

**ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ:
ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ**

Καθηγητής *Νικόλαος Γ. Τραυλός* Πρύτανης και κάτοχος της
Ακαδημαϊκής Έδρας Στη Χρηματοοικονομική "Καίτη Κυριακοπούλου"

ATHENS LABORATORY OF BUSINESS ADMINISTRATION (ALBA) www.alba.edu.gr

Ιανουάριος 2003

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ: ΕΝΝΟΙΕΣ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ¹

Η πρόσφατη χρεοκοπία της αμερικανικής εταιρείας ENRON φέρνει στην επικαιρότητα τον τρόπο με τον οποίο διοικούνται και ελέγχονται οι εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρείες. Συγκεκριμένα, εγείρονται σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη δυνατότητα προστασίας των συμφερόντων των μετόχων, ιδιαίτερα των μικροεπενδυτών, των πιστωτών και όλων των άλλων φορέων που αντλούν νόμιμα συμφέροντα από την επιχείρηση. Τα σχετικά προβλήματα δεν είναι πρωτόγνωρα. Απεναντίας, τόσο η βιβλιογραφία της Χρηματοοικονομικής Επιστήμης όσο και η πρακτική των εποπτικών αρχών των κεφαλαιαγορών σχεδόν όλων των χωρών έχουν ασχοληθεί εκτενώς με αυτά τα θέματα και έχουν σχεδιάσει συστήματα αντιμετώπισης και επίλυσης των σχετικών προβλημάτων. Αυτά τα συστήματα, γνωστά ως συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance), έχουν ως βασικό στόχο την προστασία των επενδυτών (μετόχων και πιστωτών) των εισηγμένων εταιρειών σε χρηματιστήρια.

Η ύπαρξη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σημαντικές θετικές επιδράσεις τόσο στις επιχειρήσεις όσο και στην οικονομία κάθε χώρας. Συγκεκριμένα, έρευνα της Εταιρείας Συμβούλων McKinsey, το 2000, βασισμένη σε 200 θεσμικούς επενδυτές από όλο τον κόσμο, αποκαλύπτει πως τουλάχιστον 75% των θεσμικών επενδυτών λαμβάνουν υπόψη τους, για τη διαμόρφωση των επενδυτικών τους επιλογών, εξίσου σοβαρά τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών στις οποίες επενδύουν τα κεφάλαιά τους όσο και τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα.

¹ Σημ.: Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε εκτενέστερο άρθρο του συγγραφέα στις ΤΑΣΕΙΣ - Η ΕΜΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, 2001, σελ. 170-182, καθώς επίσης και άλλο άρθρο του στον ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΤΑΧΥΔΡΟΜΟ, 13/4/2002, σελ. 67-69.

Επίσης, περισσότεροι από 80% των θεσμικών επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές των εταιρειών που έχουν ισχυρά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με εταιρείες που διαθέτουν ασθενή συστήματα προστασίας των επενδυτών. Το επιπλέον τίμημα, για εταιρείες με την ίδια χρηματοοικονομική επίδοση, διαφέρει από χώρα σε χώρα, ανάλογα με την ποιότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Έτσι, το επιπλέον τίμημα είναι 18% για εταιρείες στο Ηνωμένο Βασίλειο, 22% στη Βενεζουέλα και 27% στην Ινδονησία. Το επιπλέον τίμημα συνεπάγεται υψηλότερο κόστος κεφαλαίου, άρα και λιγότερες παραγωγικές επενδύσεις, για τις σχετικές επιχειρήσεις και αντίστοιχα χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης για την οικονομία.

Περαιτέρω, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης δεν επιτρέπει την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα στη Ρωσία, που η ύπαρξη ασθενών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης έχει σαν αποτέλεσμα τη συστηματική ιδιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων των πρόσφατα ιδιωτικοποιηθεισών επιχειρήσεων από τα διευθυντικά τους στελέχη, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις, οδηγώντας την κεφαλαιαγορά σε μαρασμό.

