



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:

**“ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΑΡΧΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ
ΧΑΑ ΕΤΑΙΡΙΕΣ”**



ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ ΚΑΘΗΓΗΤΡΙΑ: ΦΛΩΡΟΥ ΑΝΝΙΤΑ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΣ ΦΟΙΤΗΤΗΣ: ΓΑΛΑΡΝΙΩΤΗΣ Ι. ΑΡΓΥΡΙΟΣ

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2005

η διπλωματική μου εργασία αφιερώνεται
στους γονείς μου
Γιάννη και Σταυρούλα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Εκφράζω τις πιο θερμές ευχαριστίες μου στην Καθηγήτρια κ.Φλώρου Αννίτα, η οποία επέβλεψε από πολύ κοντά την εξέλιξη της διπλωματικής μου εργασίας και συνέβαλε αποφασιστικά στην ολοκλήρωση της με την συνεχή καθοδήγηση, ενθάρρυνση και συμπαράσταση της, καθώς και για την εμπιστοσύνη που έδειξε στο πρόσωπο μου.

Επιθυμώ επίσης να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές μου οι οποίοι κατά την διάρκεια των μεταπτυχιακών μου σπουδών ήταν πρόθυμοι να με βοηθήσουν όποτε αυτό κρινόταν απαραίτητο και να με καθοδηγούν με τις εύστοχες παρατηρήσεις τους. Αποτελεί τιμή για έναν μεταπτυχιακό φοιτητή να είναι κοντά σε καθηγητές με αστείρευτη πηγή γνώσεων και διάθεση συνεργασίας.

Τέλος, δε θα μπορούσα να παραλείψω από τις ευχαριστίες μου τους συνάδελφους και συμφοιτητές μου με τους οποίους συνεργάσθηκα, αντάλλαξα απόψεις και γνώσεις για διάφορα θέματα κατά τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|---|----|
| ΠΕΡΙΛΗΨΗ | 6 |
| 1. ΕΝΝΟΙΕΣ, ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ | |
| 1.1 Εισαγωγή..... | 8 |
| 1.2 Το διοικητικό συμβούλιο..... | 11 |
| 1.2.1 Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου..... | 11 |
| 1.2.2 Επιτροπές διοικητικού συμβουλίου..... | 12 |
| 1.2.3 Μη εκτελεστικά/ ανεξάρτητα μέλη Δ.Σ..... | 12 |
| 1.2.4 Πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος..... | 14 |
| 1.3 Αμοιβές διευθυντικών στελεχών..... | 15 |
| 1.4 Ο ρόλος και η δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών..... | 16 |
| 1.5 Δικαιώματα ψήφου..... | 18 |
| 1.6 Ο πειθαρχικός ρόλος των εξαγορών..... | 19 |
| 1.7 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος..... | 19 |
| 1.8 Διαφάνεια-Γνωστοποιήσεις..... | 20 |
| 1.9 Πρωτοβουλίες βελτίωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα..... | 21 |
| 2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΗ | |
| 2.1 Ακαδημαϊκές μελέτες αξιολόγησης της Ποιότητας Εταιρικής Διακυβέρνησης..... | 24 |
| 2.2 Πρωτότυπη Συμβολή..... | 26 |
| 2.3 Οφέλη Αξιολόγησης Εταιρικής Διακυβέρνησης..... | 28 |
| 3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ | 29 |
| 4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ | |
| 4.1 Ανάλυση βάσει Ν.3016/2002- Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης- Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών..... | 32 |
| 4.2 Ανάλυση ανά χρηματιστηριακό δείκτη..... | 40 |
| 4.3 Ανάλυση ανά κλάδο δραστηριότητας..... | 44 |
| 4.4 Συνολική αξιολόγηση ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη και ανά Κλάδο Δραστηριότητας..... | 47 |
| 4.5 Ανάλυση διασταυρωμένων μεταβλητών..... | 50 |
| 4.6 Ανάλυση στοιχείων επικοινωνίας..... | 54 |
| 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ | 56 |

| | |
|--|----|
| 6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 60 |
| Παράρτημα Α: Πίνακες Μεταβλητών..... | 63 |
| Παράρτημα Β: Πίνακες Διασταυρωμένης Ανάλυσης..... | 67 |

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη πραγματοποιήθηκε στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας υπό την επίβλεψη της Καθηγήτριας κ.Φλώρου Αννίτας και εντάχθηκε στο πλαίσιο εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων. Η εκπόνηση της εργασίας ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο του 2004 και ολοκληρώθηκε τον Μάρτιο του επόμενου έτους. Αντικείμενο της αποτέλεσε η αξιολόγηση του επιπέδου εφαρμογής αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης βάσει του Ελληνικού Νόμου, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών από τις Ελληνικές εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες τόσο στο σύνολο τους, όσο και ανά χρηματιστηριακό δείκτη και κλάδο δραστηριότητας.

Για την εκπόνηση της διπλωματικής εργασίας χρησιμοποιήθηκε Ελληνική και ξένη βιβλιογραφία και αρθρογραφία, καθώς επίσης και διαδικτυακές πηγές πληροφόρησης.

Τα έτη βάσει των οποίων πραγματοποιήθηκε η συλλογή των δεδομένων και έγινε η αξιολόγηση των παραπάνω εταιριών είναι τα έτη 2002 και 2003.

Στην αξιολόγηση λήφθηκαν υπόψη οι εταιρίες που συμμετέχουν σε στους χρηματιστηριακούς δείκτες, FTSE/XAA 20, FTSE/XAA MID 40, FTSE/XAA SMALLCAP 80 καθώς και ένα τμήμα των υπόλοιπων εταιριών που συμπληρώνουν τον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου, με κριτήριο συμμετοχής τους τη διάθεση του Ετήσιου Δελτίου τους στη διαδικτυακή τους ιστοσελίδα.

Για την δημιουργία των μεταβλητών (51 στον αριθμό) και εν συνεχεία των δεικτών αξιολόγησης (7 στον αριθμό) χρησιμοποιήθηκαν αναφορές σε προηγούμενες διεθνείς μελέτες που έγιναν από Πανεπιστημιακά Ιδρύματα και Διεθνείς Φορείς και Εταιρίες.

Η αξιολόγηση των εταιριών και ο υπολογισμός των εκάστοτε δεικτών επιπέδου εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης πραγματοποιήθηκε με δυο μεθοδολογίες, οι οποίες διαφοροποιούνται στο τρόπο κατηγοριοποίησης και αξιοποίησης των δεδομένων.

Τα αποτελέσματα της παρούσης έρευνας μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα συμπεράσματα. Αρχικά, αποτυπώθηκε η συνολική εικόνα του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών η οποία αξιολογείται ως ικανοποιητική, αλλά με σημαντικά περιθώρια βελτίωσης ειδικότερα σε συγκεκριμένες κατευθύνσεις, όπως για παράδειγμα του εξωτερικού ελέγχου. Η αξιολογήσεις εφαρμογής των αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης που υπολογίστηκαν βάσει των τριών κύριων αξόνων έρευνας, όπως αναφέρθηκε προηγούμενα, ανέδειξαν ως “αχείλια πτέρνα” της υπό έρευνας παραμέτρου την

αρνητική διάθεση των επιχειρήσεων για υιοθέτηση περιοριστικών κανόνων και αρχών λειτουργίας.

Επίσης, παρατηρήθηκε ότι οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι περισσότερο εναρμονισμένες με τις ισχύουσες νομοθετικές επιταγές και πιο πρόθυμες για την υιοθέτηση επιπλέον κανόνων Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως αυτοί αναφέρονται στον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και στις Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές, ακολουθούμενες από αυτές της μέσης και χαμηλής κεφαλαιοποίησης. Στην ανάλυση που έγινε ανά κλάδο δραστηριότητας δεν παρουσιάστηκαν σημαντικές διαφορές μεταξύ των κατηγοριών στις οποίες διακρίθηκαν οι εταιρίες, με ορισμένες ελάχιστες εξαιρέσεις και σε συγκεκριμένους δείκτες αξιολόγησης.

1. ΕΝΝΟΙΕΣ, ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ

1.1 Εισαγωγή

Η εταιρική διακυβέρνηση (*Corporate Governance*), περισσότερο ως πρακτική παρά ως έννοια, δεν είναι κάτι που εμφανίζει κοινά γνωρίσματα στην ανά την υφήλιο εφαρμογή της. Αποτελείται από ένα πλέγμα κανόνων που αφενός ποικίλλει από χώρα σε χώρα, αφετέρου πολύ συχνά είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η ακριβής δομή της. Μάλιστα η σχετική βιβλιογραφία δείχνει ότι ενώ οι τρόποι χρηματοδότησης μπορεί να είναι σχετικά ίδιοι μεταξύ των διαφόρων χωρών, εντούτοις τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές (Μ.Ξανθάκης, Α.Τσιπούρη, 2002).

Στα δεδομένα αυτά πρέπει να προστεθεί και το καινοφανές όχι μόνο της ύπαρξής της, αλλά του αυξημένου ρόλου που καλείται πλέον να διαδραματίσει. Αναφερόμενοι στον ορισμό της εταιρικής διακυβέρνησης, θα μπορούσαμε να πούμε ότι πρόκειται για το σύνολο των κανόνων με τους οποίους μια εταιρία διοικείται και ελέγχεται (Ν.Γ.Τραύλος, 2002, Β. Καζάς, 2004).

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει ως στόχο την προστασία των επενδυτών των εισηγμένων εταιριών σε χρηματιστήρια και η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τη σχέση εντολέα-εντολοδόχου (*principal-agent*) κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές, μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Η απόκλιση των σχετικών επιδιώξεων οδηγεί σε σύγκρουση συμφερόντων και καθιστά αναγκαίο το σχεδιασμό συστημάτων που διασφαλίζουν τα συμφέροντα των εντολέων. Στις επιχειρήσεις, οι μέτοχοι (*εντολείς*) αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης στα διευθυντικά στελέχη (*εντολοδόχους*). Ομοίως, οι πιστωτές εμπιστεύονται τα κεφάλαια τους στη διαχειριστικότητα των μετόχων. Κατά τον ίδιο τρόπο, οι μικρομέτοχοι εμπιστεύονται τα κεφάλαια τους στη διαχειριστικότητα των μεγαλομετόχων, οι οποίοι συνήθως αποτελούν και τη διευθυντική ομάδα της επιχείρησης (Ν.Γ.Τραύλος, 2002, Β. Καζάς, 2004).

Μερικές ενδεικτικές διαφορές επιχειρηματικών συμφερόντων μεταξύ μετόχων, διευθυντικών στελεχών, πιστωτών, μεγαλομετόχων και μικρομετόχων είναι οι ακόλουθες (Ν.Γ.Τραύλος, 2002, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 2003):

A) Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών

Τα κύρια αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών είναι τα εξής (N.G. Τραύλος, 2002):

- Η ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία κτλ.).
- Η υπερβολική αποφυγή κίνδυνου (*risk aversion*) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κίνδυνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται, τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση στο είδος κίνδυνου, το οποίο οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη, πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύσουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές στη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιολογικά επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού αριθμού.
- Η έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Ο βαθμός έκτασης των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, που βασίζονται στις πωλήσεις ή στα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, ωθεί τα διευθυντικά στελέχη σε θέσπιση κίνητρων ώστε να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα. Αντίθετα, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα κέρδη βραχυχρόνια, αλλά που μακροπρόθεσμα οδηγούν σε μείωση τους. Άμεσο αποτέλεσμα της τακτικής αυτής είναι η χρηματιστηριακή αστάθεια της επιχείρησης και η καλλιέργεια ενός κλίματος, μεταξύ των μετόχων και των δυνητικών επενδυτών, έλλειψης εμπιστοσύνης προς την πλευρά της διοίκησης. Στην ευκαιριακή και πρόσκαιρη αυτή εκμετάλλευση καταστάσεων συμπαρασύρονται και οι μέτοχοι, οι οποίοι με τη σειρά τους βλέποντας την τακτική που χαράσσεται από τους manager της επιχείρησης προσπαθούν να βρουν φόρμουλες ταύτισης των δικών τους συμφερόντων με αυτά των στελεχών, με αποτέλεσμα οι επενδύσεις τους να μετατρέπονται σε περιοδικές επιλογές και μετακινήσεις, αντί μακροπρόθεσμων επενδύσεων.

B) Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών

Τα κύρια αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μετόχων και πιστωτών είναι τα εξής (N.G. Τραύλος, 2002):

- Η ανάληψη από την επιχείρηση επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου κίνδυνου από ότι είχε αρχικά παρουσιασθεί στο επιχειρηματικό σχέδιο.
- Η περαιτέρω δανειακή επιβάρυνση μετά την έκδοση του αρχικού δανείου εκτός από την αρχική πρόβλεψη.
- Η άρνηση των μετόχων να συνεισφέρουν επιπλέον μετοχικό κεφαλαίο όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει χρηματοδοτικές δυσχέρειες.

Γ) Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων

Τα κύρια αίτια εμφάνισης συγκρούσεων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων είναι τα εξής (N.G. Τραύλος, 2002):

- Η εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους μέσω καταχρηστικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος. Ως παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε την περίπτωση που ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και ανώτατο διοικητικό/ διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (Πρόεδρος του Δ.Σ. ή Διευθύνων Σύμβουλος).
- Η ανάληψη δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου. Για την περίπτωση αυτή παράδειγμα αποτελεί ο έλεγχος θυγατρικών εταιριών από τον/ τους μεγαλομετόχους, μέσω του πυραμοειδούς συστήματος.

Σε γενικές γραμμές, τις επιμέρους πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν το διοικητικό συμβούλιο (μέγεθος Δ.Σ., επιτροπές, μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μη εκτελεστικά στελέχη, διαχωρισμός των ρόλων προέδρου - διευθύνοντος συμβούλου), τα δικαιώματα ψήφου των μετόχων, οι εξαγορές επιχειρήσεων, οι γνωστοποιήσεις οικονομικών στοιχείων, η αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών, οι θεσμικοί επενδυτές και ο εσωτερικός/εξωτερικός έλεγχος.

Η κατηγοριοποίηση αυτή, με όλο τον κίνδυνο που ενέχει να θεωρηθεί αυθαίρετη, απαντάται με παραλλαγές στα περισσότερα διεθνή κείμενα που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση και συνήθως χρησιμοποιείται από επενδυτικούς και μη οργανισμούς, όταν επιθυμούν να χαρτογραφήσουν το εταιρικό περιβάλλον διακυβέρνησης.

Ακολούθως, θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε το πλαίσιο οργάνωσης και λειτουργίας της εταιρικής διακυβέρνησης.

1.2 Το διοικητικό συμβούλιο

1.2.1 Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου

Οι βασικότερες ίσως αρμοδιότητες με τις οποίες επιφορτίζεται ένα διοικητικό συμβούλιο (Δ.Σ.), είναι να διασφαλίζει την ποιότητα των διοικητών της εταιρίας ή των διευθυντικών της στελεχών, την νομότυπη και με ακρίβεια ανακοίνωση των αποτελεσμάτων των δραστηριοτήτων και τέλος τη διάθεση επαρκών κινήτρων με υψηλές αποδόσεις στους managers.

Συνοπτικά οι αρμοδιότητες του Δ.Σ. μιας επιχείρησης είναι οι ακόλουθες (*ECOFIN OVIED, 2002*):

- Η εκλογή, αξιολόγηση και πιθανή αντικατάσταση του διευθύνοντος συμβούλου, εάν αυτό κριθεί αναγκαίο.
- Ο καθορισμός της απόδοσης του εφαρμοζόμενου management της διοίκησης και κατάστρωση ή ανάπλαση στρατηγικού σχεδιασμού.
- Η επίβλεψη και έγκριση, όπου αυτή κρίνεται απαραίτητη, των οικονομικών και κύριων στρατηγικών στόχων και σχεδιασμού της επιχείρησης.
- Η παροχή συμβουλών και γενικής καθοδήγησης σε ανώτερα διοικητικά στελέχη.
- Η επιλογή και πρόταση στους μετόχους, ενός αριθμού υποψηφίων προς εκλογή για το σώμα του Δ.Σ. της επιχείρησης.
- Ο έλεγχος λειτουργίας και αρτιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία και κανονισμούς.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, αν και δεν ορίζεται επίσημα ο βέλτιστος αριθμός μελών που απαρτίζουν ένα διοικητικό συμβούλιο πλην του ανώτατου ορίου που θέτει ο Ελληνικός Κώδικας (δεκατρία μέλη), εντούτοις η κατάλληλη επιλογή του αριθμού μελών χρίζει ιδιαίτερης σημασίας για την λειτουργικότητα του εν λόγω οργάνου. Έχει παρατηρηθεί ότι μεγάλα διοικητικά συμβούλια αντιμετωπίζουν προβλήματα τόσο στην εξαγωγή κοινών αποφάσεων για σημαντικά ζητήματα της επιχείρησης, όσο και σε αυτό κάθε αυτό το συντονισμό τους (συνεδριάσεις κλπ.). Παράλληλα, σε πολύ μικρά διοικητικά συμβούλια παρατηρούνται φαινόμενα έλλειψης ουσιαστικής ανεξαρτησίας ή ρόλου των μελών. Ο

αριθμός στον οποίο πολύ μελετητές ή οργανισμοί συγκλίνουν ως βέλτιστο είναι από επτά έως δέκα άτομα (*Jensen 1993, CLSA*).

1.2.2 Επιτροπές διοικητικού συμβουλίου

Οι παραπάνω ευθύνες “κλειδιά” για μια επιχείρηση, διεκπεραιώνονται πληρέστερα αν έχουν οριστεί αρμόδιες επιτροπές αποτελούμενες από μέλη του διοικητικού συμβουλίου, προκειμένου να τις φέρουν σε πέρας. Τέτοιες επιτροπές είναι :

- Η επιτροπή καθορισμού των αποζημιώσεων των διευθυντικών στελεχών (Compensation Committee).
- Η επιτροπή διορισμού μελών Διευθύνοντος Συμβούλου και διευθυντικών στελεχών (Nomination Committee).
- Η επιτροπή εσωτερικού ελέγχου (Audit Committee).

