

## Επιστήμη και Κοινωνία: Επιθεώρηση Πολιτικής και Ηθικής Θεωρίας

Τόμ. 34 (2016)

Ανισότητες



**Σε ποιον ανήκει ο 21ος αιώνας; Patrimonial versus agency capitalism**

Ηλίας Κατσούλης

doi: [10.12681/sas.10247](https://doi.org/10.12681/sas.10247)

Copyright © 2016, Ηλίας Κατσούλης



Άδεια χρήσης [Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/).

### Βιβλιογραφική αναφορά:

Κατσούλης Η. (2016). Σε ποιον ανήκει ο 21ος αιώνας; Patrimonial versus agency capitalism. *Επιστήμη και Κοινωνία: Επιθεώρηση Πολιτικής και Ηθικής Θεωρίας*, 34, 13–68. <https://doi.org/10.12681/sas.10247>

*Ηλίας Κατσούλης\**

ΣΕ ΠΟΙΟΝ ΑΝΗΚΕΙ Ο 21ος ΑΙΩΝΑΣ;  
PATRIMONIAL VERSUS AGENCY CAPITALISM

---

Ο T. Piketty υποστηρίζει ότι, εάν δεν ληφθούν δραστικά δημοσιονομικά μέτρα ελέγχου της κληρονομικής μεταφοράς πλούτου στα ανώτερα εκατοστημόρια και χιλιοστημόρια του πληθυσμού στις δυτικές χώρες, δημιουργείται ο κίνδυνος οι οικονομικές ανισότητες να οδηγήσουν σε καταστάσεις αντίστοιχες με εκείνες που κυριαρχούσαν στην Ευρώπη κατά τον 19ο αιώνα. Από την πλευρά μου επιλέγω να παρακολουθήσω το πρόβλημα των ανισοτήτων από την οπτική γωνία της εταιρικής διακυβέρνησης και να εξετάσω μέσα στον χρόνο τη διανομή των εισοδημάτων μεταξύ των συντελεστών της εταιρικής σχέσης, δηλαδή μεταξύ principals και agents, στο πλαίσιο ενός εν εξελίξει τύπου καπιταλισμού ο οποίος στη βιβλιογραφία ονομάζεται agency capitalism. Σε αυτόν οι principals, οι μέτοχοι, οι οποίοι στην πλειονότητά τους είναι εργαζόμενοι και οι πραγματικοί 'ιδιοκτήτες' της επιχείρησης, συγκλίνουν με τους agents, τους εντολοδόχους, στην επιδίωξη της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης. Στους εντολοδόχους ανήκουν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης, οι εμπειρογνώμονες και διαχειριστές των ιδιωτικών κεφαλαίων και μια νέα κατηγορία ειδικών διαχειριστών, οι γνωσιογνώστες, οι οποίοι στις συνθήκες της εν εξελίξει παγκοσμιοποίησης των οικονομικών και άλλων ανταλλαγών

---

\* Καθηγητής Πολιτικής Κοινωνιολογίας <ikatsoulis@hol.gr>.

επιδιώκουν σε σύντομα χρονικά διαστήματα να μεγιστοποιούν τα οικονομικά οφέλη για όλους τους εμπλεκόμενους. Η έρευνα των σχέσεων δύναμης αλλά και συμφερόντων στο πλαίσιο του agency capitalism δείχνει σε μια κατεύθυνση στην οποία principals και agents θέτουν τις βάσεις μιας συμπόρευσης η οποία μπορεί να διανέμει πλούτο προς τα κάτω αποτρέποντας τη συγκέντρωσή του στα εκατοστημόρια και χιλιοστημόρια της εισοδηματικής πυραμίδας.

## Εισαγωγικά

Η μετάφραση από τη γαλλική στην αγγλική γλώσσα του βιβλίου του T. Piketty *Capital in the Twenty-first Century* [*Le Capital au xxi<sup>e</sup> siècle*] δημιούργησε σε ελάχιστο χρονικό διάστημα ένα ‘γεγονός’ που δεν έχει προηγούμενο στα ακαδημαϊκά χρονικά. Αυτό δεν ήταν ούτε ο όγκος των πωλήσεων ούτε οι μεταφράσεις στις διάφορες γλώσσες που ακολούθησαν σε ελάχιστο χρονικό διάστημα: ήταν και εξακολουθεί να είναι η ευρύτατη διάδοσή του σε κύκλους πολύ πέραν εκείνων των ειδικών και γενικά της ευρύτερης ακαδημαϊκής κοινότητας. Η τεράστια αυτή εκδοτική επιτυχία αποδόθηκε στη φιλική προς τον μέσο αναγνώστη γραφή, στην αποφυγή μαθηματικών και στατιστικών υπολογισμών και της ειδικής ορολογίας που τους συνοδεύει —χωρίς ωστόσο αυτό να σημαίνει ότι τα στερεί από τους ειδικούς: αυτοί παραπέμπονται σε ένα ειδικό τεχνικό παράρτημα και στην ιστοσελίδα του. Εκείνο ωστόσο που πέρα από τα παραπάνω συνέβαλε στη μεγάλη εκδοτική του επιτυχία, τη μεγαλύτερη μέχρι τώρα του εκδοτικού του οίκου, πρέπει να είναι η επιθυμία των πολιτών γενικά να ακούσουν μια εξήγηση ενός γεγονότος που βιώνουν έντονα για πολλά χρόνια τουλάχιστον στον αναπτυγμένο κόσμο: της συγκέντρωσης του πλούτου στους ολίγους και της συμπίεσης των εισοδημάτων των πολλών.

Απ’ ό,τι ακούσαμε, πρόθεση του συγγραφέα ήταν εξ αρχής να απευθυνθεί στο ευρύτερο κοινό και πέραν αυτού, διότι προφανώς μόνο τότε θα μπορούσε να μεταφέρει το μήνυμά του, τη βασική ιδέα που διαπερνά όλο το βιβλίο και στηρίζεται στη συλ-

λογή ενός πρωτοφανούς μέχρι τώρα εμπειρικού υλικού και στην επεξεργασία ενός τεράστιου όγκου στοιχείων, ότι: στους δύο τελευταίους αιώνες σε χώρες όπως η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο και οι ΗΠΑ και λιγότερο σε άλλες διαπιστώνεται ότι τα εισοδήματα από την κατοχή κεφαλαίου υπερβαίνουν κατά πολύ τα εισοδήματα από μισθωτή εργασία. Με μια διακοπή κατά το διάστημα των δύο μεγάλων πολέμων και μέχρι περίπου το 1970 το άνοιγμα της ψαλίδας είχε περιοριστεί σημαντικά. Από τη δεκαετία του 1980 και στο πλαίσιο των νεοφιλελεύθερων πολιτικών που εφαρμόστηκαν σε χώρες όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο η ψαλίδα άρχισε και πάλι να ανοίγει, με αποτέλεσμα κατά την πρώτη δεκαετία της δεύτερης χιλιετίας να επανέρχεται στα επίπεδα του 19ου αιώνα. Η ζοφερή πρόγνωση στην οποία καταλήγει ο Piketty είναι ότι, εάν δεν παρέμβουν οι κυβερνήσεις, η εξέλιξη αυτή, δηλαδή η συγκέντρωση του πλούτου, θα μεταφέρεται κληρονομικά από τη μια γενεά στην άλλη με αποτέλεσμα στη διάρκεια του 21ου αιώνα το πλουσιότερο 10% και εντός αυτού το πλουσιότερο 1% και το 0,1% να συγκεντρώνει περισσότερο από το 90% του παραγόμενου πλούτου στις αναπτυσσόμενες χώρες της Δύσης αλλά και πέραν αυτών.

Στο κείμενο που ακολουθεί πρόθεσή μου είναι, αφού παρουσιάσω ορισμένα από τα κύρια επιχειρήματα του Piketty, να προχωρήσω σε μιαν άλλη ερμηνεία αντλώντας από μια βιβλιογραφία που συναντάται σε μεγάλη έκταση στο πλαίσιο της θεωρίας της 'εταιρικής διακυβέρνησης' [corporate governance]. Η προσέγγιση αυτή εστιάζει σε προβλήματα τα οποία ο Piketty, αν και δεν αγνοεί, εντούτοις δεν θεματοποιεί. Εκείνο που καθιστά διακριτές αυτές τις δύο προσεγγίσεις των εξελίξεων είναι η οπτική τους γωνία. Ο Piketty εξετάζει τις εξελίξεις με βάση τη σχέση 'απόδοση κεφαλαίου [reward] versus μεγέθυνση/ανάπτυξη [growth]', δηλαδή  $r > g$ . Οι ερευνητές της εταιρικής διακυβέρνησης αντιθέτως εστιάζουν στην 'εταιρεία', κατά πολλούς τη μεγαλύτερη ανακάλυψη του καπιταλισμού, και στην κεντρική της αντίθεση εντολέα-εντολοδόχου [principal-agent]. Οι συναρτήσεις αυτής της αντίθεσης αποτελούν κατά τη γνώμη μου την ειδοποιό διαφορά μεταξύ των δύο προσεγγίσεων:

εκείνης της εξέλιξης της σχέσης  $r > g$  του Piketty και εκείνης της εταιρικής διακυβέρνησης η οποία κορυφώνεται στο πρόβλημα του εντολοδόχου [agency problem].

Η μελέτη που ακολουθεί αποτελείται από τρία μέρη. Στο πρώτο θα παρουσιάσω στο μέτρο του δυνατού και με στόχο τη σύγκριση των δύο μορφών καπιταλισμού τις οποίες υπαινίσσονται —του περιουσιοκρατικού [patrimonial/wealth capitalism] και του καπιταλισμού των εντολοδόχων/αντιπροσώπων [agency capitalism]— το περιεχόμενο και τις συναρτήσεις της σχέσης  $r > g$  με σκοπό να δείξω μέχρι ποιο σημείο μπορεί να φτάσει η ερμηνευτική της εμβέλεια. Εκείνο που περισσότερο θα με απασχολήσει είναι η δυνατότητα που προσφέρει αυτή η προσέγγιση όχι μόνο για να αναδειχθεί ο ρόλος των συντελεστών που επηρεάζουν τις εξελίξεις μέσα στο διάστημα από το οποίο ο Piketty αντλεί τα στοιχεία του, αλλά και να εξετάσω εάν και κατά πόσον υπάρχει σταθερό έρεισμα στην ‘πρόβλεψη’ την οποία καταθέτει, ότι στη διάρκεια του 21ου αιώνα σε παγκόσμιο επίπεδο πλέον η διαφορά  $r > g$  θα επανέλθει στα επίπεδα στα οποία είχε φτάσει πριν από την περίοδο των δύο μεγάλων πολέμων.

Στο δεύτερο μέρος θα εξετάσω τις εξελίξεις από τη σκοπιά της εταιρικής διακυβέρνησης, τις μεταβαλλόμενες αρχές της οποίας θα προσεγγίσω υπό το φως μιας αντίληψης που θέλει τον καπιταλισμό να εξελίσσεται κατά στάδια. Στο επίκεντρο αυτής της σε στάδια εξέλιξης θα βρίσκεται η σχέση εντολέα-εντολοδόχου και θα παρακολουθείται στις μεταβολές από τις οποίες διέρχεται στη βάση τριών βασικών στοχεύσεων: εκείνης της μετοχικής αξίας [shareholder value], της βραχυπρόθεσμης [short-term] αύξησης ή της μακροπρόθεσμης [long-term] επιτυχίας της. Μέσα σε αυτή τη διάσταση το πρόβλημα της σχέσης εντολέα-εντολοδόχου μεταβάλλεται και κλίνει τότε προς τη μία πλευρά και τότε προς την άλλη. Στη βιβλιογραφία το ενδιαφέρον στρέφεται προς τη δεύτερη, του εντολοδόχου/αντιπροσώπου, για τον οποίο υποστηρίζεται ότι καθίσταται ο κύριος φορέας του σύγχρονου καπιταλισμού: του agency capitalism. Εκείνο που από την πλευρά μου θα επιδιώξω να αναδείξω είναι η εξακολουθητική ύπαρξη της αμφισημίας μεταξύ shareholder

capitalism και agency capitalism και οι συνεπαγωγές της, πού δηλαδή οδηγεί αυτή η αμφισημία στον χρόνο.

Στο τρίτο μέρος θα συγκρίνω την προσέγγιση του καπιταλισμού στον 21ο αιώνα από τις δύο διαφορετικές αφηγήσεις για να καταλήξω στο ποια από τις δύο εν τέλει προσφέρει τις καλύτερες προγνωστικές δυνατότητες. Από τη δική μου σκοπιά είναι αναγκαίο να τονίσω ότι οι όποιες αντιθέσεις στην κοινωνία, την οικονομία, την πολιτική κ.λπ. δεν λύνονται διαμιγνύμενες υπέρ της μίας ή της άλλης, αλλά μάλλον αίρονται μέσω συνθέσεων στις οποίες επιζούν εκείνα τα στοιχεία που αποδεικνύονται πιο ανθεκτικά στον χρόνο. Αυτή είναι η προσωπική μου αντίληψη της διαλεκτικής.

### *Μέρος πρώτο. Η ‘μαγική φόρμουλα’ των ανισοτήτων*

Ο Piketty, ο οποίος πολύ πριν από τη δημοσίευση του βιβλίου του *Capital in the Twenty-first Century* ανήκε μαζί με τους A. Atkinson (Οξφόρδη) και E. Saez (Berkeley) στους γνωστότερους ερευνητές στους τομείς ‘εισοδήματα και περιουσίες’,<sup>1</sup> υποστηρίζει ότι οι δηλώσεις εισοδήματος που προκύπτουν από τους φόρους εισοδήματος και οι δηλώσεις κληρονομιάς που προκύπτουν από τους φόρους κληρονομιάς δίνουν στους ερευνητές τη δυνατότητα: στην πρώτη περίπτωση να μελετήσουν την εξέλιξη της ανισότητας των εισοδημάτων και στη δεύτερη την εξέλιξη της ανισότητας των περιουσιών (Piketty 2014: 36). Οι έρευνές του, που καλύπτουν μια περίοδο τριών αιώνων (1700-2010), ανέδειξαν δύο μορφές ανισότητας οι διαφορές των οποίων, όπως υποστηρίζει, προδιαγράφουν μια εξέλιξη που θα επαναφέρει σε διεθνές επίπεδο τις οικονομικές προπάντων αλλά και τις πολιτικές ανισότητες στα επίπεδα των προηγούμενων αιώνων, έτσι

---

1. ‘T. Piketty, A. Atkinson & E. Saez have pioneered statistical techniques that make it possible to track the concentration of income and wealth deep into the past –back to the early 20th century for America and Britain and all the way to the late 18th century for France’ (P. Krugman 2014).

όπως τις γνωρίσαμε στη φεουδαλική περίοδο της Κεντρικής Ευρώπης: και όχι μόνο αυτό: η διεθνοποίηση αυτής της τάσης μέσω της παγκοσμιοποίησης απειλεί να δημιουργήσει μια κατάσταση στην οποία τον πλούτο [wealth] γενικά θα τον ιδιοποιούνται και μάλιστα κληρονομικά το πλούσιο 10%, το πλουσιότερο 1% και το ακόμη πιο πλούσιο 0,1% του πληθυσμού στα εθνικά κράτη και σε ορισμένες περιοχές του κόσμου.

Θεωρητικά αυτό μπορεί να συμβεί μέσα στον αιώνα που διανύουμε, εάν βεβαίως δεν ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα που θα το εμποδίσουν. Ποια συγκεκριμένα θα είναι αυτά τα μέτρα δεν το γνωρίζει, προτείνει όμως αρχικά μια δραστική, δημοτυική μάλιστα, φορολογία μέχρι το 80% ή ακόμη και το 90% για τα πολύ μεγάλα εισοδήματα των διευθυντικών στελεχών [managers] και κατόπιν έναν προοδευτικό φόρο των μεγάλων περιουσιών, εάν είναι δυνατόν σε παγκόσμιο επίπεδο.

Για να δείξει ο Piketty τη διαχρονική ισχύ της δικής του ερμηνείας των ανισοτήτων στην περίοδο την οποία ερευνά, συμπυκνώνει τη 'θεωρία' του σε αυτό που στη συζήτηση που ακολούθησε ονομάστηκε 'μαγική φόρμουλα'. Πρόκειται δηλαδή για τον εντοπισμό της προέλευσης των ανισοτήτων στην εξέλιξη της αναλογίας 'εισοδήματα από κεφάλαιο versus εισοδήματα από εργασία'. Αποτέλεσμα:  $r > g$ . Την αναλογία αυτή, δηλαδή τη σχέση υπεροχής του  $r$  σε σχέση με την απόδοση του  $g$ , την εκφράζει σε έτη εθνικού εισοδήματος και υπολογίζει ότι κυμαίνεται από 6-7 έτη στο Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γαλλία αυξομειούμενη 'μηχανικά' μέσα στους αιώνες και μάλιστα σε όλες εκείνες τις χώρες για τις οποίες διαθέτει στοιχεία, έστω και ελλιπή: εκτός από το Ηνωμένο Βασίλειο και τη Γαλλία, τις ΗΠΑ, την Ιταλία, τη Γερμανία αλλά και την Ιαπωνία, συνολικά περί τις 20 χώρες. Όπως παρατηρεί ο R. Solow (2014), '(t)his visualization of national wealth or capital as relative to national income is the basis to the whole enterprise' ή, όπως το εξειδικεύει ο Piketty (2014: 44), είναι 'η βασική δύναμη απόκλισης', ένας μηχανισμός 'πιο καθοριστικός για τη μακροχρόνια εξέλιξη της κατανομής του πλούτου'. Κάτι τέτοιο καθίσταται δυνατόν επειδή το επιτρέπουν πολιτικοί και άλλοι λόγοι.

Έχει επομένως σημασία να τονιστεί ότι η αρχική αιτία ή τέλος πάντων στο βάθος της ιστορίας εκείνο που επιτρέπει —επιβάλλει θα έλεγα— τη διατήρηση αυτής της σχέσης υπεροχής του εισοδήματος από κεφάλαιο έναντι του εισοδήματος από εργασία είναι οι σχέσεις δύναμης, δηλαδή η πολιτική ως *polity*, *politics*, *policy*, ήτοι ως θεσμοί, διαδικασίες, νόμοι. Το αβίαστο συμπέρασμα στο οποίο οδηγούν οι παρατηρήσεις αυτές είναι ότι η τόσο ενδιαφέρουσα παρουσίαση της εξέλιξης και των αιτιών των ανισοτήτων στο παρελθόν, το παρόν και το μέλλον, την οποία μας καταθέτει ο Piketty, χωλαίνει όχι μόνο επειδή η διέξοδος που μας δείχνει, ο προοδευτικός φόρος, θεωρείται και από τον ίδιο πολύ στενή για να χωρέσει τόσο μεγάλες αποδράσεις αλλά και διότι, όπως έχει εν τω μεταξύ τονιστεί από πολλές πλευρές,<sup>2</sup> υπάρχουν πλήθος άλλοι παράγοντες που μπορούν να εμποδίσουν ή και να αναστρέψουν αυτή την εξέλιξη, εφόσον δεχτούμε τα στοιχεία που παρουσιάζει ο Piketty.

Είναι αλήθεια ότι η υποδοχή που του επιφύλαξε η επιστημονική κοινότητα αλλά και η ευρύτερη δημοσιότητα ήταν ενθουσιώδης, με στοιχεία μάλιστα υπερβολής. Ο παγκόσμιος γνωστός και μη εξαιρετέος νομπελίστας Paul Krugman, ο οποίος με την παρουσίαση του βιβλίου του Piketty στο *The New York Review of Books* (2014) επηρέασε σε μεγάλο βαθμό την αναγνώριση που αυτό είχε, γράφει ότι ‘η απίστευτη άνοδος του “ενός τοις εκατό” έγινε κοινός τόπος λόγω της εργασίας του Piketty’ και ότι ‘το αποτέλεσμα υπήρξε μια επανάσταση στην κατανόησή μας των μακροπρόθεσμων τάσεων των ανισοτήτων’, για να καταλήξει: ‘ο Piketty άλλαξε την οικονομική γλώσσα, δεν πρόκειται να μιλήσουμε πια για πλούτο και ανισότητες κατά τον ίδιο τρόπο που συνηθίζαμε μέχρι τώρα’. Μετά τις πρώτες εντυπώσεις, το πλήθος των αναφορών και των εγκωμιαστικών σχολίων με προεξάρχοντα εκείνα των Solow, Milanovic

---

2. Από το πλήθος των κριτικών συντηρητικής, φιλελεύθερης ή και αριστερής προέλευσης αναφέρω ενδεικτικά τους Acemoglu & Robinson, Paqué, Hopkin, deSoto, Bofinger, Sacks κ.ά. τις αντιρρήσεις ορισμένων από τους οποίους θα θίξω αργότερα.



