται τα συμφέροντά τους, οι σκοποί που έχουν θέσει και το ότι δεν υπάρχει σύγκρουση. Αυτή η θεώρηση βασίζεται στην υπόθεση της υπέρ ορθολογικότητας μέσα από την οποία τα ορθόδοξα οικονομικά μέρη λειτουργούν (βλ. την εργασία του Simon, 1985). Ο στόχος της μεγιστοποίησης του πλούτου είναι ποσοτικός, εύκολος στην κατανόησή του και συνεπώς λογικός. Ο Αριστοτέλης θεωρεί τον πλούτο ως έναν κατώτερο σκοπό και ότι η ευημερία και η ευτυχία είναι ο απόλυτος σκοπός. Ο Adam Smith υποστήριζε ότι η ευημερία μπορεί να είναι το αποτέλεσμα της επιδίωξης του πλούτου. Τα προαπαιτούμενα – προϋποθέσεις για την αντίληψη των Smith και Αριστοτέλη για την οικονομία είναι η ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών, κοινωνικοποιημένων συμμετεχόντων, αυτονόητων πολιτικών διαδικασιών και διαδικασιών διακυβέρνησης και τέλος η Αριστοτέλεια αντίληψη της τάξης ή της ευνομίας. Η πολιτική (με την ευρεία της έννοια), η ηθική και η οικονομία είναι έννοιες διασυνδεδεμένες. Με βάση αυτές τις αντιλήψεις για τα πρόσωπα και τις οντότητες που δραστηριοποιούνται σε μία οικονομία, οι επιχειρήσεις έχουν ευρύτερο και πιο σύνθετο ρόλο στην κοινωνία, από τη δημιουργία και μόνο πλούτου.

Στον αγγλοσαξωνικό επιχειρηματικό κόσμο η επιχείρηση είναι το όργανο (Instrument) για τη δημιουργία πλούτου για τους μετόχους της (Weimer & Pape, 1999). Αντίθετα, στην

ηπειρωτική Ευρώπη η επιχείρηση θεωρείται ότι αποτελεί μία αυτόνομη οικονομική οντότητα (Θεσμός (institution)) που συνίσταται από μία συμμαχία διαφόρων συμμετεχόντων (μέτοχοι, διοικητικά στελέχη, εργαζόμενοι, προμηθευτές προϊόντων και υπηρεσιών, προμηθευτές κεφαλαίου και πελάτες) που πασχίζουν για τη συνοχή της επιχείρησης ως ενιαίο σύνολο (Moerland, 1995).

Η διαφορετική αυτή προσέγγιση της έννοιας της επιχείρησης διαμορφώνει και διαφορετικές προσδοκίες. Έτσι, στις αγγλοσαξωνικές χώρες εάν η επιχείρηση έχει καλά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και ο πλούτος αυτός κατανέμεται στους μετόχους ομαλά, δεν υφίσταται πρόβλημα ΕΔ (βλ. ορισμό των Shleifer και Vishny, 1997). Αντίθετα, ο δεύτερος ορισμός της έννοιας της επιχείρησης είναι ευρύτερος, διότι αποστολή της επιχείρησης δεν είναι μόνο η αύξηση του πλούτου των μετόχων της αλλά η ισορροπημένη κατανομή εξουσίας, ευθύνης και πλούτου σε όλους όσους επηρεάζει η λειτουργία της επιχείρησης (stakeholders). Αυτή η διαφορετική οπτική οδηγεί και στην ανάπτυξη των δύο βασικότερων θεωριών ΕΔ: της θεωρίας της αντιπροσώπευσης (agency theory) και αυτής των ενδιαφερομένων μερών (stakeholder theory).

### Η ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

Τα δικαιώματα της ιδιοκτησίας είναι θεμελιώδη για τον προσδιορισμό του συστήματος της εταιρικής διακυβέρνησης. Όσο η ιδιοκτησία διαχέεται, ο έλεγχος μειώνεται (Berle & Means, 1932). Στην σύγχρονη επιχείρηση ο έλεγχος ασκείται από αυτούς που έχουν δικαιώματα ψήφου (το δικαίωμα αυτό του μετόχου είναι αυτονόητο στην Ελλάδα και επιπρόσθετα ο Ν. 2190/1920 επιβάλλει τον κανόνα 1 μετοχή – 1 δικαίωμα ψήφου), στη Γενική Συνέλευση των μετόχων. Το δικαίωμα ψήφου και η αναλογία 1-1 δεν είναι αυτονό-

ητη στο εξωτερικό (π.χ. Σουηδία, Γαλλία, Ολλανδία), αλλά εξαρτάται από το νομικό σύστημα της χώρας (Adams & Ferreira, 2007). Ο μέτοχος ή η ομάδα μετόχων που κατέχει την πλειοψηφία των δικαιωμάτων ψήφου μπορεί να ασκήσει και πλήρως τον έλεγχο.

Η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει άμεσα τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και το σύστημα ΕΔ. Αυτό γίνεται με δύο τρόπους. Ο πρώτος είναι η ποσοτική ή ποσοστιαία συγκέντρωση μετοχών (δικαιωμάτων ψήφου για τη συγκέντρωση διαπραγματευτικής δύναμης), ο δεύτερος αφορά καθαρά ποιοτικά χαρακτηριστικά των μετόχων (ικανότητα-θέληση ελέγχου και εποπτείας).