Η ύπαρξη των παραπάνω επιτροπών μπορεί να αποτελεί θετική κίνηση προς την κατεύθυνση σωστής λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου, αλλά δεν συνεπάγεται αξιωματικά και την επίτευξη των αντίστοιχων λειτουργικών στόχων. Η αποτελεσματικότητα των ανωτέρω επιτροπών εξαρτάται από το βαθμό ανεξαρτησίας τους από την υπόλοιπη διοίκηση.

1.2.3 Μη εκτελεστικά/ ανεξάρτητα μέλη Δ.Σ.

Η εταιρική διακυβέρνηση απαιτεί ένα ισορροπημένο συμβούλιο σαν ένα εποπτικό σώμα, το οποίο θα επιβλέπει τις κινήσεις των μελών με εκτελεστική αρμοδιότητα. Οι τελευταίοι διαχειρίζονται την εταιρεία απόλυτα για λογαριασμό των μετόχων. Σε εταιρείες με μεγάλο εύρος μετοχών οι μέτοχοι δεν είναι συνήθως ικανοί να εποπτεύσουν από κοντά την εταιρεία, τις στρατηγικές και την απόδοσή της. Ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ είναι να συμπληρώσουν το κενό ανάμεσα στους απληροφόρητους μετόχους και στα πλήρως πληροφορημένα εκτελεστικά μέλη του ΔΣ και να εποπτεύουν τα στελέχη στενότερα. Τα μη εκτελεστικά μέλη συνήθως έχουν ένα ρόλο επιτήρησης των στελεχών με εκτελεστική ικανότητα σε τομείς, όπως είναι η οικονομική απόδοση της εταιρείας και οι σημαντικές αποφάσεις που αφορούν τη στρατηγική και το μέλλον της. Επιπλέον, υπάρχουν τρεις τομείς, όπου υπάρχει ειδική ανάγκη για ανυστερόβουλη επίβλεψη από τα μη εκτελεστικά στελέχη:

- Ο ορισμός και η αξιολόγηση των διευθυντικών στελεχών.
- Η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών, καθώς και των εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.
- Ο έλεγχος των λογιστικών καταστάσεων για την απόδοση της εταιρείας.

Στις παραπάνω τρεις περιοχές τα εκτελεστικά μέλη έχουν σαφώς συγκρουόμενα συμφέροντα. Ο ορισμός αφορά τη διασφάλιση της θέσης τους και αυτής των συναδέλφων τους, καθώς και των προσώπων που τους επιτηρούν. Η αμοιβή σχετίζεται με τις πληρωμές που λαμβάνουν για τις υπηρεσίες τους στην εταιρία. Ο έλεγχος αφορά την αξιοπιστία της χρηματοοικονομικής λογιστικής και των υπολοίπων καταστάσεων και των εκθέσεων αναφορικά με την απόδοση της εταιρείας, που καταρτίζονται από τα υπεύθυνα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη.

Για όλες τις εισηγμένες εταιρείες θα πρέπει να υπάρξει διαβεβαίωση ότι εντός του διοικητικού συμβουλίου, ο ορισμός και η αμοιβή των εκτελεστικών μελών και των ελεγκτών ορίζονται αποκλειστικά από τα μη εκτελεστικά μέλη, οι οποίοι είναι στην πλειονότητά τους ανεξάρτητοι.

Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να μην είναι μέτοχοι και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης έχει:

- Όποιος λαμβάνει την οποιαδήποτε αμοιβή για συμβουλευτικές υπηρεσίες ή αλλιώς από την εταιρεία ή από τα εκτελεστικά στελέχη της.
- Όποιος λαμβάνει πληρωμές από την εταιρεία, οι οποίες είναι εξαρτημένες από την απόδοση της εταιρείας.
- Όποιος διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρεία ή με συνδεδεμένη με αυτήν επιχείρηση, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας.
- Όποιος είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρείας, καθώς και όποιος έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος Δ.Σ. σε συνδεδεμένη με την εταιρεία επιχείρηση.
- Όποιος έχει συγγένεια μέχρι δευτέρου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του Δ.Σ. ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ή συνδεδεμένης με αυτή εταιρείας.

Όπως καταλαβαίνουμε από τις παραπάνω περιγραφές των αρμοδιοτήτων και ιδιοτήτων των μη εκτελεστικών και των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ. η ύπαρξη τους στο Δ.Σ. μιας επιχείρησης κρίνεται απαραίτητη. Ο λόγος είναι ο περιορισμός φαινομένων όπως αυθαίρετες αποφάσεις και στρατηγικές κινήσεις, οι οποίες δεν συμβαδίζουν με την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων. Επίσης, η σωστή εκλογή των ανώτερων στελεχών της εταιρίας αποτελεί υποχρέωση/ δικαίωμα των μελών αυτών, καθώς και ύπαρξη διαφάνειας στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης είναι παράγοντες που διαμορφώνονται από τα μη εκτελεστικά μέλη. Όλα τα παραπάνω συνεισφέρουν στην καλή λειτουργία και αύξηση της αποδοτικότητας του Δ.Σ.

1.2.4 Πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος

Αυξανόμενος είναι ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που πιστεύουν ότι μια εταιρία είναι περισσότερο σταθερή και εμφανίζει μακροπρόθεσμα λιγότερη “επικινδυνότητα” για έναν επενδυτή, αν είναι αρνητικά διακείμενη έναντι της προοπτικής ενός πανίσχυρου “αφεντικού” που θα συγκεντρώνει σχεδόν όλες τις εξουσίες.

Όπως πιστεύεται από όλο και περισσότερους αναλυτές, ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου δημιουργεί αποτελεσματικότερα πραγματική ισορροπία δυνάμεων, όταν σε μια εταιρία η διασπορά είναι μεγάλη ή όταν ο πρόεδρος είναι σαφώς ανεξάρτητος από τη διοίκηση και τους βασικούς μετόχους.

Η ιδέα του διαχωρισμού των εξουσιών προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου δεν είναι νέα. Ήδη, από το 1992 περιλαμβάνεται στον βρετανικό “*Cadbury Code*”, ενώ έκτοτε τυγχάνει αυξανόμενης επενδυτικής αναγνώρισης.

Κάποια από τα πλεονεκτήματα του διαχωρισμού των ρόλων που προαναφέρθηκε είναι (*ECOFIN OVIEDO, 2002*):

- Δεν υπάρχει συγκέντρωση μεγάλης δύναμης σε ένα πρόσωπο, αλλά μοιράζεται περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό αλαζονικές τάσεις διοίκησης και κινήσεις οι οποίες αποσκοπούν σε εξυπηρέτηση προσωπικών συμφερόντων.
- Το διοικητικό συμβούλιο αποδίδει καλύτερα ακριβώς επειδή κάθε κίνηση εξετάζεται πολύπλευρα και πολυεπίπεδα.
- Η διαχείριση καταστάσεων κρίσεως είναι αποτελεσματικότερη λόγω της καλύτερης οργανωτικής δομής του διοικητικού συμβουλίου.

Στον αντίποδα των πλεονεκτημάτων του διαχωρισμού θέσεων μεταξύ προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και διευθύνοντος συμβούλου βρίσκονται τα ακόλουθα μειονεκτήματα:

- Αρκετές φορές οδηγεί σε αποτυχία λειτουργίας του σχήματος εξαιτίας της όχι και τόσο καλής συνεργασίας μεταξύ των κορυφαίων στελεχών.
- Η ύπαρξη του παραπάνω διαχωρισμού ρόλων αυτόματα συνεπάγεται ένα συνθετότερο μοντέλο διακυβέρνησης, το οποίο περιπλέκει περισσότερο την διαδικασία λήψης αποφάσεων.
- Δημιουργία σύγχυσης και μη ακριβής διαχωρισμός - μερισμός των ευθυνών στα ανάλογα πρόσωπα.

1.3 Αμοιβές διευθυντικών στελεχών

Η αμοιβή είναι ένα από τα πεδία-κλειδιά, όπου τα εκτελεστικά στελέχη έχουν συγκρουόμενα συμφέροντα. Προκειμένου να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των εκτελεστικών μελών με τα συμφέροντα των μετόχων, τα μοντέρνα συστήματα συχνά περικλείουν αμοιβές βάσει της απόδοσης της εταιρείας, μέσω παροχών μετοχών και μετοχών με δικαίωμα προαίρεσης (*stock-options*). Το αποτέλεσμα είναι η αμοιβή των εκτελεστικών στελεχών να είναι σε κάποιον βαθμό εξαρτημένη από την πορεία της τιμής της μετοχής.

Καθώς η τιμή της μετοχής σχετίζεται με τη χρηματοοικονομική απόδοση, τα εκτελεστικά μέλη -τα οποία είναι οι κύριοι υπόλογοι για την απόδοση της εταιρείας- έχουν κίνητρο να υπερεκτιμούν την απόδοση της εταιρείας, ωραιοποιώντας τις οικονομικές καταστάσεις.

Συνεπώς τίθεται θέμα εφαρμογής ενός ρυθμιστικού κανονισμού, όπου οι αμοιβές σε μετοχές και δικαιώματα αγοράς μετοχών μπορούν ακόμη και να συνεισφέρουν θετικά στην ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων των εκτελεστικών στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων.

Ένα κατάλληλο ρυθμιστικό καθεστώς θα πρέπει να περικλείει κατ' ελάχιστον τα ακόλουθα στοιχεία:

- Η πολιτική αμοιβών για τα διευθυντικά στελέχη θα πρέπει γενικά να αποκαλύπτεται στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.
- Η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου να είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν.

- Προγράμματα τα οποία ανταμείβουν τους διευθυντές σε μετοχές, σε δικαιώματα επιλογής μετοχών ή σε κάθε άλλο δικαίωμα να αποκτήσουν μετοχές ή να ανταμειφθούν στη βάση των μεταβολών των τιμών των μετοχών και σε κάθε ουσιαστική αλλαγή σε αυτά τα σχέδια θα πρέπει να υπόκεινται σε προέγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων (*Μ.Ξανθάκης, Α.Τσιπούρη, Α.Σπανός, 2003*).

1.4 Ο ρόλος και η δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών

Οι θεσμικοί επενδυτές είναι οι κατ' εξοχήν αρμόδιοι να ασκήσουν πίεση προς τη διοίκηση για την εφαρμογή καλών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς στις εταιρίες που επενδύουν διατηρούν σημαντικές θέσεις.

Στην Ελλάδα, ο Κώδικας Δεοντολογίας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (1999) ορίζει τις βασικές υποχρεώσεις των αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου σχετικά με θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, προβλέπει ότι οι θεσμικοί επενδυτές θα πρέπει να καθορίζουν τους όρους με τους οποίους ασκούν τα δικαιώματα που απορρέουν από την κατοχή τίτλων πάντα προς το συμφέρον των επενδυτών. Με βάση αυτό το σκεπτικό, οι θεσμικοί μπορούν να συνασπίζονται με άλλους μετόχους και να ψηφίζουν κατά ορισμένο τρόπο, εφόσον εξυπηρετούνται τα συμφέροντα τους. Ειδική σύσταση μάλιστα, απευθύνεται στους θεσμικούς επενδυτές των οποίων το ποσοστό συμμετοχή τους υπερβαίνει το 4% των συνολικών δικαιωμάτων ψήφου. Επίσης, στις γενικές συνελεύσεις οι θεσμικοί πρέπει να διατηρούν την στάση προάσπισης των συμφερόντων τους, ανεξάρτητα με τον αν η στάση αυτή έρχεται σε ρήξη με τα όσα υποστηρίζονται ή προτείνονται από τη διοίκηση της επιχείρησης, ενώ θα είναι σε θέση πάντα να αιτιολογήσουν την στάση τους αυτή.

Τα κυριότερα προβλήματα που παρουσιάζονται στην Ελληνική πραγματικότητα και δυσχεραίνουν την καλή λειτουργία της έννοιας του θεσμικού επενδυτή είναι τα εξής (*Μ.Ξανθάκης, Α.Τσιπούρη, 2002*):

- Το μέσο μέγεθος μιας ΑΕΔΑΚ είναι πολύ μικρό, με αποτέλεσμα ο κύριος όγκος της θεσμικής επένδυσης συγκεντρώνεται σε λίγα πρόσωπα (οι υπόλοιπες είναι αισθητά μικρότερες). Με βάση το γεγονός αυτό καταλαβαίνουμε ότι ακόμη και οι μεγάλες Ελληνικές ΑΕΔΑΚ είναι πολύ μικρές σε σχέση με τα μεγέθη των διεθνών θεσμικών. Το αποτέλεσμα είναι να μην υπάρχουν οικονομίες κλίμακας, που να επιτρέπουν την ανάληψη ενεργητικής και άμεσης πίεσης προς τις εταιρίες.

- Οι περισσότερες από τις υπάρχουσες ΑΕΔΑΚ, πρωτίστως οι μεγαλύτερες, είναι μέλη τραπεζικών και ασφαλιστικών ομίλων, επομένως αντιλαμβανόμαστε ότι είναι δύσκολο να ασκηθεί πίεση από τους θεσμικούς του ομίλου.
- Η ανάπτυξη του θεσμού της συνταξιοδότησης δεν επέτρεψε τη δημιουργία μεγάλων συνταξιοδοτικών ταμείων ανεξάρτητων από κρατικές επιλογές, με συμμετοχή στο ΧΑΑ. Συνέπεια του γεγονότος αυτού είναι ότι οι οργανισμοί αυτοί δεν είναι κατάλληλοι να ασκήσουν πίεση στις διοικήσεις των επιχειρήσεων, καθώς δεν μπορούν να διακρίνουν το συμφέρον των μελών του ταμείου από το συμφέρον του κράτους.
- Σε αντίθεση με τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν βραχυχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα. Καθώς από τις αποδόσεις που πετυχαίνουν επηρεάζονται οι εισροές και εκροές τους, υποχρεώνονται να ακολουθούν πιο βραχυχρόνια επενδυτική πολιτική, ασκώντας έτσι πίεση στις επιχειρήσεις έμμεσα και όχι άμεσα.

Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν τη δύναμη να επιδρούν στις κεφαλαιαγορές, αφού τα μερίδια που κατέχουν είναι πολύ μεγάλα και οποιαδήποτε αγοραπωλησία προκαλεί αυξομειώσεις στις τιμές των μετοχών. Στα τέλη της δεκαετίας του '80 και στις αρχές της δεκαετίας του '90, την εποχή των μεγάλων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις διεθνείς αγορές, οι θεσμικοί επενδυτές άρχισαν να εγκαταλείπουν τον παραδοσιακό, παθητικό τους ρόλο ως μέτοχοι και να παίρνουν περισσότερο ενεργό μέρος στη διακυβέρνηση των εταιριών στις οποίες επένδυναν. Όσο αυξάνονται οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, οι μηχανισμοί της αγοράς αδυνατούν να ελέγξουν τις κινήσεις και τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των managers και των μετόχων. Τότε αναλαμβάνουν οι θεσμικοί επενδυτές το ρόλο του ελεγκτή, καθώς αυτοί κατέχουν τα μεγαλύτερα μερίδια και μόνο αυτοί μπορούν να υποστούν ένα τέτοιο κόστος. Όλοι οι μέτοχοι, όμως, επωφελούνται από αυτή την κατάσταση. Υπάρχει βέβαια και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν μπορούν να αναλάβουν ρόλο ελεγκτή στις εταιρίες, καθώς δεν έχουν την απαραίτητη ειδικευση για να συμβουλευουν τους managers. Επιπλέον, υπάρχει και η αμφιβολία ως προς το ποιος ελέγχει τους θεσμικούς στην προσπάθειά τους να ελέγξουν τους managers (<http://www.ase.gr>).

1.5 Δικαιώματα ψήφου

Το δικαίωμα ψήφου είναι ένα από τα ειδικά δικαιώματα που προσδίδει στον επενδυτή, ως μεμονωμένο άτομο, η κατοχή κοινών μετοχικών τίτλων. Η διαδικασία που πρέπει να ακολουθηθεί για την ψηφοφορία, ο αριθμός των δικαιωμάτων ψήφου που απορρέει από τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο κάθε μέτοχος και ο βαθμός στον οποίο σημαντικά για την εταιρεία θέματα τίθενται σε ψηφοφορία, αποτελούν τα κυριότερα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης, στην κατηγορία των δικαιωμάτων ψήφου (*ECOFIN OVIEDO, 2002*).

Τα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης που ευνοούν περισσότερο τους επενδυτές, είναι εκείνα τα οποία ορίζουν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, από τη στιγμή που θα παγιωθεί η ατζέντα των θεμάτων προς ψηφοφορία, μέχρι τη λήξη της προθεσμίας για την ψηφοφορία.

Αρκετά συχνά, ανάμεσα στην εταιρεία και τους μετόχους - ψηφοφόρους παρεμβάλλεται μια περίπλοκη και χρονοβόρα αλληλουχία από ενδιάμεσα στάδια, ιδιαίτερα όταν οι μέτοχοι βρίσκονται στο εξωτερικό. Τα υπομνήματα και η ατζέντα των θεμάτων πρέπει να μεταφερθούν από την αίθουσα του διοικητικού συμβουλίου μέχρι τους διαχειριστές κεφαλαίων, τους επενδυτικούς συμβούλους και τους τελικούς μετόχους - ψηφοφόρους.