και Stiglitz αλλά και λιγότερο γνωστών όπως του Rürup, ακολούθησαν ωστόσο στοχευμένες κριτικές από διάφορες πλευρές του επιστημονικού φάσματος που αφορούσαν είτε την ‘εμμονή’ του Piketty σε ‘καθολικούς’ νόμους της εξέλιξης των ανισοτήτων, στην παράδοση του Ricardo και του Marx, είτε τις στατιστικές του που θεωρήθηκαν ότι αποτελούν ‘snapshots of the distribution of income and wealth taken of a population whose composition changes with every picture taken’ (Grubel 2014). Εδώ μάλιστα γίνεται αναφορά σε συγκεκριμένα στοιχεία που δημοσίευσε η Canada’s Longitudinal Administration Databank και από τα οποία προκύπτει ότι ‘[...] οι περισσότεροι Καναδοί, συμπεριλαμβανομένων και αυτών που αρχικά βρίσκονταν στην κατώτερη εισοδηματική ομάδα, γνώρισαν αισθητές αυξήσεις του εισοδήματός τους στη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών’ (Veldhuis, Lammam, Karabegovic 2013: 24). Ο Paqué σε ένα άρθρο του στη *Frankfurter Allgemeiner Zeitung* (2014) υποστηρίζει ότι σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες (Γερμανία, Αυστρία, Ελβετία, Δανία, Γαλλία, Σουηδία) η μείωση της προσφοράς εργατικής δύναμης λόγω των δημογραφικών εξελίξεων μεγεθύνει τη ζήτηση και συνακόλουθα την αύξηση του εισοδήματος από εργασία, δηλαδή το  $g$  σε βάρος του  $r$ . ‘Σε κάθε περίπτωση’, σημειώνει ο Paqué, ‘η κατάσταση στην αγορά εργασίας συνηγορεί ότι η λειτουργική κατανομή των εισοδημάτων σε κεφάλαιο και εργασία τείνει επιτέλους να ευνοήσει πάλι την εργασία’. Αλλά και ο γνωστός περουβιανός οικονομολόγος de Soto, ο οποίος μαζί με τους συνεργάτες του έκανε επιτόπιες έρευνες σε διαφορετικές χώρες του κόσμου (από τη Λατινική Αμερική μέχρι τη Μέση Ανατολή και τη Βόρεια Αφρική), διαπιστώνει ότι ο ισχυρισμός του Piketty για τις ανισότητες δεν εξηγεί τίποτε για τις εν λόγω περιοχές· εξάλλου όπως έχει δείξει ο ίδιος στο περίφημο βιβλίο του *The Mystery of Capital* δεν είναι η κατοχή κεφαλαίου που δημιουργεί τις ανισότητες αλλά αντιθέτως η έλλειψη κεφαλαίου για τους πολλούς, τους φτωχούς. Υποστηρίζει δηλαδή ότι στις χώρες του Τρίτου Κόσμου οι φτωχοί διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία —π.χ. ακίνητα, ιδιοκτησία, προπάντων την εργατική τους δύναμη— τα οποία όμως

δεν μπορούν να αξιοποιήσουν, να ρευστοποιήσουν για να αποκτήσουν κεφάλαιο που θα το διαθέσουν όπως προτιμούν, διότι στερούνται των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας.<sup>3</sup> Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει ο Piketty, υποστηρίζει ο de Soto (2015), δεν έχουν σημασία, διότι στο τέλος '[...] his argument that capital is opposed to the interests of the poor makes no sense to non-Westerners'.

Ας επανέλθουμε τώρα στο βιβλίο του Piketty συμβουλευόμενοι και κάποιες από τις δικές του ερμηνείες για τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει. Επειδή η συζήτηση και οι κριτικές για το βιβλίο του είναι πλέον αδύνατο να ελεγχθούν, θα επιμείνω στα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει ο ίδιος, ιδιαίτερα στην εξίσωση  $r > g$  και στην 'πρόβλεψη' ότι μια τέτοια εξέλιξη μπορεί να γίνει νομοτελειακή.

Κατ' αρχάς έχει σημασία να τονιστεί η σε πολλά σημεία του βιβλίου υποστηριζόμενη άποψη ότι, επειδή οι διαφορές που παρουσιάζονται για παράδειγμα μεταξύ του 19ου και του 20ού αιώνα και προεκτείνονται μέχρι τον 21ο είναι μεγάλες, θεωρείται απαραίτητο να δείχτει ποιος κατέχει τι στο χρονικό διάστημα που ερευνάται και για να λυθεί 'αυτό το μυστήριο' μας βοηθά 'η μελέτη του παρελθόντος' (Piketty 2014:147). Όπως ήδη γνωρίζουμε στο επίκεντρο της μελέτης βρίσκεται 'το κεφάλαιο' ως capital και ως wealth. Όπως ο ίδιος τονίζει, 'το κεφάλαιο συνενώνει όλες τις μορφές πλούτου που a priori μπορούν να κατέχονται από άτομα (ή ομάδες ατόμων) και να μεταβάλλονται ή να ανταλλάσσονται στην αγορά σε μόνιμη βάση' (ό.π.: 68). Και όσον αφορά τους μετασχηματισμούς της δομής του κεφαλαίου στο Ηνωμένο Βασίλειο και κυρίως στη Γαλλία από

---

3. Για τον 'πλούτο' των φτωχών που περιμένει να αξιοποιηθεί υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία· βλ. Diamandis & Kotler (2012), Prahalad (2010) αλλά και Romer κ.ά. Κοινό σημείο αναφοράς αυτής της εκτενούς βιβλιογραφίας είναι η ιδέα της 'αφθονίας' που υπάρχει και πρέπει να αξιοποιηθεί προς όφελος των φτωχών (βλ. Κατσούλης 2012: 149-199). Αναφερόμενος στο έργο του Prahalad ο *Economist* (24.04.2010: 62) γράφει: '[...] the world's poor represented trillions of dollars' worth of pent-up spending power'.

τον 18ο αιώνα και μετά, χώρες για τις οποίες υπάρχουν οι συγκριτικά πλουσιότερες πηγές, ο Piketty διαπιστώνει τα εξής ενδιαφέροντα:

- Ο λόγος κεφαλαίου/εισοδήματος ( $r/g$ ) και στις δύο χώρες παραμένει σχετικά σταθερός τον 18ο και τον 19ο αιώνα και κυμαίνεται περίπου από έξι έως επτά έτη εθνικού εισοδήματος μέχρι την έναρξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου.
- Από το 1914 και μέχρι το τέλος του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου ο λόγος  $r/g$  κυριολεκτικά καταρρέει, για να φτάσει στη δεκαετία του 1950 στα δύο έως τρία έτη εθνικού εισοδήματος.
- Από τη δεκαετία του 1970 ο λόγος αυτός αυξάνεται θεαματικά και στις αρχές της δεκαετίας του 2010 φτάνει και στις δύο χώρες στα πέντε έως έξι έτη εθνικού εισοδήματος —στη Γαλλία μάλιστα υπερβαίνει κατά τι τα έξι έτη.

Έτσι λοιπόν παρουσιάζονται από τον Piketty οι εξελίξεις στον λόγο κεφαλαίου/εισοδήματος σε Ηνωμένο Βασίλειο και Γαλλία, ενώ την ίδια τάση εάν όχι τα ίδια μεγέθη δείχνουν οι εξελίξεις στις Ηνωμένες Πολιτείες<sup>4</sup> και σε άλλες χώρες, όπου υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Πρόκειται επομένως για έναν ‘θεμελιώδη’ νόμο (εφόσον συναντάται σε όλες τις χώρες) των ανισοτήτων. Μεγάλο ενδιαφέρον έχει η εξήγηση που δίνει ο Piketty, διότι ανατρέπει όλα όσα γνωρίζαμε μέχρι τώρα για τη φημισμένη τριακονταετία (1945-1975). Έννοιες όπως ‘μεταπολεμική συναίνεση’ (Habermas, Offe κ.λπ.), ‘les trente glorieuses’ (Fourastie), ‘decommodification’ (Esping-Andersen) αλλά και ‘κοινωνικό κράτος’, ‘συμπίεση’ (Krugman) κ.λπ. ωθούνται στο

---

4. Για τις ΗΠΑ τα μεγέθη αποκλίνουν για τον 18ο και τον 19ο αιώνα λόγω του τεράστιου όγκου της μετανάστευσης από χώρες πολύ χαμηλότερου βιοτικού επιπέδου, γεγονός που καθυστερεί την κληρονομική συσσώρευση πλούτου στις γενεές. Μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο οι ΗΠΑ εξελίσσονται κατά το πρότυπο των άλλων χωρών, αν και το κύμα της μετανάστευσης από τον Νότο θέτει εκ νέου το πρόβλημα αυτό!

περιθώριο μπροστά στην αποδεικτική ισχύ του πλήθους των στοιχείων που παρουσιάζει ο Piketty. Η δραματική μείωση του λόγου  $r/g$ , δηλαδή η μείωση της υπεροχής της απόδοσης του κεφαλαίου έναντι της απόδοσης της εργασίας πρέπει να αναζητηθεί προπάντων στη ‘συμπίεση’ των εισοδημάτων από κεφάλαιο (με την έννοια του capital και του wealth) που προκάλεσαν οι πόλεμοι. Αιτία της μείωσης του λόγου  $r/g$ , δηλαδή της αναλογίας κεφαλαίου προς το συνολικό ετήσιο εισόδημα, που προκάλεσαν οι δύο πόλεμοι, ήταν μαζί με τις καταστροφές οι υψηλοί φόροι κληρονομιάς, οι ευνοϊκές ρυθμίσεις υπέρ των εργαζομένων, ο υψηλός πληθωρισμός που ευνόησε τους οφειλέτες έναντι των δανειστών, η ενίσχυση του κοινωνικού κράτους και άλλα πολλά. Όλοι αυτοί οι παράγοντες ήταν επιζήμιοι για την κεφαλαιακή συσσώρευση μειώνοντας το  $r/g$  (τον λόγο κεφαλαίου/εισοδήματος) και το μερίδιο του κεφαλαίου στο εθνικό εισόδημα (Milanovic 2013). Μόλις από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 ο λόγος  $r/g$  αρχίζει να βελτιώνεται στις περισσότερες χώρες προς όφελος του κεφαλαίου (capital και wealth) και σε βάρος του εισοδήματος από εργασία. Και το εισόδημα από κεφάλαια [capital] και ο κληρονομημένος πλούτος [wealth], γράφει ο Krugman (2014), ‘αν και λιγότερο σημαντικοί από ό,τι ήταν στην Belle Époque, εξακολουθούν να αποτελούν μια ισχυρή κινητοποιήσιμη δύναμη των ανισοτήτων, ενώ η σημασία τους αυξάνεται’. Εάν λοιπόν δεν αλλάξει δραματικά η ‘πολιτική’ [όπως την ορίσαμε προηγουμένως ως polity (input), politics (conversion), policy (output)] των κρατών απέναντι σε αυτή την εξέλιξη, αυτή θα συνεχιστεί· ενδέχεται δε να επιδεινωθεί και μάλιστα σε παγκόσμιο επίπεδο έτσι ώστε ‘[τ]ο παρελθόν να καταβροχθίσει το μέλλον’ (Piketty 2014: 726).

Το 15ο κεφάλαιο του βιβλίου του ο Piketty το τιτλοφορεί ‘Ένας παγκόσμιος φόρος στο κεφάλαιο’, αν και σπεύδει αμέσως να χαρακτηρίσει ο ίδιος αυτόν τον φόρο ‘χρήσιμη ουτοπία’(!). Αναφέρεται εξαρχής στην ανάγκη ‘να εφευρεθούν νέα εργαλεία’, τα οποία θα προστεθούν στους δύο θεμελιώδεις θεσμούς του 20ού αιώνα: το σοσιαλδημοκρατικό κοινωνικό κράτος και τον φιλελεύθερο προοδευτικό φόρο εισοδήματος. ‘Για να μπορέσει όμως

η δημοκρατία να ανακτήσει τον έλεγχο του παγκοσμιοποιημένου χρηματοοικονομικού καπιταλισμού αυτού του αιώνα', το ιδανικό εργαλείο 'θα ήταν ένας παγκόσμιος και προοδευτικός φόρος στο κεφάλαιο που θα συνοδευόταν από πολύ μεγάλη διεθνή χρηματοοικονομική διαφάνεια. Ένας τέτοιος θεσμός θα επέτρεπε να αποφευχθεί μια ατέρμονη σπείρα ανισότητας και να ρυθμιστεί αποτελεσματικά η ανησυχητική δυναμική της παγκόσμιας συγκέντρωσης των περιουσιών' (στο ίδιο: 646). Θέλοντας να προλάβει την κριτική που αναπόφευκτα θα προκαλούσε αυτή η πρόταση, ο Piketty προειδοποιεί ότι 'εάν δεν υιοθετηθεί καμία πολιτική τέτοιου τύπου, ο κίνδυνος το υψηλότερο τμήμα της παγκόσμιας περιουσίας να αυξάνεται χωρίς όρια φαίνεται πολύ μεγάλος, προοπτική που δεν μπορεί να αφήσει αδιάφορο κανέναν' (στο ίδιο: 651). Εάν ήταν λοιπόν δυνατόν να υλοποιηθεί η συγκεκριμένη πρόταση, θα μπορούσε, κατά τη διατύπωση του Piketty, να θεωρηθεί 'ιδανική'. Επειδή όμως αυτό είναι προσωρινά αδύνατο, γι' αυτό στρέφεται στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και προτείνει έναν 'μετριοπαθή' φόρο στις 'μεγαλύτερες περιουσίες'. Προτείνει δηλαδή έναν συντελεστή ετήσιου φόρου 1% για περιουσίες μεταξύ ενός και πέντε εκατομμυρίων ευρώ και 2% για περιουσίες άνω των πέντε εκατομμυρίων ευρώ. Για όλες τις χώρες της Ε.Ε. αυτός ο φόρος θα αφορούσε περίπου το 2,5% του πληθυσμού και θα απέφερε το ισοδύναμο του 2% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ. Η υψηλή αυτή απόδοση οφείλεται κατά τον Piketty στο γεγονός 'ότι οι ιδιωτικές περιουσίες αντιπροσωπεύουν περισσότερο από πέντε έτη του ΑΕΠ και τα ανώτερα εκατοστημόρια κατέχουν σημαντικό μέρος αυτού του συνόλου'. Δηλαδή το 1% του ευρωπαϊκού πληθυσμού κατείχε το 2013 περίπου το 25% της συνολικής περιουσίας, ήτοι 125% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ, ενώ το πλουσιότερο 2,5% του ευρωπαϊκού πληθυσμού κατείχε το 40% της συνολικής περιουσίας, ήτοι περίπου 200% του ευρωπαϊκού ΑΕΠ (στο ίδιο: 665, σημ. 27). Ωστόσο αυτοί οι φορολογικοί συντελεστές δεν φαίνονται ικανοί να ανακόψουν την αύξηση των μεγάλων περιουσιών, γι' αυτό συζητά το ενδεχόμενο να αυξηθεί ο φόρος στις πολύ μεγάλες περιουσίες πάνω από το 5%, ακόμη και πάνω από

το 10% για τους δισεκατομμυριούχους. Ομολογεί πάντως ότι σήμερα μια τέτοια συζήτηση δεν έχει νόημα, οπότε δεν την ανοίγει! Ο Milanovic (2013), ο οποίος παρακολουθεί συστηματικά την επιχειρηματολογία του γάλλου οικονομολόγου στο πρόβλημα της φορολόγησης των πλουσίων, παρατηρεί ότι εκείνο που διακρίνει τις προτάσεις του Piketty από άλλες στην ίδια κατεύθυνση είναι πως ο τελευταίος αναδέχεται τη νεοκλασική αντίληψη ότι στις ελεύθερες οικονομίες της αγοράς οι παρεμβάσεις στις εξελίξεις θα πρέπει να αποφεύγονται ή τέλος πάντων να είναι προσεκτικές, σύντομες και σε κατάλληλο χρόνο. Αυτό για τον Piketty γίνεται πολύ πιο αναγκαίο τώρα που η παγκοσμιοποίηση, όπως αυτή εξελίσσεται, προσφέρει στους ιδιοκτήτες κεφαλαίου δυνατότητες φυγής στην κατεύθυνση αγορών όπου δεν υφίστανται παρεμβάσεις: γι' αυτό προτείνει την προοδευτική φορολόγηση του  $r$  κατά τρόπο που θα περιορίζει τις τάσεις συσσώρευσης του πλούτου, οι οποίες αν αφεθούν ανεξέλεγκτες οδηγούν σε υπερβολές.

Τον ενθουσιασμό που προκάλεσε στην πανεπιστημιακή κοινότητα η πραγματικά πρωτότυπη εξήγηση των βαθύτερων αιτιών της διεύρυνσης των ανισοτήτων διαδέχθηκε ο προβληματισμός και στη συνέχεια η κριτική. Και ο μεν de Soto μιλάει για θεωρίες των Westerners, που δεν αγγίζουν τις εμπειρίες των Third Worlders.<sup>5</sup> Οι ερευνητές όμως του Fraser Institute (ενός φιλελεύθερου think-tank) δείχνουν ότι τουλάχιστον στον Καναδά τις τελευταίες δύο δεκαετίες η ψαλίδα μεταξύ πλουσίων και φτωχών κλείνει, ενώ σε ανάλογα αποτελέσματα οδηγούν έρευνες, όπως του Paqué, στον οποίο αναφέρθηκα ήδη, που αφορούν ευρωπαϊκές χώρες, ιδιαίτερα όμως έρευνες που αφορούν αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες στις οποίες επίσης έχω

---

5. 'As a Third Worlдер', γράφει ο de Soto (2015), 'I am sensitive to Westerners' rash guesswork when it comes to developing statistics. Why? Because, when faced with information gaps, some Westerners fill their spreadsheets with their own prejudices and wishful thinking. That is called Eurocentrism. And it can lead to a damaging misunderstanding of reality for most people on the planet'.

αναφερθεί. Στην επιστημονική βιβλιογραφία γίνονται όλο και πιο συχνά αναφορές σε καταστάσεις δυνητικής αφθονίας [abundance] τις οποίες διαμορφώνουν οι τεχνολογικές και άλλες 'επαναστάσεις'. Στο έργο των M. Spence, R. Freeman, P. Romer κ.ά. γίνονται εκτενείς αναφορές σε αυτές.<sup>6</sup>

Για την κατανόηση του προβλήματος των ανισοτήτων σε εθνικό και σε διεθνές επίπεδο θέλω εδώ να επισημάνω ορισμένες έννοιες: πρόκειται για την 'αναρρίχηση στην αλυσίδα της προστιθέμενης αξίας' [climbing the chain of value added], την 'τεχνολογική κλίμακα' [technological ladder], την 'κλίμακα ποιότητας' [quality ladder] και το leapfrogging (υπερπήδηση σταδίων). Οι έννοιες αυτές παραπέμπουν στις προσπάθειες που καταβάλλουν οι αναπτυσσόμενες χώρες για να αντιμετωπίσουν στις αγορές τους τον ανταγωνισμό των χωρών φτηνής εργατικής δύναμης και τη στροφή των αναπτυσσόμενων/αναδυόμενων οικονομιών στην εξειδίκευση του δικού τους εργατικού δυναμικού. Και οι μεν και οι δε, αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες, προοδεύουν και αναρριχώνται είτε στην 'ποιοτική κλίμακα' (οι πρώτες) είτε στην 'κλίμακα προστιθέμενης αξίας' και 'τεχνολογίας' υπερπηδώντας, εκεί όπου χρειάζεται, στάδια της εξέλιξης (οι δεύτερες).