Η κατανομή της ιδιοκτησίας, όσον αφορά τα ποσοτικά ή ποσοστιαία χαρακτηριστικά, μπορεί να δημιουργήσει τα εξής προβλήματα:

- **Στην περίπτωση της μεγάλης συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας στα χέρια ενός ή μίας ομάδας μετόχων:** το πρόβλημα της ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ μετόχων που κατέχουν τον έλεγχο και των μετόχων μειοψηφίας, ιδιαίτερα εάν υπάρχει μία απόκλιση μεταξύ ελέγχου και ιδιοκτησίας (Bebchuk et al., 2000; Claessens et al., 2002; Maury and Pajuste, 2004; Yeh and Woitke, 2005). Οι Shleifer και Vishny (1997) αναφέρουν μία περιέργη συμπεριφορά από τους κεφαλαιούχους που έχουν εξασφαλίσει τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας πέραν ενός ορίου. Αυτοί οι ιδιοκτήτες προτιμούν την εξασφάλιση της κυρίαρχης θέσης τους και της περιχαράκωσης της θέσης από τα όποια πλεονεκτήματα της διαφάνειας και της συγκέντρωσης εξωτερικών κεφαλαίων. Το κόστος της περιχαράκωσης της θέσης των κυρίαρχων ιδιοκτητών είναι αντίστοιχο με αυτό των εταιριών με εξαιρετικά διασπαρμένη ιδιοκτησία. Ο κίνδυνος της εκμετάλλευσης από τα κυρίαρχα εσωτερικά ενδιαφερόμενα μέρη (πλειοψηφούντες μέτοχοι και διοίκηση) είναι η κύρια ανησυχία των δυνητικών επενδυτών όταν αντιμετωπίζουν τους πλειοψηφούντες μετόχους που διοικούν και ελέγχουν την εταιρεία (Leechor, 1999; Spanos, et al. 2006).
- **Στην περίπτωση της μεγάλης διάχυσης της ιδιοκτησίας:** Τη σύγκρουση μεταξύ των μετόχων (principals) και των διοικητικών στελεχών (agents). Όπως ο Monks αναφέρει «Μία εταιρεία με ένα εκατομμύριο μετόχους δεν έχει ιδιοκτήτες» (Gunther, 2002). Η μεγάλη διάχυση της ιδιοκτησίας είναι αυτή που δημιουργεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, γιατί οι ιδιοκτήτες δε μπορούν ή δε θέλουν ή δεν βρίσκουν ότι είναι οικονομικά συμφέρουσα η εποπτεία και ο έλεγχος των διοικητικών στελεχών.

Ανεξάρτητα από την ιδιοκτησιακή δομή και συγκέντρωση, η κυρίαρχη ομάδα (μεγαλομέτοχοι ή στελέχη) έχει ως στόχο τη διατήρηση του status quo, δηλαδή δεν είναι διατεθειμένη να παραχωρήσει δικαιώματα, πληροφορίες ή άλλο επιχειρησιακό πόρο που θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την ανατροπή της παρούσας κατάστασης. Αυτός ο στόχος δεν καταγράφεται σε κανένα καταστατικό ή κώδικα ή άλλο εσωτερικό έγγραφο. Έχουν αναφερθεί περιπτώσεις που επαγγελματικά στελέχη είναι διατεθειμένα να επενδύσουν σε εταιρείες ή έργα, τα οποία δεν έχουν την αναμενόμενη από τους μετόχους απόδοση, με στόχο τον έλεγχο αυτών των στοιχείων ενεργητικού. Διαφορετικά θα ήταν υποχρεωμένοι να δώσουν στους μετόχους υψηλό μέρος και με αυτό τον τρόπο να χάσουν σημαντικό μέρος των στοιχείων ενεργητικού που είναι υπό τον έλεγχό τους.

Ο Herfindahl παρουσίασε ένα δείκτη συγκέντρωσης: το άθροισμα των ποσοστών μετοχικής ιδιοκτησίας των πέντε μεγαλύτερων μετόχων ή το άθροισμα των τετραγώνων τους. Οι Demsetz και Villalonga (2001) υποστηρίζουν ότι αυτός ο δείκτης μπορεί να καταδείξει την ικανότητα των μεγάλων μετόχων να ελέγξουν τα επαγγελματικά στελέχη, ενώ το ποσοστό ιδιοκτησίας από τα επαγγελματικά στελέχη καταδεικνύει την ικανότητά τους να αγνοούν τον έλεγχο αυτό. Τα ποσοτικά αυτά μετρήσιμα χαρακτηριστικά έχουν σημαντική ερμηνευτική ικανότητα, αλλά δυστυχώς δεν μπορούν να εντάξουν στην ανάλυση την επίδραση ορισμένων ποιοτικών χαρακτηριστικών της ιδιοκτησίας.

Τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της κατανομής της ιδιοκτησίας αφορούν τα εξής θέματα – προβλήματα:

- **Ικανότητα διαδοχής των διοικητικών** – ηγετικών εκτελεστικών στελεχών (οικογενειακές επιχειρήσεις μετά την παρέλευση μερικών ετών λειτουργίας).
- **Δομή εξουσίας** - ανάθεσης έργου και διαδικασία λήψης απόφασης.
- **Ικανότητα εκτέλεσης του έργου διοίκησης και ηγεσίας** (οικογενειακά στελέχη που αναλαμβάνουν το έργο, λόγω ακριβώς της συγγενικής σχέσης και όχι λόγω αποδεδειγμένων γνώσεων, ικανοτήτων και δεξιοτήτων).
- **Κίνητρο συμμετοχής στη διοίκηση** (θεσμικοί επενδυτές, κράτος, μειοψηφούντες μέτοχοι).
- **Χρονική διάρκεια ιδιοκτησίας.**

Το πρόβλημα της διαδοχής είναι από τα κρίσιμότερα για τις οικογενειακές εταιρείες (Bloom

and Van Reenen, 2007; Villalonga and Amit, 2006). Η εύρεση ικανών στελεχών εντός της οικογένειας είναι θεμελιώδους σημασίας και για την οικογένεια και τους μικρομετόχους. Η απουσία του ιδρυτή δημιουργεί προβλήματα σταθερότητας (διάχυση ιδιοκτησίας και διοίκησης στους απογόνους) στο εσωτερικό περιβάλλον και ηγεσίας (διάχυση της εξουσίας και δημιουργία προβλημάτων στη διαδικασία λήψης απόφασης). Ένα από τα φαινόμενα που δημιουργούσε σημαντικά κοινωνικά κόστη ήταν η καταστροφή ή η αδρανοποίηση κεφαλαίων μετά το θάνατο ή την απόσυρση από την ενεργό οικονομική ζωή του επιχειρηματία. Η διάχυση της ιδιοκτησίας στους απογόνους έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή της δομής της εξουσίας στα ανώτερα διοικητικά όργανα λήψης απόφασης.