Έπειτα, όπως είναι φυσικό, η ψήφος πρέπει να διανύσει την αντίστροφη πορεία και να φτάσει στην εταιρεία σε ικανό χρονικό διάστημα πριν από τη γενική συνέλευση των μετόχων. Σε μερικές αγορές η υποχρεωτική παρουσία ενός προσώπου (του ίδιου του δικαιούχου της ψήφου ή πληρεξούσιου του) το οποίο θα παρακολουθήσει από κοντά τη συνέλευση και έπειτα θα ψηφίσει, δημιουργεί αρκετά προβλήματα. Η πλειονότητα των ανά τον κόσμο επενδυτών έχουν εξοικειωθεί στα διάφορα συστήματα διαφοροποίησης του αριθμού των δικαιωμάτων ψήφου ανά μετοχή, ενώ δείχνουν την τάση να αποφεύγουν τους τίτλους χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Από τη μεριά τους, πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες οι οποίες παρεκκλίνουν από το μοντέλο της μιας ψήφου ανά μετοχή, προσπαθούν να προστατεύσουν εαυτές από το ενδεχόμενο της επιθετικής εξαγοράς.

Εξάλλου, και οι ίδιοι οι επενδυτικοί οίκοι προτιμούν τα απλά συστήματα ψηφοφορίας, τα οποία εκχωρούν δικαίωμα μιας ψήφου ανά μετοχή (*ECOFIN OVIEDO, 2002*).

Οι πιο κοινές εξαιρέσεις από το μοντέλο της μιας ψήφου ανά μετοχή είναι τρεις. Η πρώτη συνίσταται στην επιβολή ανώτατου ορίου (*ceiling*), στον αριθμό ψήφων που δικαιούται ο επενδυτής ανεξάρτητα από το πόσες μετοχές κατέχει.

Η δεύτερη και η τρίτη εξαίρεση αφορούν στην “άνιση” εκχώρηση δικαιωμάτων ψήφου. Ορισμένες εταιρείες ή/και εθνικές νομοθεσίες απονέμουν πολλαπλά δικαιώματα ψήφου σε

ορισμένες μετοχές, τις επονομαζόμενες “χρυσές μετοχές” (*golden shares*) ή “προνομιούχες”. Οι υπέρμαχοι αυτής της τακτικής, υποστηρίζουν ότι πρόκειται για ένα τρόπο ανταμοιβής των μακροχρόνιων μετόχων της εταιρίας.

1.6 Ο πειθαρχικός ρόλος των εξαγορών

Οι εταιρίες, στην προσπάθειά τους να αμυνθούν έναντι των εξαγορών, προχωρούν σε θέσπιση πρακτικών οι οποίες, ενώ βοηθούν τη διοίκηση, συχνά αποβαίνουν εις βάρος της εταιρικής διακυβέρνησης και των επενδυτών (*ECOFIN OVIEDO, 2002*).

Αν η αγορά ευνοεί τις επιθετικές εξαγορές, επισημαίνουν πολλοί αναλυτές, η διοίκηση της εταιρίας θα έχει μεγαλύτερα κίνητρα για να κρατήσει πιστούς σε αυτήν τους μετόχους, μέσω της βελτίωσης των αποτελεσμάτων, του διαλόγου και της ανταπόκρισης στις παραινέσεις τους. Επίσης, συνεχίζουν οι αναλυτές, η μετοχή της εταιρίας θα έχει καλύτερη πορεία.

Αντίθετα, οι εταιρίες των οποίων ο τρόπος διοίκησης τις προστατεύει από την εξαγορά, εκτιμώνται ως πιο επιρρεπείς στην υιοθέτηση αλαζονικής συμπεριφοράς. Από την άλλη μεριά, οι υπέρμαχοι της χρήσης των εμποδίων εξαγοράς (*anti-takeover devices*) διατείνονται ότι το ρίσκο της επιθετικής εξαγοράς, λειτουργώντας ως “δαμόκλειος σπάθη”, εξυπηρετεί - και αυτό μόνο βραχυπρόθεσμα- πολύ μικρή μερίδα μετόχων της εταιρίας. Το αντίδοτο, λένε, στην κακοδιοίκηση μιας εταιρείας έγκειται στην επαγρύπνηση του επιβλέποντος συμβουλίου, των υψηλά ιστάμενων στελεχών της και των μεγαλομετόχων της.

1.7 Εσωτερικός και εξωτερικός έλεγχος

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να κάνουμε μια σύντομη αναφορά στο ρόλο των ορκωτών ελεγκτών, των ελεγκτικών προτύπων και των επιτροπών εσωτερικού ελέγχου. Η υπόθεση της Enron υπογράμμισε τις ελλείψεις και τις αδυναμίες του συστήματος ελέγχου στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής και οδήγησε σε επικρίσεις ειδικότερα για τον έλεγχο ελεγκτικών εταιριών από ομότιμους (εξωτερική διασφάλιση ποιότητας), την αναποτελεσματικότητα του δημόσιου εποπτικού οργανισμού που χρηματοδοτεί τους ορκωτούς ελεγκτές, τη δυσλειτουργία των λογιστικών επιτροπών, ενώ εκφράστηκαν και ανησυχίες για τη διαφαινόμενη έλλειψη ανεξαρτησίας των ορκωτών ελεγκτών (<http://www.ecgi.org>).

Από το 1998, στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η Επιτροπή Λογιστικών Θεμάτων προσπάθησε να βελτιώσει την ποιότητα των ελέγχων που γινόταν από το σώμα των ορκωτών ελεγκτών, βάσει του σχεδίου δράσης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Αναπτύχθηκε μια στρατηγική που αφορούσε την εξωτερική διασφάλιση ποιότητας, την ανεξαρτησία του παραπάνω σώματος και των προτύπων του λογιστικού ελέγχου.

Σύντομα η Επιτροπή θα εγκρίνει σύσταση για την ανεξαρτησία των ορκωτών ελεγκτών. Βασικό στοιχείο της σύστασης αυτής θα είναι το γεγονός ότι ο ελεγκτής θα πρέπει να αποδεικνύει ότι καμία από τις πράξεις ή τις σχέσεις του δεν θίγει την ανεξαρτησία του. Η σύσταση θα αναφέρει ορισμένες περιπτώσεις όπου απαγορεύεται η συμμετοχή του ορκωτού ελεγκτή σε υπηρεσίες και μηχανισμούς του πελάτη (όπως ο εσωτερικός έλεγχος). Επίσης, θα προτείνεται η εναλλαγή των βασικών ελεγκτικών εταιριών μετά από 7 έτη συνεργασίας (<http://www.ecgi.org>).

Όσον αφορά τα ελεγκτικά πρότυπα, είναι ζωτικοί παράμετροι για την παροχή ελέγχων υψηλής ποιότητας. Σήμερα δεν υπάρχουν συμφωνημένα ελεγκτικά πρότυπα στην Ε.Ε. Μολονότι υπάρχει γενική συμφωνία ότι οποιαδήποτε πρωτοβουλία στον τομέα αυτό πρέπει να βασίζεται στα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα (ΔΕΠ) δεν είναι ακόμη σαφές πως θα πραγματοποιούνται οι έλεγχοι αυτοί από το σώμα των ορκωτών ελεγκτών βάσει των συγκεκριμένων προτύπων. Επίσης, δεν υπάρχει μηχανισμός στην Ε.Ε. για την εποπτεία του επαγγέλματος των ορκωτών ελεγκτών. Η εποπτεία στα μέλη κράτη κυμαίνεται από εποπτεία του δημόσιου τομέα σε ένα συνδυασμό αυτορρύθμισης από επαγγελματικούς οργανισμούς που συνεργάζονται με δημόσιους οργανισμούς (<http://www.ecgi.org>).

Τέλος, οι επιτροπές εσωτερικού ελέγχου που δημιουργούνται μέσα σε εταιρίες διαδραματίζουν ζωτικό ρόλο σε ότι αφορά τη διατήρηση της ανεξαρτησίας των ορκωτών ελεγκτών από τα διευθυντικά στελέχη του πελάτη. Πουθενά στην Ε.Ε. οι λογιστικές επιτροπές δεν προβλέπονται από τη νομοθεσία, αλλά μόνο σε 39 μη δεσμευτικούς κώδικες για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ε.Ε. υπάρχουν τέτοιες επιτροπές και ακόμη και σε αυτή την περίπτωση με περιορισμένη αρμοδιότητα (<http://www.ecgi.org>).

1.8 Διαφάνεια-Γνωστοποιήσεις

Κύρια παράμετρος αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί η πληθώρα και η ποιότητα των γνωστοποιήσεων στις οποίες προχωρεί η εκάστοτε επιχείρηση. Η τήρηση διαφάνειας σε εταιρικές διαδικασίες όπως η λήψη αποφάσεων, η αμοιβή στελεχών, η

κατάσρωση στρατηγικού σχεδιασμού, η πραγματοποίηση συναλλαγών (σε οποιοδήποτε επίπεδο οικονομικό και μη) καθώς και πολλά άλλα, αποτελούν ζωτικούς άξονες εξασφάλισης της εύρυθμης λειτουργίας των διοικητικών οργάνων της επιχείρησης και ταυτόχρονα αποπνέουν ένα κλίμα εμπιστοσύνης και εύκολης παρακολούθησης των εξελίξεων από το επενδυτικό κοινό.

Η δημοσιοποίηση στοιχείων όπως η σύνθεση των επιμέρους επιτροπών (εσωτερικού ελέγχου, αμοιβής και διορισμού στελεχών), χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, μετοχικής σύνθεσης και πολιτικών Εταιρικής Διακυβέρνησης που ακολουθεί μια επιχείρηση, καθώς επίσης και στοιχείων που αφορούν μελλοντικούς στόχους αυτής ή εργασιακά ζητήματα που την απασχολούν κρίνεται απαραίτητη προϋπόθεση για την σωστή και ολοκληρωμένη προβολή της εταιρικής εικόνας στους μετόχους.

Η γνωστοποίηση των παραπάνω πληροφοριών αποτελεί θεμέλιο για την καλλιέργεια ενός σωστού δίαυλου επικοινωνίας της επιχείρησης τόσο με τους ήδη, όσο και με τους δυνητικούς μετόχους της. Στο στίβο της κατάκτησης της επενδυτικής εμπιστοσύνης διαδικασίες όπως αυτές που αναφέρθηκαν προηγούμενα δίνουν προβάδισμα στις ανταγωνίστριες εταιρίες που τις υιοθετούν.

1.9 Πρωτοβουλίες βελτίωσης των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Το 1999 η Ελληνική Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης, υπό τον συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, θέσπισε ένα πλαίσιο αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Οι συστάσεις αυτές στόχευαν στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των μηχανισμών που ήδη ήταν σε λειτουργία από τις εισηγμένες εταιρίες και στον μετασχηματισμό αυτών προκειμένου να γίνουν πιο ανταγωνιστικοί. Οι προτάσεις που συμπεριλήφθηκαν στον Εταιρικό Κώδικα αφορούν παραμέτρους όπως τα δικαιώματα, τις υποχρεώσεις και την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, τη διαφάνεια και γνωστοποίηση πληροφοριών, τις ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου και το ρόλο των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών αυτού. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονιστεί ότι το παραπάνω πλαίσιο δεν απαιτούσε την υποχρεωτική συμμόρφωση των εισηγμένων εταιριών βάσει των προτάσεων που έθετε, αλλά παρείχε μια δέσμη κατευθύνσεων αφήνοντας το περιθώριο της εθελούσιας υιοθέτησης αυτών με στόχο την καθοδήγηση των επιχειρήσεων στην ανάπτυξη ενός ικανοποιητικού και ανταγωνιστικού επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Σχετικά πρόσφατα η ελληνική Βουλή ψήφισε τον Νόμο 3016/17-5-2002, ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανώνυμων εταιριών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες ακίνητες αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας.

Ο νόμος ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του διοικητικού συμβουλίου αποτελεί η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού ενδιαφέροντος. Επιπλέον, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα με αυτά της εταιρίας. Περαιτέρω τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν εγκαίρως να αποκαλύπτουν στο διοικητικό συμβούλιο τα ίδια συμφέροντα τους που προκύπτουν από συναλλαγές της εταιρίας ή διασυνδεδεμένων με αυτή επιχειρήσεις.

Επίσης, ο νόμος αναφέρεται στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου προβλέποντας τη συμμετοχή στο διοικητικό συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών. Περαιτέρω, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον δυο ανεξάρτητα μέλη εκτός αν στο διοικητικό συμβούλιο μετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετοχών. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν πρέπει να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα.

Περαιτέρω, ο νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται βάση νομοθεσίας και είναι ανάλογες του χρόνου που τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.

Ακόμη, θεσπίζονται εσωτερικός κανονισμός λειτουργίας και υπηρεσία εσωτερικού έλεγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού έλεγχου πραγματοποιείται από ειδική υπηρεσία της εταιρίας στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρίας και εποπτεύεται από μη εκτελέστηκα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο. Απαγορεύεται να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου, εν ενεργεία διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω.

Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρίας. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Έλεγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητα αναφοράς στο διοικητικό συμβούλιο τυχόν περιπτώσεων σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του διοικητικού συμβουλίου ή των διευθυντικών

στελεχών της εταιρίας, με τα συμφέροντα αυτής (N.Γ.Τραύλος,2002, “Τι είναι όμως η εταιρική διακυβέρνηση”, <http://www.euro2day.gr/articles/30575/>).

2. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΗ

2.1 Ακαδημαϊκές μελέτες αξιολόγησης της Ποιότητας Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι περισσότερες έρευνες Εταιρικής Διακυβέρνησης εξετάζουν το αντίκτυπο που έχουν οι μηχανισμοί ΕΔ στην κερδοφορία και συμπεριφορά των επιχειρήσεων (για πλήρη επισκόπηση της παραπάνω βιβλιογραφίας βλ. Denis and McConnell, 2003¹). Εντούτοις, η πλειοψηφία των μελετών αυτών εστιάζεται σε μεμονωμένες πτυχές του ζητήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης, όπως για παράδειγμα, η αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου (Core, Holthausen and Larcker, 1999; Psaros and Seamer, 2002), η προστασία των μετοχικών δικαιωμάτων (La Porta, Silanes, Shleifer and Vishny, 1998), η δυνατότητα αντίδρασης των διευθυντικών στελεχών σε τακτικές επιθετικών εξαγοράσεων (Gompers, Ishii and Metrick, 2003) κλπ. Μόλις πρόσφατα εμφανίστηκε η τάση πολυπαραμετρικής προσέγγισης του ζητήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, οι τελευταίες εμπειρικές μελέτες καταρτίζουν δείκτες αξιολόγησης ΕΔ, οι οποίοι συμπεριλαμβάνουν πολλές παραμέτρους.

Με βάση τη νέα αυτή θεώρηση προκύπτουν δυο κυρίως βιβλιογραφίες. Η πρώτη αφορά τη χρησιμοποίηση αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης που έχουν διενεργηθεί από εταιρίες/οργανισμούς (όπως για παράδειγμα η Deminor, ProxInvest, Canon Law Society of America κλπ.) και εν συνεχεία την συσχέτιση των δεικτών αξιολόγησης με την εταιρική αποδοτικότητα. Η δεύτερη βιβλιογραφία αφορά τη συλλογή πρωτογενών στοιχείων με στόχο την κατασκευή βάσεων δεδομένων και την εξαγωγή δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίοι στη συνέχεια συσχετίζονται με την εταιρική αποδοτικότητα.

Ο Immik (2000) επιβεβαίωσε τη θετική συσχέτιση μεταξύ εταιρικής αποδοτικότητας (πχ. ROE) και αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης (βάσει στοιχείων που συλλέχθηκαν από την εταιρία Deminor). Επίσης, απέδειξε την αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και την θετική συσχέτιση μεταξύ εταιρικής αποδοτικότητας και του αριθμού των ανεξάρτητων μελών που συμμετέχουν στο Δ.Σ.

Ο Black (2001) ανέλυσε την επίδραση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στην αγοραία αξία των ρωσικών εταιριών. Στην ανάλυση του χρησιμοποίησε την αξιολόγηση 16 ρωσικών εταιριών που πραγματοποίησε ο επενδυτικός οίκος Brunswick Warburg. Ο Black

¹ Παρόμοιες βιβλιογραφικές επισκοπήσεις έχουν δημοσιευτεί στο Economic Policy Review (2003).

απέδειξε τη στατιστική σημασία της συσχέτισης μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και της αξιολόγησης-κατάταξης που έγινε από τον παραπάνω οίκο.

Οι Khanna, Korgan και Palepu (2002), χρησιμοποίησαν δεδομένα 24 αναπτυσσόμενων χωρών της Ασίας, Λατινικής Αμερικής, και της Ανατολικής Ευρώπης προκειμένου να ερευνήσουν τη συσχέτιση μεταξύ του φαινομένου της παγκοσμιοποίησης και των ομοιοτήτων των διαφόρων συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν υψηλή θετική συσχέτιση, ενώ έδειξαν ότι υπάρχει και στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του λόγου τιμή προς κέρδος ανά μετοχή (P/E) και αξιολογήσεων εταιρικής διακυβέρνησης που αναπτύχθηκαν από την Canon Law Society of America (CLSA).

Οι Durven and Kim (2004) καθώς και οι Klapper and Love (2004) χρησιμοποιούν πολυπαραμετρικούς δείκτες Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίοι, όμως, έχουν καταρτιστεί από την Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), ένα χρηματοπιστωτικό οργανισμό, κι όχι από τους ίδιους τους ερευνητές με πρωτογενή στοιχεία. Οι δείκτες αφορούν εταιρίες ανερχόμενων αγορών (emerging markets) και στηρίζονται σε ερωτηματολόγια, λαμβάνοντας υπόψη επτά κριτήρια αξιολόγησης όπως η διοικητική πειθαρχία, η διαφάνεια, η ανεξαρτησία του Δ.Σ. κλπ². Πιο συγκεκριμένα οι Klapper και Love (2004), χρησιμοποίησαν έξι κατηγορίες δεικτών εταιρικής διακυβέρνησης της CLSA για 495 επιχειρήσεις σε 25 αγορές και απέδειξαν την θετική συσχέτιση μεταξύ της λειτουργικής αποδοτικότητας της επιχείρησης και της αξιολόγησης-κατάταξης αυτής. Επίσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε χώρες με ασθενή νομισματική αξία έχουν χαμηλότερη (κατά μέσο όρο) αξιολόγηση της εταιρικής τους διακυβέρνησης³.