Η διερεύνηση και ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης διεθνώς αναζωπυρώθηκε με την έκδοση των πορισμάτων της Επιτροπής Cadbury, το 1992, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η σχετική Επιτροπή εξέδωσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς (Code of Best Practice) ο οποίος αποτέλεσε το πρότυπο των σχετικών πρωτοβουλιών σε αρκετές χώρες. Στη χώρα μας οι σχετικές πρωτοβουλίες ξεκίνησαν με την έκδοση της «Γαλάζιας Βίβλου» το 1999 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που συνέβαλε στην ψήφιση του Νόμου 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

Το επόμενο τμήμα αυτού του άρθρου παρουσιάζει τη θεωρητική βάση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης, αναφέρει τις πρωτοβουλίες μεταρρύθμισης των σχετικών συστημάτων διεθνώς, παρουσιάζει τα ανάλογα ερευνητικά πορίσματα και περιέχει και σχολιάζει τα κυριότερα σημεία του Νόμου 3016 για την Εταιρική Διακυβέρνηση. Τέλος, το άρθρο παρουσιάζει τα σχετικά συμπεράσματα.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΒΑΣΗ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τη σχέση εντολέα - εντολοδόχου (principal - agent) που υφίσταται κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές και μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Σε κάθε σύστημα που ο εντολέας παραχωρεί αρμοδιότητες σε κάποιον άλλο φορέα, τον εντολοδόχο, να αναλαμβάνει πρωτοβουλίες και δραστηριότητες επ' ονόματί του, τα συμφέροντα του εντολοδόχου συνήθως αποκλίνουν από τα συμφέροντα του εντολοδόχου.

Η απόκλιση των σχετικών επιδιώξεων οδηγούν σε σύγκρουση συμφερόντων και καθιστούν αναγκαίο τον σχεδιασμό συστημάτων που διασφαλίζουν τα συμφέροντα των εντολέων. Στις επιχειρήσεις, οι μέτοχοι (εντολείς) αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης στα διευθυντικά στελέχη (management- εντολοδόχους). Ομοίως, οι πιστωτές (εντολείς) εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μετόχων (εντολοδόχων). Κατά τον ίδιο τρόπο οι μικρομέτοχοι εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στα χέρια των μεγαλομετόχων που συνήθως αποτελούν τη διευθυντική ομάδα της επιχείρησης. Τα συμφέροντα όμως των μετόχων και διευθυντικών στελεχών, των μετόχων και πιστωτών και μεγαλομετόχων και μικρομετόχων δεν ταυτίζονται. Απεναντίας, τόσο η θεωρία όσο και η πράξη υποδεικνύουν αρκετές περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες μιας σύγχρονης επιχείρησης.

Συγκρούσεις Συμφερόντων Μεταξύ Μετόχων Και Διευθυντικών Στελεχών

Η σχετική βιβλιογραφία αναφέρει τις παρακάτω μορφές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης .

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ.

- πολυτελή γραφεία, κλπ.)
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνον για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση *στο* είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
 - Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήξης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

Συγκρούσεις Συμφερόντων Μεταξύ Μετόχων Και Πιστωτών

Εδώ η σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές:

- Ανάλυση από την επιχείρηση επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου από ότι είχε αρχικά παρουσιαστεί στο επιχειρηματικό σχέδιο.
- Περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση, μετά την έκδοση του αρχικού δανείου, πέρα από ότι είχε αρχικά προβλεφθεί.
- Άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφάλαιο όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

Συγκρούσεις Συμφερόντων Μεταξύ Μεγαλομετόχων και Μικρομετόχων

Στις κεφαλαιαγορές της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνίας και πολλών άλλων χωρών το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιρειών διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η βασική ειδοποιός διαφορά είναι η ύπαρξη, στις πρώτες χώρες, αρκετών εταιρειών οικογενειακής μορφής και η συνύπαρξη ενός μικρού αριθμού μεγαλομετόχων, που συνήθως αποτελούν και την κορυφαία διευθυντική ομάδα της επιχείρησης, με μία μεγάλη ομάδα μικρομετόχων. Σε αυτές τις κεφαλαιαγορές το πρόβλημα επικεντρώνεται κυρίως στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που μπορεί να πάρει τις εξής μορφές:

- Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μικρομετόχους μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος
- Ανάληψη δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου.