Στον επίλογο του βιβλίου του (2014: 725-732) ο Piketty, παρά το γεγονός ότι οι πηγές που έχει συγκεντρώσει 'είναι πιο εκτεταμένες από εκείνες προγενέστερων συγγραφέων', ομολογεί ότι σε κάθε περίπτωση παραμένουν 'ατελείς και ελλιπείς', αφού 'τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξα είναι από τη φύση τους εύθραυστα'. Η συζήτηση που ζητάει ο Piketty από τους ομότεχνούς του διεξάγεται ήδη με μεγάλη ένταση είτε με παρατηρήσεις που αποσκοπούν στη συμπλήρωση κάποιων κενών (Solow, Krugman, Milanovic) είτε με αναφορές σε εξελίξεις που ανατρέπουν τη βασική υπόθεση του Piketty περί του θεμελιώδους νόμου  $r > g$  (Paqué κ.ά.), την απορρίπτουν ή εν τέλει την εντάσσουν στη γνωστή συνήθεια του ευρωκεντρισμού των We-

6. Στις έρευνες αυτές έχω αναφερθεί διεξοδικά στο Κατσούλης 2012: 241-276.

sterners (de Soto). Οι κριτικές αντιρρήσεις όμως τις οποίες διατύπωσαν οι Acemoglu & Robinson αφορούν τον πυρήνα των ερευνητικών προτιμήσεων του Piketty και εξ αυτού έχουν τύχει της ιδιαίτερης προσοχής της πανεπιστημιακής προπάντων κοινότητας. Με κάθε συντομία οι Acemoglu & Robinson (2014) κατηγορούν τον Piketty ότι αγνοεί ή καλύτερα υποτιμά τη σημασία των θεσμών στη διαμόρφωση ενός πλαισίου: των νόμων και κανόνων που επηρεάζουν αποφασιστικά τη διανομή του πλούτου και συνακόλουθα επενεργούν επί των ανισοτήτων, οικονομικών και άλλων, κατά τρόπο ώστε να τις ελέγχουν. Στο βιβλίο του ο Piketty παρουσιάζει το μέλλον να προδιαγράφεται από το παρελθόν, κυριολεκτικά δηλαδή να καταβροχθίζεται, όπως εντυπωσιακά το διατυπώνει, από εισοδήματα κεφαλαίου, κληρονομημένου πλούτου και από δισεκατομμυριούχους ραντιέρηδες. Ο ρόλος των θεσμών στον Piketty είναι ad hoc, επί τούτου, επί της υπό έρευνα ύλης, σε αντίθεση με τους Acemoglu & Robinson που θεωρούν ότι για να εξηγηθούν οι ανισότητες θα πρέπει τα χαρακτηριστικά των θεσμών και η ενδογενής τους εξέλιξη να έχουν εισαχθεί συστηματικά στην έρευνα, πράγμα που εκείνοι κάνουν στις δικές τους —τα αποτελέσματα των οποίων έχουν παρουσιάσει στο βιβλίο τους *Why Nations Fail* (2012). Εκείνο που τονίζουν και έχουν εφαρμόσει είναι να απαλλάξουν την έρευνά τους από όρους η εξακολουθητική χρήση των οποίων επιδρά αρνητικά στα αποτελέσματά της. Πρόκειται για τη χρήση του όρου ‘καπιταλισμός’. Όταν η έρευνα επικεντρώνεται στην ιδιοκτησία των μέσων παραγωγής και στη συσσώρευση κεφαλαίου αποσπά την προσοχή από χαρακτηριστικά κοινωνιών ‘which are more important in determining their economic development and the extend of inequality’. Το παράδειγμα της χωρίς διακρίσεις αναφοράς στο Ουζμπεκιστάν και στη σύγχρονη Ελβετία είναι αποκαλυπτικό, αφού ‘και οι δύο διαθέτουν ιδιωτικά κεφάλαια, αλλά αυτές οι κοινωνίες έχουν μεταξύ τους λίγες ομοιότητες σε σχέση με την ευημερία και τις ανισότητες, εφόσον το είδος των οικονομικών και πολιτικών τους θεσμών είναι τόσο πολύ διαφορετικό’, και καταλήγουν: ‘in fact Uzbekistan’s capitalist economy has more in common with the avowed-



ly non-capitalist North Korea...'. Εκείνο λοιπόν που μεταξύ άλλων έχει μεγάλη σημασία για το αποτέλεσμα μιας έρευνας είναι ο τρόπος με τον οποίο χρησιμοποιούμε τους όρους (τις έννοιες) αλλά και η οπτική γωνία από την οποία προσεγγίζουμε το γνωστικό μας αντικείμενο.

Στη συνέχεια θα ακολουθήσω τον δικό μου δρόμο: στον *patrimonial* (περιορισιοκρατικό/πατρογονικό/κληρονομικό) καπιταλισμό του Piketty θα αντιπαραβάλλω τον *shareholder* καπιταλισμό και ένα βήμα πιο πέρα τον *agency capitalism*, ενώ θα προσεγγίσω αυτή την πραγματικότητα από τη σκοπιά των 'σεισμικών μετατοπίσεων' (Gelter 2013: 948) στην *corporate governance*, την εταιρική διακυβέρνηση δηλαδή.<sup>7</sup>

Επειδή το εγχείρημα αυτό ξεπερνά τα στενά όρια μιας μελέτης αλλά και τις δυνατότητες ενός ερευνητή να το ολοκληρώσει, θα περιοριστώ στην αξιοποίηση και στη διερεύνηση ενός επιχειρήματος τα βασικά μέρη του οποίου παρουσίασα στο βιβλίο μου *Η επιστροφή της πολιτικής...* (2012). Θα προσπαθήσω δηλαδή να δείξω ότι ο εργαζόμενος πολίτης πολλαπλασιάζεται σε καταναλωτή και επενδυτή: το εισόδημα από την εργασία του, το μεγαλύτερο μέρος στην αρχή, το καταναλώνει για να καλύψει τις ανάγκες του ίδιου και της οικογένειάς του και το άλλο μέρος, το οποίο αυξάνεται με τον χρόνο, το επενδύει στην αρχή ο ίδιος αγοράζοντας μετοχές, ομολογίες και ό,τι άλλο προσφέρεται στην αγορά και αποδίδει εισόδημα, τόκους, μερίσματα και άλλα και στη συνέχεια δια πληρεξουσίου. Πρόκειται για τους διάφορους θεσμικούς επενδυτές: αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία, τράπεζες, ασφάλειες κ.λπ. οι οποίοι διαχειρίζονται το πλεόνασμα ή τις αποταμιεύσεις εκατοντάδων χιλιάδων στην αρχή, εκατομμυρίων και εκατοντάδων εκατομμυρίων στη συνέχεια εργαζομένων όλων των τάξεων στις αναπτυσσόμενες χώρες και στις αναδυόμενες οικονομίες.

---

7. *Corporate governance* is the study of agency problems and the monitoring and control mechanisms that link agency costs (Morck & Yeung 2010: 2).

## Μέρος δεύτερο. Η εταιρική διακυβέρνηση...

### A. ... στον διευθυντικό καπιταλισμό

Στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία ο σύγχρονος καπιταλισμός συνδέεται με την τύχη της εταιρείας, υποστηρίζεται μάλιστα ότι ‘καπιταλισμός = εταιρεία’.<sup>8</sup> Η ταύτιση αυτή υπονοεί κατά μεγάλο μέρος ότι ο καπιταλισμός σε όλες του τις εκφάνσεις διακατέχεται από το ορθολογικό πνεύμα που διέπει τη μεγάλη εταιρεία, ώστε να ακολουθεί τα ίχνη της οργάνωσης και λειτουργίας της. Στην ιστορία εξέλιξης της εταιρείας και συνακόλουθα του τύπου του ‘ανταγωνιστικού καπιταλισμού’, που κυριάρχησε, διακρίνουμε τουλάχιστον μέχρι τα τέλη του 20ού αιώνα δύο στάδια τα οποία προηγούνται εκείνου που αρχίζει να κάνει αισθητή την παρουσία του από τις αρχές του 21ου αιώνα. Στην επιστημονική βιβλιογραφία αυτά τα δύο πρώτα στάδια περιγράφουν δύο κείμενα εκ των οποίων το ένα αναφέρεται στο πρώτο στάδιο, ενώ το άλλο αναγγέλλει το πέρασμα στο δεύτερο παρουσιάζοντας τους φορείς και την κατάληξή του. Πρόκειται αντιστοίχως για το περίφημο βιβλίο των A. Berle & G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, και το άρθρο των M. Jensen & W. Meckling (1976) ‘Theory of the Firm...’. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε να κάνουμε με το πέρασμα από τον ‘μονοπωλιακό’ στον ‘διευθυντικό καπιταλισμό’ [managerial capitalism] και στη δεύτερη με την προοπτική του περάσματος στον ‘καπιταλισμό των εντολοδόχων’ [agency capitalism] με ενδιάμεσο σταθμό και απαραίτητη προϋπόθεση τον ‘καπιταλισμό των μετόχων’ [shareholder capitalism]. Στο ενδιάμεσο αυτό διάστημα, το οποίο δεν έχει ολοκληρωθεί ακόμη —ή τέλος πάντων η βιβλιογραφία δεν συμφωνεί ως προς την εκτίμηση της διάρκειάς του— δημιουργούνται καταστάσεις

---

8. ‘Ο σημαντικότερος θεσμός στον κόσμο είναι η εταιρεία’, γράφουν οι Μικλεθουέιτ & Γούλντριτς (2012: 15), ‘σε αυτή βασίστηκε η ευημερία της Δύσης, αυτή συνιστά την πιο αξιόπιστη ελπίδα για το μέλλον’!

και διαμορφώνονται συμφέροντα που συνιστούν την ειδοποιό διαφορά του.

Πιο συγκεκριμένα. Στο βιβλίο τους οι Berle & Means αξιολογούν ως προς τις συνέπειές του το πέρασμα από τον μονοπωλιακό τύπο καπιταλισμού, στον οποίο ο ιδιοκτήτης, δηλαδή εκείνος που διαθέτει τα κεφάλαια κίνησης, καρπώνεται τα κέρδη και επωμίζεται όλες τις ευθύνες λειτουργίας της επιχείρησής του, στον διευθυντικό τύπο καπιταλισμού, στον οποίο κατά την περίφημη διατύπωσή τους συντελείται 'the separation of ownership and control'. Ο χωρισμός αυτός απέκτησε σημασία για την κατοπινή εξέλιξη, διότι η νέα διευρυμένη εταιρεία που προέκυψε από την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο και την άντληση κεφαλαίων από την αγορά δημιούργησε δύο πόλους δύναμης: από τη μία πλευρά τους 'νέους ιδιοκτήτες', τους μετόχους [shareholders/stockholders], των οποίων ο ραγδαία αυξανόμενος αριθμός διασκορπίστηκε σε ολόκληρη την επικράτεια παραμένοντας για τον λόγο αυτόν χωρίς επιρροή στη διοίκηση της εταιρείας, και από την άλλη τους παλαιούς ιδιοκτήτες, οι οποίοι σε μία διευρυμένη πλέον κεφαλαιακή βάση ελέγχουν προς ίδιον συμφέρον την εταιρεία. Εκείνο που διέκρινε τον εν λόγω τύπο οργάνωσης της εταιρείας ήταν η συνεχής διόγκωσή της μέσω άντλησης νέων κεφαλαίων, αύξησης του διοικητικού της προσωπικού και διεύρυνσης του κύκλου εργασιών της. Η εκτίμηση των εξελίξεων αυτών από τους Berle & Means προδιέγραφε μια μελλοντική κατάσταση στην οποία οι διευθυντές και οι μέτοχοι θα συνέκλιναν σε διαδικασίες και στόχους που θα ωφελούσαν όλους. Στο σημείο αυτό μάλιστα οι συγγραφείς 'φαντασίωναν' μια εξέλιξη στη διάρκεια της οποίας 'οι εταιρικοί ηγέτες [...] επιβάλλουν δίκαιους μισθούς, ασφάλεια των εργαζομένων, αποδοτικές υπηρεσίες στους χρήστες και επιχειρηματική σταθερότητα', πράγμα που θα έκανε τον κόσμο να την αποδεχθεί ως λογική και ανθρώπινη λύση των δυσκολιών της βιομηχανικής κοινωνίας (1932: 356) ή όπως υποστήριξε ο Berle σε άλλη ευκαιρία, 'όλες οι εξουσίες που παραχωρούνται σε μια εταιρεία ή στη διοίκηση μιας εταιρείας [...] είναι αναγκαία [...]

εφαρμόσιμες μόνο προς όφελος όλων των μετόχων σύμφωνα με τα συμφέροντά τους' (αναφέρεται στο Davis 2011: 1124).

Αυτή την αισιόδοξη πρόβλεψη ήρθαν να αμφισβητήσουν οι Jensen & Meckling 44 χρόνια αργότερα. Όταν δημοσιεύτηκε η μελέτη τους (1976) προκάλεσε τέτοια αίσθηση στην πανεπιστημιακή κοινότητα, ώστε από πολλούς να υποστηριχθεί ότι ήταν 'το πιο συχνά αναφερόμενο ακαδημαϊκό κείμενο όλων των εποχών'. Από το πλήθος των στοιχείων που παραθέτουν οι συγγραφείς εκείνο που προκύπτει είναι ότι οι εξελίξεις οδηγούν σε μια τελείως διαφορετική κατεύθυνση από εκείνη που είχαν προβλέψει οι Berle & Means. Οι Jensen & Meckling υποστήριξαν δηλαδή ότι οι 'διασκορπισμένοι' και 'αδιάφοροι' μέτοχοι της εποχής εκείνης είχαν εξελιχθεί σε οργανωμένους επενδυτές μεγάλου όγκου κεφαλαίων τους οποίους ενώνει πλέον ένα κοινό συμφέρον για την όσο το δυνατόν μεγαλύτερη απόδοση των επενδύσεών τους. Αυτή ακριβώς η διαπίστωση οδηγεί στη συγκέντρωση των εν λόγω συμφερόντων σε μια βασική επιδίωξη: στην αύξηση της αξίας των μετοχών της επιχείρησης – 'της μετοχικής αξίας' με την οικονομική ορολογία [shareholder value]. Στην αύξηση της μετοχικής αξίας συγκλίνουν τα συμφέροντα των δύο 'πρωταγωνιστών' της εταιρικής σχέσης: από τη μία πλευρά των διευθυντικών στελεχών, ο αριθμός και η δύναμη των οποίων έχουν αυξηθεί θεαματικά στο μεσοδιάστημα, και από την άλλη των μετόχων, των οποίων ο αριθμός αλλά και ο όγκος των κεφαλαίων που επενδύουν αυξάνονται με γεωμετρική πρόοδο. Και μπορεί η μετοχική αξία να ενώνει και τις δύο αυτές ομάδες στην επιδίωξη μεγιστοποίησής της, αλλά η διαδικασία που οδηγεί στην επιτυχία αυτού του στόχου είναι επίπονη, μακρόχρονη, δημιουργεί κόστος και την ανάγκη επιμερισμού του. Από τις σχέσεις που δημιουργούνται προκύπτουν πολλά και ενδιαφέροντα προβλήματα στα οποία κατά ένα μέρος θα αναφερθώ στα επόμενα. Πρώτα προκύπτει η σχέση εντολέα-εντολοδόχου,<sup>9</sup> την οποία συνοδεύει το κόστος εντολοδόχου [agent cost], και όλα αυτά στο

---

9. Βλ. Ιωαννίδης 1995: 147-173.

πλαίσιο μιας θεωρίας, της *agency theory*.<sup>10</sup> Εκείνο που διατρέχει όλες αυτές τις αλληλοσυμπληρούμενες εξελίξεις, με την έννοια μιας αλληλουχίας διαμόρφωσης αλλά και υπέρβασής τους, είναι το στοιχείο του χρόνου: ο χρόνος δηλαδή που απαιτείται, ώστε όχι μόνο για να δημιουργηθεί η μετοχική αξία, δηλαδή να αυξηθεί η αξία του παραγόμενου από την εταιρεία αποτελέσματος, αλλά το γεγονός ότι αυτή πρέπει να παραχθεί στο κατάλληλο (σύντομο) χρονικό διάστημα και να κατανεμηθεί αναλογικά όσο και δίκαια. Σε αυτό το σύνθετο πλέγμα διαμόρφωσης της εταιρικής σχέσης, δηλαδή της σε σύντομο χρονικό διάστημα αναλογικά δίκαιης κατανομής της παραγόμενης αξίας, θα προσπαθήσω στη συνέχεια να δώσω μια απάντηση επικεντρωμένος κυρίως στην ανάδειξη των συμφερόντων που δημιουργούνται και των αντιθέσεων που αυτά προκαλούν. Με άλλα λόγια σκοπός μου είναι να εξηγήσω γιατί η οπτική γωνία της εταιρικής διακυβέρνησης που επέλεξα υπόσχεται έναν διαφορετικό τρόπο προσέγγισης του προβλήματος της ανισότητας (που μας απασχολεί) και της τύχης του στον 21ο αιώνα από εκείνον που συναντήσαμε στον Piketty.

Η οπτική γωνία της εταιρικής διακυβέρνησης φωτίζει μια σειρά εξελίξεων τις οποίες θέλω να παρακολουθήσουμε σε σχέση με τα συμφέροντα που δημιουργούνται. Αναφέρθηκα ήδη στην παραγωγή της μετοχικής αξίας. Υπάρχει συμφωνία στη διαπίστωση ότι η *shareholder value* είναι ο στόχος γύρω από τον οποίο οργανώνεται η εταιρεία και ως σώμα και ως επιμέρους συμφέροντα. Εκεί όμως που διαφοροποιείται η εκτίμηση του τρόπου λειτουργίας της εταιρείας με σκοπό την επιτυχία της μετοχικής αξίας είναι το ερώτημα: τίνος από τα εμπλεκόμενα μέρη το συμφέρον προέχει σύμφωνα με την κρατούσα στη θεωρία άποψη; Αυτό λοιπόν το ερώτημα (το πρόβλημα) έχει δύο πλευρές: η μία αφορά τους φορείς συμφερόντων, τους μετόχους, και η άλλη τους συν-μετόχους, τους συμφεροντούχους [*stakehol-*

---

10. 'Agency theory encourages firms to tie executive compensation to stock performance by giving executives options that would enrich those who drove up stock price' (Zorn et al. 2005: 5).

ders]. Και όσον αφορά τους πρώτους [shareholders], πρόκειται για το πλήθος όλων εκείνων που κατέχουν μετοχές [shares, stocks] και ό,τι άλλο της εταιρείας και επιθυμούν την αύξηση της τιμής τους και μάλιστα σε σύντομο χρονικό διάστημα [short-term]. Διαφορετικά είναι τα πράγματα με τους συμφεροντούχους, οι οποίοι μετέχουν μεν άμεσα στην παραγωγή της μετοχικής αξίας ή και ωφελούνται από αυτή, δεν αποτελούν όμως ή δεν αναγνωρίζεται ότι ανήκουν σε εκείνους που ενδιαφέρονται για τα άμεσα κέρδη της εταιρείας. Συμφεροντούχοι είναι κυρίως και προπάντων οι εργαζόμενοι και σε μικρότερο βαθμό οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πωλητές όσο και η τοπική κοινωνία και κατ'επέκταση η κοινωνία στο σύνολό της. Αυτό και μόνο το γεγονός δείχνει πόσο δύσκολο είναι να εντοπιστεί το 'συμφέρον' των συμφεροντούχων στη θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη συνέχεια και στο πλαίσιο της εξέλιξης της εταιρείας από τον συγκεντρωτικό τύπο των Berle & Means στον αποκεντρωμένο τύπο διοίκησης των Jensen & Meckling, θα προχωρήσω στον διαγραφόμενο τύπο της agency. Επειδή η agency (η ωθούσα αιτία) συνιστά στη θεωρία το χαρακτηριστικό γνώρισμα ενός τύπου καπιταλισμού (του agency capitalism) που βρίσκεται υπό διαμόρφωση, θα αναφερθώ σε αυτόν στο τέλος λαμβάνοντας υπ' όψιν τη βιβλιογραφία που τα τελευταία χρόνια αυξάνεται αισθητά, τουλάχιστον στις ΗΠΑ. Στο μεταξύ η προσοχή μου θα επικεντρωθεί στον τύπο καπιταλισμού που, πάντοτε κατά τη θεωρία, φαίνεται μεν να υποχωρεί αλλά εξακολουθεί προς το παρόν να κυριαρχεί θέτοντας στον επόμενο τύπο καπιταλισμού τη δική του σφραγίδα. Επίκεντρο της προσοχής μου είναι συνεπώς ο shareholder capitalism, έτσι όπως αυτός περιγράφεται στη βιβλιογραφία, και θα προσπαθήσω να στηρίξω το επιχείρημά μου στα συγκεκριμένα χρονικά του πλαίσια. Το επιχείρημα αυτό το έχω υποστηρίξει εν εκτάσει στο βιβλίο μου (2012), στο οποίο θα αναφέρομαι άμεσα ή έμμεσα στη σύντομη αυτή μελέτη. Με λίγα λόγια το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξα συμπυκνώνεται στη διαπίστωση ότι: στην εποχή της 'νέας' παγκοσμιοποίησης, στην οποία έχει εισέλθει ο κόσμος τουλάχιστον από τη δεκαετία του 1980, ο πολίτης τριπλασιάζεται σε

εργαζόμενο, καταναλωτή και επενδυτή. Αυτός ο τριπλασιασμός όμως δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι συνιστά τριχοτόμηση και αυτό διότι καθορίζεται από το διαλεκτικό του στοιχείο. Δηλαδή το ένα στάδιο της εξέλιξης να αφομοιώνεται ως προς τα ανθεκτικά του στοιχεία και να επιζεί στο επόμενο δημιουργώντας ένα πλέγμα θέσεων και αντιθέσεων που συνιστούν και τη δυναμική του. Στο σημείο που μας ενδιαφέρει η σχέση εργαζομένου-επενδυτή κατά την εποχή του shareholder capitalism που διατρέχουμε εμπλέκεται σε μια ουσιαστική αντίθεση: από τη μία μεριά ο εργαζόμενος πολίτης να ενδιαφέρεται για τη διατήρηση της θέσης εργασίας, τις συνθήκες που κυριαρχούν σε αυτή και για την αμοιβή του και από την άλλη ο ίδιος εργαζόμενος να στρέφει όλο και περισσότερο την προσοχή του στην άλλη πλευρά, εκείνη του επενδυτή που κατέχει περιουσιακά στοιχεία —όπως μετοχές, ομολογίες, γενικώς χρεόγραφα— για τα οποία προσδοκά τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση. Εδώ προκύπτει το πρόβλημα που με απασχολεί κυρίως σε αυτή τη μελέτη: πρόκειται για τη σε μικρό χρονικό διάστημα μεγιστοποίηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που ο εργαζόμενος κατέχει και έχει επενδύσει. Έχουμε να κάνουμε δηλαδή με μια επιδίωξη που στην οικονομική θεωρία ονομάστηκε short-termism —‘βραχυπροθεσμισμός’! Και εδώ βρίσκεται κατά τη γνώμη μου το πρόβλημα που η εταιρική διακυβέρνηση στην εποχή του shareholder capitalism καλείται να ελέγξει. Ακολουθεί συνοπτικά το ιστορικό αυτής της εξέλιξης.