Μία επίπτωση της διαδοχής είναι ότι αποσυνθέτει το στοιχείο της εμπιστοσύνης στην αρχική ομάδα μετόχων ή στον ιδρυτή από τους μικρομετόχους. Η εμπιστοσύνη είναι ένας από τους βασικούς μηχανισμούς ΕΔ και η απουσία της δημιουργεί σημαντικά προβλήματα όσον αφορά τις προσδοκίες για την ανάπτυξη και την εξέλιξη των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Η εμπιστοσύνη είναι μηχανισμός παραμονής των μικρομετόχων και η απουσία της μπορεί να οδηγήσει στην πώληση και την έξοδο από την εταιρεία ως μοναδική στρατηγική των μικρομετόχων καθώς αυτή μειώνει την αβεβαιότητα για το μικρομέτοχο.

#### ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΚΗ ΣΥΓΚΕΝΤΡΩΣΗ

Σε πολλές χώρες η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη σε λίγους μετόχους. Αρκετές εμπειρικές μελέτες (όπως αυτές των La Porta et al., 1999; Demsetz and Villalonga, 2001; Claessens et al., 2002; Berglof and Claessens, 2003; Maury and Pajuste, 2004; Yin-Hua and Woidtke, 2005; Vilanova, 2007) έχουν αναδείξει το πρόβλημα της συγκεντρωμένης ιδιοκτησιακής δομής. Οι αποδείξεις της συγκε-

ντρωσης έχουν μεταθέσει το ενδιαφέρον από το κλασσικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης προς ένα εξίσου σημαντικό πρόβλημα, αυτό της σύγκρουσης μεταξύ των μεγάλων μετόχων που ασκούν έλεγχο και των μετόχων μειοψηφίας (Maury and Pajuste, 2004).

Η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας μπορεί να αποτελέσει μία λογική αντίδραση στο κλασσικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Όπως κάθε φάρμακο έχει και αυτή τις παρενέργειές της. Τα μειονεκτήματα (ή κόστος) της συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας ή τα προβλήματα που θα μπορούσε να επιφέρει αναφέρονται από τους Berglof και Claessens (2003). Στο επίπεδο της εταιρείας το κόστος συγκέντρωσης μπορεί να είναι η περιχαράκωση των διοικητικών στελεχών και των μετόχων πλειοψηφίας, η πιθανή κακή απόδοση της εταιρείας, η περιορισμένη διάχυση κινδύνου, τα κόστη ρευστότητας, καθώς ο ιδιοκτήτης δεν μπορεί να πωλήσει τις μετοχές του εύκολα και δεν υπάρχει επαρκής προστασία των μετόχων της μειοψηφίας. Στο επίπεδο της χώρας, τα κόστη μπορεί να εστιάζονται στην περιορισμένη ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Τέλος, η μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας μπορεί να επηρεάσει την ανάπτυξη κανόνων ΕΔ (Berglof and Claessens, 2003).

Η συγκέντρωση των μετοχών και η ευθύνη του ελέγχου δημιουργεί σημαντικά εμπόδια εξόδου από την επιχείρηση, ιδιαίτερα εάν δεν υπάρχει αναπτυγμένη κεφαλαιαγορά. Όσο περισσότερο διαχυμένη είναι η ιδιοκτησία μίας εταιρείας, τόσο ισχυρότερα είναι τα κίνητρα για τους μετόχους να επιβαρύνουν τους άλλους ιδιοκτήτες ή άλλες θεσμικούς φορείς με την προσπάθεια να εποπτεύουν τη διοίκηση της εταιρείας (Gorton and Schmid, 1999). Έτσι οι μέτοχοι μειοψηφίας μίας διασπαρμένης μετοχικά εταιρείας θα προβάλουν το αίτημα της ύπαρξης ανεξάρτητων επιτροπών εποπτείας και παρακολούθησης, την ενεργό συμμετοχή της κεφαλαιαγοράς στην εποπτεία και παρακολούθηση των εταιρειών και όχι μόνο στη διαμόρφωση και επιβολή κανόνων. Μία από τις άμυνες των μετόχων μειοψηφίας είναι η προσφυγή τους στο νομικό – δικαστικό σύστημα ή η νομοθετικά κατοχυρωμένη παρουσία τους στα όργανα λήψης απόφασης. Οι Shleifer και Vishny (1997, σελ. 5) πιστεύουν ότι ένα καλό σύστημα ΕΔ θα πρέπει να περιλαμβάνει τη νομική κάλυψη των μετόχων μειοψηφίας με την παράλληλη εξασφάλιση των δικαιωμάτων των μεγάλων μετόχων. Η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει αναγνωρίσει το πρόβλημα και έχει εκδόσει ειδική οδηγία (2007/36/EK<sup>6</sup>) για την προστασία θεμελιωδών δικαιωμάτων του μικρομετόχου. Η Οδηγία έχει ως στόχο την ενίσχυση – διευκόλυνση της συμμετοχής του μικρομετόχου στις διαδικασίες λήψης απόφασης αφαιρώντας μερικούς από τους περιοριστικούς παράγοντες που είτε αυξάνουν το κόστος είτε αυξάνουν την σχέση κόστους ωφέλειας από τη συμμετοχή στη διοίκηση.