Αντίθετα, οι Black, Jang and Kim (2003) καταρτίζουν τους δικούς τους δείκτες αξιολόγησης, βάσει ερωτηματολογίων, που στάλθηκαν σε όλες τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Κορέας επιχειρήσεις. Από τις 123 ερωτήσεις του ερωτηματολογίου προκύπτουν 38 παράμετροι, οι οποίες ομαδοποιούνται σε 5 πτυχές ΕΔ: α) η δομή του διοικητικού συμβουλίου, β) το επίπεδο διαφάνειας, γ) τα μετοχικά δικαιώματα, δ) οι διαδικασίες του διοικητικού συμβουλίου και ε) η μετοχική σύνθεση. Οι Larcker, Richardson and Tuna (2004) εξετάζουν την ποιότητα ΕΔ και τη συσχέτιση αυτής με διάφορους δείκτες εταιρικής απόδοσης. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 2.106 Αμερικανικών εταιριών διαμορφώνουν 39 παραμέτρους ΕΔ, π.χ. ποιοτικά χαρακτηριστικά Δ.Σ., μετοχική σύνθεση, θεσμικοί επενδυτές, αμοιβές διευθυντικών στελεχών κτλ., τις οποίες ομαδοποιούν σε 14 κατηγορίες.

² Παρόμοιες έρευνες με δείκτες αξιολόγησης ΕΔ από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς έχουν γίνει από τον Immik (2000), τον Black (2001α, 2001β) και τους Khana, Korgan and Palepu (2002).

³ Παρόμοια μελέτη, χρησιμοποιώντας στοιχεία της CLSA διενεργήθηκε και από τους Durven and Kim (2003).

Προσανατολισμένοι στην ίδια κατεύθυνση, οι Krambia-Karapardis and Psaros (2004) εξετάζουν το βαθμό συμμόρφωσης 46 Κυπριακών εισηγμένων επιχειρήσεων με τις απαιτήσεις του εθνικού κώδικα ΕΔ για το έτος 2002. Στην μελέτη αυτή αναλύονται μεγέθη όπως, η σύνθεση του Δ.Σ., οι αποζημιώσεις μελών του Δ.Σ., η διαφάνεια και ο έλεγχος κλπ. Τέλος, οι Τσιπούρη και Ξανθάκης (2004) εξετάζουν τη συμμόρφωση 120 Ελληνικών εισηγμένων εταιριών με τις συστάσεις του Ελληνικού κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (1999) για το έτος 2001. Για τη συλλογή των δεδομένων απεστάλησαν ερωτηματολόγια στις εν λόγω επιχειρήσεις, από τα οποία προκύπτουν 54 μεταβλητές που στη συνέχεια κατηγοριοποιούνται σε 5 βασικές κατηγορίες: α) δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων, β) διαφάνεια διαδικασιών πληροφόρησης και άσκησης ελέγχων, γ) διοικητικό συμβούλιο, δ) διευθυντικά στελέχη και ε) εταιρική αποστολή και κοινωνική ευθύνη. Οι κατηγορίες αυτές σταθμίζονται με διαφορετικούς συντελεστές βαρύτητας, οι οποίοι προσδιορίζονται από την ερευνητική ομάδα, προκειμένου να καταρτιστεί ένας καθολικός δείκτης αξιολόγησης ΕΔ.

2.2 Πρωτότυπη Συμβολή

Στόχος της παρούσας διατριβής είναι η πολυπαραμετρική αξιολόγηση της ποιότητας Εταιρικής Διακυβέρνησης των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων για το έτος 2003. Η κατάρτιση ενός καθολικού δείκτη αξιολόγησης στηρίζεται σε 51 μεταβλητές, οι οποίες ομαδοποιούνται σε 7 κατηγορίες (επιμέρους δείκτες).

Η συμβολή της διεκπεραιωθείσας μελέτης είναι διπλή. Πρώτον, εμπλουτίζει την παραπάνω περιορισμένη αλλά συνεχώς αναπτυσσόμενη διεθνή βιβλιογραφία παρέχοντας καινούργια εμπειρικά αποτελέσματα ενώ ταυτόχρονα βελτιώνει τη βιβλιογραφία αυτή από μεθοδολογική άποψη. Συγκεκριμένα, οι προαναφερθείσες μελέτες χαρακτηρίζουν την έλλειψη πληροφόρησης σχετικά με την εφαρμογή ενός συγκεκριμένου μηχανισμού ΕΔ ως “μη διαθέσιμη παρατήρηση” (*missing observation*), με αποτέλεσμα την εξαίρεση των παρατηρήσεων αυτών από το συνολικό δείγμα και την πλασματική αύξηση των δεικτών αξιολόγησης. Η έλλειψη πληροφόρησης, όμως, θα μπορούσε να θεωρηθεί ένδειξη μη εφαρμογής του συγκεκριμένου μηχανισμού ΕΔ. Στην περίπτωση αυτή, οι μη διαθέσιμες παρατηρήσεις συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα ως αρνητικές παρατηρήσεις και οι δείκτες αξιολόγησης μειώνονται σημαντικά. Η παρούσα μελέτη αποδεικνύει ότι διαφορετικοί τρόποι χειρισμού των παρατηρήσεων που λείπουν επηρεάζουν σημαντικά τα εμπειρικά αποτελέσματα.

Δεύτερον, βελτιώνει την μελέτη των Τσιπούρη και Ξανθάκη (2004) ως εξής:

- Εξετάζει τη συμμόρφωση των εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων, όχι μόνο με τις προτροπές του Ελληνικού κώδικα ΕΔ αλλά και με τις επιταγές της Ελληνικής νομοθεσίας και τις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές. Έτσι, η προτεινόμενη μελέτη αξιολογεί την ποιότητα Εταιρικής Διακυβέρνησης των Ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων σε τρία επίπεδα: α) Ελάχιστο (εφαρμογή των επιταγών του Ν.3016/2002), β) Μέσο (εφαρμογή των επιπλέον προτροπών του Ελληνικού κώδικα, 1999) και γ) Ανώτερο (εφαρμογή βέλτιστων διεθνών πρακτικών, όπως αυτές περιγράφονται κυρίως από τον Αγγλικό Κώδικα ΕΔ - Combined Code, 2000)⁴.
- Ένα χαρακτηριστικό μειονέκτημα των δεικτών αξιολόγησης ΕΔ που στηρίζονται σε απαντήσεις ερωτηματολογίων από τις ίδιες τις εταιρίες είναι η έλλειψη αντικειμενικότητας (ο κρινόμενος είναι και κριτής). Στην παρούσα διατριβή η κατάρτιση του δείκτη ΕΔ στηρίζεται σε δεδομένα που συλλέγονται από τα ετήσια δελτία, τις οικονομικές καταστάσεις και τις ιστοσελίδες των εταιριών, γεγονός το οποίο μειώνει το βαθμό της υποκειμενικότητας και κατά συνέπεια, αυξάνει την αξιοπιστία των δεδομένων.
- Η στάθμιση των επιμέρους μεταβλητών/κατηγοριών που καταρτίζουν τον συνολικό δείκτη αξιολόγησης με διαφορετικούς συντελεστές βαρύτητας στηρίζεται επίσης σε υποκειμενικές εκτιμήσεις. Επιπλέον, η υπάρχουσα διεθνή βιβλιογραφία δεν μας κατευθύνει ως προς το ποιες κατηγορίες ΕΔ είναι ιδιαίτερα σημαντικές (e.g. La Porta et al., 1998, Gompers et al., 2001, Black et al., 2003) Για τους λόγους αυτούς, στην συγκεκριμένη έρευνα η κατάρτιση των δεικτών ΕΔ (επιμέρους/συνολικού) γίνεται με ισόποση στάθμιση των μεταβλητών/κατηγοριών, γεγονός το οποίο και πάλι αυξάνει το βαθμό αντικειμενικότητας και επομένως την αξιοπιστία των δεδομένων.
- Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από εταιρίες που είναι εισηγμένες σε όλους τους χρηματιστηριακούς δείκτες και εκπροσωπούν το 95% περίπου της κεφαλαιοποίησης της αγοράς.
- Κατασκευάστηκαν περισσότεροι δείκτες αξιολόγησης (επτά).
- Εκτός από το σύνολο των εταιριών και ανά χρηματιστηριακό δείκτη, διενεργήθηκε έρευνα και ανά κλάδο δραστηριότητας.

⁴ Αναμφισβήτητα, η Αγγλία πρωτοπορεί, τόσο σε Ευρωπαϊκό όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο, σε θέματα ΕΔ, ξεκινώντας με τον πρώτο κώδικα ΕΔ που εκδόθηκε από την επιτροπή Cadbury το 1992. Επιπλέον, ο Combined Code (2000) ήταν ο πιο πρόσφατος και ολοκληρωμένος κώδικας ΕΔ την στιγμή της έναρξης της παρούσας έρευνας (συμπεριλαμβάνει τις προτροπές όλων των προηγούμενων κωδικών της Αγγλίας, δηλ. Cadbury, Greenbury και Hampel). Για τους παραπάνω λόγους, χρησιμοποιούμε τον Combined Code ως τον πρωταρχικό κώδικα βέλτιστων πρακτικών μαζί με κάποιους άλλους βοηθητικούς (π.χ. κώδικας ΕΔ του ΟΟΣΑ, 2004).

2.3 Οφέλη Αξιολόγησης Εταιρικής Διακυβέρνησης

Τα οφέλη που προκύπτουν από την εφαρμογή διαφόρων μεθόδων αξιολόγησης του βαθμού εταιρικής διακυβέρνησης των εταιριών είναι ποικίλα και διαφοροποιούνται ανάλογα με τον εκάστοτε ενδιαφερόμενο. Πιο συγκεκριμένα τα οφέλη τέτοιων αξιολογήσεων ταξινομούνται σε τρεις πυλώνες ίδιας σημασίας, οι οποίοι είναι οι εξής:

- Διεθνή - Κρατικά
- Επενδυτικά
- Εταιρικά

Καταρχήν, αποτελούν πυξίδα για το σημείο που βρίσκεται η εταιρική διακυβέρνηση των Ελληνικών εταιριών σήμερα και προς πια κατεύθυνση θα πρέπει να δοθεί βαρύτητα και να σημειωθούν αλλαγές. Είναι χρήσιμα εργαλεία για τις ενδιαφερόμενες ρυθμιστικές αρχές (π.χ. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) προκειμένου να δρομολογήσει νομοθετικές αλλαγές ή το σχεδιασμό συγκεκριμένων πολιτικών δράσεων.

Μια άλλη διάσταση της χρησιμότητας των αξιολογήσεων είναι η αξιοποίηση τους από τους επενδυτές και συγκεκριμένα την Ένωση Θεσμικών Επενδυτών. Η γνώση του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρίας και ειδικότερα συγκεκριμένων παραμέτρων όπως διαφάνεια, σύνθεση διοικητικού συμβουλίου, μετοχική σύνθεση κ.α., διευκολύνει στον “έλεγχο” της εταιρίας από τους θεσμικούς της επενδυτές, ενώ παράλληλα μπορεί να προτρέψει (ή και να αποτρέψει αναλόγως την αξιολόγηση) δυνητικούς επενδυτές.

Σημαντικά οφέλη από την διενέργεια τέτοιων αξιολογήσεων απολαμβάνουν και οι ίδιες οι εταιρίες. Ένα από αυτά είναι η αντικειμενική τοποθέτηση της εταιρίας συναρτήσει της εταιρικής της διακυβέρνησης και του επιπέδου των υπόλοιπων εταιριών μεταξύ των οποίων μπορεί να συγκαταλέγονται και ανταγωνίστριες. Με τον τρόπο αυτό η εταιρία μπορεί να επωφεληθεί αν εκμεταλλευτεί τις αδυναμίες των ανταγωνιστών, να διορθώσει δικές της αδυναμίες, να επαναπροσδιορίσει τους στόχους της και τις διαδικασίες της και να προσελκύσει νέους επενδυτές. Ταυτόχρονα, γνωστοποιείται το επίπεδο στο σημείο βρίσκεται ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία και εξάγονται πολύτιμα συμπεράσματα αναφορικά με την πορεία και την εικόνα αυτού. Επίσης, είναι πολύ σημαντικό για το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρίας να διαθέτει προς χρήση του μια αντικειμενική αξιολόγηση των διαδικασιών της επιχείρησης ώστε να αξιολογήσει και να επαναπροσδιορίσει με τη σειρά του το διευθυντικό του έργο.

3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η παρούσα έρευνα σχεδιάστηκε και περατώθηκε στο Πανεπιστήμιο Μακεδονίας και αφορά την αξιολόγηση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών για το έτος 2003. Λήφθηκαν υπόψη οι εταιρίες που συνθέτουν τους δείκτες FTSE/XAA 20, FTSE/XAA MID 40, FTSE/XAA SMALLCAP 80, καθώς και οι υπόλοιπες εταιρίες που συμπληρώνουν τον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου (ΓΔΤ).

Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τα ετήσια δελτία των επιχειρήσεων, τα οποία συγκεντρώσαμε από τις επίσημες ιστοσελίδες τους ή κατόπιν τηλεφωνικής επικοινωνίας με το τμήμα ενημέρωσης επενδυτών για την αποστολή εντύπων, όπου αυτό κρίθηκε αναγκαίο. Η έρευνα αφορά το έτος 2003, γιατί αυτό είναι το πρώτο έτος εφαρμογής του Ν.3016/2002.

Πρέπει να διευκρινίσουμε ότι για τις εταιρίες που συμμετέχουν στους FTSE/XAA 20, FTSE/XAA MID 40 και FTSE/XAA SMALLCAP 80 δείκτες και που δεν κατέστη δυνατή οποιαδήποτε επικοινωνία-επαφή μαζί τους για την άντληση δεδομένων δε συμπεριλήφθηκαν στην αξιολόγηση, ενώ από τις υπόλοιπες εταιρίες λήφθηκαν υπόψη όσες παρείχαν το ετήσιο δελτίο τους στην επίσημη ιστοσελίδα τους.

Οι εταιρίες που τελικά αξιολογήθηκαν είναι 175 (20-35-62-58 από τους αντίστοιχους δείκτες) και αντιπροσωπεύουν περίπου το 95% της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας του Χ.Α.Α. για το έτος 2003.

Για τις εταιρίες αυτές συγκεντρώθηκαν στοιχεία για 51 μεταβλητές (*Παράρτημα Α*), οι οποίες καλύπτουν τις απαιτήσεις του Ελληνικού νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση (Ν.3016/2002), τις προτροπές του Ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης (1999) και τις βέλτιστες πρακτικές που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν βάσει των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (Combined Code, 2000).

Ακολουθώντας την προαναφερθείσα βιβλιογραφία (π.χ. Larcker et al, 20004), οι παραπάνω μεταβλητές ταξινομήθηκαν σε 7 βασικούς δείκτες βάσει των οποίων έγινε και η αξιολόγηση των εταιριών. Οι δείκτες αυτοί είναι οι εξής:

1. Διοικητικό Συμβούλιο
2. Αποζημίωση Μελών Διοικητικού Συμβουλίου
3. Εσωτερικός Έλεγχος
4. Εξωτερικός Έλεγχος
5. Εταιρικές Υπηρεσίες
6. Δικαιώματα Μετόχων
7. Διαφάνεια-Γνωστοποίηση

Η αξιολόγηση των εταιριών βάσει των δεικτών που αναφέρθηκαν έγινε:

1. Για το σύνολο των εταιριών (175) και βάσει του Ελληνικού Νόμου, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (*Πίνακες 1, 2 και 3*).
2. Ανά χρηματιστηριακό δείκτη (FTSE/XAA 20, FTSE/XAA MID 40, FTSE/XAA SMALLCAP 80, Λοιπές) και βάσει του Ελληνικού Νόμου, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (*Πίνακας 4, Πάνελ Α-Γ*).
3. Ανά κλάδο δραστηριότητας (Κατασκευών, Μεταποίησης, Εκμισθώσεων, Μεταφορών, Χρηματοοικονομικών, Εφαρμογών, Γενικών Υπηρεσιών και Χονδρικού-Λιανικού Εμπορίου) και βάσει του Ελληνικού Νόμου, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (*Πίνακας 5, Πάνελ Α-Γ*). Ο αριθμός των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στο καθένα από τους παραπάνω Κλάδους Δραστηριότητας ήταν 12-56-39-11-15-9-5-29, ενώ ενδεικτικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον εκάστοτε είναι ΤΕΡΝΑ Α.Ε., ΕΛΑΙΣ Α.Ε., ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε., ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε., ΑΤΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε., OLYMPIC CATERING Α.Ε., ΔΕΗ Α.Ε. και ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Ε. αντίστοιχα.
4. Συνολικά ανά χρηματιστηριακό δείκτη (FTSE/XAA 20, FTSE/XAA MID 40, FTSE/XAA SMALLCAP 80, Λοιπές) (*Πίνακας 6, Πάνελ Α*).
5. Συνολικά ανά κλάδο δραστηριότητας (Κατασκευών, Μεταποίησης, Εκμισθώσεων, Μεταφορών, Χρηματοοικονομικών, Εφαρμογών, Γενικών Υπηρεσιών και Χονδρικού-Λιανικού Εμπορίου) και ανεξαρτήτως Ελληνικού Νόμου, Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (*Πίνακας 6, Πάνελ Β*).