### *B. ...στον καπιταλισμό των μετόχων*

Το πέρασμα από τον managerial στον shareholder capitalism διήρκεσε μεγάλο χρονικό διάστημα, συνδέθηκε δε με ριζικές αλλαγές στις αγορές κεφαλαίων η σημαντικότερη των οποίων εντοπίζεται στην αλλαγή του φορέα συνταξιοδότησης των εργαζομένων.<sup>11</sup> Στο προηγούμενο καθεστώς συνταξιοδότησης την

11. Αξίζει εδώ να επισημανθεί ότι ήταν η πολιτεία και τα εργατικά συνδικάτα στις ΗΠΑ που συμφώνησαν μεταπολεμικά να στραφούν στην

ευθύνη καταβολής της σύνταξης μετά τη συμπλήρωση της προβλεπόμενης από τον νόμο ηλικίας έφερε ο εργοδότης. Σε όλο το διάστημα της εργασιακής σχέσης ο εργοδότης κατακρατούσε ένα ποσό που αναλογούσε στο ύψος της αμοιβής του εργαζομένου. Μετά τη λήξη της σχέσης αυτής ο εργοδότης όφειλε να καταβάλει στον δικαιούχο ως σύνταξη ένα ποσό που υπολογιζόταν με βάση τον μισθό που εισέπραττε εκείνος τα τελευταία χρόνια της εργασίας του και ο οποίος συνήθως ήταν υψηλότερος συγκριτικά με τους προηγούμενους. Σε αυτό το πρόγραμμα συνταξιοδότησης, που ονομάστηκε *defined benefit* —δηλαδή καθορισμένων παροχών—, την ευθύνη ολοκλήρωσης της διαδικασίας έφερε ο εργοδότης. Αυτός συνήθως επένδυε τα κατακρατηθέντα ποσά στη δική του επιχείρηση ή αλλού. Στην περίπτωση όμως αποτυχίας ή πτώχευσης της επιχείρησης εκείνος που κατέληγε ζημιωμένος ήταν ο συνταξιούχος, ο οποίος έχανε τα συνταξιοδοτικά του δικαιώματα. Επειδή μεταπολεμικά στις ΗΠΑ οι εξελίξεις στον εταιρικό τομέα ήταν ραγδαίες, με αποτέλεσμα να διαλύονται ή να καταρρέουν πολλές παλιές εταιρείες και να δημιουργούνται και να προοδεύουν νέες και δυναμικές, αναγνωρίστηκε η ανάγκη αλλαγής ή τέλος πάντων προσφοράς εναλλακτικών προγραμμάτων, τα οποία θα υπερέβαιναν ή θα αντικαθιστούσαν τα κρατούντα δημόσια ή ιδιωτικά προγράμματα τύπου *defined benefit*. Τα νέα αυτά προγράμματα μετέφεραν στους ίδιους τους εργαζόμενους την αρμοδιότητα διαχείρισης των κατακρατηθέντων ποσών του προηγούμενου προγράμματος την ευθύνη του οποίου έφερε ο εργοδότης. Έτσι πέρασαν σε μια μορφή προγραμμάτων καθορισμένων εισφορών, *defined contributions*, γεγονός που θεωρήθηκε ‘επανάσταση’ και αυτό διότι απελευθέρωσε και διέθεσε με διάρκεια στη διαχείριση της αγο-

---

ιδιωτική ασφάλιση υγείας και συνταξιοδότησης των εργαζομένων και να μην ενισχύσουν τις υπηρεσίες του κοινωνικού κράτους, όπως έκαναν οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες. Σε αυτή ακριβώς την κοινή απόφαση κράτους και εργαζομένων στηρίχθηκε η στροφή του συνόλου της οικονομικής πολιτικής στην αγορά —η ασκούμενη πολιτική επηρεαζόταν περισσότερο από τις εξελίξεις στην τελευταία, παρά το αντίστροφο.



ράς μεγάλους όγκους κεφαλαίων που αναζητούσαν την αποτελεσματική και κερδοφόρα για τους κατόχους τους επένδυση. Η βιβλιογραφία που αναφέρεται στη νέα αυτή κατάσταση και την αναλύει ως προς τις συνέπειές της δεν είναι δυνατόν πλέον να ελεγχθεί. Στα επόμενα θα επικεντρωθώ στην παρουσίαση των εξελίξεων που δρομολόγησε αυτή η αλλαγή.

Στο επίπεδο της θεωρίας η ιδέα που σταδιακά επιβλήθηκε είναι εκείνη της απελευθέρωσης των αγορών κεφαλαίου από τα εμπόδια που τις κρατούσαν κλειστές. Η απελευθέρωση αυτή από ένα μέρος της κριτικής ονομάστηκε 'απορρύθμιση' και ταυτίστηκε με τη 'νεοφιλελεύθερη' αντίληψη της οικονομικής πολιτικής: εξηγήθηκε δε από τη μία πλευρά με τις ανάγκες που δημιουργήθηκαν στις αγορές για κεφάλαια που θα μπορούσαν να επενδυθούν στις αναδύμενες οικονομίες, ιδιαίτερα της Νοτιοανατολικής Ασίας, και από την άλλη με τη δυναμική εμφάνιση αυτού που εμείς έχουμε ονομάσει ιδιώτη εργαζόμενο-επενδυτή. Στην πρώτη περίπτωση άρχισε να γίνεται συνείδηση ότι η αύξηση του όγκου των επιχειρήσεων και η συγκέντρωση της δύναμης στα χέρια των διευθυντικών στελεχών, των managers, δεν οδήγησαν στις 'ιδεώδεις' εταιρείες τις οποίες φαντασίωναν οι Berle & Means, αλλά αντιθέτως δημιούργησαν δυσκίνητους οργανισμούς με δυσκολίες προσαρμογής στις μεταβαλλόμενες συνθήκες εντός του έθνους-κράτους, προπάντων όμως στις διεθνείς αγορές. Στα χρηματιστήρια καταγράφονταν καθημερινά οι διαθέσεις των αγορών που έλεγχαν τις αποδόσεις των επιχειρήσεων μέσα από διαδικασίες αξιολογήσεων. Έτσι δημιουργήθηκαν αγορές ελέγχου των εταιρειών [markets for corporate controls] που 'τιμωρούσαν' εκείνες τις επιχειρήσεις που καθυστέρουσαν να προσαρμοστούν στις απαιτήσεις τους ή και κακοδιοικούσαν. Στη δεκαετία του 1980 έγιναν πλήθος παρεμβάσεις στην αμερικανική αγορά για να την απελευθερώσουν από περιορισμούς που εμπόδιζαν την προσαρμογή της στις μεταβαλλόμενες συνθήκες. Ο G. Davis (2011: 1128 κ.ε.) αναφέρεται στις τρεις παρεμβάσεις της διοίκησης των ΗΠΑ που μας ενδιαφέρουν, διότι επιταχύνουν τις διαδικασίες δημιουργίας μετοχικής αξίας. Η πρώτη προέρχεται από το Department for Justice,

που δημοσίευσε μια σειρά οδηγιών για τον παραμερισμό των υφιστάμενων στη νομοθεσία εμποδίων στις συγχωνεύσεις [mergers] μεταξύ εταιρειών του ίδιου κλάδου. Η δεύτερη αφορά απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου με την οποία καταργήθηκε μια σειρά νόμων που περιόριζαν εχθρικές εξαγορές εγχώριων εταιρειών. Αυτές οι παρεμβάσεις προκάλεσαν ένα κύμα συγχωνεύσεων ομοειδών επιχειρήσεων αλλά και εχθρικών εξαγορών οι οποίες στόχευαν στη διάλυση πολυκλαδικών εταιρειών [conglomerates] που είχαν δημιουργηθεί κυρίως στις δεκαετίες του 1960 και του 1970. Τα μέρη εκείνων των εταιρειών που δεν ανήκαν στον πυρήνα των δραστηριοτήτων τους και υπολειπορούσαν ή και ζημιώναν την επιχείρηση υφίσταντο εχθρικές προσφορές από μία κατηγορία μετόχων που ονομάστηκαν ‘καταδρομείς’ [raiders]. Σκοπός αυτών των καταδρομέων ήταν να εξορθολογίσουν και να αναδιοργανώσουν τα αδρανή ή και αναποτελεσματικά μέρη ή να τα πουλήσουν ακριβά στην αγορά ή εναλλακτικά να τα διαλύσουν και να πουλήσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία απολύοντας και τους υπαλλήλους. Αυτά είχαν ως αποτέλεσμα την απαλλαγή της εταιρείας από ζημιογόνες καταστάσεις και υπεράριθμους εργαζόμενους και την επικέντρωσή της στις κύριες και κερδοφόρες δραστηριότητες που αύξαναν τη μετοχική αξία προς όφελος των μετόχων της. Αυτά όσον αφορά τις δύο πρώτες παρεμβάσεις της αμερικανικής κυβέρνησης που σκόπευαν να εκθέσουν τη συγκεντρωτική και δυσκίνητη επιχείρηση στον ανταγωνισμό και να την προσαρμόσουν στις απαιτήσεις των αγορών. Η αλλαγή όμως που επέφερε την πραγματική ‘επανάσταση’ προπάντων στις αγορές κεφαλαίων και ανταποκρίθηκε στις διεθνείς πλέον ανάγκες για κεφάλαια, τεχνογνωσία κ.λπ. ήταν το πρόγραμμα της § 401(k), με όσα προηγήθηκαν και όσα ακολούθησαν την εισαγωγή του. Έχω ήδη αναφερθεί στη διαδικασία που σταδιακά οδήγησε στη μετάβαση από τα συνταξιοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών στα προγράμματα καθορισμένων εισφορών. Τη διαδικασία αυτή ολοκλήρωσε —εάν δεν την προκάλεσε στο σύνολό της— η απόφαση του Κογκρέσου να προχωρήσει σε μία νομοθετική πράξη με τίτλο Employee Retirement Security Act

(ERISA, 1974) που είχε σκοπό να προστατεύει τους εργαζόμενους από τη χρεοκοπία μιας επιχείρησης και τη συνακόλουθη απώλεια των συνταξιοδοτικών τους δικαιωμάτων. Μεταξύ άλλων η ERISA θέσπισε ορισμένα 'υποχρεωτικά κατοχυρωμένα κριτήρια, με τα οποία οι εργαζόμενοι απολάμβαναν μη εκχωρούμενα δικαιώματα για ένα ορισμένο ποσοστό ωφελειών που εξαρτώνται από τα χρόνια υπηρεσίας στην επιχείρηση'. Αυτή η νομοθετική πράξη δέσμευσε τις επιχειρήσεις να εξασφαλίσουν τις συντάξεις των υπαλλήλων τους και επιπλέον επέβαλε 'στους θεματοφύλακες που διαχειρίζονταν τα περιουσιακά στοιχεία την υποχρέωση να πράττουν κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μην εκθέτουν τους εργαζόμενους σε ανεπιθύμητους κινδύνους'. Με αυτά τα μέτρα τα προγράμματα καθορισμένων παροχών φορτώθηκαν με υποχρεώσεις εξασφάλισης των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων των εργαζομένων, με αποτέλεσμα τα προγράμματα καθορισμένων εισφορών να είναι σχετικά πιο ελκυστικά. Εκείνο όμως το μέτρο που προκάλεσε την έκρηξη ήταν η προαναφερθείσα § 401(k) του Κώδικα Δημοσίων Εσόδων [Internal Revenue Code] την οποία ψήφισε το Κογκρέσο το 1978. Σύμφωνα με αυτή την παράγραφο οι εργοδότες πρόσφεραν στους δικαιούχους εργαζόμενους στην επιχείρησή τους τη δυνατότητα να αναστείλουν τις εισφορές τους στο ταμείο της και να επιλέξουν ένα από τα πολλά προγράμματα συνταξιοδότησης που προσφέρονταν στην αγορά. Σε αυτό θα μπορούσαν να επενδύουν τα ποσά που τους αναλογούσαν επιβάλλοντας τα δικά τους κριτήρια και όρους. Από την πλευρά της η πολιτεία αναλάμβανε την υποχρέωση να μειώσει τους φόρους στα ποσά αυτά καθιστώντας πιο ελκυστική την προσφορά του εργοδότη. Για τον σκοπό αυτόν επιστρατεύονταν ειδικοί επαγγελματίες, σύμβουλοι με γνώσεις της αγοράς, οι οποίοι αναλάμβαναν να βοηθήσουν ώστε οι οικονομίες των εργαζομένων να επενδυθούν αποδοτικά. Ενώπιον του τεράστιου όγκου των κεφαλαίων που θα εισέρρεαν στο μέλλον στην αγορά δημιουργήθηκε η ανάγκη εύρεσης των κατάλληλων διαχειριστών. Και αυτοί βρέθηκαν στα αμοιβαία κεφάλαια [mutual funds] τα οποία εξελίχθηκαν στον κύριο θεσμικό επενδυτή της περιόδου του shareholder capitalism. Η διά-

δοση των προγραμμάτων της §401(k) γράφει ο Gelter (2013: 960) ‘contributed to the enormous expansion of the mutual fund industry in which much of the savings are invested’.

Ποια ήταν όμως τα αποτελέσματα αυτών των αλλαγών στον τομέα της υπεύθυνης διαχείρισης από την πλευρά των εργαζομένων των συνταξιοδοτικών τους δικαιωμάτων; Σύμφωνα με τον Gelter (ό.π.: 933) ήταν η αλλαγή στη βιομηχανική δομή της οικονομίας. Και αυτό έχει μεγάλη σημασία για να αντιληφθούμε την επίδραση που ασκούν στην εταιρική διοίκηση και στη διαχείριση της περιουσίας των επιχειρήσεων οι γενικότερες αλλαγές στις αγορές, περισσότερο βέβαια η διεύρυνσή τους, όπως εξάλλου και στις επιλογές της πολιτείας. Εδώ θα πρέπει να αναγνωριστεί —διότι απαντά στις απόψεις εκείνες που υποστηρίζουν ότι οι αλλαγές στην πολιτική των κυβερνήσεων είναι επιλεγμένες από ιδεολογική άποψη αποκλειστικά υπέρ μιας ορισμένης λύσης— ότι οι παρεμβάσεις της πολιτείας και άλλων εταιρικών οργάνων δεν ήταν σκόπιμες: δεν στόχευαν δηλαδή στην αλλαγή καταστάσεων και στην αντικατάστασή τους με νέες προσαρμοσμένες στις εξελίξεις με σκοπό το όφελος ορισμένων συμφερόντων. Οι παρεμβάσεις αυτές, όπως υποστηρίζεται από πολλές πλευρές, ήταν τυχαίες, σε κάθε περίπτωση δε αντιδρούσαν *ad hoc* σε απαιτήσεις και ανάγκες που προέρχονταν από τον περιβάλλοντα χώρο ή χώρους. Σε σχέση με τις ‘επαναστατικές’ αλλαγές που έγιναν στο αμερικανικό συνταξιοδοτικό σύστημα και όπως θα δούμε στη συνέχεια επηρεάζουν τα αντίστοιχα συστήματα ευρωπαϊκών χωρών ο Gelter (ό.π.: 936) υποστηρίζει ότι ‘ο μετασχηματισμός του αμερικανικού συνταξιοδοτικού συστήματος δεν προέκυψε ως σκόπιμος σχεδιασμός αλλά κυρίως ως μη επιδιωκόμενη συνέπεια μιας ρύθμισης που προπάντων ήθελε να προστατεύσει τους εργαζομένους’.

Στο σημείο αυτό νομίζω ότι μπορούμε να σταθούμε και να θυμίσουμε ότι στο στάδιο του *shareholder capitalism*, που μας ενδιαφέρει, τα στοιχεία που τον διαφοροποιούν από το προηγούμενο στάδιο του *managerial capitalism* και τον διακρίνουν από τον *agency capitalism*, που έπεται, είναι εκείνα που συνδέονται με τον καθοριστικό ρόλο των μετόχων στην οργάνωση και σκο-

ποθέτηση της εταιρικής διακυβέρνησης. Υποστηρίξαμε ότι σε ατομική βάση ο μέτοχος (ο εργαζόμενος-επενδυτής κατά τη δική μας ορολογία) επενδύει ένα αυξανόμενο μέρος του εισοδήματός του για την κάλυψη αναγκών του ίδιου και της οικογενείας του, τις οποίες δεν καλύπτει πλέον το κράτος —και θα τις καλύπτει ακόμη λιγότερο στο μέλλον. Αυτό και μόνο το γεγονός μπορεί να μας κάνει να αντιληφθούμε γιατί ο ιδιώτης εργαζόμενος-επενδυτής εκδηλώνει στις αγορές αυτή την επιθετική διάθεση του short-termism με σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους από τις επενδύσεις του. Εδώ ακριβώς όμως προκύπτει ένα πρόβλημα που κατά τη γνώμη μου διακρίνει την προβαλλόμενη στη βιβλιογραφία επιδίωξη της share value (αξίας της μετοχής) από τη share price (τιμή της μετοχής). Στη βιβλιογραφία αυτές οι δύο διαφορετικές επιδιώξεις, καίτοι αναφέρονται, χάνονται ή τέλος πάντων απορροφώνται από τη shareholder value ως στόχο της εταιρείας, εμφανίζονται όμως στη συνέχεια στο μικρο-επίπεδο ως αντίθεση μεταξύ short-termism, που συνδέεται με την τιμή της μετοχής,<sup>12</sup> και long-termism, που συνδέεται με την αξία της επιχείρησης. Σε αυτή την όχι πολύ προσεγμένη στη βιβλιογραφία διάκριση κρύβεται μια διαφορά που διαπερνά εγκάρσια τα συμφέροντα του εργαζόμενου-επενδυτή, έτσι όπως αυτά διαμορφώθηκαν στο πλαίσιο του shareholder capitalism από αποφάσεις της πολιτικής που αποσκοπούσαν στην αντιμετώπιση προβλημάτων διαφορετικής φύσης. Πρόκειται δηλαδή για την ‘άορατη χείρα’ η οποία μέσω της ERISA και της § 401(k) ρυθμίζει υπό το φως των νέων εξελίξεων στις αγορές κεφαλαίων την τύχη των συνταξιοδοτικών επιλογών των εργαζομένων, επιφέρει όμως άθελά της και απρογραμμάτιστα τον ‘διπλασιασμό’ του εργαζόμενου-επενδυτή σε βραχυπρόθεσμο διεκδικητή υψηλών τιμών για τις μετοχές του και μακροπρόθεσμο υπολογιστή της μελλοντικής αξίας των προσδιορισμέ-

12. Σύμφωνα με τον G. Gordon (σε Gilson & Gordon 2013: 7) αυτές οι τιμές της μετοχής επειδή ‘impounded the public information about a corporation’s current and future performance allowed directors plausibly to discharge the function courts assigned them’ (!)