Ένας πλειοψηφών μέτοχος ή ένας μέτοχος με επιρροή έχει περισσότερες πιθανότητες να ασκήσει πίεση στη διοίκηση της επιχείρησης. Η συγκέντρωση είναι, συνεπώς, ένα μέσο για τη μείωση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης (agency problem). Από την άλλη με την ενεργή εμπλοκή του στη διοίκηση ο μέτοχος μπορεί να έρθει σε σύγκρουση με τα επαγγελ-

<sup>6</sup> Τα δικαιώματα που ενισχύει – προστατεύει η Οδηγία είναι τα: ψήφος μέσω τηλεξέουσιου, δυνατότητα συμμετοχής σε γενικές συνελεύσεις με ηλεκτρονικά μέσα (π.χ. τηλεδιάσκεψη), δυνατότητα άσκησης δικαιωμάτων διασυννοριακής ψήφου, κατάργηση της εξάρτησης της άσκησης του δικαιώματος ψήφου από τη δέσμευση των μετοχών για ορισμένο χρονικό διάστημα. Θεσπίζεται η υποχρέωση της εταιρείας να αναρτά στην ιστοσελίδα της την πρόσκληση και τις απαραίτητες πληροφορίες. Στην Ελλάδα η σχετική εναρμόνιση του νομικού πλαισίου έγινε το 2010.

ματικά στελέχη της εταιρείας και έτσι να δημιουργηθούν λειτουργικά προβλήματα στο εσωτερικό της εταιρείας ή και να προκληθεί η έξοδος των στελεχών και ανεξαρτήτων μελών του Δ.Σ. από την εταιρεία (τα στελέχη αυτά, εάν είναι ικανά, μπορούν να συνεισφέρουν σημαντικά στην επιτυχία της εταιρείας). Αυτός είναι ο λόγος που στις επιχειρήσεις αυτές θα πρέπει να υπάρχει ακόμα μεγαλύτερη σαφήνεια στους ρόλους και τις αρμοδιότητες που έχει το κάθε πρόσωπο ή ο κάθε ρόλος (στέλεχος, μέτοχος, μέλος Δ.Σ.) μέσα σε αυτή. Οι μέτοχοι έχουν δύο επιλογές: α) θα πρέπει να μειώσουν τη δυνατότητα των διοικητικών στελεχών μέσω της παρακολούθησης – εποπτείας, να αποφασίζουν και να εκτελούν ή β) να δώσουν στα στελέχη ικανοποιητικά κίνητρα, για να μεγιστοποιήσουν τη μετοχική αξία (Vilanova, 2007). Από την άλλη, «η θεωρία του βασικού-κυρίαρχου (salient) μετόχου» προβλέπει ότι:

1. Οι εταιρείες κυβερνώνται με βάση τα συμφέροντα μίας και μόνο ομάδας συμφερόντων<sup>7</sup>.
2. Τα διοικητικά στελέχη της ρέπουν να «συνδιαλέγονται» με την πιο δυνατή ομάδα.
3. Η διακυβέρνηση με βάση τα συμφέροντα μίας και μόνο ομάδας είναι ασταθής μακροχρόνια, καθώς τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders), που έτυχαν εκμετάλλευσης για ένα χρονικό διάστημα, χρησιμοποιούν στρατηγικές επιρροής, για να αποκτήσουν εξουσία το επόμενο χρονικό διάστημα.

Αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι η χρόνια σύγκρουση που σχετίζεται με τη διοίκηση του βασικού μετόχου οδηγεί βραχυχρόνια σε μικρή απόδοση (Vilanova, 2007).

Η παντοδυναμία των μεγάλων πλειοψηφούντων μετόχων μπορεί να περιοριστεί από το νομικό – δικαστικό σύστημα και από ένα σύστημα αξιών και αρχών που να διέπει τις εταιρικές συμπεριφορές. Ακόμη όμως, και αυτός ο μηχανισμός του νομικού και δικαστικού συστήματος τίθεται εν αμφιβόλω στις χώρες όπου η διασπορά είναι μικρή, διότι οι μεγάλοι επενδυτές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί εντός του νομικού συστήματος, γιατί «στηρίζονται σε απλούστερες νομικές παρεμβάσεις, που είναι καταλληλότερες από τις ακόμωτες και σε κακώς ενημερωμένα και υποκινούμενα δικαστήρια. Αυτός είναι, ίσως, και ο λόγος που οι μεγάλοι επενδυτές κυριαρχούν τόσο σε χώρες του κόσμου, όπου τα δικαστήρια δεν είναι τόσο καλά στελεχωμένα, για να μπορούν να αναμιχθούν στις εταιρικές υποθέσεις περισσότερο από ό,τι στις ΗΠΑ» (Shleifer και Vishny, 1997).

Την ίδια άποψη, δηλαδή της σημασίας της αποτελεσματικότητας του νομικού και ρυθμιστικού συστήματος για την αποτελεσματικότητα του συστήματος ΕΔ που στηρίζεται στη συγκεντρωμένη ιδιοκτησία, υποστηρίζουν και οι Jesover και Kirkpatrick (2005). Οι ίδιοι υποστηρίζουν ότι αυτό το πρόβλημα επιτείνεται, όταν η ιδιοκτησία περιλαμβάνει πυραμίδες ελέγχου ή διασταυρούμενες κατοχές μετοχικών μεριδίων (cross-holdings) που οδηγούν στον χωρισμό των δικαιωμάτων επί των μετρητών και των δικαιωμάτων ψήφου<sup>8</sup>.

<sup>7</sup>Στην περίπτωση αυτή γίνεται μία κρυφή παραδοχή ότι τα συμφέροντα της κυρίαρχης ομάδας μπορούν να ταυτιστούν με τα συμφέροντα των άλλων ομάδων ή ενδιαφερομένων μερών.