Επίσης, έγιναν κάποιες αναλύσεις διασταυρωμένων μεταβλητών για το σύνολο των εταιριών, ανά χρηματιστηριακό δείκτη και κλάδο δραστηριότητας (*Πίνακας 7, Πάνελ Α-Β*), ενώ δίνονται και στατιστικές πληροφορίες σε ότι αφορά την πρόσβαση σε πληροφορίες μέσω του διαδικτύου.

Κάθε μεταβλητή κωδικοποιήθηκε με το δυαδικό σύστημα, όπου η τιμή 1 αντιπροσωπεύει την εφαρμογή ενός συγκεκριμένου μηχανισμού Εταιρικής Διακυβέρνησης και η τιμή 0 το αντίθετο. Στην περίπτωση που δεν υπήρχε πληροφόρηση σχετικά με την εφαρμογή ή μη κάποιας μεταβλητής από ορισμένες εταιρίες η μεταβλητή λάμβανε την καταχώρηση Μ/Δ (*Μη Διαθέσιμη*).

Κατά την διαδικασία εξαγωγής των δεικτών αξιολόγησης δόθηκε ο ίδιος συντελεστής βαρύτητας-συμμετοχής σε κάθε μεταβλητή. Η μεθοδολογία αυτή ακολουθήθηκε βάσει της βιβλιογραφίας που μελετήθηκε προγενέστερα (*Black, Jang and Kim, 2003*). Στο σημείο αυτό χρίζει ιδιαίτερης σημασίας η τεκμηρίωση των μεθόδων υπολογισμού των επιμέρους δεικτών που ακολουθήθηκαν. Εφαρμόστηκαν δυο τρόποι εξαγωγής της τιμής του εκάστοτε δείκτη. Στην πρώτη περίπτωση οι μεταβλητές που είχαν την καταχώρηση Μ/Δ αντιμετωπίστηκαν ως αρνητική απόκριση της εταιρίας στην εν λόγω μεταβλητή και πραγματοποιήθηκε η αντικατάσταση της με την τιμή 0. Στη συνέχεια προκειμένου να βρεθεί το ποσοστό ικανοποίησης της μεταβλητής από τις εταιρίες υπολογίστηκε το πηλίκο του αθροίσματος των σύμφωνων εταιριών με την εν λόγω μεταβλητή δια το σύνολο των εταιριών που εξετάστηκαν. Στην δεύτερη περίπτωση οι μεταβλητές που είχαν την καταχώρηση Μ/Δ εξαιρέθηκαν από το δείγμα της τελικής αξιολόγησης με αποτέλεσμα ο υπολογισμός του ποσοστού να γίνεται βάσει του πηλίκου του αθροίσματος των σύμφωνων με την εκάστοτε μεταβλητή εταιριών δια τον αριθμό των εταιριών οι οποίες είχαν μόνο δυαδικές καταχωρήσεις στην εν λόγω μεταβλητή.

Για κάθε περίπτωση ανάλυσης που προαναφέρθηκε καταστρώθηκαν οι αντίστοιχοι πίνακες και συμπληρώθηκαν με τα ποσοστά των σύμφωνων με τις μεταβλητές εταιριών καθώς και των εταιριών που δεν διαθέτουν πληροφόρηση για την εκάστοτε μεταβλητή αξιολόγησης. Στο τέλος των υποπινάκων της ανάλυσης των εταιριών στο σύνολο τους (πίνακες 1-3), ο καθένας εκ των οποίων εκφράζει και ένα δείκτη, υπολογίζονται οι μέσες τιμές της αξιολόγησης οι οποίες εκφράζουν και την τιμή του δείκτη για τις περιπτώσεις ένα και δύο που προαναφέραμε αντίστοιχα.

Οι πίνακες 4-5 συμπληρώνονται με τις τιμές που προέκυψαν ακολουθώντας την πρώτη μέθοδο χειρισμού των παρατηρήσεων που είναι διαθέσιμες όπως αναλύθηκε προηγούμενα, ενώ οι πίνακες σχετικά με τα στοιχεία επικοινωνίας αφορούν το σύνολο των εταιριών.

4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

4.1 Ανάλυση βάσει Ν.3016/2002 - Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης - Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών

Στην πρώτη ενότητα ανάλυσης των αποτελεσμάτων παρατίθενται και αναλύονται οι πίνακες που αφορούν το σύνολο των εταιριών που ερευνήθηκαν διαχωρίζοντας τις μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στους αντίστοιχους δείκτες που συνθέτουν και βάσει του Ν.3016/2002, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών.

Οι υποπίνακες Πάνελ Α-Ε του Πίνακα 1 συμπληρώνονται βάσει της ελληνικής νομοθεσίας και έχουν ως ακολούθως:

Πίνακας 1

Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης για το Σύνολο των Εταιριών – Ν.3016/2002

Πάνελ Α: Διοικητικό Συμβούλιο

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|--|-----------|-----------|-------------|
| Συμμετοχή εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. | 92 | 100 | 8 |
| Αριθμός μη εκτελεστικών μελών $\geq 1/3$ | 86,3 | 98,7 | 12,6 |
| Τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο Δ.Σ. | 86,9 | 97,4 | 10,9 |
| Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη κατέχουν $\leq 0,5\%$ του μετοχικού κεφαλαίου | 40 | 95,9 | 58,3 |
| Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα | 54,9 | 62,7 | 12,6 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 72 | 91 | 20,5 |

Πάνελ Β: Εσωτερικός Έλεγχος

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-----------|-------------|
| Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι | 46,9 | 92,1 | 49,1 |
| Εποπτεία εσωτερικών ελεγκτών από το Δ.Σ. | 47,4 | 93,3 | 49,1 |
| Διορισμός εσωτερικών ελεγκτών από το Δ.Σ. | 50,3 | 100 | 49,7 |
| Εσωτερικοί ελεγκτές πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης | 47,4 | 93,3 | 49,1 |
| Οι εσωτερικοί ελεγκτές δεν είναι μέλη του Δ.Σ. | 46,3 | 91 | 49,1 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 47,7 | 94 | 49,2 |

Πάνελ Γ: Εταιρικές Υπηρεσίες

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-------------|----------|
| Ύπαρξη υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου | 84 | 91,3 | 8 |
| Ύπαρξη υπηρεσίας εξυπηρέτησης επενδυτών | 93,7 | 97 | 3,4 |
| Ύπαρξη υπηρεσίας εταιρικών ανακοινώσεων | 93,7 | 97 | 3,4 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 90,5 | 95,1 | 5 |

Πάνελ Δ: Διαφάνεια & Γνωστοποιήσεις

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Δημοσιοποίηση αμοιβών μη εκτελεστικών μελών σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα | 65,7 | 75,2 | 12,6 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 65,7 | 75,2 | 12,6 |

Από τους παραπάνω πίνακες εξάγεται το συμπέρασμα ότι οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες ικανοποιούν κατά το μεγαλύτερο ποσοστό τους την πλειοψηφία των νομοθετικών περιορισμών-υποχρεώσεων που υπαγορεύονται από την Ελληνική Νομοθεσία

Πιο συγκεκριμένα το 91% των επιχειρήσεων οι οποίες παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με τη σύσταση του Δ.Σ. τηρούν πλήρως τις αντίστοιχες νομοθετικές επιταγές εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ το ποσοστό αυξάνει αναφορικά των Εταιρικών Υπηρεσιών και του Εσωτερικού Ελέγχου με τους δείκτες που αναφέρθηκαν πιο πάνω με τιμές 94% και 95,1% αντίστοιχα.

Τη χαμηλότερη αξιολόγηση λαμβάνει ο δείκτης της διαφάνειας και γνωστοποίησης με το 75,2% των εισηγμένων εταιριών να προβαίνουν στη δημοσιοποίηση των αμοιβών των μη εκτελεστικών μελών τους σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα. Μπορεί η βαθμολογία του δείκτη να μην ιδιαίτερα χαμηλή ποσοτικά χρίζει όμως εξαιρετικού ενδιαφέροντος αναλογιζόμενου της απαίτησης υποχρεωτικής ικανοποίησης του.

Επίσης, παρατηρείται ότι τα παραπάνω ποσοστά είναι σημαντικά μεγαλύτερα στην περίπτωση εξαίρεσης των μη διαθέσιμων παρατηρήσεων, επιβεβαιώνοντας ότι διαφορετικοί τρόποι χειρισμού των παρατηρήσεων που λείπουν επηρεάζουν σημαντικά τα εμπειρικά αποτελέσματα.

Οι υποπίνακες Πάνελ Α-ΣΤ του Πίνακα 2 συμπληρώνονται βάσει του ελληνικού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης και έχουν ως ακολούθως:

Πίνακας 2

Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης για το Σύνολο των Εταιριών – Ελληνικός Κώδικας

Πάνελ Α: Διοικητικό Συμβούλιο

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Διαχωρισμός θέσεων προέδρου & διευθύνοντος συμβούλου | 56 | 58,7 | 4,6 |
| Πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. | 43,4 | 50 | 13,1 |
| Αριθμός μελών Δ.Σ. <=13 | 94,3 | 95,9 | 1,7 |
| Τα μη εκτελεστικά μέλη δεν εκλέγονται για πολλές θητείες | 78,3 | 95,8 | 18,3 |
| Διορισμός διευθύνοντος χρηματοοικονομικού συμβούλου ως εκτελεστικό μέλος Δ.Σ. | 83,4 | 100 | 16,6 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 71,1 | 80,1 | 10,9 |

Πάνελ Β: Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|--|------------|------------|-------------|
| Υπαρξη επιτροπής αμοιβών | 2,9 | 3,1 | 8,6 |
| Η πλειοψηφία των μελών της επιτροπής αμοιβών είναι μη εκτελεστικά μέλη | 1,7 | 1,9 | 9,7 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 2,3 | 2,5 | 9,15 |

Πάνελ Γ: Εσωτερικός Έλεγχος

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Ύπαρξη επιτροπής εσωτερικού ελέγχου | 19,4 | 22,7 | 14,3 |
| Η επιτροπή ελέγχου είναι υποεπιτροπή του Δ.Σ. | 17,1 | 20,8 | 16,6 |
| Συναντήσεις μελών επιτροπής 2-3 φορές ετησίως | 16 | 19,7 | 17,1 |
| Συμμετοχή τριών μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου | 17,7 | 21,4 | 16,7 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 17,6 | 21,2 | 16,2 |

Πάνελ Δ: Δικαιώματα Μετόχων

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|------------|-------------|
| Δικαίωμα ψήφου αυτοπροσώπως ή δια αντιπροσώπου | 56,6 | 100 | 43,4 |
| Αποθάρρυνση δικαιώματος πολλαπλής ψήφου η έκδοση προνομίων μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου | 57,1 | 100 | 42,9 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 56,9 | 100 | 43,2 |

Πάνελ Ε: Διαφάνεια & Γνωστοποιήσεις

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|--|-------------|-----------|------------|
| Δημοσιοποίηση σύνθεσης επιτροπής εσωτερικού ελέγχου | 14,3 | 25,3 | 43,4 |
| Δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων | 99,4 | 100 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση μετοχικής σύνθεσης | 99,4 | 100 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση μελών Δ.Σ. και διευθυντικών στελεχών | 98,3 | 99,4 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση εργασιακών ζητημάτων | 98,3 | 98,9 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση πολιτικών διακυβέρνησης | 98,3 | 98,9 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση στόχων και προοπτικών επιχείρησης | 98,9 | 99,4 | 0,6 |
| Δημοσιοποίηση ασυνήθιστων συναλλαγών | 1,7 | 1,7 | 0 |
| Δημοσιοποίηση πρακτικών/μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης | 33,7 | 33,7 | 0 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 71,3 | 73 | 5,2 |

Τα πρώτα δείγματα τάσης των επιχειρήσεων για αποφυγή οποιονδήποτε κανόνων περιορισμού του τρόπου διοίκησης-λειτουργίας τους παρουσιάζονται στις αξιολογήσεις των δεικτών εφαρμογής των προτροπών περί Εταιρικής Διακυβέρνησης που θέτει ο Ελληνικός Κώδικας.

Μόλις το 2,5% των εισηγμένων εταιριών υιοθετεί την τακτική διορισμού επιτροπής αμοιβών, γεγονός το οποίο εγείρει ερωτηματικά σχετικά με την αντικειμενικότητα του ύψους και του τρόπου αμοιβών των στελεχών της επιχείρησης.

Δυσάρεστη είναι η εικόνα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις και στο χώρο της άσκησης εσωτερικού ελέγχου. Μόνο το 22,7% των εταιριών έχει διορισμένη επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, ενώ η σχεδόν ισάξια τιμή του δείκτη εσωτερικού ελέγχου (25,3%) υπογραμμίζει την αναγκαιότητα υλοποίησης μεγάλων βημάτων προς την κατεύθυνση βελτίωσης του εν λόγω άξονα εταιρικής διακυβέρνησης.

Μια θετικότερη εικόνα παρουσιάζεται από τους δείκτες της διαφάνειας-γνωστοποίησης και του διοικητικού συμβουλίου, των οποίων οι τιμές είναι 71,3% και 71,1% αντίστοιχα. Πιο συγκεκριμένα, αναφορικά με το δείκτη του διοικητικού συμβουλίου οι χαμηλότερες αξιολογήσεις (εντούτοις όμως σε ικανοποιητικό επίπεδο) παρατηρούνται για τις μεταβλητές του διαχωρισμού των θέσεων του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου και της πλειοψηφίας των μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ (56% και 43,4% αντίστοιχα). Το γεγονός αυτό έμμεσα υποδεικνύει την τάση συγκέντρωσης εξουσίας σε ένα πρόσωπο (πρόεδρος Δ.Σ.) και σχηματισμού ενός ημι-μόνιμου διοικητικού συμβουλίου με μικρά περιθώρια ελέγχου (Πίνακας 2, Πάνελ Α). Μοναδικές εξαιρέσεις των υψηλών αξιολογήσεων που λαμβάνουν οι μεταβλητές του δείκτη διαφάνειας είναι αυτές της δημοσιοποίησης ασυνήθιστων συναλλαγών και μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, με ποσοστά 1,7% και 33,7% αντίστοιχα (Πίνακας 2, Πάνελ Ε).

Πρέπει βέβαια να τονιστεί το γεγονός ότι η πλειοψηφία των μεταβλητών που συνθέτουν τους παραπάνω δείκτες συμπλέουν με το πνεύμα καλλιέργειας μιας καλής εικόνας προς το επενδυτικό κοινό που ακολουθεί το σύνολο των εταιριών και ενδεχομένως για το λόγο αυτό και οι εν λόγω δείκτες να λαμβάνουν τόσο υψηλές αξιολογήσεις σε αντίθεση με αυτούς που προαναφέρθηκαν.

Η παραπάνω παρατήρηση μπορεί ενδεχομένως να εξηγεί και την απόλυτη βαθμολογία (100%) του δείκτη των δικαιωμάτων των μετόχων. Παράλληλα με τη μέγιστη αξιολόγηση του παραπάνω δείκτη, πρέπει να θιγεί και το σχετικά χαμηλό ποσοστό των εταιριών που παρέχουν πληροφόρηση σχετικά με την παροχή δικαιωμάτων στους μετόχους τους και το οποίο είναι 56,9%.

Όπως σχολιάστηκε και προηγούμενα, είναι αισθητή η διαφορά των αποτελεσμάτων βάσει του τρόπου χειρισμού των συλλεχθέντων δεδομένων. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις περιπτώσεις των δεικτών των μετοχικών δικαιωμάτων και του διοικητικού συμβουλίου, των οποίων οι μεταβολές είναι από 56,9% σε 100% και από 71,1% σε 80,1% αντίστοιχα.

Οι υποπίνακες Πάνελ Α-Ε του Πίνακα 3 συμπληρώνονται βάσει των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών και έχουν ως ακολούθως:

Πίνακας 3

Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης για το Σύνολο των Εταιριών – Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές

Πάνελ Α: Διοικητικό Συμβούλιο

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Ύπαρξη επιτροπής διορισμού μελών του Δ.Σ. | 1,7 | 1,8 | 4,6 |
| Ο πρόεδρος της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου είναι μη εκτελεστικό μέλος | 11,4 | 16 | 28,6 |
| Ο πρόεδρος της επιτροπής αμοιβών είναι μη εκτελεστικό μέλος | 2,3 | 2,3 | 9,7 |
| Ο πρόεδρος της επιτροπής διορισμού μελών του Δ.Σ. είναι μη εκτελεστικό μέλος | 1,7 | 1,8 | 4,6 |
| Η πλειοψηφία των μελών του Δ.Σ. δεν προέρχονται από την ίδια εταιρία | 86,3 | 87,4 | 12,6 |
| Δεν υπάρχουν συγγενικές σχέσεις μεταξύ των μελών του Δ.Σ. | 54,9 | 62,7 | 12,6 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 26,4 | 28,7 | 12,1 |

Πάνελ Β: Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Μακροπρόθεσμα κίνητρα αμοιβών | 4 | 5,4 | 25,7 |
| Μεταβολή αμοιβής στελεχών μικρότερη της μεταβολής των λογιστικών κερδών της επιχείρησης | 65,7 | 75,2 | 12,6 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 34,9 | 40,3 | 19,2 |

Πάνελ Γ: Εξωτερικός Έλεγχος

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|--------|--------|------|
| Η αμοιβή των εξωτερικών ελεγκτών για ελεγκτικές υπηρεσίες είναι μεγαλύτερη από αυτή για λοιπές συμβουλευτικές υπηρεσίες | 0 | 0 | 100 |
| Εφαρμογή της αρχής rotation | 0 | 0 | 100 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 0 | 0 | 100 |

Πάνελ Δ: Δικαιώματα Μετόχων

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|--------|--------|------|
| Δεν δίνονται ιδιαίτερα δικαιώματα σε ορισμένες κατηγορίες επενδυτών | 42,9 | 65,2 | 34,3 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 42,9 | 65,2 | 34,3 |

Πάνελ Ε: Διαφάνεια & Γνωστοποιήσεις

| Μεταβλητές | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Δ |
|---|--------|--------|------|
| Αναλυτική και ονομαστική δημοσιοποίηση αμοιβών εκτελεστικών διευθυντικών μελών Δ.Σ. | 0 | 0 | 6,9 |
| Μ.Ο. Δείκτη: | 0 | 0 | 6,9 |

Η αξιολόγηση των επιχειρήσεων βάσει των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών εξάγει το συμπέρασμα ότι υπάρχει ένα αρνητικό κλίμα στην εφαρμογή επιπρόσθετων κανόνων-προτροπών εταιρικής διακυβέρνησης. Η παρατήρηση αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι προτεινόμενες αρχές δεν είναι υποχρεωτικές, αλλά ταυτόχρονα υπογραμμίζει και πάλι την τάση των επιχειρήσεων που επισημάνθηκε προηγουμένα για πλήρη εκμετάλλευση όλων των δυνατών περιθωρίων περί εταιρικής ημιδιαφάνειας. Οι δείκτες της σύνθεσης και αμοιβής του διοικητικού συμβουλίου, του εξωτερικού ελέγχου και της διαφάνειας-γνωστοποίησης βαθμολογούνται χαμηλά (26,4%, 34,9%, 0% και 0% αντίστοιχα), με μόνη εξαίρεση το δείκτη των μετοχικών δικαιωμάτων η τιμή του οποίου υπολογίστηκε σε 42,9%.