νων εισφορών του σε συνταξιοδοτικά προγράμματα. Σε αυτόν τον ‘διπλασιασμό’ δεν μπορούμε στο πλαίσιο του shareholder capitalism να διακρίνουμε στοιχεία διαλεκτικής υπέρβασης και γι’ αυτό περιοριζόμαστε να τον μεταθέσουμε στον χρόνο, στον επερχόμενο ή στον διαφαινόμενο agency capitalism.

Εκείνο που έχει σημασία να τονίσουμε τώρα είναι ότι με αυτό το πρόβλημα της αντίθεσης βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης επιδίωξης στόχων που εκδηλώνεται στο ίδιο πρόσωπο —στον εργαζόμενο-επενδυτή κάτοχο περιουσιακών στοιχείων— προκύπτει ένα δεύτερο όσο και ευρύτερο πρόβλημα που συνδέεται με τα μέρη που συγκροτούν τη διπλή υπόσταση του εργαζομένου-επενδυτή: το πρόβλημα της διαχείρισης των ρευστών, των υπό εκμετάλλευση ‘εδώ και τώρα’ περιουσιακών του στοιχείων (μετοχές και ασφάλειες) και παράλληλα της αξιοποίησης του μέλλοντος των επενδύσεών του σε συνταξιοδοτικά προγράμματα. Στο μεγαλύτερο μέρος της η βιβλιογραφία ασχολείται με τις βραχυπρόθεσμες επιδιώξεις του εργαζομένου-επενδυτή, ο οποίος στοχεύει στη μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών και ομολογιών που κατέχει και γι’ αυτό είτε επιδίδεται ο ίδιος στην έρευνα της αγοράς για την αξιοποίηση ευκαιριών που προσφέρονται, οπότε (πράγμα δύσκολο) υποχρεώνεται να φέρει ο ίδιος το κόστος, είτε αναθέτει σε θεσμικούς επενδυτές τη διαχείριση των οικονομιών του. Η ανάθεση όμως της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή επηρεάζεται από τον διφυή χαρακτήρα του, τον διπλασιασμό των συμφερόντων του. Και όσον αφορά την τύχη των συνταξιοδοτικών του επιλογών, αυτές κατευθύνονται σε επενδύσεις μακροχρόνιου χαρακτήρα. Για να αποδώσουν δηλαδή όταν θα τις χρειαστεί μετά την αποχώρησή του από την εργασία. Στην περίπτωση αυτή ο εργαζόμενος-επενδυτής είναι υποχρεωμένος να συμπεριφερθεί ‘υπομονετικά’. Όσο αφορά όμως τη διαχείριση των αποταμιεύσεών του σε μετοχές και ομόλογα ο εργαζόμενος-επενδυτής συμπεριφέρεται ‘ανυπόμονα’. Έτσι συναντάμε στη θεωρία στο ίδιο πρόσωπο δύο τύπους επενδυτή: τον ‘ανυπόμονο’ και τον ‘υπομονετικό’, που συνιστούν δύο τύπους πολίτη με διαφορετικά συμφέροντα. Το πρόβλημα που πρέπει να επιλυθεί είναι

ποιος και για ποιους λόγους επιβάλλεται και εάν κάτι τέτοιο είναι δυνατόν να συμβεί.

Ο M. Gelter (2013: 911) συνδέει την αλλαγή του συνταξιοδοτικού συστήματος, το πέρασμα δηλαδή από το πρόγραμμα defined benefits στο πρόγραμμα defined contributions και την § 401(k), που το επηρεάζει καθοριστικά, με την εμφάνιση της shareholder primacy, της υπεροχής, της επικράτησης δηλαδή των μετόχων εντός της εταιρικής σχέσης και αυτό σε βάρος των άλλων συντελεστών της εταιρικής διαδικασίας: σε βάρος των εργαζομένων αλλά και των υπολοίπων stakeholders, της τοπικής κοινωνίας συμπεριλαμβανομένης.<sup>13</sup> Ο Gelter στο άρθρο του αυτό υποστηρίζει ότι 'οι αλλαγές στο συνταξιοδοτικό σύστημα βοήθησαν να μετασχηματιστεί η εταιρική διακυβέρνηση σε ένα σύστημα που κυριαρχείτο από τα συμφέροντα των μετόχων σε βάρος του διευθυντικού μοντέλου', όπως το γνωρίσαμε στους Berle & Means. Επικαλείται μάλιστα τον L. Strine, Vice Chancellor και από το 2014 Chief Justice στο Delaware Court of Chancery ο οποίος συνδέει την εταιρική διακυβέρνηση με το αμερικανικό ομοσπονδιακό σύστημα 'που επιτρέπει οι εταιρείες να χειρίζονται τις εσωτερικές τους υποθέσεις στη βάση των νόμων μιας πολιτείας της επιλογής τους' (2005: 673). Στη συνέχεια ο Strine αναδεικνύει με ιστορικές αναφορές αλλά και με πλήθος συμπτώσεων, που την προκάλεσαν, τη σημασία που έχει η σχέση μεταξύ της διεύθυνσης της εταιρείας, του διοικητικού συμβουλίου και των μετόχων. Παρακολουθεί τη ζύμωση και την κατάληξη αυτής της σχέσης και αναδεικνύει

---

13. Ο Gelter (2013: 947 σημ. 188) σημειώνει ότι οι αλλαγές στο συνταξιοδοτικό σύστημα συνέβαλαν στη θετική υποδοχή που επιφύλαξε η πανεπιστημιακή κοινότητα στη shareholder primacy: αναφέρεται μάλιστα σε έναν καθηγητή μιας σχολής διοίκησης ο οποίος σε ένα συνέδριο ομολόγησε ότι '(t)he closer I get to retirement the more I like shareholder wealth maximization'. Αυτή η αστεία παρατήρηση, σημειώνει ο Gelter, 'reflects that with increasing age, human capital [...] decreases, while pension wealth [...] increases', όπου το ανθρώπινο κεφάλαιο ορίζεται ως 'net present value of future earnings' ενώ το εισόδημα από σύνταξη ορίζεται ως 'net present value of pensions'!

στις λεπτομέρειές του το γεγονός ότι στη σύγχρονη ανώνυμη εταιρεία συντελείται ‘ο διαχωρισμός κεφαλαίων και διαχείρισης’, ωθεί δηλαδή τη γνωστή μας διαπίστωση των Berle & Means περί ‘χωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου’ στη διαδικασία του περάσματος από τον μονοπωλιακό στον διευθυντικό καπιταλισμό ένα βήμα πιο μπροστά και την εξειδικεύει: ως χωρισμό εκείνων που κατέχουν και επενδύουν τα κεφάλαια, των shareholders, από εκείνους που τα διαχειρίζονται, δηλαδή τα διευθυντικά στελέχη (managers όλων των κατηγοριών). Αυτός ο διαχωρισμός που εμπεριέχει την κεντρική ιδέα για την ανώνυμη εταιρεία (2005: 687), υποστηρίζει ο Strine, δεν διαφεύγει της προσοχής του ατομικού επενδυτή ο οποίος δεν επενδύει πλέον άμεσα σε μετοχές εταιρειών αλλά αγοράζει μερίδια σε αμοιβαία κεφάλαια ή συνταξιοδοτικά ταμεία. Τα ταμεία αυτά από την πλευρά τους κατέχουν μετοχές σε εν ενεργεία εταιρείες των οποίων την πολιτική επηρεάζουν με τον έναν ή τον άλλο τρόπο. Και εδώ αναδεικνύεται ο διπλασιασμός του επενδυτή στον οποίο αναφέρθηκα. Ο Strine παρατηρεί ότι η βραχυπρόθεσμη επιδίωξη μεγιστοποίησης των κερδών που επιχειρούν οι εταιρείες υπό την πίεση των επενδυτών είναι η αιτία που οδήγησε στην πτώχευση πολλές κατά τα φαινόμενα υγιείς επιχειρήσεις, όπως η Enron και άλλες. Κατά τον Strine ισχύει γενικώς ότι ‘οι θεσμοί που περισσότερο διαμορφώνουν τις εξελίξεις στις αγορές δεν καταρτίστηκαν με σκοπό την υπομονετική, ουσιαστικά υγιή δημιουργία πλούτου. Αυτοί οι θεσμοί ανταποκρίνονται σε —και γι’ αυτό συμπεριφέρονται κατά τρόπο που να τροφοδοτεί— βραχυπρόθεσμες πιέσεις για άμεσα κέρδη’ (ό.π.: 690). Είναι γεγονός ότι το δικαστήριο του Delaware, μιας μικρής πολιτείας με μόλις ένα εκατομμύριο κατοίκους, το οποίο κατέχει τα σκήπτρα στη διαμόρφωση του αμερικανικού δικαίου επηρεάζεται μόνο από τα δύο μέρη της εταιρικής σχέσης: τους μετόχους και τους διευθυντές. Δεδομένης της αυξημένης ροής κεφαλαίων από τους ατομικούς στους θεσμικούς επενδυτές, ‘αυτή η χονδρική ισότητα ψήφου είναι πιθανό να προστατεύεται και σε ορισμένο σημείο να κλίνει αισθητά υπέρ των συμφερόντων των μετόχων’ (ό.π.: 680). Για το δικαστήριο του Dela-



ware προέχει λοιπόν η διατήρηση της επαφής του με τις εξελίξεις στο ευρύτερο εταιρικό περιβάλλον, που όπως είδαμε είναι ραγδαίες μετά τις αποφάσεις της κυβέρνησης να απελευθερώσει συγχωνεύσεις, εξαγορές και εχθρικές προσφορές· γι' αυτό, όπως επισημαίνει ο Strine, 'το δικό μας εταιρικό συμβούλιο συνέρχεται σε κανονικά διαστήματα και η Γενική Συνέλευση καταθέτει μετριοπαθείς προτάσεις στις ετήσιες συνελεύσεις για να εξασφαλίσει ότι οι νόμοι μας παραμένουν όσο το δυνατόν αποτελεσματικοί' (ό.π.: 681). Ο Strine έχει αφιερώσει μεγάλο μέρος της έρευνάς του ακριβώς σε αυτό το σημείο: δηλαδή στην παρακολούθηση των εξελίξεων στις αγορές και στην προσαρμογή της νομολογίας του δικαστηρίου στις συντελούμενες 'στον πραγματικό κόσμο' αλλαγές. Σε μία εργασία του που δημοσιεύτηκε το 2007 αναφέρεται στο 'so called corporate governance debate' και αναδεικνύει τα μέρη αυτής της συζήτησης τα οποία είναι βεβαίως από τη μία οι χρηματοδότες της εταιρείας, οι shareholders, και από την άλλη οι διαχειριστές αυτών των χρημάτων, δηλαδή τα διευθυντικά στελέχη και οι εργαζόμενοι. Εκείνο που προέχει και ο L. Strine το αναδεικνύει είναι το συμφέρον των επενδυτών οι οποίοι εμπιστεύονται τις οικονομίες τους σε εκείνους από τους οποίους περιμένουν να τις διαχειριστούν κατά τρόπο ώστε να αυξηθεί η αξία τους.

Έχει σημασία να τονίσουμε το γεγονός ότι ο Strine αναφέρεται στα γνωστά μας προγράμματα συνταξιοδότησης, defined contributions, που έχουν τελικά επικρατήσει και στην § 401(k) για την οποία σημειώνει ότι κινητοποίησε mountains of money. Αυτά τα χρήματα, τα οποία γενεές ολόκληρες αμερικανών εργαζομένων εμπιστεύονται σε διαμεσολαβητές (θεσμικούς επενδυτές) για να τα διαχειριστούν κατά τον πλέον αποδοτικό τρόπο, φέρνουν τον Strine ενώπιον του διλήμματος: μακροπρόθεσμη ή βραχυπρόθεσμη απόδοση των οικονομιών των εργαζομένων; Η επιλογή του είναι ξεκάθαρη: μακροπρόθεσμη, διότι εξυπηρετεί τα σχέδια των εργαζομένων που αποσκοπούν στην κάλυψη των αναγκών της οικογένειας (μεταξύ άλλων την εκπαίδευση των παιδιών) και στη σύνταξη. Αυτή η μακροπρόθεσμη επιλογή κάνει τον αμερικανό δικαστή να υποστηρίζει

την ανάγκη μιας εταιρικής διακυβέρνησης στα πλαίσια της οποίας τα συμφέροντα των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών θα ευθυγραμμίζονται με τα συμφέροντα των υπολοίπων συμφεροντούχων (stakeholders) και της κοινωνίας ‘για το καλό όλων’. Είναι μια αξίωση την οποία εγείρει ένας από τους σημαντικότερους εκπροσώπους του δικαστηρίου του Delaware. Πρόκειται ακριβώς για μια προσπάθεια επαναφοράς μιας πολιτικής η οποία στο παρελθόν έχαιρε μεγάλης εκτίμησης και τώρα απειλείται από τις επιπτώσεις της παγκοσμιοποίησης και των πολιτικών που εφαρμόζουν στις αγορές οι αναδυόμενες οικονομίες. Είναι μια πολιτική που εντάσσεται στην προσπάθεια εφαρμογής σε παγκόσμιο επίπεδο ενός ‘enlightened capitalism’ και της επαναφοράς ορισμένων γενικών αρχών που χάθηκαν στη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών. Ανεξάρτητα από το γεγονός ότι ο ‘φωτισμένος καπιταλισμός’, τον οποίο προκρίνει ως στόχο της εταιρικής διακυβέρνησης ο Strine, ανήκει στην εποχή που περιέγραψαν οι Berle & Means, έχει σημασία για το δικό μας γνωστικό ενδιαφέρον η ξεκάθαρη θέση που παίρνει υπέρ της μακροπρόθεσμης επιδίωξης αύξησης των αποδόσεων των επενδύσεων των shareholders σε συνεργασία με τους υπόλοιπους stakeholders και τα διευθυντικά στελέχη.

Αυτή τη θέση ο Strine τη διευρύνει και την εξειδικεύει σε μια μελέτη του μερικά χρόνια αργότερα (2010) στην οποία θέτει το ερώτημα που απασχολεί την επιστημονική κοινότητα —και όχι μόνο— τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Γιατί πρέπει να προσδοκούμε, αναρωτιέται, οι εταιρείες ‘να ακολουθούν μια υγιή μακροπρόθεσμη πορεία της οικονομικής μεγέθυνσης, εάν οι αποκαλούμενοι επενδυτές, οι οποίοι προσδιορίζουν την τύχη των διαχειριστών τους, οι ίδιοι δεν λειτουργούν ή δεν έχουν στο μυαλό τους μακροπρόθεσμους στόχους’. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό κατά τον Strine θα πρέπει να αναζητηθεί στο γεγονός ότι οι μέτοχοι δεν θεωρούν την προστασία της εταιρείας ως κοινωνικό σκοπό από μόνο του και γι’ αυτό η περιορισμένη ευθύνη που φέρουν τους ενθαρρύνει να εμπιστεύονται τις οικονομίες τους σε εταιρείες που θα ασχοληθούν με ριψοκίνδυνες, αλλά δυνητικά επικερδείς επενδύσεις. Η ελπίδα λοιπόν ενός κα-

λού αποτελέσματος από την ανάληψη κινδύνου είναι η αύξηση της κοινωνικής ευημερίας και όχι απλώς η δημιουργία κερδών. Σε κάποιον βαθμό, συνεχίζει, ‘για να δημιουργήσουν κέρδη οι εταιρείες έχουν κίνητρο να απασχολήσουν εργαζόμενους που αναπτύσσουν καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες, ενώ εμπλέκονται [και] σε άλλες δραστηριότητες που αυξάνουν τον κοινωνικό πλούτο’.

Θέλω να συγκρατήσουμε αυτή την ιδέα διότι θεωρώ ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως αντεπιχείρημα στη βασική ιδέα την οποία αναπτύσσει ο Piketty. Πρόκειται δηλαδή για τη διαπίστωση της ανάληψης ρίσκου [risk taking] στην επιδίωξη των μετόχων της εταιρικής σχέσης να αυξήσουν τις αποδόσεις των επενδύσεών τους από τη μία και της κατά Piketty δημιουργίας κερδών [generation of profits] που πολλαπλασιάζονται νομοτελειακά στη διάρκεια γενεών και σε βάθος χρόνου από την άλλη. Την αντίθεση μεταξύ short- και long-termism που κυριαρχεί σε μεγάλο μέρος ιδιαίτερα εκείνων των μελών της πανεπιστημιακής κοινότητας που υποστηρίζουν την παλαιά άποψη ότι ‘σκοπός της εταιρείας είναι να μεγιστοποιεί τα κέρδη των μετόχων’,<sup>14</sup> ο Strine την εντάσσει στα δύο μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης: το ρεπουμπλικανικό και το αμεσοδημοκρατικό. Αν και οι μέτοχοι συμμετέχουν τακτικά στην εκλογή του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας, εκείνο σύμφωνα με την υποχρέωση εμπιστοσύνης που το δεσμεύει έχει την εξουσία να επιβάλει το όραμά του για το τι είναι καλύτερο για την εταιρεία και τους μετόχους της. Παρά τα δικαιώματα αρνησικυρίας [veto rights] που δίνει το εταιρικό δίκαιο στους μετόχους, ‘σαφώς εκχωρεί το δικαίωμα διεύθυνσης της εταιρείας στους διευθυντές της και όχι στους μετόχους’ (Strine 2010: 4).<sup>15</sup> Εάν αντίθετα με

14. ‘Μία επιχείρηση που προσανατολίζεται στη μετοχική αξία έχει μόνο έναν στόχο: να μεγιστοποιήσει το κέρδος των μετόχων: όλες οι άλλες δυνατές επιδιώξεις σύμφωνα με τη θεωρία δεν είναι λιγότερο σημαντικές αλλά είναι ενσωματωμένες σε αυτόν τον στόχο’ (Crouch 2011: 150).

15. Μια εχθρική προσφορά, γράφουν οι Gilson & Gordon (2015: 46), που απευθύνεται στους μετόχους και όχι στο συμβούλιο ‘poses a straight

το ρεπουμπλικανικό μοντέλο, η εταιρεία διευθύνεται άμεσα, ‘όπου κάθε δράση της διεύθυνσης υπόκειται σε μια δημοψηφισματική απόφαση των μετόχων’, ο χρόνος και η προσοχή των διευθυντικών στελεχών σταδιακά θα μεταφερθούν από δραστηριότητες που δημιουργούν κέρδος σε περισσότερο πολιτικές δραστηριότητες ‘propounded by particular stockholders who often have no long-term commitment to remaining as stockholders and who owe other stockholders no fiduciary duties’. Επειδή στο ρεπουμπλικανικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης το συμβούλιο είναι εκείνο που τελικά παίρνει τις αποφάσεις, τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα των μετόχων ικανοποιούνται καλύτερα σε αντίθεση με το αμεσοδημοκρατικό μοντέλο, το οποίο δεν τα εξασφαλίζει. Εμείς όμως έχουμε δει —και ο Strine το συζητά εν εκτάσει στη μελέτη του αυτή— ότι οι μέτοχοι ταλαντεύονται μεταξύ της επιδίωξης από τη μία πλευρά για μεγιστοποίηση των κερδών τους ‘εδώ και τώρα’ —είναι δηλαδή οι ‘ανυπόμονοι’ επενδυτές της θεωρίας— και από την άλλη της επιθυμίας αύξησης της αξίας της επιχείρησης μακροπρόθεσμα —πρόκειται δηλαδή για τους ‘υπομονετικούς’ επενδυτές της ευθύνης. Εκείνοι όμως που διαχειρίζονται τα κεφάλαια των ατομικών επενδυτών δεν είναι οι ίδιοι αλλά οι θεσμικοί επενδυτές στους οποίους αυτοί τα εμπιστεύονται. Οι θεσμικοί επενδυτές —στην πλειονότητά τους αμοιβαία κεφάλαια αλλά και συνταξιοδοτικά ταμεία— διαχειρίζονται τις οικονομίες εκατομμυρίων επενδυτών σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια στα οποία φυλάσσουν τα μερίδιά τους σε επιχειρήσεις. Επειδή όμως οι επιχειρήσεις αυτές έχουν διαφορετικά συμφέροντα, τα αμοιβαία κεφάλαια και τα συνταξιοδοτικά ταμεία απέχουν από ενέργειες κερδοσκοπικού χαρακτήρα αρκούμενα στα τέλη που εισπράττουν για τη διαχείριση. Εναπόκεινται λοιπόν στην ευθύνη του συμβουλίου οι επιλογές για την αξιοποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων [equities] των μετόχων. Οι μέτοχοι από την πλευρά τους θέλουν να έχουν

---

forth but ... difficult question for Delaware’s courts, whose understanding of corporate law was premised on the centrality of the role of the Board of Directors’.