<sup>8</sup>Ένας μέτοχος έχει δικαιώματα επί των μερισμάτων τόσα όσα και τα μετοχικά του μερίδια. Η συμμετοχή του στη διοίκηση και ο έλεγχος που μπορεί να ασκήσει είναι όσοι και τα μετοχικά του μερίδια. Στην περίπτωση της πυραμίδας, κάποιος μπορεί να ελέγξει την εταιρεία Α κατέχοντας το 51% των μετοχικών μεριδίων. Εάν η εταιρεία Α κατέχει το 51% της εταιρείας Β, τότε ο αρχικός μέτοχος ελέγχει και τις δύο εταιρείες συμμετέχοντας στον κίνδυνο της Α με 51% και στην Β με 25%. Παρόλο που δε δικαιούται όλα τα μερίσματα από τις εταιρείες Α και Β μπορεί να τις ελέγχει. Αυτή είναι διάσταση μεταξύ ελέγχου και κινδύνου ή δικαιωμάτων επί των μετρητών.

Το φαινόμενο αυτό είναι πολύ σημαντικό, ιδιαίτερα για το γερμανικό μοντέλο και θα αναλυθεί παρακάτω στην αντίστοιχη ενότητα.

Πυραμιδική μετοχική ομάδα είναι μία δομή στην οποία ο ίδιος επιχειρηματίας, μέσω μίας αλυσίδας σχέσεων ελέγχου, ελέγχει πολλές εταιρείες (Demirag και Serter, 2003). Οι πυραμιδικές μορφές ιδιοκτησίας αποτελούν κεντρικό μηχανισμό ελέγχου της εταιρείας με ταυτόχρονη μείωση του κινδύνου από την δέσμευση των κεφαλαίων σε μία και μόνο εταιρεία και χρησιμοποιούνται σε όλο τον κόσμο. Οι πυραμιδικές δομές έχουν δύο πλεονεκτήματα. Το πρώτο είναι ότι μειώνουν το κόστος κεφαλαίου που απαιτείται για τον έλεγχο πολλών επιχειρήσεων ταυτόχρονα και το δεύτερο είναι ότι μεγιστοποιούν παράλληλα το διοικητικό αποτέλεσμα, δηλαδή τον πλήρη έλεγχο των εταιρειών αυτών.

Οι πυραμιδικές μορφές ιδιοκτησίας χρησιμοποιούνται και από οικογενειακές επιχειρήσεις (Claessens et al., 2000). «Διάφοροι λόγοι έχουν εντοπισθεί για την υιοθέτηση της πυραμιδικής δομής. Πρώτον, μία πυραμιδική ομάδα ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο ελέγχου των μετόχων και μεγιστοποιεί τη διάχυση των εξωτερικών μετόχων μέσω της μείωσης του λόγου των δικαιωμάτων ψήφου προς τα δικαιώματα ταμιακών ροών-μετρητών<sup>9</sup>. Δεύτερον, η ομάδα χρησιμοποιείται επίσης ως μέσο περιορισμού ευθύνης. Στις πυραμιδικές δομές, οι ιδρυτικές οικογένειες και οι σύμμαχοί τους συχνά ασκούν έλεγχο επί ενός μεγάλου δικτύου εισηγμένων και μη εισηγμένων εταιρειών και αυτές οι οικογένειες εξασφαλίζονται συχνά από τον κίνδυνο, μια και ελέγχουν άμεσα μόνο ένα μικρό, συγκριτικά, αριθμό μετοχών. Τρίτον, η ομάδα μπορεί να αντιπροσωπεύσει μία δομή κινήτρων, διότι ως μέτοχοι (που δεν ασκούν άμεσα διοίκηση) δεν είναι πάντα ενημερωμένοι για τις ενέργειες των υφισταμένων τους. Εναλλακτικά, μία δομή ομάδας μπορεί να κάνει ευκολότερη την κατανομή των λειτουργιών διοίκησης μεταξύ των μελών της ελέγχουσας οικογένειας, να διευκολύνει τη συνεργασία και να μειώνει τον κίνδυνο συγκρούσεων» (Akoι, 1995; Demirag και Serter, 2003).

Οι πλειοψηφούντες μέτοχοι δεν επιθυμούν την ενίσχυση των άλλων ή την αλλαγή του ιδιοκτησιακού status quo. Η κεφαλαιαγορά είναι ένας μηχανισμός αναδιανομής της ιδιοκτησίας με ταχύτατους ρυθμούς και με μικρό σχετικά κόστος. Η έλλειψη της νομικής προστασίας των συμφερόντων των μειοψηφούντων μετόχων δεν ενισχύει τη θέση τους αλλά περισσότερο ενισχύει το αντικίνητρο για επένδυση και συμμετοχή στη διοίκηση από τους μειοψηφούντες μετόχους. Αυτές οι συνθήκες, «ίσως, οδηγούν χώρες της Ηπειρωτικής Ευρώπης, όπως είναι η Ιταλία, η Γερμανία και η Γαλλία να έχουν μικρές σχετικά κεφαλαιαγορές. Έχοντας αυτό υπόψη, η ύπαρξη μίας μεγάλης κεφαλαιαγοράς στην Ιαπωνία, παρόλη την αδύναμη προστασία των μειοψηφούντων μετόχων είναι ένας γρίφος. Ο γρίφος μπορεί να εξηγηθεί από την επικράτηση αδύνατων συστημάτων κινήτρων εντός των μεγάλων Ιαπωνικών επιχειρήσεων ή την επίδραση της φήμης και των άτυπων – μη ρητών (implicit) συμβολαίων στην Ιαπωνία» (Shleifer και Vishny, 1997).