Ιδιαίτερης προσοχής χρίζουν οι τιμές των μεταβλητών που αφορούν την προεδρεία των εταιρικών επιτροπών. Τα ιδιαίτερα χαμηλά ποσοστά των επιχειρήσεων στις οποίες ο πρόεδρος κάποιος εκ των επιτροπών εσωτερικού ελέγχου, αμοιβών διευθυντικών στελεχών

και διορισμού μελών είναι ταυτόχρονα και μη εκτελεστικό μέλος του Δ.Σ. είναι της τάξης του 11,4%, 2,3% και 1,7 αντίστοιχα. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει το πρόβλημα της ανεξαρτησίας των παραπάνω επιτροπών και κατ' επέκταση της λειτουργικής τους αποτελεσματικότητας.

4.2 Ανάλυση ανά χρηματιστηριακό δείκτη

Στην ενότητα αυτή γίνεται ανάλυση των εταιριών που συμμετέχουν στους διάφορους χρηματιστηριακούς δείκτες ξεχωριστά (FTSE/ΧΑΑ 20, FTSE/ΧΑΑ MID 40, FTSE/ΧΑΑ SMALLCAP 80, Λοιπές) και βάσει του Ν.3016/2002, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών. Οι τιμές που αποδίδονται στον εκάστοτε δείκτη είναι υπολογισμένες με την πρώτη μέθοδο αξιολόγησης του επιπέδου εταιρικής διακυβέρνησης που αναπτύχθηκε στο κεφάλαιο της μεθοδολογίας της παρούσας εργασίας.

Πίνακας 4

Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη

Πάνελ Α: Ν.3016/2002

| Δείκτης | FTSE 20 | FTSE 40 | FTSE 80 | Λοιπές |
|--------------------------|---------|---------|---------|--------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 85 | 70,3 | 68,7 | 72 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 83 | 38,8 | 31,6 | 57,9 |
| Εταιρικές Υπηρεσίες | 98,3 | 87,7 | 87,1 | 93,1 |
| Διαφάνεια-Γνωστοποιήσεις | 80 | 74,3 | 61,3 | 60,3 |

Πάνελ Β: Ελληνικός Κώδικας

| Δείκτης | FTSE 20 | FTSE 40 | FTSE 80 | Λοιπές |
|--------------------------------|---------|---------|---------|--------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 70 | 70,8 | 70,6 | 72,1 |
| Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου | 5 | 2,9 | 0 | 2 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 61,2 | 12,9 | 9,7 | 13,8 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 30 | 47,2 | 71 | 56,9 |
| Διαφάνεια-Γνωστοποιήσεις | 80,6 | 72,4 | 70,2 | 68,8 |

Πάνελ Γ: Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές

| Δείκτης | FTSE 20 | FTSE 40 | FTSE 80 | Λοιπές |
|--------------------------------|---------|---------|---------|--------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 34,2 | 25,6 | 23,1 | 26,7 |
| Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου | 52,5 | 40 | 30,65 | 30,15 |
| Εξωτερικός Έλεγχος | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 65 | 54,3 | 29 | 43,1 |
| Διαφάνεια-Γνωστοποιήσεις | 0 | 0 | 0 | 0 |

Στον υποπίνακα Α παρατηρείται ότι όλοι οι δείκτες που συνθέτουν την ενότητα βαθμολογούνται υψηλά ανεξαρτήτως του χρηματιστηριακού δείκτη στον οποίο μετέχει η εισηγμένη εταιρία, με μοναδική εξαίρεση την περίπτωση του εσωτερικού ελέγχου. Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης λαμβάνουν τις χαμηλότερες βαθμολογίες, 38,8% και 31,6% αντίστοιχα, ενώ οι υπόλοιπες αξιολογήσεις των εταιριών για τους επιμέρους δείκτες κυμαίνονται από 57,9% (Λοιπές-Δείκτης εσωτερικού ελέγχου) έως 98,3% (FTSE 20-Δείκτης εταιρικών υπηρεσιών).

Ιδιαίτερα θετική είναι η εικόνα που παρουσιάζεται για τους δείκτες του διοικητικού συμβουλίου και των εταιρικών υπηρεσιών στους οποίους η εφαρμογή των νομοθετικών νουθεσιών εφαρμόζονται σε ποσοστά άνω του 70% της εκάστοτε κατηγορίας ανάλυσης, με μόνη εξαίρεση το χρηματιστηριακό δείκτη FTSE 80 στον οποίο οι βαθμολογίες είναι κατάτι χαμηλότερες.

Θετική είναι η εικόνα που παρουσιάζεται και στους δείκτες του εσωτερικού ελέγχου και διαφάνειας με τη διαφορά ότι στους εν λόγω δείκτες παρατηρούνται σχετικά χαμηλά ποσοστά παροχής πληροφόρησης από τις εταιρίες. Ενδεικτικά αναφέρονται τα ποσοστά των χρηματιστηριακών δεικτών FTSE 40 και FTSE 80 τα οποία είναι 38,8% και 31,6% αντίστοιχα για το δείκτη του εσωτερικού ελέγχου και του FTSE 80 και των Λοιπών εταιριών 61,3% και 60,3% για το δείκτη της διαφάνειας.

Μια άλλη παρατήρηση είναι ότι οι αξιολογήσεις των Λοιπών εταιριών δεν παρουσιάζουν κάποια σημαντική απόκλιση από τις βαθμολογίες των υπολοίπων, όπως διαισθητικά αναμενόταν. Η παρατήρηση αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι το δείγμα των Λοιπών εταιριών αποτελείται από τις εταιρίες που παρείχαν δικτυακή πληροφόρηση σχετικά με τις

εταιρικές παραμέτρους που μας ενδιέφεραν, επομένως είναι και η βέλτιστη αξιολόγηση που μπορεί να λάβει η κατηγορία αυτή και σίγουρα όχι η ακριβέστερη.

Πρέπει να επισημανθεί ότι, σε μια πρώτη ταξινόμηση των εταιριών ανά χρηματιστηριακό δείκτη συναρτήσει των αξιολογήσεων που απολαμβάνουν, οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης εμφανίζονται να έχουν βραχέα κεφαλή ακολουθούμενες από τις μεσαίας κεφαλαιοποίησης, τις Λοιπές εταιρίες και τις επιχειρήσεις μικρής κεφαλαιοποίησης. Η αποτύπωση θετικότερης εικόνας των Λοιπών εταιριών συγκριτικά με αυτές της χαμηλής κεφαλαιοποίησης εξηγείται από την παρατήρηση που αναλύθηκε προηγούμενα.

Στον υποπίνακα Β, όπως και στην πρώτη ενότητα της ανάλυσης, οι εταιρίες εμφανίζονται μη διατεθειμένες να εισάγουν επιπλέον παραμέτρους ελέγχους τους πέρα των υποχρεωτικών που τίθενται από την ελληνική νομοθεσία ειδικά σε ορισμένους άξονες αξιολόγησης όπως για παράδειγμα των αμοιβών του Δ.Σ. Για το λόγο αυτό οι αξιολογήσεις των δεικτών που αναφέρονται στην εφαρμογή αρχών του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι χαμηλότερες αυτών που προηγήθηκαν στην αξιολόγηση βάσει της Ελληνικής νομοθεσίας.

Οι υψηλότερες αξιολογήσεις λαμβάνονται από τους δείκτες του διοικητικού συμβουλίου, των μετοχικών δικαιωμάτων και της διαφάνειας ακολουθώντας την κατάταξη αναφορικά με το χρηματιστηριακό δείκτη συμμετοχής που αναφέρθηκε προηγούμενα. Τα ποσοστά των επιμέρους δεικτών κυμαίνονται μεταξύ 0% έως 80,6%.

Ιδιαίτερα χαμηλές είναι οι βαθμολογίες του δείκτη αμοιβών του διοικητικού συμβουλίου για όλες τις επιμέρους κατηγορίες συμμετοχής, ενώ αντίστοιχα αρνητική είναι η εικόνα και για το δείκτη εσωτερικού ελέγχου με μοναδική εξαίρεση τις επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης οι οποίες αποσπών σημαντικά υψηλή αξιολόγηση (περίπου 61%). Πιο συγκεκριμένα, η μέγιστη τιμή του πρώτου δείκτη (αμοιβή διευθυντικών στελεχών) είναι 5% και λαμβάνεται για τις εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ενώ η ελάχιστη τιμή (0%) λαμβάνεται από τις εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης.

Από τη συνεχή μεταβλητή του αριθμού μελών του Δ.Σ. προκύπτει η ύπαρξη αναλογικής σχέσης μεταξύ του επιπέδου κεφαλαιοποίησης των επιχειρήσεων και του μεγέθους του Δ.Σ., με αποτέλεσμα οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης να εμφανίζουν μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια και μάλιστα με την μικρότερη τιμή τυπικής απόκλισης από τη μέση τιμή.

Η αναγνώριση της μη υποχρεωτικής υιοθέτησης από την πλευρά των επιχειρήσεων κάποιων από των παραπάνω τακτικών, είναι και η μοναδική δικαιολογία της πολύ χαμηλής τους αξιολόγησης στους δείκτες που αντιπροσωπεύουν τις αρχές των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών (υποπίνακας Γ). Από την άλλη πλευρά πρέπει να τονιστεί ότι στόχος των τακτικών που προτείνονται δεν είναι η επιβολή ανούσιων ελεγκτικών και περιοριστικών

αρχών στις εταιρίες αλλά αφενός η χάραξη καθοδηγητικών γραμμών για την καλύτερη λειτουργία τους και βελτίωση της εικόνας τους και αφετέρου η εξασφάλιση των εμπλεκόμενων επενδυτών.

Η αξιολόγηση των εταιριών στην συγκεκριμένη ενότητα ανάλυσης είναι πολύ χαμηλή ανεξαρτήτως του χρηματιστηριακού δείκτη στον οποίο συμμετέχουν με χαρακτηριστικότερες όλων αυτή του δείκτη εξωτερικού ελέγχου (0% για όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτως χρηματιστηριακού δείκτη), η οποία υπογραμμίζει είτε την απόλυτη αδιαφορία των επιχειρήσεων είτε την αποφυγή δημοσιοποίησης των στοιχείων, καθώς επίσης και του δείκτη διαφάνειας (0% για όλες τις επιχειρήσεις) ο οποίος ενισχύει την δεύτερη ερμηνεία που αναφέρθηκε αναφορικά με τα πολύ χαμηλά ποσοστά αξιολόγησης που σημειώθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, το εύρος τιμών των επιμέρους δεικτών είναι από 0% έως 65% και με μέσες τιμές των δεικτών του διοικητικού συμβουλίου, των αμοιβών αυτού και των μετοχικών δικαιωμάτων 27,4%, 38,33% και 47,85% αντίστοιχα.

Μοναδική εξαίρεση στην άσχημη εικόνα που παρουσιάζει η συγκεκριμένη αξιολόγηση είναι η εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης οι οποίες μπορεί να παρουσιάζουν χαμηλά ποσοστά διάχυσης πληροφοριών προς το κοινό και αρχών εξωτερικού ελέγχου, εντούτοις όμως συγκεντρώνουν ικανοποιητικές βαθμολογίες στους δείκτες που αφορούν το διοικητικό συμβούλιο και τα δικαιώματα των μετόχων, ενώ είναι ακόμα υψηλότερες οι αξιολογήσεις τους βάσει του δεύτερου τρόπου διαχείρισης των δεδομένων που αναλύθηκε στο κεφάλαιο της μεθοδολογίας.

4.3 Ανάλυση ανά κλάδο δραστηριότητας

Στην ενότητα αυτή γίνεται ανάλυση των εταιριών συναρτήσει του κλάδου δραστηριοποίησης τους και βάσει του Ν.3016/2002, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών. Προηγήθηκε η ταξινόμηση όλων των υπό έρευνα επιχειρήσεων στους αντίστοιχους κλάδους (Κατασκευών, Μεταποίησης, Εκμισθώσεων, Μεταφορών, Χρηματοοικονομικών, Εφαρμογών, Γενικών Υπηρεσιών και Χονδρικού-Λιανικού Εμπορίου) και στην συνέχεια η αξιολόγηση τους βάσει των δεικτών που έχουν χρησιμοποιηθεί στην έως αυτού του σημείου ανάλυση ακολουθώντας την πρώτη μεθοδολογία υπολογισμού των δεικτών όπως και προηγούμενα (Πίνακας 5, Πάνελ Α-Γ).

Πίνακας 5

Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης ανά Κλάδο Δραστηριότητας

Πάνελ Α: Ν.3016/2002

| Δείκτης | Κατ/ών | Μετ/σης | Εκμ/σεων | Μετ/ών | Χρηματ/κων | Εφαρ/ών | Γεν. Υπηρ/ων | Χονδ.-Λιαν. Εμπορίου |
|----------------------|--------|---------|----------|--------|------------|---------|--------------|----------------------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 73,4 | 64,1 | 77,8 | 80 | 75,7 | 84,5 | 95 | 69,3 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 26,7 | 49,4 | 35,6 | 56 | 71,4 | 44,4 | 75 | 60,7 |
| Εταιρικές Υπηρεσίες | 91,7 | 83 | 90,1 | 100 | 92,9 | 85,2 | 91,7 | 98,8 |
| Διαφάνεια-Γνωστ/σεις | 66,7 | 69,8 | 62,2 | 70 | 71,4 | 66,7 | 100 | 50 |

Πάνελ Β: Ελληνικός Κώδικας

| Δείκτης | Κατ/ών | Μετ/σης | Εκμ/σεων | Μετ/ών | Χρηματ/κων | Εφαρ/ών | Γεν. Υπηρ/ων | Χονδ.-Λιαν. Εμπορίου |
|--------------------------------|--------|---------|----------|--------|------------|---------|--------------|----------------------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 76,7 | 67,9 | 67,6 | 78 | 64,3 | 80 | 85 | 74,3 |
| Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου | 4,2 | 1,9 | 0 | 10 | 7,1 | 0 | 0 | 1,8 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 16,7 | 15,1 | 14,2 | 20 | 50 | 0 | 50 | 16,1 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 66,7 | 48,2 | 62,2 | 80 | 21,4 | 55,6 | 100 | 60,7 |
| Διαφάνεια-Γνωστ/σεις | 70,4 | 80,9 | 70,6 | 72,2 | 77,8 | 72,8 | 77,8 | 71,4 |

Πάνελ Γ: Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές

| Δείκτης | Κατ/ών | Μετ/σης | Εκμ/σεων | Μετ/ών | Χρηματ/κων | Εφαρ/ών | Γεν. Υπηρ/ων | Χονδ.-Λιαν. Εμπορίου |
|--------------------------------|--------|---------|----------|--------|------------|---------|--------------|----------------------|
| Διοικητικό Συμβούλιο | 30,6 | 23,0 | 26,6 | 30,0 | 27,4 | 27,8 | 37,5 | 24,4 |
| Αμοιβές Διοικητικού Συμβουλίου | 70,9 | 36,9 | 51,4 | 39,9 | 57,2 | 25,0 | 43,6 | 35,2 |
| Εξωτερικός Έλεγχος | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 33,3 | 50,9 | 37,8 | 20 | 64,3 | 44,4 | 25 | 42,9 |
| Διαφάνεια-Γνωστ/σεις | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Η πρώτη παρατήρηση που μπορεί να γίνει με βάσει τους παραπάνω πίνακες είναι ότι όπως και στην περίπτωση ανάλυσης των εταιριών ανά χρηματιστηριακό δείκτη, έτσι και στην περίπτωση μελέτης τους ανά κλάδο δραστηριότητας οι επιχειρήσεις απολαμβάνουν υψηλότερες βαθμολογίες στην περίπτωση εφαρμογής των νομοθετικών κανόνων, έναντι των εφαρμογών αρχών του Ελληνικού Κώδικα ή των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών. Για την παρατήρηση αυτή έχει γίνει η εκτίμηση των αιτιών που οδηγούν σε αυτή την εικόνα προηγούμενα, απλά στην συγκεκριμένη ανάλυση επιβεβαιώνεται το παραπάνω συμπέρασμα και αποσαφηνίζεται η διαισθητική μας υπόθεση περί μη σημαντική διαφοροποίησης κάποιου συγκεκριμένου κλάδου.