τη δυνατότητα να επιλέγουν τα μέλη των συμβουλίων για να εξασφαλίσουν ότι τα κίνητρα της διεύθυνσης θα εναρμονίζονται με τις επιθυμίες τους.<sup>16</sup> Στην περίπτωση όμως αυτή '[the] American public corporation will run the risk of becoming a Model U[nited] N[ations]', όπου η κύρια επιδίωξη 'δεν θα είναι η επιτυχημένη επιδίωξη κερδών σε βάθος χρόνου αλλά η παροχή ενός βήματος σε ορισμένους μετόχους με ειδικά συμφέροντα για να ακουστούν τα προσφιλή τους σχόλια' (Strine 2010: 22).

### Γ. ... στον καπιταλισμό των εντολοδόχων

Έχουμε φτάσει λοιπόν σε ένα σημείο όπου οι μέτοχοι 'επαμφοτερίζουν' μεταξύ 'υπομονετικών' και 'ανυπόμονων' στάσεων, μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων στόχων. Πρόκειται εν προκειμένω για την κατάσταση στην οποία έχουμε επανειλημμένα αναφερθεί: εκείνη του διπλασιασμού του εργαζομένου-επενδυτή, της οποίας όμως η υπέρβαση σε μία καινούρια σύνθεση δεν διακρινόταν στον ορίζοντα του 'καπιταλισμού των μετόχων'. Το πρόβλημα που θα μας απασχολήσει στη συνέχεια είναι εάν κάτι τέτοιο διαφαίνεται στον ορίζοντα του 'καπιταλισμού των εντολοδόχων'. Βεβαίως το γεγονός ότι αυτός ο τύπος καπιταλισμού συνιστά μια σχετικά νέα κατάσταση, η οποία βρίσκεται σε εξέλιξη στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης και γι' αυτό θα χρειαστεί να γίνουν διακριτές στην έρευνα ως διαστάσεις της, με υποχρεώνει να βάλω τον πήχυ των προσδοκιών μας σε προσιτά για τη θεωρία ύψη.

Οι εργασίες που αναφέρονται ad nominal στον agency capitalism δεν είναι πολλές. Θα περιοριστούμε στις ακόλουθες: Morck & Yeung 2010 και Gilson & Gordon 2013 και 2015. Από

---

16. Για αυτό ακριβώς το πρόβλημα έχει ξεσπάσει μια αντιδικία μεταξύ των δικαστών του Delaware Court of Chancery, L. Strine και J. Jacobs από τη μία πλευρά και του L. Bebchuk, καθηγητή στο Harvard Law School. Η ενασχόλησή μου με την ενδιαφέρουσα αυτή διαμάχη θα υπερέβαινε κατά πολύ τα περιθώρια έκτασης της ανά χείρας μελέτης.

τα μέχρι τώρα εκ μέρους μου λεχθέντα, αφετηρία της προσέγγισης αυτού του τύπου καπιταλισμού είναι —τι άλλο;— οι εντολοδόχοι ή κατ' άλλους οι αντιπρόσωποι. Τον ρόλο τους καθορίζουν δύο σημαντικές εξελίξεις: (α) η επανασυγκέντρωση [re-concentration] των διασκορπισμένων μεμονωμένων κατόχων κεφαλαίου, του τύπου καπιταλισμού που περιέγραψαν οι Berle & Means, σε μεγάλης επιφάνειας κατόχους (άτομα ή νοικοκυριά) οι οποίοι σωρεύουν αυτά τα κεφάλαια με τους τρόπους που παρουσιάσαμε και τα διαθέτουν στην αγορά προς επένδυση. Έτσι διαμορφώνεται μια αγορά κεφαλαίων που όμοιά της ως προς την έκταση, την ένταση και τον όγκο δεν έχει γνωρίσει μέχρι τώρα ο καπιταλισμός· (β) η διοχέτευση αυτών των κεφαλαίων στις αγορές η οποία γίνεται μέσω θεσμικών επενδυτών, κυριότεροι των οποίων είναι τα αμοιβαία κεφάλαια και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Τη δεκαετία του 1950, γράφουν οι Gilson & Gordon (2013: 8), τα ιδιωτικά κεφάλαια [equities] βρίσκονταν στα χέρια των νοικοκυριών. Οι θεσμικοί επενδυτές είχαν στην κατοχή τους περίπου 6,1% των αμερικανικών equities.<sup>17</sup> Το 1980 όμως η κατοχή μετοχών άρχισε να μετατοπίζεται από τα νοικοκυριά στους θεσμούς. Εκείνη την εποχή οι θεσμικοί επενδυτές είχαν στην κατοχή τους το 28,4% του συνόλου των αμερικανικών ιδιωτικών κεφαλαίων. 'Το 2009 οι θεσμικοί επενδυτές κατείχαν το 50,6% όλων των αμερικανικών ιδιωτικών κεφαλαίων και το 73% των μετοχών των 1.000 μεγαλύτερων αμερικανικών εταιρειών'.<sup>18</sup> Με άλλα λόγια σχεδόν όλος ο εταιρι-

---

17. Σε όλη τη βιβλιογραφία για την corporate governance και τα είδη μετοχών που διακινούνται μεταξύ εταιρών γίνονται αναφορές σε διαφορετικούς τύπους equity-equities. Η συνηθέστερη μεταφορά τους στην ελληνική γλώσσα είναι 'μετοχή' ή 'ίδια κεφάλαια'. 'Equity simply means ownership' ή πιο ακαδημαϊκά 'the value of a property is what is known as equity'.

18. Μόνο στα συνταξιοδοτικά ταμεία και σε διάστημα μόλις δέκα ετών (1980-1990) τα περιουσιακά στοιχεία αυξήθηκαν από 871 δισεκατομμύρια δολάρια σε 3.023 τρισεκατομμύρια. Και αυτό αφορά μόνο τα συνταξιοδοτικά ταμεία (βλ. Gilson & Gordon 2013: 12). Για να αποκτήσουμε απλώς μια εικόνα αυτής της διαδικασίας συγκέντρωσης του πλούτου και των

κός πλούτος των ΗΠΑ βρίσκεται τώρα στην κατοχή ή υπό τον έλεγχο των θεσμικών επενδυτών. Στον σύγχρονο καπιταλισμό γράφουν οι Morck & Yeung (2010: 33) ‘επιτυγχάνονται οικονομίες κλίμακας [...] με την κινητοποίηση τεράστιου όγκου αποταμιεύσεων των πολιτών και άλλων φορέων για να χρηματοδοτηθούν μεγάλες και επιτυχημένες επιχειρήσεις που διοικούνται από ανθρώπους με ειδικές γνώσεις’. Ο καπιταλισμός αυτός λοιπόν, που προσιδιάζει στη μορφή του agency capitalism, εντέλλεται τα εκτελεστικά στελέχη να είναι ‘άξιοι εμπιστοσύνης εντολοδόχοι, οι οποίοι μεγιστοποιούν την αξία του συγκεντρωμένου κεφαλαίου που έχουν υπό την επίβλεψή τους’. Η εμπειρογνομosύνη [expertise] όμως αυτών των στελεχών, που στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων τους πρέπει να εντοπίζουν, να κινητοποιούν και να τολμούν κατά τέτοιο τρόπο ώστε να δημιουργούν ιδιαίτερα θετικά οικονομικά αποτελέσματα, δηλαδή κέρδη για τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές ‘εκμεταλλεόμενοι νέες αγορές, τεχνολογίες, επιχειρηματικά μοντέλα ή άλλες ευκαιρίες’, δικαιούται αποζημίωσης της οποίας όμως το κατάλληλο είδος και ύψος δεν έχει μέχρι τώρα σωστά εκτιμηθεί. Ο Piketty (2014: 366-374) αναφέρεται στις εξαιρετικά υψηλές αμοιβές των διευθυντικών στελεχών των μεγάλων επιχειρήσεων είτε αυτά απασχολούνται σε χρηματοοικονομικές είτε σε μη χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, καλύπτουν δηλαδή ολόκληρο το φάσμα των δραστηριοτήτων του εταιρικού τομέα. Σε ορισμένα όμως διευθυντικά στελέχη η βιβλιογραφία καταλογίζει ανα-

---

συνεπειών της, στη βιβλιογραφία αναφέρεται ότι ‘In 2009 the US had more than 700,000 pension funds, 8,600 mutual funds, 7,600 insurance companies, 6,800 hedge funds and 2,200 funds of funds (Davis 2011: 6, σημ. 21). Ο *Economist* (01.08.2015) σημειώνει ότι ‘\$ 36 trillion are invested in pension funds around the world’, δηλαδή περίπου το μισό του παγκόσμιου ΑΕΠ (78.280 τρισεκατομμύρια δολάρια για το 2014). Εάν σκεφτεί κανείς ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτελούν υπόθεση των δυτικών χωρών και της Ιαπωνίας, ιδιαίτερα όμως των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής μετά το πέρασμα από τα defined benefits στα defined contribution plans, τότε αντιλαμβάνεται ότι τη μερίδα του λέοντος αυτών των τρισεκατομμυρίων κατέχουν οι αναπτυγμένες χώρες.

ποτελεσματικότητα και έλλειψη κινήτρων, οι οποίες παρόλα αυτά δεν τα εμποδίζουν να αξιώνουν και να επιτυγχάνουν υπερβολικές απολαβές και κάθε είδους αποζημιώσεις, τις οποίες τελικά καλούνται να πληρώσουν οι επενδυτές. Στη δημοσιότητα γίνονται συχνά καταγγελίες μη αποτελεσματικών και υπερ-αμειβόμενων διευθυντικών στελεχών, γεγονός το οποίο από πολλούς θεωρείται η αιτία ή μία από τις αιτίες των μεγάλων αποτυχιών και σκανδάλων που ταλαιπωρούν την επιχειρηματική κοινότητα στις ΗΠΑ και όχι μόνο.<sup>19</sup> Εάν σταθούμε σε αυτό το σημείο του περάσματος στον καπιταλισμό των εντολοδόχων, θα διαπιστώσουμε ότι κατ' αρχήν πρόκειται για την παρεμβολή μεταξύ επενδυτών και επιχειρήσεων, που παράγουν αγαθά και υπηρεσίες, των θεσμικών επενδυτών οι οποίοι έχουν την ευθύνη της διαχείρισης των οικονομιών των νοικοκυριών και άλλων.<sup>20</sup> Για την καλύτερη διεκπεραίωση των υποχρεώσεων που προκύπτουν από αυτή τη διαμεσολάβηση οι θεσμικοί επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να απασχολούν εξειδικευμένο επαγγελματικό προσωπικό, το οποίο όμως αξιώνει αμοιβές που πρέπει να συγκρίνονται με εκείνες των διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων. Αυτή η μικρή έστω διαφορά μεταξύ διευθυντικών στελεχών των επιχειρήσεων, των κάθε είδους chief administrative officers, chief financial officers, chief operating officers, chief executive officers κ.λπ. από τη μία πλευρά και του εξειδικευμένου προσωπικού των θεσμικών επενδυτών από την άλλη δεν έχει γίνει αντιληπτή από τη βιβλιογραφία, συνιστά όμως κατά την προσωπική μας γνώμη μια εξέλιξη που εγγράφεται στον τύπο του καπιταλισμού που ταυτίζεται με τους εντολοδόχους.

Δεν είναι όμως η μόνη. Από τα μέχρι τώρα λεχθέντα ο ενδιαφερόμενος παρατηρητής των εξελίξεων στους τομείς της εται-

19 Αναφέρομαι στο σκάνδαλο της παραποίησης των δεικτών εκπομπής αερίων των πετρελαιοκίνητων οχημάτων της Volkswagen.

20. Η πρακτική των αμοιβαίων κεφαλαίων, υποστηρίζει ο Gelter (2013: 963), 'of selling shares of firms with whose performance they are dissatisfied may well be considerably more important for creating pressure on firms to maintain a high share price (and possibly to focus on short-term gains)'.



ρικής διακυβέρνησης αποκομίζει μια εικόνα των θεσμικών επενδυτών: των αμοιβαίων κεφαλαίων, των συνταξιοδοτικών ταμείων και άλλων να διαχειρίζονται *mutatis mutandis* με τον τρόπο που παρουσιάσαμε τις αποταμιεύσεις εκατοντάδων εκατομμυρίων επενδυτών. Για να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους σε μια αγορά που γίνεται όλο και πιο σύνθετη, οι θεσμικοί επενδυτές ανοίγουν χαρτοφυλάκια διαφορετικών στόχων και περιεχομένου στα οποία φυλάσσουν μετοχές, ομόλογα, χρεόγραφα ή άλλου είδους μερίδια [stakes] εταιρειών που έχουν αγοράσει, επενδύοντας τις οικονομίες των επενδυτών τους. Οι επαναλαμβανόμενες αυξομειώσεις αυτών των μετοχών (και άλλων) όπως επίσης και οι συχνές κρίσεις στις αγορές αγαθών και υπηρεσιών υποχρεώνουν τα αμοιβαία κεφάλαια και τα ταμεία να διαφοροποιούν το περιεχόμενο των χαρτοφυλακίων τους κατά τέτοιον τρόπο ώστε να επιτυγχάνουν τα μεγαλύτερα δυνατά κέρδη και να περιορίζουν το εύρος των αναπόφευκτων ζημιών. Καθοριστικές για την επιτυχία αυτών των επιδιώξεων έχουν αποδειχθεί οι αρχές της θεωρίας του χαρτοφυλακίου [portfolio theory]. Κύριος εκπρόσωπος αυτής της θεωρίας είναι ο H. Markowitz, ο οποίος τιμήθηκε για την προσφορά του με το βραβείο Nobel Οικονομίας το 1991. Όπως υποστηρίζει, ‘η θεωρία του χαρτοφυλακίου συνιστά μια αντίληψη που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να κατευθύνει την πρακτική των μεγάλων επενδυτών που διαθέτουν κατάλληλους υπολογιστές και βάσεις δεδομένων’, διευκρινίζει δε ότι ‘το γεγονός ότι συναλλάσσονται με επενδυτές παρά με παραγωγούς ή καταναλωτές δεν χρειάζεται ιδιαίτερης μνείας’ και παραπέμπει στο γεγονός ότι ο ίδιος έχει τονίσει προηγουμένως ότι η θεωρία του ‘αναφέρεται σε επενδυτές παρά σε επιχειρήσεις μεταποίησης ή καταναλωτές’ (1991: 469): με άλλα λόγια εφιστά την προσοχή μας στο γεγονός ότι στόχος της θεωρίας του είναι η ικανοποίηση των συμφερόντων των επενδυτών και μόνο. Οι Gilson & Gordon (2013: 16) εντοπίζουν τη σημασία των παραπάνω στο ότι προβάλλουν την ανάγκη ‘διαφοροποίησης’ [diversification] των χρεογράφων γενικώς που αποτελούν το περιεχόμενο του χαρτοφυλακίου, διότι έτσι εξασφαλίζονται αποδόσεις προσαρμοσμένες στο ρίσκο [risk-ad-

justed returns]. Όσο ευρύτερο είναι επομένως το χαρτοφυλάκιο, δηλαδή όσο περισσότερες μετοχές, ομόλογα, μερίδια κ.λπ. διαφορετικών εταιρειών περιέχει, τόσο περισσότερο επιτυγχάνεται η μέση απόδοση, η οποία και τελικά ενδιαφέρει. Εδώ τη βάση των μαθηματικών υπολογισμών που απαιτούνται δίνει η θεωρία της ‘μέσης απόκλισης επενδύσεων’ [mean-variance investing], η οποία με απλά λόγια ορίζει ότι μια επένδυση πρέπει να σταθμίζει το ρίσκο των αναμενόμενων αποδόσεων με τέτοιον τρόπο, ώστε το συνολικό αποτέλεσμα να είναι θετικό για όλο το χαρτοφυλάκιο. Η ιδέα που διατρέχει όλη τη θεωρία του χαρτοφυλακίου είναι ότι οι επενδυτές απαιτούν ορθολογικές σύμφωνα με τα συμφέροντά τους επιλογές και συνυπολογίζουν ότι όσο υψηλότερο το ρίσκο, τόσο μεγαλύτερες οι αποδόσεις. Εξυπακούεται ότι όλοι αυτοί οι υπολογισμοί και τα μαθηματικά μοντέλα που απαιτούνται καθώς και οι στοχεύσεις που επιδιώκονται χρειάζονται υψηλής ειδίκευσης εμπειρογνώστες των αναγκών των χαρτοφυλακίων που χειρίζονται οι θεσμικοί επενδυτές. Αφού λοιπόν γίνεται δεκτό, διατείνονται οι Gilson & Gordon (ό.π.) ότι οι δευτερογενείς αγορές δοκιμασμένων μετοχών, δηλαδή οι αγορές για άμεσες ανταλλαγές φερέγγυων χρεογράφων, είναι υψηλής αποτελεσματικότητας ‘οι έρευνες που προσθέτουν αξία είναι δαπανηρές και τα σταθερά τους κόστη διανέμονται καλύτερα σε μεγάλα χαρτοφυλάκια’. Όλα αυτά λοιπόν, καταλήγουν οι Gilson & Gordon, συνηγορούν υπέρ της επένδυσης ‘μέσω διαμεσολαβητών που μπορούν να μειώνουν το κόστος συλλέγοντας διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια για την εφαρμογή αυτής τους της στρατηγικής’. Και ακόμη επενδύσεις σύμφωνα με έναν δείκτη της αγοράς, που επιτρέπει ίδιες αποδόσεις [index investing] είναι το όριο, αλλά ‘η συζήτηση για το εάν τα νοικοκυριά οφείλουν να επενδύουν αποκλειστικά μέσω τέτοιων “λύσεων” χαμηλού κόστους συσκοτίζει τη μεγάλη αλλαγή, δηλαδή ότι τα νοικοκυριά όλο και περισσότερο επενδύουν —είτε στις συνταξιοδοτικές είτε σε άλλες αποταμιεύσεις— μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων που επιδέχονται διαφοροποιήσεις’ (ό.π.), γεγονός που εγγυάται ότι ‘η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου είναι το είδος κατοχής που ισορροπεί βέλτιστα την επιδίωξη της μεγαλύτε-

ρης αναμενόμενης απόδοσης και συγχρόνως αποφεύγει περιττούς κινδύνους' (Gilson & Gordon 2015: 33).