<sup>9</sup> Π.χ. με τον περιορισμό της συμμετοχής της πυραμίδας στο 51% του συνόλου των μετοχικών μεριδίων, παρόλο που ελέγχει πλήρως την εταιρεία, δεν συμμετέχει ολοκληρωτικά στον κίνδυνο λειτουργίας της εταιρείας. Με αυτό τον τρόπο η εταιρεία συνεχίζει να ελέγχει την εταιρεία διακονώντας μικρότερα ποσά κεφαλαίου. Το υπόλοιπο 49% των μετοχικών μεριδίων μπορεί να διασπαρθεί σε εξωτερικούς χρηματοδότες – μετόχους χωρίς καμία επίδραση στον έλεγχο της εταιρείας.



Η αποτελεσματικότητα των κωδίκων (εθελοντικών και μη), που υιοθετήθηκαν από τις περισσότερες μεγάλες Ευρωπαϊκές εταιρείες για την προώθηση της αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης, ήταν περιορισμένη. Επιπλέον, αν και η συγκεντρωμένη ιδιοκτησία και η περιορισμένη δραστηριότητα εξαγορών του Ευρωπαϊκού συστήματος φαίνεται να είναι καταλληλότερη για μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ της εταιρείας και των επενδυτών, η συγκεντρωμένη εσωτερικά ιδιοκτησία μπορεί να οδηγήσει σε δαπανηρές καθυστερήσεις στην ανάληψη αναγκαίων διορθωτικών ενεργειών, ειδικά, εάν οι ιδιοκτήτες έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν την ιδιοκτησία και τη διοίκηση της εταιρείας για την διατήρηση του status quo. Η ύπαρξη μετοχικών πυρήνων και η υιοθέτηση διοικητικών αμυντικών μέτρων που προστατεύουν τόσο τα διοικητικά στελέχη, όσο και τους μεγάλους μετόχους που υπηρετούν ως ανώτατα εκτελεστικά στελέχη ή ως μέλη του Δ.Σ. έχουν περιορίσει την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (Cuervo, 2002).

#### ΔΙΑΧΥΣΗ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Η διάχυση της ιδιοκτησίας δημιουργεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και της ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ των ιδιοκτητών – μετόχων και των διοικητικών – εκτελεστικών στελεχών. «Το Αμερικανικό μοντέλο εταιρικής ιδιοκτησίας είναι το καλύτερο παράδειγμα κατακερματισμένης μετοχικής σύνθεσης. Η διασπορά της μετοχικής ιδιοκτησίας είναι υψηλή σε σχέση με μοντέλα ιδιοκτησίας άλλων χωρών. Η μεγαλύτερη κατηγορία μετόχων είναι φυσικά πρόσωπα, ταμεία συνταξιοδότησης και άλλα χρηματοοικονομικά ιδρύματα. Οι μέτοχοι αυτοί τείνουν να εξασκούν τον αναγκαίο έλεγχο επί της διοίκησης συναλλασσόμενοι ενεργά στην κεφαλαιαγορά. Οι κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ χαρακτηρίζονται από υψηλή ρευστότητα και

αποτελεσματικότητα. Εκτός της ισχυρής κεφαλαιαγοράς υπάρχει και ένα ισχυρό πλαίσιο νόμων και ένα ανεξάρτητο όργανο ρύθμισης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που εξασφαλίζει ότι το μετοχικό κεφάλαιο δε συσσωρεύεται από καμία μετοχική ομάδα κάνοντας χρήση άδικων μέσων, όπως την προσφορά υπερτιμήματος (premium) για την αγορά μετοχικών μεριδίων, καθώς και μη-ορθολογικές ή ανορθόδοξες εξαγορές, κ.ο.κ. Έτσι, η ιδιοκτησία τείνει να μην συγκεντρώνεται στα χέρια ολίγων στην εταιρική δομή των ΗΠΑ» (Praveen, 2004)

Οι μηχανισμοί ελέγχου διατήρησης της μεγάλης διασποράς είναι, σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1997), τρεις:

- **Ισχυρή κεφαλαιαγορά,**
- **Ανεξάρτητη ρυθμιστική αρχή κεφαλαιαγοράς**
- **Ισχυρό νομικό πλαίσιο**

Οι μικροί ιδιοκτήτες – μέτοχοι, αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές δεν μπορούν να επηρεάσουν κανένα από τους δύο πρώτους μηχανισμούς. Η θέση του στο εταιρικό «παιχνίδι» ελέγχου – ευθύνης και διοίκησης είναι εξαιρετικά μειονεκτική, διότι ούτε διαπραγματευτική δύναμη εντός της εταιρείας έχει ούτε μπορεί να επηρεάσει και να επιβάλει τη θέλησή του και την προστασία των συμφερόντων του με τη χρήση των πρώτων δύο μηχανισμών, παρά μόνο με την προσφυγή του στο νομικό – δικαστικό σύστημα. Συνεπώς, η ισορροπία και η ηθική ακεραιότητα της μετοχικής δομής με υψηλή διασπορά εξαρτάται κατά βάση από την αποτελεσματικότητα και ευελιξία του θεσμικού και του νομικού – δικαστικού συστήματος. Το γεγονός που έχει μεγάλη σημασία κατά την άποψη των Shleifer και Vishny (1997) είναι ότι η αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς στηρίζεται στους θεσμικούς επενδυτές και όχι στα πολλαπλάσια σε αριθμό φυσικά πρόσωπα. Οι θε-

θσμικοί επενδυτές έχουν το πλεονέκτημα ότι λόγω του μεγέθους τους μπορούν να ασκήσουν αποτελεσματικότερα έλεγχο και εποπτεία ή και να συμμετέχουν στη διοίκηση των εταιρειών, δηλαδή δεν έχουν το μειονέκτημα των μικρομετόχων (έλλειψη γνώσεων, χρόνου και αυξημέ- νο κόστος ανάμιξης στη διοίκηση ή στον έλεγχο – εποπτεία).