Όπως προκύπτει από τα εμπειρικά πορίσματα αρκετών δημοσιευμένων ερευνητικών εργασιών, τα σχετικά προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων είναι εντονότερα στις περιπτώσεις που α) ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διοικητικό / διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (Πρόεδρος Δ.Σ. / Διευθύνων Σύμβουλος), και β) τα δικαιώματα ψήφου - άρα και ελέγχου της επιχείρησης - ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, όπως όταν υπάρχουν δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου ή όταν ο μεγαλομέτοχος ελέγχει πολλές θυγατρικές εταιρείες μέσω πυραμοειδούς σχήματος.

Συμπερασματικά, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει σημαντικά προβλήματα στη λειτουργία των επιχειρήσεων τόσο στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς μετοχικού κεφαλαίου, όσο και στις περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικού κεφαλαίου σε λίγους μεγαλομετόχους. Συνεπώς, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται τόσο σε πολυμετοχικά σχήματα, όπως στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και σε μεγαλομετόχους, όπως στην Ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και αλλού, έχουν ανάγκη βελτίωσης.

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΕΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων, η Κυβέρνηση δημιούργησε την Επιτροπή Cadbury, τον Μάιο του 1991, με στόχο τη μελέτη των χρηματοοικονομικών πτυχών του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η σχετική επιτροπή εξέδωσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς, τον Δεκέμβριο του 1992, ο οποίος προτείνει πως:

- Τα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών πρέπει να περιλαμβάνουν και μη εκτελεστικά μέλη, δηλαδή Συμβούλους που δεν έχουν σχέση εξαρτημένης εργασίας με την εταιρεία.
- Οι θέσεις του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι προτιμότερο να κατέχονται από διαφορετικά πρόσωπα.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου που θα απαρτίζεται κατά πλειοψηφία από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Καθορισμού Αμοιβών Διευθυντικών / Διοικητικών Στελεχών που θα απαρτίζεται αποκλειστικά ή κύρια από μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου
- Οι εταιρείες πρέπει να θεσπίσουν Επιτροπή Υποβολής και Αξιολόγησης Υποψηφιοτήτων για το Διοικητικό Συμβούλιο.

Το Χρηματιστήριο του Λονδίνου υιοθέτησε τον κώδικα σαν κριτήριο εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο, παρέχοντας όμως στις επιχειρήσεις την επιλογή μη υιοθέτησης του Κώδικα, υπό τον όρο ότι θα απεκάλυπταν το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησής τους και τους λόγους μη υιοθέτησης του σχετικού κώδικα.

Οι προτάσεις της Επιτροπής Cadbury έγιναν αντικείμενο ευρείας συζήτησης τόσο σε κυβερνητικούς όσο και σε επιχειρηματικούς και ακαδημαϊκούς κύκλους και προκάλεσαν ανάλογες πρωτοβουλίες σε πολλές χώρες, όπως στις Η.Π.Α., στον Καναδά, σε Χόνγκ-Κόνγκ, στη Νότια Αφρική, Αυστραλία, Γαλλία και Ελλάδα.

ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΠΟΡΙΣΜΑΤΑ

i) Επιδράσεις της υιοθέτησης του κώδικα (Cadbury) στις επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου

Οι Dahya, McConnell and Travlos (Journal of Finance, Φεβρουάριος 2002) διερευνούν την επίδραση της υιοθέτησης του Κώδικα στη λειτουργία των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου. 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), καταλήγει μεταξύ άλλων, στα παρακάτω συμπεράσματα:

- Παρατηρείται 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.

ii) Μεταρρυθμίσεις που επηρεάζουν τις σχέσεις ανάμεσα σε θεσμικούς επενδυτές και στις εταιρείες που επενδύουν οι θεσμικοί επενδυτές

Η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης (Committee on Corporate Governance, UK 1998) του Ηνωμένου Βασιλείου 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 (*Corporate Governance*, Ιούλιος 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 στο Ηνωμένο Βασίλειο 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.

Ο ΝΟΜΟΣ 3016/2002 ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Πρόσφατα η Βουλή ψήφισε το Νόμο 3016 ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανωνύμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας.

Ο Νόμος ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη της ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, απαγορεύεται τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να επιδιώκουν συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρείας. Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν έγκαιρα να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντά τους που ανακύπτουν από συναλλαγές της εταιρείας καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων, που ανακύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων της.

Ο Νόμος επίσης αναφέρεται στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου, προβλέποντας τη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Περαιτέρω, μεταξύ των **μη εκτελεστικών μελών** πρέπει να υπάρχουν **δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη**, εκτός εάν στο διοικητικό συμβούλιο συμμετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Περαιτέρω, ο Νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον Κ.ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. 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.

Επιπλέον, θεσπίζονται Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας και Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας, στην οποία ασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης που δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύεται από μη εκτελεστικά (ένα έως τρία) μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο. Δεν μπορούν να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού εξ' αίματος ή εξ' αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρείας. Το διοικητικό συμβούλιο έχει την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο της, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει όλα τα απαραίτητα μέσα για τη διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει

ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητά της να αναφέρει στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών της εταιρείας με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Σε γενικές γραμμές ο Νόμος 3016 αποτελεί ένα στερεό βήμα στη σωστή κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω τη διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι σχετικές διατάξεις, προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι των τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, τα σχετικά άρθρα εισάγουν μερικές ασφαλιστικές δικλείδες για την προστασία των μικρομετόχων έναντι των μεγαλομετόχων. Για παράδειγμα, η συμμετοχή *στο* διοικητικό συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

Ο Νόμος 3016 κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury. Από τη φύση του ο Κώδικας αντιμετωπίζει τα προβλήματα μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών που ανακύπτουν σε μία πολυμετοχική επιχείρηση, όπως κατά κανόνα είναι οι επιχειρήσεις *στο* Ηνωμένο Βασίλειο και στις Η.Π.Α. Επομένως, ο Κώδικας δεν δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που αποτελούν το πιο σημαντικό πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας και σε άλλες χώρες με παρόμοιο ιδιοκτησιακό καθεστώς. Συνεπώς, ο Νόμος 3016 παρότι είναι χρήσιμος, είναι πολύ πιθανόν να χρειαστεί να εμπλουτιστεί στο μέλλον με περισσότερες διατάξεις που θα διέπουν τις σχέσεις μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

ΣΥΜΠΕΡΑΙΜΑΤΑ

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. Τα τελευταία δέκα χρόνια, υπό την πίεση δυσμενών επιχειρηματικών εξελίξεων στο Ηνωμένο Βασίλειο και σε άλλες χώρες, ξεκίνησε από το Ηνωμένο Βασίλειο 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. Στη χώρα μας οι σχετικές μεταρρυθμίσεις θεσπίστηκαν με τον πρόσφατο Νόμο 3016. Σαν πρώτη προσπάθεια μεταρρύθμισης του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης στη χώρα μας, ο Νόμος 3016 αποτελεί μια πολύ θετική εξέλιξη που περαιτέρω θωρακίζει το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Στο μέλλον αυτός ο νόμος μπορεί να εμπλουτιστεί με επιπλέον διατάξεις που προστατεύουν περαιτέρω τα συμφέροντα των μικρομετόχων.