Οι πιο πάνω εξελίξεις δείχνουν ότι οι ανάγκες της διαχείρισης του τεράστιου όγκου κεφαλαίων που διοχετεύονται στις αγορές —αμερικανικές, ευρωπαϊκές, ασιατικές και άλλες— πολυπλοκοποιούνται σε τέτοιο βαθμό ώστε να επινοούνται και να δοκιμάζονται στην πράξη —στις συναλλαγές— συνεχώς καινούρια μοντέλα αποδοτικής και κερδοφόρας αξιοποίησής τους. Είδαμε ότι οι εξελίξεις αυτές καθιστούν όλο και πιο απαραίτητη την παρουσία εξειδικευμένων στελεχών με 'ιδιαίτερες γνώσεις' και φυσικά μεγάλες και 'πολύ μεγάλες' αμοιβές. Ο Piketty (2014: 368-374) αναφέρεται στα διευθυντικά στελέχη των μεγάλων εταιρειών, στους υπερ-πλούσιους όπως τους χαρακτηρίζει, και τα κατατάσσει στο 10% ή ακόμη και στο 1% εκείνων που σωρεύουν πλούτη τα οποία μεταφέρονται και στις επόμενες γενεές και συνιστούν το χαρακτηριστικό γνώρισμα που συνοδεύει και θα συνοδεύει τον καπιταλισμό στον 21ο αιώνα, εάν δεν ληφθούν μέτρα, ορισμένα από τα οποία και προτείνει.

Στη βιβλιογραφία που αξιοποιήσαμε αναδεικνύεται ο καθοριστικός ρόλος μιας άλλης κατηγορίας στελεχών: των εμπειρογνομόνων [experts] που διαχειρίζονται τις οικονομίες των επενδυτών, οι οποίοι τις έχουν εμπιστευθεί στους θεσμικούς επενδυτές. Σε αυτούς και στις υπερβολικές τους απαιτήσεις εστιάζει η βιβλιογραφία στον καιρό του 'καπιταλισμού των εντολοδόχων' και αυτούς θεωρεί κυρίως τους 'εντολοδόχους' των επενδυτών. Εμείς όμως προχωρήσαμε τους συλλογισμούς αυτούς πιο πέρα και διακρίναμε τους ιδιαίτερους ρόλους που αναδέχονται οι ειδικοί στους οποίους ανατίθεται η ευθύνη διαχείρισης των χαρτοφυλακίων. Είδαμε ότι η αρχή της 'μέσης απόκλισης επενδύσεων' απαιτεί μαθηματικούς υπολογισμούς και χρήση σύγχρονων μέσων, τεχνογνωσία εν ολίγοις που μόνον super-experts κατέχουν και μπορούν να χειριστούν. Στη βιβλιογραφία που χρησιμοποιήσαμε δεν γίνεται διάκριση μεταξύ υπέρ-πλούσιων διευθυντικών στελεχών, εξειδικευμένων διαχειριστών στην υπηρεσία των θεσμικών επενδυτών και υπερ-ειδικών διαχειριστών των χαρτοφυλακίων. Τη διάκριση αυτή τη θεωρήσαμε απαραί-

τητη διότι παραπέμπει σε εξειδικεύσεις που εξυπηρετούν τις βραχυπρόθεσμες επιδιώξεις ‘των επενδυτών και μόνο’, κατά τη διατύπωση του H. Markowitz.

Στο σημείο αυτό και προτού καταλήξουμε θα ήθελα να παρήμβω στο επίπεδο της εννοιοδότησης αυτών των εξελίξεων. Και όσον αφορά τα δύο πρώτα στάδια οι έννοιες που χρησιμοποιούνται είναι δεδομένες. Τα διευθυντικά στελέχη (οι υπέρδιευθυντές) των επιχειρήσεων διαθέτουν γνώσεις, πείρα και ό,τι άλλο χρειάζεται η διεύθυνση μεγάλων εταιρειών. Οι εμπειρογνώμονες των θεσμικών επενδυτών χρειάζονται εξειδικευμένες γνώσεις για τη διαχείριση των κεφαλαίων. Οι διαχειριστές όμως των χαρτοφυλακίων χρειάζονται όλα αυτά και ‘κάτι περισσότερο’. Χρειάζονται γνώσεις της υπάρχουσας γνώσης, χρειάζονται λοιπόν ‘γνωσιογνωμοσύνη’, να είναι οι ίδιοι ‘γνωσιογνώστες’. Σε αυτές τις έννοιες παραπέμπει η Wissenschaftstheorie, η γνωσιοθεωρία. Από τις υπάρχουσες στην ελληνική γλώσσα λέξεις θεωρώ πιο συγγενική τη ‘γνωμοσύνη’, που σημαίνει ορθή αντίληψη, να γνωρίζει κανείς τα πράγματα, ικανότητα του γνώσκειν.<sup>21</sup> Το ότι αυτή η ικανότητα πρέπει διαρκώς να ανανεώνεται παραπέμπει στη ‘γνωσιογνωμοσύνη’ και καθιστά την παρουσία του ‘γνωσιογνώστη’ απαραίτητη.

Όλες αυτές οι εξελίξεις προδιαγράφουν κάποια αλλαγή στη στάση του ορθολογικού επενδυτή του υποδείγματός μας: διαγράφεται στον ορίζοντα του καπιταλισμού των εντολοδόχων η υπέρβαση της αντίθεσης βραχυπρόθεσμης αύξησης της τιμής της μετοχής μακροπρόθεσμης αύξησης της αξίας της.

Η μελέτη αυτή έβαινε προς το τέλος της, όταν το βρετανικό περιοδικό *The Economist* (24-30 Οκτωβρίου 2015) κυκλοφόρησε με ένα αφιέρωμα με τίτλο: ‘Reinventing the Company’ και υπότιτλο: ‘Entrepreneurs are redesigning the basic block of Capitalism’. Σε αυτό το αφιέρωμα αναδεικνύονται οι αλλαγές που συντελούνται στην εταιρική οργάνωση του καπιταλι-

21. Λεξικό της Ελληνικής Γλώσσας, Δ. Δημητράκου. Ευχαριστώ τον Στέλιο Βλάχο, φιλόλογο και παλαιό συμμαθητή, για την πληροφορία και την παραπομπή.

σμού στη διάρκεια των τελευταίων τριάντα περίπου ετών στις ΗΠΑ αλλά και διεθνώς, τονίζεται η σημασία που έχουν αποκτήσει οι θεσμικοί επενδυτές, ιδιαίτερα τα αμοιβαία κεφάλαια και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, στην αλλαγή της κατεύθυνσης σε αυτό που εμείς ονομάσαμε agency capitalism και περιγράφεται ο ρόλος των startup επιχειρήσεων στο καινούριο στάδιο των εξελίξεων, το οποίο χαρακτηρίζεται ‘revolution in the making’. Εκείνο που για εμάς έχει σημασία είναι ότι για πρώτη φορά, από όσο γνωρίζω, γίνεται *expressis verbis* αναφορά στη διάσταση βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης επιδίωξης στόχων του ενός και ίδιου εργαζόμενου-επενδυτή —ο δικός μας διπλασιασμός του πολίτη—,<sup>22</sup> ενώ για πρώτη φορά παρουσιάζεται μια εξέλιξη στο πλαίσιο της οποίας αυτή η αντίθεση θα μπορούσε διαλεκτικά (;) να ξεπεραστεί ‘aligning the interests of investors and owners’ (ό.π.: 21). Γίνεται δηλαδή λόγος για τις νέες εταιρικές σχέσεις που διαμορφώνονται εντός των startups, την πρωτοβουλία των οποίων αναλαμβάνουν ιδιώτες-επενδυτές οι οποίοι στοχεύουν συγχρόνως στην προσφορά αγαθών, προϊόντων υπηρεσιών, οι οποίες δεν διατίθενται επαρκώς από τις μεγάλες εταιρείες, και επιπλέον στην ταυτόχρονη αύξηση της τιμής της μετοχής και της αξίας της επιχείρησης. Το εγχείρημα αυτό λαμβάνει χώρα σε ένα τμήμα της οικονομίας (της αγοράς) το οποίο οι συγγραφείς του αφιερώματος ονομάζουν *insurgent economy*, δηλαδή ‘ατίθαση οικονομία’ κατά τη δική μας απόδοση, όπου οι startups έχουν τον ρόλο των *insurgent companies*. Το ‘ατίθασο’ αυτής της υπόθεσης διαπερνά εγκάρσια όλη την προσπάθεια: από τη σύλληψη και τον σχεδιασμό μέχρι τη διανομή των αρμοδιοτήτων και όλα αυτά με την πρωτοβου-

22. ‘Στα πλαίσια της νέας οικονομίας’, έγγραφο σε ανύποπτο χρόνο, ‘[...] νέες επιχειρήσεις (start-ups) προσέλκυαν το ενδιαφέρον και τα κεφάλαια ριψοκίνδυνων επιχειρηματιών, οι οποίοι χρηματοδοτούσαν ρηξικέλευθες ιδέες και σχέδια που υπόσχονταν μεγάλα μελλοντικά κέρδη. Το σημαντικό στην εξέλιξη αυτή ήταν ότι [...] τέτοιου είδους επενδύσεις δεν στόχευαν σε άμεσες υψηλές αποδόσεις, αλλά στην απόκτηση μεριδίων της επιχειρούμενης προσπάθειας και του μελλοντικού προϊόντος’ (Κατσούλης 2012: 61).

λία νέων και μη συμβατικών πρωταγωνιστών που επιδίδονται με επιτυχία στο fundraising, στην κινητοποίηση χρηματοδοτών και στην εξεύρεση πόρων. Στην υπόθεση αυτή εμπλέκονται οι ‘business angels with cash to back founders with ideas’ (ό.π.: 21). Εκείνο που αναδεικνύεται με ιδιαίτερο όσο και εντυπωσιακό τρόπο στο αφιέρωμα του *Economist* είναι ότι οι startups έχουν βάλει τη σφραγίδα τους στη νέα φάση στην οποία έχει εισέλθει η παγκόσμια οικονομία. Είναι οι Bill Gates και Steve Jobs που ξεκινούν από τις οικογενειακές αποθήκες και τα γκαράζ, κινητοποιώντας στην αρχή πόρους από συγγενείς και φίλους, για να υλοποιήσουν ιδέες που ‘αλλάζουν τον κόσμο’. Το γεγονός ότι πολλές startups απορροφώνται στη συνέχεια από ανώνυμες εταιρείες δεν αλλάζει τον καθοριστικό τους ρόλο στη διαμόρφωση ενός σε εξέλιξη μοντέλου καπιταλισμού που παρακάμπτει ‘the inefficiencies and costs imposed by the agency problem’ (ό.π.: 22) ή, για να το διατυπώσουμε πιο μεταφορικά, ‘startups are pioneering a new sort of company that can do a better job of turning dreams into businesses’.

Ολοκληρώνοντας έστω και προσωρινά την περιήγησή μας στον ‘θαυμαστό κόσμο’ της εταιρικής διακυβέρνησης και στους μεταβαλλόμενους ρόλους που αναδέχονται οι ατομικοί και θεσμικοί επενδυτές, καταλήγουμε ότι όσο περισσότερο προχωρά ο κερματισμός της μεγάλης πολυκλαδικής εταιρείας σε μικρότερες και στοχευμένες στις εξελίξεις του παγκοσμιοποιημένου καπιταλισμού δραστηριότητες,<sup>23</sup> τόσο περισσότερο μετέχουν στη διανομή του παραγόμενου πλούτου τα πλήθη των επενδυτών που αυξάνουν το εισόδημά τους αναδεχόμενοι ρόλους, που τουλάχιστον στις μικρές και δυναμικές μονάδες των startups επιτρέπουν την υπέρβαση της διαφοράς μεταξύ βραχυπρόθεσμης

---

23. ‘With the ready availability of the organizational technology for disaggregated production (as used by Apple, Nike and Vizio), alternative means of large-scale financing (such as private equity) and proliferation of alternative legal forms [...] it is possible that we are reaching the twilight of the public corporation as the dominant form of business in the United States’ (G. Davis 2011: 1138).

και μακροπρόθεσμης επιδίωξης στόχων, η οποία στα προηγούμενα στάδια διασπά τον επενδυτή στα δύο. Βρισκόμαστε λοιπόν στο επίκεντρο μιας νέας διαδικασίας στο πλαίσιο της οποίας η μεγάλη επιχείρηση θα εξακολουθήσει να υπάρχει, αλλά δεν θα κυριαρχεί πλέον, διότι θα έχει δίπλα και απέναντί της έναν αυξανόμενο αριθμό startups που θα την τροφοδοτούν με ιδέες, ανθρώπους και κεφάλαια αφαιρώντας της όμως ταυτοχρόνως μέρη της αγοράς και αρμοδιότητες. Το ότι μια τέτοια εξέλιξη θέτει σε νέες βάσεις το πρόβλημα των ανισοτήτων στο παρόν και στο μέλλον καθίσταται αυτονόητο.

### *Μέρος τρίτο. Σε ποιους ανήκει τελικά ο 21ος αιώνας;*

Ο L. Strine (2005) σημειώνει ότι από την εμφάνιση του καπιταλισμού 'ωκεανοί μελάνης' έχουν χυθεί για τα αντιτιθέμενα συμφέροντα κεφαλαίου-εργασίας. Οι ριζικές αλλαγές που συντελούνται τα τελευταία τριάντα χρόνια στις αναπτυγμένες χώρες μπορούν να συμπυκνωθούν στην παρατήρηση ότι τα εθνικά κράτη και οι υπηρεσίες τους υποχωρούν σταδιακά μπροστά στην επίθεση των αγορών σε παγκόσμια κλίμακα. Οι εργαζόμενοι-επενδυτές του υποδείγματός μας εξελίσσονται σε masters of the universe αναλαμβάνοντας εντός της εταιρικής διακυβέρνησης πρωτοβουλίες και ευθύνες που όχι μόνο καλύπτουν τα κενά που αφήνει η υποχώρηση του κράτους και των κοινωνικών του υπηρεσιών, αλλά εντάσσουν καινούρια κοινωνικά στρώματα στη διανομή του παραγόμενου πλούτου και πέραν των αναπτυγμένων χωρών στις αναδυόμενες οικονομίες. Ο Strine αναφέρεται σε αυτές τις εξελίξεις που ενισχύουν τη θέση των αγορών σε βάρος του εθνικού κράτους και διαπιστώνει ότι, εάν οι πολίτες γενικά συμπεριφέρονται ορθολογικά, θα επενδύουν σε δεικτοποιημένα αμοιβαία κεφάλαια [index funds] και σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια [diversified portfolios] λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ευκαιρίες αλλά και τα ρίσκα των αγορών, 'αναγνωρίζοντας ότι είναι σχεδόν αδύνατο να επιδιώξεις και να δρομολογήσεις μια εμπορική στρατηγική που θα εξουδετερώνει την αγορά σε βάρ-

θος χρόνου'. Με τον τρόπο αυτόν προειδοποιεί τους μεσοαστούς αμερικανούς πολίτες ότι δεν έχουν άλλη επιλογή από το να επενδύουν στις αγορές, με αποτέλεσμα να γίνονται στην ουσία *forced capitalists*, *κατ' ανάγκη και εξ ανάγκης καπιταλιστές*, έστω και εάν 'εξακολουθούν να εξαρτώνται όσον αφορά την οικονομική τους ασφάλεια από τη δυνατότητα να πωλούν την εργατική τους δύναμη και να έχουν πρόσβαση σε ποιοτικές θέσεις εργασίας' —ο δικός μας εργαζόμενος πολίτης-επενδυτής.

Βεβαίως ο Strine ως γνήσιος υπηρέτης του νόμου, μπροστά στο δίλημμα που αντιμετωπίσαμε αποφαίνεται κανονιστικά: υπέρ της μακροπρόθεσμης αύξησης της αξίας της επιχείρησης και απορρίπτει τη βραχυπρόθεσμη μεγιστοποίηση του κέρδους. Όπως όμως πιστεύω ότι προκύπτει από τις αναλύσεις μας, τελικά το ενδιαφέρον του εργαζόμενου-επενδυτή σε ατομικό επίπεδο προσανατολίζεται περισσότερο στις βραχυπρόθεσμες λύσεις, προτιμά την 'εδώ και τώρα' αύξηση της τιμής της μετοχής, από τη σε βάθος χρόνου αύξηση της αξίας της και αυτό διότι οι ευκαιρίες τις οποίες προσφέρουν οι παγκοσμιοποιημένες αγορές όχι μόνο το επιτρέπουν, αλλά και το επιβάλλουν. Το ότι προς αυτή την κατεύθυνση κινούνται και οι μετατοπίσεις της ευθύνης των εταιρικών στελεχών —από τους διευθυντές, στους διαμεσολαβητές και πιο πέρα στους επαγγελματίες ειδικούς στη διαχείριση των διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων— νομίζω ότι έχει γίνει αντιληπτό από τα μέχρι τώρα διαμειφθέντα.

Το τελευταίο στο οποίο αναφέρθηκα ήταν η εμφάνιση των startups που προοιωνίζονται εξελίξεις οι οποίες μπορούν να οδηγήσουν —και ήδη οδηγούν— στη σταδιακή σύγκλιση των βραχυπρόθεσμων και των μακροπρόθεσμων επιλογών, του short- και του long-termism του εργαζόμενου-επενδυτή στο πλαίσιο της οποίας ο ίδιος ως ατομικός φορέας της επιχειρηματικής αυτής προσπάθειας στοχεύει στον καλύτερο δυνατό συνδυασμό και των δύο: της βραχυπρόθεσμης και της μακροπρόθεσμης στόχευσης. Ενώ ότι ο ατομικός επενδυτής που συμμετέχει στην προσπάθεια των startups υποχρεώνεται εκ των πραγμάτων να πράττει κατά τέτοιον τρόπο, ώστε η νέα επιχείρηση να επιτυγχάνει σε λογικά σύντομο χρονικό διάστημα αποδόσεις και να



καινοτομεί σε βαθμό που θα την καθιστά συμφέρουσα για εξαγορά από μεγάλες επιχειρήσεις. Αυτό μέχρι στιγμής συμβαίνει· συμβαίνει όμως και κάτι άλλο: οι startups γιγαντώνονται και κατακτούν ξεχωριστή θέση στο σύμπαν των μεγάλων εταιρειών με διαφορές και ιδιαιτερότητες που είναι τόσο μεγάλες και εξελισσόμενες, ώστε δυσκολευόμαστε να τις περιλάβουμε στις αναζητήσεις μας.

Από την άλλη πλευρά ο Piketty και οι συνεργάτες του παρατηρούν τις εξελίξεις από την οπτική γωνία της κληρονομικής συσσώρευσης του πλούτου και προσθέτουν σε αυτή τη νέα κατηγορία των super-rich, που αντιστοιχεί στη δική μας κατηγορία των διευθυντικών στελεχών των ανωνύμων εταιρειών. Στην πραγματικότητα ο Piketty αθροίζει την ονομαστική κατοχή των περιουσιών στα εκατοστημόρια ή στα χιλιοστημόρια των πολιτών είτε αυτές έχουν κληρονομηθεί είτε έχουν σωρευτεί από εργασία. Τη διαχείριση όμως αυτών των περιουσιών [wealth capital] έχουν στην ευθύνη τους οι κάθε είδους εταιρείες, επιχειρήσεις, funds, startups και ό,τι άλλο στις οποίες συντελείται η παραγωγή και η αύξηση του πλούτου και διανέμεται στους άλλους, τους πολλούς μετόχους, εργαζόμενους, πελάτες, γενικά στους stakeholders. Η διανομή αυτή πραγματοποιείται με τους όρους της corporate governance και υπό την επιρροή των σχέσεων ισχύος που διαμορφώνονται από τις γενικότερες εξελίξεις. Εάν το δει κανείς από αυτή την οπτική γωνία, οι απειλητικές διαστάσεις που παίρνει η συσσώρευση ονομαστικού πλούτου στα χέρια μερικών εκατοντάδων χιλιάδων κληρονόμων μεγάλων περιουσιών και super-rich διευθυντικών στελεχών κάθε είδους χάνει σε δραματικότητα. Τυπικά ο πλούτος κατέχεται από μερικές χιλιάδες πλούσιους, στην πραγματικότητα όμως αξιοποιείται και διαχέεται στους πολλούς, στα εκατομμύρια shareholders και στους stakeholders κάθε είδους.