Η αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από: α) τον βαθμό (ποιότητα και εγκυ- ρότητα) και την ταχύτητα δημοσιοποίησης των πληροφοριών και β) την ταχύτητα αντίδρα- σης των συμμετεχόντων στην αγορά γ) την ικανότητα σωστής ανάλυσης των επιχειρημα- τικών πληροφοριών από τους παραλήπτες της. Το πρώτο χαρακτηριστικό εξαρτάται με τη σειρά του από τις εποπτικές – ρυθμιστικές αρχές, το ισχυρό νομικό πλαίσιο, ενώ το δεύτερο από οικονομικούς κυρίως παράγοντες (κόστος συναλλαγής και απόκτησης πληροφοριών) και ορισμένα ποιοτικά στοιχεία της κεφαλαιαγοράς που επηρεάζουν την εφικτότητα και την οικονομικότητα της αντίδρασης (π.χ. ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς). Οι θεσμικοί επενδυ- τές έχουν την δυνατότητα (μηχανισμό, προσωπικό, γνώσεις, κλπ.) να αποκτούν πληροφορίες με μικρότερο κόστος ανά μονάδα, ισχυρότερο κίνητρο για τη συμμετοχή τους στην αγορά (πρέπει να λογοδοτούν στους μετόχους / πελάτες τους) και, λόγω της μεγαλύτερης μετοχικής ιδιοκτησίας, έχουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη για την απόκτηση πληροφορήσης. Ένα πρόσθετο στοιχείο είναι ότι οι θεσμικοί επενδυτές λειτουργούν ως ηγέτες γνώμης στην κεφαλαιαγορά

#### ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Υπάρχουν πολλά είδη μετόχων, το κάθε ένα από τα οποία έχει διακριτά συμφέροντα που δεν είναι πάντα συμβατά με τα συμφέροντα των άλλων (Monks, 2002b). Οι κυρίαρχοι μέτοχοι μπο- ρεί να είναι οικογένειες, θεσμικοί επενδυτές ή ομάδες μετόχων (πυραμίδες ελέγχου). Κάθε μία από αυτές τις κατηγορίες μετόχων έχει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της που διαμορφώνουν με τη σειρά τους τη συμπεριφορά τους ως μετόχων και την επίδρασή τους στο σύστημα ΕΔ. «Οι οικογενειακές σχέσεις δημιουργούν δεσμούς εμπιστοσύνης και μία αίσθηση κοινής απο- στολής και σκοπού μεταξύ των μελών που μπορούν να αντικαταστήσουν τους δεσμούς που υποθετικά δημιουργούνται από το νομικό σύστημα. Αυτό οδήγησε ορισμένους συγγραφείς (όπως, π.χ. οι Ranunzi et al., 2002) να προτείνουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις απαντώνται περισσότερο σε χώρες με αδύναμη προστασία των μειοψηφούντων μετόχων, ακριβώς γιατί η οικογενειακή ιδιοκτησία δρα ως υποκατάστατο της νομικής προστασίας των μειοψηφούντων μετόχων» (De Holan and Sanz, 2006). Από την άλλη, όμως, η ανάπτυξη των οικογενειακών επιχειρήσεων μπορεί να προέκυψε, ακριβώς γιατί δεν υπήρχε το νομικό πλαίσιο προστασίας των μετόχων μειοψηφίας.

Οι οικογένειες (που τυπικά συμμετέχουν στην εκτελεστική – διοικητική λειτουργία και στο Δ.Σ.) είναι περισσότερο επιρρεπείς στην εξασφάλιση ωφελημάτων για τα μέλη τους, εάν δεν εποπτεύονται και παρακολουθούνται από άλλους ισχυρούς μεγάλους μετόχους (Maury and Rajuste, 2004). Η παρουσία μεγάλων θεσμικών επενδυτών θεωρείται ότι έχει θετικές επιπτώ- σεις στη μείωση του κινδύνου εκμετάλλευσης των μετόχων μειοψηφίας από την οικογένεια ή την πυραμίδα ελέγχου.

Στον Αγγλοσαξωνικό κόσμο ο επενδυτικός ορίζοντας τις τελευταίες δεκαετίες έγινε βραχυχρόνιος και έχει αποσυνδεθεί η επιχειρηματικότητα από την επένδυση. Οι επενδυτές δε θεωρούνται κατ' ανάγκη και επιχειρηματίες, αλλά είναι περισσότερο εισοδηματίες που αναμένουν προσόδους και υπεραξίες από την επένδυσή τους. Αυτού του τύπου οι επενδυτές δεν έχουν όραμα και στρατηγική για την επιχείρηση, δεν είναι συναισθηματικά συνδεδεμένοι με την επιχείρηση και το μόνο που επιθυμούν είναι η γρήγορη επίτευξη του οικονομικού αποτελέσματος.

Το θετικό των οικογενειακών επιχειρήσεων είναι ότι οι μέτοχοι έχουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, γιατί κυρίως είναι συναισθηματικά συνδεδεμένοι με την εταιρεία και η πιθανότητα απεμπλοκής από την επιχείρηση είναι μικρή λόγω του όγκου των μετοχών που διαθέτουν. Ο βραχυχρόνιος επενδυτικός ορίζοντας δεν είναι συμβατός με την επενδυτική συμπεριφορά των οικογενειών και με την επενδυτική στρατηγική της μακροχρόνιας απόδοσης. Επιπρόσθετα ο βραχυχρόνιος επενδυτικός ορίζοντας των μικροεπενδυτών μπορεί να αποφέρει σημαντικές μεταβολές στη μετοχική αξία, στο χρονικό ορίζοντα αξιολόγησης των επαγγελματικών διοικητικών στελεχών και στον σχεδιασμό και την εφαρμογή μακροχρόνιων στρατηγικών ανάπτυξης. Τέλος, η μακροχρόνια επενδυτική προοπτική μπορεί να μειώσει σημαντικά τα κίνητρα απάτης από την πλευρά των επαγγελματικών διοικητικών στελεχών, γιατί τα στελέχη αυτά αξιολογούνται με βάση τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας.