Πιο συγκεκριμένα στην περίπτωση αξιολόγησης των εταιριών βάσει της Ελληνικής Νομοθεσίας οι κλάδοι που σημειώνουν τις υψηλότερες βαθμολογίες είναι αυτοί των Μεταφορών και των Χρηματοοικονομικών με επικεφαλής τον κλάδο των Γενικών Υπηρεσιών. Παράλληλα παρατηρείται ότι ο δείκτης που συγκεντρώνει τις υψηλότερες βαθμολογίες ανεξαρτήτως του κλάδου δραστηριότητας είναι αυτός των εταιρικών υπηρεσιών, ακολουθούμενος από το δείκτη του Διοικητικού Συμβουλίου. Η παρατήρηση αυτή μπορεί να δικαιολογηθεί από την προσπάθεια των εισηγμένων εταιριών για τη δημιουργία μιας καλής προς τους μετόχους εικόνας χωρίς ταυτόχρονα να “διαρρέουν” σημαντικές και ίσως αρνητικά σχολιαζόμενες πληροφορίες (δείκτες εσωτερικού ελέγχου και διαφάνειας).

Η αξιολογήσεις των κλάδων βάσει του Ελληνικού Κώδικα σκιαγραφούν την εικόνα που είχε περιγραφεί και στην περίπτωση ανάλυσης των εταιριών βάσει του χρηματιστηριακού δείκτη ενισχύοντας το κλίμα που δημιουργείται για τάση αποφυγής υιοθέτησης επιπλέον περιοριστικών κανόνων-προτροπών. Αυτό που μπορεί να σχολιαστεί με βάσει τους παραπάνω πίνακες είναι ότι και σε αυτή την περίπτωση οι κλάδοι με τις υψηλότερες

αξιολογήσεις ταυτίζονται με αυτούς που εφάρμοζαν σε ικανοποιητικότερο βαθμό τις νομοθετικές επιταγές, ενώ οι δείκτες που χαίρουν υψηλές βαθμολογίες είναι αυτοί του διοικητικού συμβουλίου και των μετοχικών δικαιωμάτων, γεγονός το οποίο συμβαδίζει με το παραπάνω συμπέρασμα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας για την εφαρμογή αρχών Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών επιβεβαιώνουν για μια ακόμα φορά την αποστροφή των εταιριών προς την κατεύθυνση της ουσιαστικής εφαρμογής αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο μόνος δείκτης ο οποίος εμφανίζεται ελάχιστα καλύτερος, χωρίς όμως παράλληλα να συγκλίνει στις βαθμολογίες που συγκεντρώθηκαν στις παραπάνω αναλύσεις, είναι των αμοιβών του Δ.Σ. Μια πιθανή αιτία που να δικαιολογεί την καταγραφή αυτή μπορεί να αποτελέσει η φύση των μεταβλητών που συντελούν τον εν λόγω δείκτη, οι οποίες δεν αποτελούν ιδιαίτερο “αγκάθι” στη διαμόρφωση της παρουσίασης των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων ή τους πολλούς βαθμούς λειτουργική ελευθερίας των εταιριών.

Ένα γενικό συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από την παραπάνω ανάλυση είναι ότι οι κλάδοι που τείνουν να υιοθετήσουν ορισμένες από τις Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές (και για συγκεκριμένους δείκτες όπως για παράδειγμα του διοικητικού συμβουλίου, των αμοιβών των μελών του και των μετοχικών δικαιωμάτων) είναι αυτοί των Κατασκευών, Μεταποίησης, Χρηματοοικονομικών και Γενικών Υπηρεσιών. Το εύρος τιμών των ανωτέρω υψηλότερων αξιολογήσεων είναι από 30,6% (δείκτης Δ.Σ.-Κατασκευές) έως 70,9% (δείκτης αμοιβών μελών Δ.Σ.-Κατασκευές).

4.4 Συνολική αξιολόγηση ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη και ανά Κλάδο Δραστηριότητας

Έχοντας πραγματοποιήσει την ανάλυση των εταιριών βάσει του Ν.3016/20002, του Ελληνικού Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών τόσο για το σύνολο τους, όσο και ανά χρηματιστηριακό δείκτη και κλάδο δραστηριότητας, είμαστε σε θέση να εξάγουμε τις τελικές αξιολογήσεις των εταιριών λαμβάνοντας υπόψη τις επιμέρους βαθμολογήσεις όλων των δεικτών.

Θεωρώντας ότι όλοι οι δείκτες εταιρικής διακυβέρνησης κατέχουν τον ίδιο συντελεστή βαρύτητας στην εξαγωγή της συνολικής αξιολόγησης, η βαθμολογία που εξάγεται αποτελεί τον μέσο όρο των επιμέρους δεικτών.

Πίνακας 6
Συνολική Αξιολόγηση Εταιρικής Διακυβέρνησης

Πάνελ Α: Συνολική αξιολόγηση όλου του δείγματος ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη

| Χρηματ/κός Δείκτης | Ν.3016/2002 | | | Ελληνικός Κώδικας | | | Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές | | | Συνολική Αξιολόγηση | | |
|------------------------------|-------------|--------|------|-------------------|--------|------|------------------------------|--------|------|---------------------|--------|------|
| | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ |
| FTSE 20 | 86,6 | 97,5 | 27,9 | 49,4 | 71,3 | 25,1 | 30,3 | 45,7 | 41,7 | 55,4 | 71,5 | 31,6 |
| FTSE 40 | 67,8 | 90,9 | 24,5 | 41,2 | 56,1 | 26,6 | 24 | 35,7 | 41,6 | 44,3 | 60,9 | 30,9 |
| FTSE 80 | 62,2 | 83,7 | 24,7 | 44,3 | 51,9 | 10 | 16,6 | 20 | 32,2 | 41 | 51,9 | 22,3 |
| ΛΟΠΠΕΣ | 70,8 | 89,6 | 20,8 | 42,7 | 53,3 | 13,7 | 20 | 25 | 34,2 | 44,5 | 56 | 22,9 |
| Σύνολο (175 εταιρίες) | 71,8 | 90,4 | 24,5 | 44,4 | 58,2 | 18,9 | 22,7 | 31,6 | 37,4 | 46,3 | 60,1 | 26,9 |

Πάνελ Β: Συνολική αξιολόγηση όλου του δείγματος ανά Κλάδο Δραστηριότητας

| Κλάδος Δραστ/τητας | Ν.3016/2002 | | | Ελληνικός Κώδικας | | | Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές | | | Συνολική Αξιολόγηση | | |
|------------------------------|-------------|--------|------|-------------------|--------|------|------------------------------|--------|------|---------------------|--------|------|
| | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ | %ΝΑΙ 1 | %ΝΑΙ 2 | %Μ/Λ |
| Κατασκευών | 64,6 | 82,9 | 26,7 | 43,9 | 55,3 | 14,9 | 27,0 | 29,7 | 29,9 | 45,2 | 56,6 | 24,7 |
| Μεταποίησης | 64,6 | 87,4 | 27,3 | 39,8 | 57,7 | 23,7 | 22,1 | 35,3 | 43,7 | 42,8 | 59,1 | 30,7 |
| Εκμισθώσεων | 64,4 | 86,7 | 28,2 | 37,9 | 53,9 | 17,2 | 19,4 | 26,8 | 35,7 | 41,9 | 55,8 | 27,5 |
| Μεταφορών | 75,5 | 94,0 | 24,0 | 50,0 | 59,6 | 16,8 | 18,0 | 25,2 | 33,3 | 47,8 | 59,6 | 24,9 |
| Χρηματ/κών | 76,9 | 93,0 | 21,6 | 42,1 | 66,1 | 26,0 | 29,8 | 48,4 | 48,2 | 49,6 | 68,2 | 30,4 |
| Εφαρμογών | 72,2 | 87,0 | 22,1 | 39,7 | 52,3 | 18,4 | 21,1 | 29,7 | 35,8 | 43,3 | 56,7 | 26,3 |
| Γεν. Υπηρεσιών | 88,4 | 100,0 | 17,6 | 60,6 | 65,1 | 10,8 | 25,0 | 28,7 | 28,8 | 58,3 | 63,9 | 19,6 |
| Χονδ. – Λιαν. Εμπορίου | 69,7 | 88,9 | 24,7 | 42,9 | 53,9 | 16,1 | 18,8 | 27,5 | 38,2 | 43,5 | 57,1 | 25,8 |
| Σύνολο (175 εταιρίες) | 72,0 | 90,0 | 24,0 | 44,6 | 58,0 | 18,0 | 22,7 | 31,4 | 36,7 | 46,6 | 59,6 | 26,2 |

Αρχικά πρέπει να σχολιαστεί η σειρά κατάταξης των εταιριών βάσει των επιμέρους αναλύσεων (ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη και Κλάδο Δραστηριότητας) τόσο για κάθε ερευνητικό άξονα (*Ελληνική Νομοθεσία, Ελληνικός Κώδικας, Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές*) όσο και στη τελική αξιολόγηση τους. Έτσι, για την περίπτωση έρευνας ανά δείκτη χρηματιστηρίου οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE 20) εμφανίζονται ως οι βέλτιστες για όλους τους άξονες ανάλυσης. Σημαντική είναι η παρατήρηση ότι στην περίπτωση ανάλυσης βάσει του Ελληνικού κώδικα και πολύ περισσότερο των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών οι παραπάνω επιχειρήσεις διατηρούν τις υψηλότερες αξιολογήσεις τους, συγκριτικά και με τις υπόλοιπες, παρά της ταυτόχρονης καταγραφής μεγάλου ποσοστού μη διαθέσιμων πληροφοριών. Η παρατήρηση αυτή αφήνει κάποια αισιόδοξα περιθώρια για περαιτέρω βελτίωση της αξιολόγησης τους. Η τελική αξιολόγηση των εταιριών που συμμετέχουν στο χρηματιστηριακό δείκτη FTSE 20 μπορεί να μην ιδιαίτερα υψηλή είναι όμως η μοναδική που ξεπερνά τη φράγμα της μέσης τιμής 50%.

Η επόμενη θέση στην “κατάταξη” καταλαμβάνεται από τις Λοιπές εταιρίες. Το παράδοξο αυτό γεγονός όπως έχουμε αναφέρει και προηγούμενα μπορεί να δικαιολογηθεί από το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις αυτής της κατηγορίας που τέθηκαν υπό αξιολόγηση αντιπροσωπεύουν το βέλτιστο δυνατό δείγμα αυτής, γεγονός το οποίο θέτει ερωτηματικά για τα αποτελέσματα μιας εκτενέστερης έρευνας σε ολόκληρο το δείγμα. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι επιχειρήσεις αυτές σημειώνουν τα μικρότερα ποσοστά μη διαθέσιμων πληροφοριών.

Ακολουθούν οι επιχειρήσεις μεσαίας και χαμηλής κεφαλαιοποίησης με τα ποσοστά των πρώτων να κυμαίνονται σχεδόν στο ίδιο επίπεδο με αυτά των Λοιπών εταιριών, αλλά με μεγαλύτερα ποσοστά μη διαθέσιμων πληροφοριών γεγονός που ενδεχομένως να παίζει καταλυτικό ρόλο στην εναλλαγή της σειράς σε περίπτωση πλήρους ενημέρωσης. Η υπόθεση αυτή εν μέρει στηρίζεται και από τα αποτελέσματα που εξάγονται βάσει του δεύτερου τρόπου υπολογισμού των ποσοστών αξιολόγησης και βάσει των οποίων η σειρά είναι διαφορετική με τις εταιρίες μέσης κεφαλαιοποίησης να βρίσκονται καλύτερες των Λοιπών.

Συνολικά, η αξιολόγηση των επιχειρήσεων μεγάλης, μεσαίας, μικρής κεφαλαιοποίησης και των Λοιπών για τρεις άξονες ανάλυσης που ακολουθήθηκαν είναι 55,4%, 44,3%, 41% και 44,5% αντίστοιχα. Πιο συγκεκριμένα, επιμέρους αξιολογήσεις των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης για των εκάστοτε άξονα (*Ελληνική Νομοθεσία, Ελληνικός Κώδικας, Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές*) είναι

86,6%, 49,4% και 30,3% αντίστοιχα, ενώ για τις επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης 67,8%, 41,2%, 24%, 62,2%, 44,3%, και 16,6% αντίστοιχα. Οι αντίστοιχες βαθμολογίες για τις Λοιπές επιχειρήσεις είναι 70,8%, 42,7% και 20%.

Επίσης, αξίζει να σημειωθούν οι αξιολογήσεις του συνολικού δείγματος ανεξαρτήτως χρηματιστηριακού δείκτη για τους παραπάνω άξονες και οι οποίες είναι 71,8%, 44,4% και 22,7% αντίστοιχα, καθώς και η τιμή του συνολικού δείκτη αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης του Χ.Α.Α., η οποία είναι 46,3%.

Τέλος, αξίζει να επισημάνουμε ότι για κάθε περίπτωση των παραπάνω αναλύσεων αν λάβουμε ως μέτρο αξιολόγησης και σύγκρισης των εταιριών τις βαθμολογίες που συγκέντρωσαν βάσει της δεύτερης μεθοδολογίας αξιολόγησης τα αποτελέσματα της έρευνας είναι ακόμα πιο ικανοποιητικά, γεγονός το οποίο υπογραμμίζει τη σπουδαιότητα του τρόπου διαχείρισης και ανάλυσης των δεδομένων. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις τιμές των αξιολογήσεων του συνολικού δείγματος για τους τρεις άξονες ανάλυσης και της τιμής του συνολικού δείκτη αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης του Χ.Α.Α., οι οποίες είναι 90,4%, 58,2%, 31,6% και 60,1% αντίστοιχα.

Στο σημείο αυτό χρίζει ιδιαίτερης σημασίας η επισήμανση της αισθητής διαφοράς των αποτελεσμάτων της παρούσας έρευνας από αυτά που παρουσιάζονται στην μελέτη των Ξανθάκη-Τσιπούρη. Τόσο η τιμή του συνολικού δείκτη αξιολόγησης του επιπέδου Εταιρικής Διακυβέρνησης του Χ.Α.Α, όσο και οι τιμές των επιμέρους συνολικών δεικτών των εταιριών βάσει της χρηματιστηριακής τους αξίας (μόνο αυτοί οι δείκτες είναι συγκρίσιμοι με την παραπάνω μελέτη καθώς δεν έχει γίνει αντίστοιχη ανάλυση συναρτήσει της Ελληνικής Νομοθεσίας, του Ελληνικού Κώδικα και των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών) υπολογίζονται να είναι χαμηλότερες αυτών που αποδίδονται στην έρευνα των Ξανθάκη-Τσιπούρη, ενώ θα ήταν αναμενόμενη η βελτίωση τους αφού η ανωτέρω μελέτη πραγματοποιήθηκε προγενέστερα της παρούσας. Παρόλα αυτά είναι σημαντικές οι διαφορές που εντοπίζονται σε όλες τις κατηγορίες που αναφέρθηκαν. Ενδεικτικά αναφέρουμε τις συνολικές αξιολογήσεις των εταιριών μεγάλης, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, καθώς και του συνολικού δείκτη Ε.Δ. του Χ.Α.Α. σύμφωνα με την έρευνα των Ξανθάκη-Τσιπούρη και οι οποίες είναι 79,7%, 71,5%, 67,9% και 70,3% αντίστοιχα.

Τα επιμέρους για κάθε κλάδο αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι δεν υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ αυτών με συνέπεια μοναδικό συμπέρασμα της συνολικής αξιολόγησης των εταιριών βάσει του κλάδου δραστηριότητας τους να αποτελεί η σημαντική διαφοροποίηση των τελικών αξιολογήσεων κάθε άξονα (*Ελληνική Νομοθεσία, Ελληνικός Κώδικας, Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές*) της τάξης περίπου του 40% συγκριτικά. Το γεγονός δικαιολογείται από τη ομοιόμορφη διασπορά των “βέλτιστων” εταιριών, από τη σκοπιά εφαρμογής αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, σε όλους τους επιμέρους κλάδους.

4.5 Ανάλυση διασταυρωμένων μεταβλητών

Στην ενότητα αυτή γίνεται μια ανάλυση διασταυρωμένων μεταβλητών και αποτελεί την προέκταση κάποιων παρατηρήσεων που έγιναν κατά τη συγκέντρωση και επεξεργασία των δεδομένων. Οι μεταβλητές που διασταυρώθηκαν είναι οι ακόλουθες:

1. Αριθμός μελών Διοικητικού Συμβουλίου
2. Αριθμός μη εκτελεστικών μελών
3. Αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών
4. Ύπαρξη συγγενικών σχέσεων μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου
5. Ύπαρξη πλειοψηφίας μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο

Οι παραπάνω μεταβλητές διασταυρώθηκαν βάσει των ακόλουθων συνδυασμών:

1. Ποσοστό των Μη Εκτελεστικών Μελών επί του συνολικού αριθμού μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (*Πίνακας 7*)
2. Ποσοστό Ανεξάρτητων Μη Εκτελεστικών Μελών επί του αριθμού των Μη Εκτελεστικών Μελών (*Πίνακας 7*)
3. Ύπαρξη πλειοψηφίας μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο - Ύπαρξη συγγενικών σχέσεων μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου (*Παράρτημα Β*)

Ο έλεγχος των διασταυρώσεων έγινε για το σύνολο των εταιριών, ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη και ανά Κλάδο Δραστηριότητας, ενώ τα αποτελέσματα της έρευνας παρατίθενται στους ακόλουθους πίνακες.