Εκείνο που ισχύει και αποκτά σημασία για τις εξελίξεις που προοιωνίζονται σε αυτόν τον αιώνα είναι ότι οι εργαζόμενοι είναι εκείνοι που επωμίζονται την τελική ευθύνη και τους κινδύνους διαχείρισης του σωρευμένου πλούτου, που θέτουν τις βάσεις και αποκτούν τη δύναμη να διεκδικούν επί ίσοις όροις τα

δικαιώματά τους από την πολιτεία, την εργοδοσία και τους ονομαστικούς κατόχους των κεφαλαίων. Έχουμε λοιπόν να κάνουμε με ένα ανταγωνιστικό σύστημα με όλους τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που το συνοδεύουν, σε αντίθεση με το μοντέλο του Piketty που είναι περισσότερο γραμμικό, ανατροφοδοτούμενο και θωρακισμένο απέναντι στις παρεμβάσεις της πολιτείας, των εργαζομένων, γενικά των διαφοροποιημένων στόχων και των συμφερόντων της κοινωνίας.\* Το δικαιολογημένο ερώ-

\* Η βιβλιογραφία που αναφέρεται στις υπέρογκες αμοιβές των διευθυντικών στελεχών των ανωνύμων εταιρειών έχει καταλήξει στη διαπίστωση ότι: α) οι υπερβολικές αυξήσεις που σε ακραίες περιπτώσεις υπολογίζονται στο υπερεκατονταπλάσιο των μεσαίων εισοδημάτων είναι μια υπόθεση των τελευταίων 25 περίπου ετών και συνδέονται με τη financialization των οικονομικών δραστηριοτήτων προπάντων στις ΗΠΑ και λιγότερο στις άλλες αναπτυγμένες χώρες· κυρίως όμως οφείλονται στην πολιτική των stock options, των δικαιωμάτων προαίρεσης, που έχουν εξασφαλίσει για τον εαυτό τους τα διευθυντικά στελέχη των μεγάλων εταιρειών· β) αυτά τα δικαιώματα προαίρεσης συμβαδίζουν με την κερδοφορία των ανωνύμων εταιρειών που σε καμιά περίπτωση δεν είναι συνεχώς ανοδική, αφού ακολουθεί διακυμάνσεις στην αγορά οι οποίες τουλάχιστον από τις αρχές του 2000 είναι έντονες. Ο Lazonick (2015: 34 κ.ε.) υποστηρίζει ότι η αυξανόμενη συγκέντρωση εισοδημάτων ‘at the top of the distribution [...] is an effect of the disappearance of middle-class jobs because of the trillions of dollars of “free” corporate cash [...] that flow [...] into the compensation packages of top executives and, more generally, into the coffers of financial interests who then seek to extract yet higher gains through corporate distributions’. Ο Lazonick αμφισβητεί τις εξηγήσεις που δίνουν οι οικονομολόγοι για την αυξανόμενη ανισότητα εισοδημάτων και επικαλείται την εμπορευματοποίηση [marketization] των σχέσεων απασχόλησης στις ΗΠΑ τα τελευταία χρόνια, παίρνοντας ως παράδειγμα τον τομέα της information and communication technology [ICT]. Στον σύγχρονο αυτόν τομέα, σημειώνει, το 2000 εργάζονταν 1.554.000 άνθρωποι —διπλάσιοι σε σύγκριση με το 1994— οι οποίοι το 2012 ανήλθαν σε 1.656.000. Οι αυξήσεις στα εισοδήματα ορισμένων κατηγοριών έφτασαν, σε τιμές 2000, από 64.700 δολάρια το 1994 σε 75.600 το 1997 και εκτινάχτηκαν στο 2000 σε 132.100 δολάρια ετησίως, για να πέσουν το 2002 στα 91.400 δολάρια. Αρχικά δε δεν ήταν γνωστό ότι αυτές οι αυξήσεις στα κέρδη προέρχονταν από διαδεδομένα δικαιώματα προαίρεσης [broad-based stock options], αφού σε όλα τα στοιχεία που γνωστοποιούνταν καταλογίζονταν ως κέρδη. Από τα

τημα που απευθύνεται στον Piketty και στους υποστηρικτές του, ότι αφού σύμφωνα με τους υπολογισμούς τους ο πλούτος προοδευτικά σωρεύεται στο ανώτερο εκατοστημόριο και στο πλουσιότερο χιλιοστημόριο, γιατί το υπόλοιπο 99% του πληθυσμού δεν επαναστατεί, αλλά αντίθετα εξακολουθεί να ψηφίζει κατά πλειοψηφία φιλελεύθερα και συντηρητικά κόμματα, γενικώς συστημικά κόμματα —ή, όπως το διατυπώνει ο Hopkin (2014: 694), '[...] η άνοδος του πλουσιότερου 1% και η αύξουσα πολιτική επιρροή του συνιστούν ένα άλλο πρόβλημα: γιατί το υπόλοιπο 99% επιτρέπει να συμβαίνει αυτό λαμβανομένης υπ'

---

μέσα της δεκαετίας του 1990 όμως, όπως υποστηρίζει ο Lazonick, μπορούμε να υπολογίζουμε 'the average gains per employee from exercising stock options at the company in a given year'. Μια 'ακραία περίπτωση' ήταν η Microsoft για την οποία ο μέσος όρος των κερδών από την εξάσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης ήταν 79.000 δολάρια για 19.200 εργαζόμενους το 1996, ποσό που ανήλθε στα 449.100 δολάρια για 35.200 εργαζόμενους το 2000 και μειώθηκε στα 80.300 δολάρια για 52.800 εργαζόμενους το 2003. Αυτές οι δραματικές αλλαγές δείχνουν ότι η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης για να πεισθούν φορείς ειδικών δεξιοτήτων να μεταπηδήσουν από ασφαλή επαγγέλματα του παραδοσιακού τομέα [old economy] σε επισφαλείς εργασίες της 'νέας οικονομίας' στην πραγματικότητα 'μετακινούν' μεγάλο μέρος της αμοιβής αυτών των εργαζομένων σε μια wildly volatile stock-market, υποστηρίζει ο Lazonick. Το γεγονός αυτό δείχνει ότι στο πλαίσιο της παγκοσμιοποίησης και της financialization των συναλλαγών οι αυξομειώσεις στα εισοδήματα των super-managers είναι επαναλαμβανόμενες μέσα στον χρόνο και θέτουν υπό αμφισβήτηση τη γραμμικότητα της εξέλιξης της συγκέντρωσης του πλούτου την οποία υποστηρίζουν ο Piketty και οι συνεργάτες του. Τα μεγάλα κέρδη από την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης άρχισαν να υποχωρούν αρκετά μετά το internet boom στις αρχές της πρώτης δεκαετίας του 21ου αιώνα προκαλώντας τη φυγή πολλών βασικών στελεχών που είχαν ξαφνικά πλουτίσει. Αυτοί στράφηκαν στις startups ή σε άλλες εταιρείες που προσέφεραν μεγαλύτερα stock options. Κατά την άποψή μου, σημειώνει ο Lazonick, 'the havoc caused by this mobility of highly remunerated labor was wreaked on Microsoft organizational learning processes undermining the ability of the company to engage in innovation in new lines of business', γεγονός που παραπέμπει σε εξελίξεις οι οποίες σε καμία περίπτωση δεν θεωρούνται ούτε γραμμικές ούτε σταθερές.

όψιν της τεράστιας αριθμητικής υπεροχής εκείνων που δεν κατέχουν καθόλου ή έχουν μόνο αμελητέο κεφάλαιο' και, όπως θυμόσοφα προσθέτει ο Βουρλούμης (2015), είναι 'καλό να θυμόμαστε ότι συχνά η κάλπη βγάζει Θάτσερ και Ρήγκαν απόλυτα δημοκρατικά και ότι ψηφίζουν όλα τα εκατοστημόρια, οι λίγοι πλούσιοι και οι πολλοί φτωχοί' — έχει την απάντησή του: διότι οι περισσότεροι κατέχουν περιουσιακά στοιχεία, πλούτο, τον οποίο διαχειρίζονται και ελπίζουν 'να τον αυξήσουν μέσα στο σύστημα'!

## Συμπεράσματα

Απ' όσα προηγήθηκαν έγινε φανερό ότι η πολιτικο-κοινωνική διάσταση των ανισοτήτων δεν έχει τύχει στη θεωρία της αναγκαίας προσοχής, παρά το ότι ο Piketty ερμηνεύει τις ανισότητες με όρους ισχύος: πολιτικής [power] αλλά και κοινωνικής [social norms]. Το γεγονός αυτό στις αναπτύξεις που προηγήθηκαν το εξηγήσαμε με την επικράτηση στις ΗΠΑ —διότι οι πολιτικοκοινωνικές και οικονομικές εξελίξεις που συμβαίνουν εκεί είναι εκείνες που τροφοδοτούν τη θεωρία— της αγοράς (οικονομίας) σε βάρος της πολιτικής ή, πιο ειλικρινά διατυπωμένο, από την υποχρέωση της πολιτικής να ακολουθεί και τις επιλογές και τον βηματισμό της οικονομίας (αγοράς). Δεν πρέπει όμως να αγνοούνται οι εξελίξεις και στις άλλες χώρες: ιδιαίτερα η πολιτική στις ευρωπαϊκές χώρες αποτελεί σημείο αναφοράς ενός μεγάλου μέρους της βιβλιογραφίας. Μια ματιά στον υπόλοιπο κόσμο δείχνει ότι, σε αντίθεση με την ισχυρή θέση των μετόχων στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης στις ΗΠΑ, 'the home of hyper-active capitalism' (σύμφωνα με τον *Economist*, 05.12.2015: 13), στις χώρες της Κεντρικής και Βόρειας Ευρώπης και στην Ιαπωνία δίνεται προτεραιότητα σε άλλου είδους συμφέροντα. Στη Γερμανία παραδείγματος χάριν τα συμφέροντα των εργαζομένων εκπροσωπούνται στα διοικητικά συμβούλια των ανωνύμων εταιρειών στο πλαίσιο της Mitbestimmung, της συναπόφασης των εργαζομένων, στη δε Ιαπωνία δίνεται ιδιαίτερη προσοχή στη διά βίου απασχόληση στο πλαίσιο του

οργανωσιακού μοντέλου της keiretsu.<sup>24</sup> Αλλά και σε χώρες όπου η συμμετοχή των εργαζομένων σε επιχειρήσεις είτε δεν υφίσταται είτε δεν είναι εξασφαλισμένη, όπως συμβαίνει παραδείγματος χάρη στη Γαλλία και στην Ιταλία, εν τούτοις τα συμφέροντά τους κατοχυρώνονται μέσω των συλλογικών διαπραγματεύσεων και μέσω της νομοθεσίας.

Το ίδιο αισθητές είναι οι διαφορές στα συνταξιοδοτικά συστήματα μεταξύ ΗΠΑ, ηπειρωτικής Ευρώπης και Ιαπωνίας. Στις ΗΠΑ κατά πρώτο λόγο, αλλά και στο Ηνωμένο Βασίλειο, επικρατούν σταδιακά τα προγράμματα καθορισμένων παροχών. Στην Ευρώπη και στην Ιαπωνία ο ρόλος του κράτους και των επιχειρήσεων στην προστασία των συνταξιούχων παραμένει καθοριστικός σε αντίθεση με τις αγγλοσαξονικές χώρες, όπου η αγορά είναι εκείνη που επιβάλλεται στη διαμόρφωση των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Γενικά η σύγκριση της θέσης των εργαζομένων στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο με τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης και την Ιαπωνία δείχνει ότι, ενώ στις πρώτες οι εργαζόμενοι εξελίσσονται σε μετόχους, διπλασιάζονται κατά τη δική μας ορολογία με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τη θέση τους στην οικονομία, την πολιτική και την κοινωνία της χώρας τους, στις δεύτερες οι εργαζόμενοι στην πλειονότητα τους παραμένουν ως είχαν: δηλαδή υπό την προστασία του κράτους και της επιχείρησης και είναι λιγότερο εκτεθειμένοι στα ups and downs των αγορών.

Σε ένα μέρος της βιβλιογραφίας και υπό την επήρεια του δημογραφικού προβλήματος καταγράφονται σε ό,τι αφορά τις χώρες του 'καπιταλισμού του Ρήνου' και του 'stakeholder capitalism' τάσεις στην κατεύθυνση που ήδη ακολουθούν οι αγγλοσαξονικές χώρες με προεξάρχουσα την Αμερική. Παρά τις πιο πάνω διαφορές που διακρίνουν ακόμη χώρες και περιοχές: οι ολοκληρώσεις που συντελούνται στο πλαίσιο της 'νέας παγκοσμιοποίησης', της απελευθέρωσης των αγορών, της ελευθερίας

---

24. 'A keiretsu is a set of companies characterized by a common main bank, interlocking directorships and cross-ownership between the firms belonging to it' (Gelter 2013: 964 υποσ. 275).

των ανταλλαγών, της ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών και της αύξησης της σημασίας τους για τη χρηματοδότηση της παγκόσμιας οικονομίας από τη μία πλευρά και η συρρίκνωση της παρεμβατικής ικανότητας του κράτους και ως εγγυητή των κοινωνικών παροχών κάθε είδους από την άλλη δημιούργησαν τις προϋποθέσεις οι οποίες ενισχύουν τις τάσεις σύγκλισης σε μοντέλα διακυβέρνησης που περισσότερο προσιδιάζουν σε αυτά που τεκταίνονται στις ΗΠΑ. Παρά τα κατά καιρούς λεγόμενα σε σχέση με τις απώλειες που υφίσταται το αμερικανικό μοντέλο της εταιρικής διακυβέρνησης στον διεθνή ανταγωνισμό, τελικά οι ΗΠΑ παραμένουν το 'παγκόσμιο εργαστήρι' στο οποίο εξακολουθούν να γεννιούνται και να δοκιμάζονται ιδέες που οδηγούν σε καινοτομίες και λύσεις προβλημάτων, ιδέες οι οποίες ανοίγουν τις απαραίτητες διεξόδους και για τις άλλες χώρες.

Περίπου έτσι, όπως πριν από 148 χρόνια το διατύπωνε ο Μαρξ στον πρόλογο του πρώτου τόμου του *Κεφαλαίου*: 'η βιομηχανικά περισσότερο αναπτυγμένη χώρα δείχνει στη λιγότερο αναπτυγμένη μόνο την εικόνα του δικού της μέλλοντος'. Αρκεί να αντικαταστήσει κανείς το επίρρημα 'βιομηχανικά' με το επίρρημα 'τεχνολογικά' και να εξαφανίσει, όπως συχνά γίνεται, το περιοριστικό 'μόνο' και θα έχουμε από τα πιο υπεύθυνα χείλη μια 'πρόγνωση' αυτού το οποίο σήμερα τεκταίνεται. Με μια όχι τόσο μικρή διαφορά: σήμερα ο εργαζόμενος, ο προλετάριος της εποχής του Μαρξ, δεν έχει απαλλαγεί μόνο από τις 'αλυσίδες' αλλά έχει αποκτήσει ιδιοκτησία, δικαιώματα και ελευθερίες που με τις κατάλληλες πολιτικές, οικονομικές και κοινωνικές επιλογές μπορούν να περιορίσουν τις 'ανισότητες' στο πολιτικά και ηθικά αποδεκτό.

*Η μελέτη αυτή ολοκληρώθηκε στις 05.12.2015.  
Για την έκταση που πήρε συνηγορούν οι περιστάσεις.*

### Βιβλιογραφικές αναφορές

- Acemoglu, D. & J. Robinson (2012). *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*. Crown Business.
- Acemoglu, D. & J. Robinson (2014). 'The rise and decline of general laws of capitalism', NBER Working Paper No. 20766, December.
- Berle, A. & G. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Βουρλούμης, Π. (2015). 'Αλλαγή των αντιλήψεων για πλούτο και ανισότητα', *Athens Review of Books*, 61.
- Crouch, C. (2011). *Das befremdliche Überleben des Neoliberalismus*. Berlin: Suhrkamp Verlag AG [αγγλικό πρωτότυπο: *The Strange Non-death of Neoliberalism*. Cambridge: Polity Press].
- Davis, G. (2008). 'A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States', *European Management Review*, 5.
- Davis, G. (2011). 'The twilight of the Berle & Means corporation', *Seattle University Law Review*, 34.
- de Soto, H. (2015). 'What Piketty gets wrong about Third World', [www.bca.org](http://www.bca.org), September 15.
- Diamandis, P. & S. Kotler (2012). *Abundance: The Future Is Better Than You Think*. New York: Free Press.
- Gelter, M. (2013). 'The pension system and the rise of shareholder primacy', *Seton Hall Law Review*, 43 (3).
- Gilson, R. & J. Gordon (2013). 'The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of Governance rights', *Columbia Law Review*, 113.
- Gilson, R. & J. Gordon (2015). 'Agency capitalism: further implications of equity intermediation', στο J.G. Hill & R.S. Thomas (επιμ.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Grubel, H. (2014). 'What Piketty misses', [atlasone.org](http://atlasone.org), May 23, στο <http://atlasone.org/2014/05/23/what-piketty-misses/>
- Hopkin, J. (2014). 'The politics of Piketty: What political science can learn from, and contribute to the debate on *Capitalism in the 21st century*', *British Journal of Sociology*, 65 (4): 678-695.

- Jensen, M. & W. Meckling (1976). 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, October.
- Ιωαννίδης, Σ. (1995). *Σύγχρονες θεωρίες για την επιχείρηση. Ανάλυση και κριτική*. Αθήνα: Παπαζήσης.
- Κατσούλης, Η. (2012). *Η επιστροφή της πολιτικής. Χρηματοπιστωτικός καπιταλισμός και 'νέα' παγκοσμιοποίηση*. Αθήνα: Ποταμός.
- Krugman, P. (2014). 'Why we are in a New Gilded Age', *The New York Review of Books*, May 8.
- Lazonick, W. (2015). 'Labor in the 21st Century: The top 0.1% and the disappearing middle-class', Working Paper 4, Institute for New Economic Thinking.
- Markowitz, H. (1991). 'Foundations of portfolio theory', *The Journal of Finance*, xlvii (2).
- Μίκλεθουεϊτ, Τ. & Α. Γούλντριτς (2012). *Η εταιρεία. Σύντομη ιστορία μιας ιδέας που άλλαξε τον κόσμο*, μτφρ. Α. Παπασυριόπουλος. Ηράκλειο: Πανεπιστημιακές Εκδόσεις Κρήτης.
- Milanovic, B. (2013). 'The return of "patrimonial capitalism": Review of T. Piketty's *Capital in the 21st Century*', MPRA Paper No. 52384, October.
- Morck, R. & B. Yeung (2010). 'Agency problems and the fate of capitalism', NBER Working Paper Series No 16490, October.
- Paqué, K.-H. (2014). 'Gibt es doch Gesetze des Kapitalismus?', *Franfurter Allgemeine Zeitung*, September 21.
- Piketty, T. (2014). *Το κεφάλαιο στον 21ο αιώνα*, μτφρ. Ε. Παπαδάκη. Αθήνα: Πόλις [γαλλικό πρωτότυπο: (2013). *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*. Paris: Seuil].
- Prahalad, C. K. (2010). *The Fortune at the Bottom of the Pyramid. Eradicating Poverty through Profits* (revised and updated 5th Anniversary Edition), Wharton School Publishing.
- Solow, R. (2014). 'Thomas Piketty is right. Everything you need to know about *Capital in the 21st Century*', *New Republic*, April 23.
- Strine, L. (2005). 'The Delaware way: How we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face', *Delaware Journal of Corporate Law*, 30.
- Strine, L. (2007). 'Toward common sense and common ground?', *The Journal of Corporation Law*, Fall.



- Strine, L. (2010). ‘One fundamental corporate governance question we face...’, *The Business Lawyer*, 66.
- Veldhuis, N., Ch. Lammam & A. Karabegovic (2013). ‘The “poor” are getting richer’, *Fraser Forum*, January/February, στο <https://www.fraserinstitute.org/research/fraser-forum-januaryfebruary-2013-income-mobility-canada>
- Zorn, D., F. Dobbin, J. Dierkes & M.S. Kwok (2005). ‘Cui Bono: Institutional investors, securities analysts, agents and the shareholder value myth’, *ανακοίνωση στο συνέδριο New Public and Private Models of Management: Sense making and Institutions*, Copenhagen Business School, May.

#### ABSTRACT

*Ilias Katsoulis*

To whom does the 21st century belong?

Patrimonial versus agency capitalism

According to Thomas Piketty’s *Capital*, if strong fiscal measures would not be taken in order to control the transfer of the inherited wealth, there is the risk that economic inequalities will increase reaching the 19th levels of income inequality. In this paper, I am going to analyze the issue of inequalities from the viewpoint of the corporate governance. In other words, I will try to examine the income distribution among the components of a corporate relationship, i.e. among principals and agents, which exist in the current frame of the so-called agency capitalism. In this context the study of the relationship between power and interests points towards a direction where principals and agents prepare the ground for following the same path that can redistribute wealth downwards, avoiding its concentration to the percentiles or thousandths of the income pyramid.