#### ΔΑΝΕΙΣΤΕΣ - ΠΙΣΤΩΤΕΣ

Μεταξύ των δύο ομάδων (των ιδιοκτητών – μετόχων και των στελεχών – αντιπροσώπων) διακρίνεται μία τρίτη, αυτή των πιστωτών της εταιρείας. Η τρίτη αυτή ομάδα, μαζί με τους μετόχους είναι οι προμηθευτές κεφαλαίου (ξένα και ίδια κεφάλαια αντίστοιχα). Ορισμένοι θεωρητικοί θεωρούν ότι οι μέτοχοι και οι πιστωτές είναι χωριστή ομάδα και την ονομάζουν «financial stakeholders». Βασικό χαρακτηριστικό της ομάδας αυτής είναι ότι συμμετέχει ενεργά στον κίνδυνο της εταιρείας. Ο Vilanova (2007) ονομάζει τους πιστωτές τους «σχεδόν ιδιοκτήτες» της εταιρείας που αναλαμβάνουν το μεγαλύτερο από το υπόλοιπο του κινδύνου.

Αυτό το χαρακτηριστικό και το γεγονός ότι τα δικαιώματά τους προστατεύονται νομικά, τους κάνει να έχουν μεγαλύτερη ισχύ στην προσπάθεια για εξασφάλιση των δικαιωμάτων τους στη διαπραγμάτευση με τις άλλες ισχυρές ομάδες που μπορούν να εντοπισθούν μέσα στα νομικά όρια της εταιρείας. Η διάκριση της ομάδας των πιστωτών και η σύγκρισή τους με τους μετόχους είναι εμφανής στις μεγάλες έρευνες της ΕΔ, όπως αυτή των Shleifer και Vishny (1997).

Όπως αναλύεται και στο Κεφάλαιο 4 (4.3. ενότητα), η Ιαπωνία και η Γερμανία παρουσιάζει μία ιδιαιτερότητα στο συγκεκριμένο σημείο. Στις χώρες αυτές (ιδιαίτερα στην Ιαπωνία, όπου το φαινόμενο είναι γενικό και μπορεί να χαρακτηριστεί ως επιχειρηματικό μοντέλο) το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας συμμετέχει ενεργά στη χρηματοδότηση, τον έλεγχο και την παρακολούθηση της πορείας της επιχείρησης. Στην Ιαπωνία αποτελεί το κέντρο του επιχειρηματικού ομίλου και ενεργό συμμετέχοντα στα επιχειρηματικά δρώμενα.

**ΕΝΕΡΓΗ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΕΛΕΓΧΟ**

Οι μηχανισμοί της εξωτερικής αγοράς περιλαμβάνουν:

- Την κεφαλαιαγορά ως μηχανισμό προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης η οποία με τη σειρά της είναι κριτήριο αξιολόγησης των διοικητικών επαγγελματικών στελεχών
- Τις εξαγορές – συγχωνεύσεις ως μηχανισμού προσδιορισμού των κινήτρων ευθυγράμμισης των συμφερόντων των επαγγελματικών διοικητικών στελεχών και αυτών των μετόχων. Τα στελέχη αμείβονται με βάση την εταιρική απόδοση ή την υπεραξία της μετοχής. Η πιθανότητα εξαγοράς λειτουργεί ως αντικίνητρο για τα στελέχη, γιατί μειώνει την αξία της μετοχής και αυξάνει την πιθανότητα απώλειας της απασχόλησής τους στην εταιρεία.
- Η φήμη των επαγγελματικών στελεχών που διαμορφώνεται από τα αποτελέσματα (κυρίως χρηματοοικονομικά) των εταιρειών που εργάζονται ή έχουν εργασθεί.

Το βασικό πρόβλημα του μηχανισμού αυτού ευθυγράμμισης των συμφερόντων των εσωτερικών ενδιαφερομένων (ενδοεταιρικά) συγκρουόμενων μερών είναι ότι προϋποθέτει την ύπαρξη αποτελεσματικής αγοράς. Οι επενδυτές συχνά χρησιμοποιούν τις επιλογές εξόδου, εάν διαφωνούν με τη διοίκηση ή έχουν απογοητευθεί από την απόδοση της εταιρείας, δίνοντας το σήμα - μέσω των τιμών των μετοχών - για την ανάγκη των στελεχών να βελτιώσουν την απόδοση της εταιρείας (Hirschman, 1970, όπως παρατέθηκε στο Spanos, 2005).

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς είναι εξαιρετικά απλουστευτική, αλλά και ταυτόχρονα πολύ ελκυστική. Η ύπαρξη ενός αόρατου μηχανισμού που μπορεί να ρυθμίζει τα πάντα είναι πολύ παλιά (π.χ. η αόρατη χείρα του Adam Smith στο «The Wealth of Nations») και για πολλούς έχει αποκτήσει τη θέση του αξιώματος. Η βασική προϋπόθεση για την αποτελεσματική αγορά είναι η άμεση και χωρίς κωλύματα (κόστος, διαδικασίες, εμπόδια πρόσβασης και κατανόησης) διάχυση των πληροφοριών. Αυτό με τη σειρά του προϋποθέτει ότι: α) όλα τα εμπλεκόμενα μέρη (μέλη Δ.Σ., ελεγκτές, εσωτερικοί και εξωτερικοί), εποπτικοί φορείς, μέτοχοι, κλπ.) στη διαχείριση – διοίκηση και λειτουργία της εταιρείας είναι ικανά και πρόθυμα να χρησιμοποιήσουν όλες τις πληροφορίες (χρηματοοικονομικές, λογιστικές και μη), για να αποκρυπτογραφήσουν το παιχνίδι των επαγγελματικών διοικητικών στελεχών και β) οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις δίνουν μία δίκαιη και πιστή απεικόνιση του τι έχει επιτύχει η διοίκηση της εταιρείας (Rashad, 2002).