Πίνακας 7

Περιγραφή Μεγέθους & Δομής Διοικητικού Συμβουλίου

Πάνελ Α: Συνεχείς μεταβλητές εταιριών για όλο το δείγμα ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη

| Μεταβλητή | Κατάταξη Εταιρίας | Μέσος Όρος | Τυπική Απόκλιση | Ελάχιστη Τιμή | Μέγιστη Τιμή |
|--|-------------------|------------|-----------------|---------------|--------------|
| Μέγεθος Δ.Σ. | FTSE 20 | 11,5 | 2,2 | 8 | 16 |
| | FTSE 40 | 9,6 | 2,7 | 5 | 16 |
| | FTSE 80 | 7,9 | 2,4 | 4 | 15 |
| | Λοιπές | 7,6 | 2,9 | 3 | 21 |
| | Συνολικά | 8,5 | 2,9 | 3 | 21 |
| Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών επί του συνολικού αριθμού μελών Δ.Σ. | FTSE 20 | 66,2 | 16,2 | 36,4 | 90,9 |
| | FTSE 40 | 59,9 | 20,5 | 33,3 | 93,8 |
| | FTSE 80 | 52,4 | 17,6 | 27,3 | 88,9 |
| | Λοιπές | 49,7 | 15,2 | 28,6 | 83,3 |
| | Συνολικά | 54,7 | 18,1 | 27,3 | 93,8 |
| Ποσοστό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών επί του συνολικού αριθμού μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ. | FTSE 20 | 35,7 | 13,9 | 15,4 | 60 |
| | FTSE 40 | 52,1 | 23 | 18,2 | 100 |
| | FTSE 80 | 62,9 | 23,7 | 20 | 100 |
| | Λοιπές | 67,2 | 23,3 | 28,6 | 100 |
| | Συνολικά | 59,2 | 24,7 | 15,4 | 100 |

Πάνελ Β: Συνεχείς μεταβλητές εταιριών για όλο το δείγμα ανά Κλάδο Δραστηριότητας

| Μεταβλητή | Κατάταξη Εταιρίας | Μέσος Όρος | Τυπική Απόκλιση | Ελάχιστη Τιμή | Μέγιστη Τιμή |
|--|-----------------------|------------|-----------------|---------------|--------------|
| Μέγεθος Δ.Σ. | Κατασκευών | 9,6 | 2,1 | 6 | 13 |
| | Μεταποίησης | 8,4 | 2,8 | 3 | 16 |
| | Εκμισθώσεων | 7,3 | 1,7 | 5 | 11 |
| | Μεταφορών | 10,2 | 2,6 | 6 | 15 |
| | Χρηματοοικονομικών | 12,6 | 4 | 7 | 21 |
| | Εφαρμογών | 9,1 | 2,8 | 5 | 13 |
| | Γεν.Υπηρεσιών | 9 | 2,5 | 6 | 11 |
| | Χονδρ.-Λιαν. Εμπορίου | 7 | 2 | 4 | 13 |
| Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών επί του συνολικού αριθμού μελών Δ.Σ. | Κατασκευών | 40,5 | 11,4 | 27,3 | 66,7 |
| | Μεταποίησης | 54,5 | 17,6 | 33,3 | 93,8 |
| | Εκμισθώσεων | 50,3 | 16,8 | 28,6 | 85,7 |
| | Μεταφορών | 71,9 | 15,5 | 50 | 90,9 |
| | Χρηματοοικονομικών | 73,8 | 13,9 | 50 | 90,9 |
| | Εφαρμογών | 59,1 | 16,6 | 40 | 90,9 |
| | Γεν.Υπηρεσιών | 74,2 | 17,8 | 50 | 90,9 |
| | Χονδρ.-Λιαν. Εμπορίου | 47,2 | 13,6 | 28,6 | 75 |
| Ποσοστό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών επί του συνολικού αριθμού μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ. | Κατασκευών | 54,3 | 14,9 | 33,3 | 66,7 |
| | Μεταποίησης | 60,7 | 24,3 | 18,2 | 100 |
| | Εκμισθώσεων | 66,8 | 24,4 | 28,6 | 100 |
| | Μεταφορών | 53,2 | 24,2 | 22,2 | 100 |
| | Χρηματοοικονομικών | 34,5 | 19,4 | 15,4 | 80 |
| | Εφαρμογών | 51,5 | 25,3 | 20 | 100 |
| | Γεν.Υπηρεσιών | 41,3 | 11,8 | 25 | 50 |
| | Χονδρ.-Λιαν. Εμπορίου | 72,6 | 22,2 | 25 | 100 |

Από το Πάνελ Α του παραπάνω πίνακα, σε ότι αφορά το μέγεθος του Δ.Σ. χρίζει αναφοράς το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE 20) τείνουν να διορίζουν διοικητικά συμβούλια αποτελούμενα από μεγάλο αριθμό μελών, αναλογιζόμενοι τόσο τον απόλυτο μέσο αριθμό μελών του Δ.Σ. όσο και την τυπική απόκλιση αυτού (11,5 και 2,2 αντίστοιχα). Η τάση αυτή μπορεί να αποδοθεί στην προσπάθεια των εταιριών να εξασφαλιστεί η επικράτηση του εταιρικού συμφέροντος έναντι προσωπικών φιλοδοξιών ή ομάδας μελών του Δ.Σ. Η παρατήρηση στηρίζεται και από το μεγάλο ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών που συμμετέχουν στο Δ.Σ. της εκάστοτε εταιρίας, το οποίο επίσης παρουσιάζει τη μικρότερη τυπική απόκλιση για την περίπτωση των εταιριών FTSE 20. Γενικότερα, αναφορικά με τον αριθμό των μελών που απαρτίζουν τα Δ.Σ. των εταιριών παρατηρείται ότι οι εταιρίες είναι κατά μέσο όρο εντός του ορίου επτά έως δέκα άτομα, όπως έχει αναφερθεί στην ενότητα 1.2.1 της διατριβής (*Jensen 1993, CLSA*).

Την ίδια νοοτροπία, σε χαμηλότερο όμως βαθμό, εμφανίζονται να ακολουθούν και οι επιχειρήσεις μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Μια διαφορά που σημειώνεται μεταξύ των κυριότερων εισηγμένων εταιριών είναι ότι οι εταιρίες του δείκτη FTSE 20 δείχνουν μια διστακτικότητα σε ότι αφορά το διορισμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο τους (35,7% επί του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών), κάτι που δεν παρουσιάζεται στις επιχειρήσεις που αναφέραμε προηγουμένως (52,1%). Η παράμετρος αυτή είναι καταλυτική για τη δημιουργία ενός αρνητικού κλίματος περί καθοδήγησης των αποφάσεων του Δ.Σ. και ισχύς αντίθεσης του σε προτεινόμενες επιλογές, κλίμα το οποίο οι εταιρίες μεσαίας κεφαλαιοποίησης δείχνουν να αποφεύγουν με τον διορισμό ικανοποιητικού αριθμού ανεξάρτητων μελών και παράλληλα έρχεται σε αντίθεση με την τάση των εταιριών αυτών που σχολιάστηκε προηγούμενα.

Χρίζουν, επίσης, σχολιασμού τα μεγάλα ποσοστά που παρουσιάζονται για τις περιπτώσεις των επιχειρήσεων μικρής κεφαλαιοποίησης και των Λοιπών εταιριών στη μεταβλητή του ποσοστού ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών επί του συνολικού αριθμού μη εκτελεστικών μελών Δ.Σ. (μέσες τιμές 62,9% και 67,2% αντίστοιχα). Μπορεί τα ποσοστά αυτά να είναι αρκετά υψηλά, αλλά εμπεριέχουν μια ενδεχόμενη μαθηματική ανακρίβεια καθώς παρουσιάζουν τη μισή αλήθεια. Η πραγματικότητα είναι ότι τα Δ.Σ. των παραπάνω εταιριών είναι μικρά και ως εκ τούτου σε πολλές περιπτώσεις ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών ταυτίζεται με αυτόν των ανεξάρτητων. Το αποτέλεσμα αυτής της πραγματικότητας είναι η εμφάνιση των παραπάνω ποσοστών.

Σε ότι αφορά το Πάνελ Β, όπου πραγματοποιείται η ανάλυση των συνεχών μεταβλητών ανά κλάδο δραστηριότητας, το μόνο σημαντικό σημείο που αξίζει να σημειωθεί είναι η

βελτιωμένη εικόνα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις χρηματοοικονομικών και γενικών υπηρεσιών.

Αξίζει ακόμα να αναφερθεί η σημαντική παρατήρηση που προέκυψε από την ανάλυση των διασταυρωμένων μεταβλητών της πλειοψηφίας μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. και ύπαρξης συγγενικών σχέσεων εντός των μελών του Δ.Σ. Παρατηρήθηκε ότι η αύξηση του αριθμού των εταιριών που συμμετέχουν στη σύνθεση ενός χρηματιστηριακού δείκτη συμβαδίζει με την αύξηση του ποσοστού των εταιριών στις οποίες συγγενικά πρόσωπα καταλαμβάνουν κάποια θέση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας. Η παρατήρηση αυτή δικαιολογείται από το γεγονός ότι όσο μικρότερη η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης τόσο μικρότερο και το μέγεθος της επιχείρησης. Λαμβάνοντας υπόψη την Ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα, είναι εύλογο ότι σε μια μικρή και πολύ πιθανόν οικογενειακή επιχείρηση στο τραπέζι του διοικητικού συμβουλίου θα κάθονται πρόσωπα συνδεδεμένα μεταξύ τους με σχέσεις συγγένειας (*Παράτημα Β*). Ειδικότερα, από τα Πάνελ Β-Ε του Παρατήματος Β ο βαθμός ικανοποίησης των παραπάνω προϋποθέσεων ακολουθεί τη σειρά με την οποία παρατίθενται οι πίνακες, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης να παρουσιάζουν τα βέλτιστα διασταυρωμένα ποσοστά, με τις εταιρίες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης να έπονται και τις Λοιπές να είναι ουραγοί στην συγκεκριμένη ανάλυση. Ενδεικτικά, μπορεί να αναφερθεί ότι για τις εταιρίες του χρηματιστηριακού δείκτη FTSE 20 μόνο ένα 11% αυτών εμφανίζεται να έχει Δ.Σ. εντός του οποίου υπάρχουν μέλη με συγγενική σχέση, τα αντίστοιχα ποσοστά για τις επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης (FTSE 40-80) είναι 37,5% και 38,8%.

Γενικότερα, οι περισσότερες επιχειρήσεις τηρούν την προτροπή περί πλειοψηφίας των μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. τους ενώ ταυτόχρονα δεν παρατηρούνται συγγενικές σχέσεις εντός των Δ.Σ. τους (περίπου 32%).

4.6 Ανάλυση στοιχείων επικοινωνίας

Στην ενότητα αυτή δίνονται κάποια στατιστικά στοιχεία τα οποία αφορούν τις διαδικασίες συλλογής των δεδομένων και γενικώς την δυνατότητα πληροφόρησης τόσο δικής μας, όσο και του επενδυτή για εταιρικά ζητήματα. Ο πίνακας που παρατίθεται είναι και ο βέλτιστος από όλους όσους αναλύθηκαν έως τώρα, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι το επίπεδο πληροφόρησης είναι τόσο καλό όσο παρουσιάζεται γιατί σημαντικό σημείο αναφοράς είναι εκτός της ύπαρξη πληροφόρησης εκ μέρους των επιχειρήσεων τόσο ο τρόπος διάθεσης των πληροφοριών, όσο και η ποιότητα αυτών.

Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνουν δυο διευκρινήσεις αναφορικά με το Πάνελ Α του πίνακα 8. Η πρώτη είναι ότι το απόλυτο ποσοστό (100%) των Λοιπών εταιριών στο θέμα της πληροφόρησης δικαιολογείται λόγω του ότι στην έρευνα λήφθηκαν υπόψη και αναλύθηκαν μόνο εκείνες οι εταιρίες οι οποίες διέθεταν και παρείχαν το ετήσιο δελτίο για τα έτη 2002-2003 στην διαδικτυακή τους ιστοσελίδα. Η δεύτερη αφορά το ποσοστό 5,1% το οποίο φαίνεται να υπολείπεται, αλλά στην ουσία εκπροσωπεί το ποσοστό των επιχειρήσεων από τις οποίες τα δεδομένα συλλέχθηκαν κατόπιν τηλεφωνικής επικοινωνίας.

Πίνακας 8

Πρόσβαση στην πληροφόρηση

Πάνελ Α: Εταιρικές Ιστοσελίδες ανά Χρηματιστηριακό Δείκτη

| Χρηματιστηριακός Δείκτης | Ελληνική Ιστοσελίδα (%) | Αγγλική Ιστοσελίδα (%) |
|---------------------------|-------------------------|------------------------|
| FTSE 20 | 95 | 95 |
| FTSE 40 | 99,3 | 90 |
| FTSE 80 | 85,3 | 80 |
| ΛΟΙΠΕΣ | 100 | 88,7 |
| Σύνολο (175 firms) | 94,9 | 88,4 |

Πάνελ Β: Εταιρικές Ιστοσελίδες ανά Κλάδο Δραστηριότητας

| Κλάδος Δραστηριότητας | Ελληνική Ιστοσελίδα (%) | Αγγλική Ιστοσελίδα (%) |
|-----------------------|-------------------------|------------------------|
| Κατασκευών | 100 | 100 |
| Μεταποίησης | 92,5 | 90,6 |
| Εκμισθώσεων | 91,9 | 86,5 |
| Μεταφορών | 100,0 | 90,0 |
| Χρηματοοικονομικών | 92,9 | 92,9 |
| Εφαρμογών | 88,9 | 77,8 |
| Γενικός | 100,0 | 75,0 |

| | | |
|-----------------------------|------|------|
| Χονδρικού-Λιανικού εμπορίου | 96,4 | 96,4 |
|-----------------------------|------|------|

Μια παρατήρηση που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι ενώ θα ήταν αναμενόμενη η ύπαρξη διαδικτυακής ιστοσελίδας από τις εισηγμένες εταιρίες, ειδικότερα από αυτές που συμμετέχουν στους δείκτες FTSE 20-40-80, εντούτοις είναι σημαντικός ο αριθμός των επιχειρήσεων οι οποίες δεν διαθέτουν ηλεκτρονική διεύθυνση. Για το λόγο αυτό και παρατηρούνται οι αποκλίσεις των ποσοστών των Πάνελ Α-Β από τη μέγιστη δυνατή τιμή.

Επίσης, στοιχείο αξιολόγησης της διάθεσης παροχής πληροφοριών από την πλευρά των επιχειρήσεων αποτέλεσε και η ανταπόκριση τους κατόπιν τηλεφωνικής ή ηλεκτρονικής επικοινωνίας. Οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης υπήρξαν απόλυτα συνεργάσιμες, αποδεικνύοντας για μια ακόμα φορά την λειτουργική σοβαρότητα που τις διακρίνει. Από τις υπόλοιπες εταιρίες υπήρξαν αυτές που απάντησαν στο αίτημα μας για την παροχή δεδομένων άμεσα (ήσαν ελάχιστες στον αριθμό), κατόπιν επανειλημμένης επικοινωνίας (οι περισσότερες) και ορισμένες οι οποίες αγνόησαν εντελώς την επαφή μας μαζί τους.

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ως συγκεντρωτικά συμπεράσματα της έρευνας μπορούμε να αναφέρουμε τα ακόλουθα:

Οι ελληνικές εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες μπορεί αφενός στο σύνολο τους να ικανοποιούν κατά το μεγαλύτερο ποσοστό τους την πλειοψηφεία των περιορισμών-υποχρεώσεων που υπαγορεύονται από την Ελληνική Νομοθεσία, παράλληλα όμως εμφανίζονται να υστερούν σημαντικά σε ζητήματα εσωτερικού ελέγχου. Η βαθμολογία του επίπεδου άσκησης ελέγχου κυμαίνεται κάτω από την μέση τιμή του δείκτη με αποτέλεσμα να προτρέπει στην υιοθέτηση της υπόθεσης περί ανεπάρκειας ελεγκτικών μηχανισμών ή μη εύρυθμης λειτουργία τους (Πίνακας 1, Πάνελ Β).

Η ανάλυση των αποτελεσμάτων για την περίπτωση εφαρμογής των νομοθεσιών που υπαγορεύει ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, ανέδειξε την διστακτικότητα των επιχειρήσεων στην υιοθέτηση των παραπάνω αρχών. Οι δείκτες αξιολόγησης ως επί το πλείστον κυμαίνονται σε αντιδιαμετρικά αντίθετα επίπεδα γύρω από τη μέση τιμή τους παρουσιάζοντας έντονα θετικές ή αρνητικές βαθμολογίες, όπως για παράδειγμα οι δείκτες διαφάνειας-γνωστοποιήσεων και αμοιβών διοικητικού συμβουλίου αντίστοιχα (Πίνακας 2, Πάνελ Β, Ε).

Η συνολική αξιολόγηση των επιχειρήσεων βάσει των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών συμπληρώνει την παραπάνω εικόνα αφήνοντας μικρά περιθώρια αισιοδοξίας για αλλαγή του κλίματος και της νοοτροπίας που επικρατεί στο άμεσο μέλλον (Πίνακας 3).

Πιο συγκεκριμένα, κατά την ανάλυση των εταιριών βάσει του Χρηματιστηριακού Δείκτη τον οποίο συνθέτουν και της Ελληνικής Νομοθεσίας οι δείκτες που αφορούν το διοικητικό συμβούλιο και τις υπηρεσίες της εταιρίας βαθμολογούνται υψηλά για όλες τις εταιρίες των χρηματιστηριακών δεικτών με βέλτιστες αξιολογήσεις αυτές των εταιριών μεγάλης. Όπως έχει εξηγηθεί και κατά την ανάλυση των ερευνητικών αποτελεσμάτων η εμφάνιση μιας καλύτερης εικόνας των λοιπών εταιριών έναντι αυτών των επιχειρήσεων μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης αποδίδεται στο μέγεθος και την “ποιότητα” του δείγματος των πρώτων που εξετάστηκε (Πίνακας 4, Πάνελ Α).

Για την περίπτωση αξιολόγησης των επιχειρήσεων βάσει του Ελληνικού Κώδικα και του διαχωρισμού τους στους επιμέρους χρηματιστηριακούς δείκτες, επαναλαμβάνεται η εικόνα που περιγράφει την συνολική αξιολόγηση τους πάνω στην κατεύθυνση αυτή. Οι εταιρίες εμφανίζονται μη διατεθειμένες να εισάγουν επιπλέον παραμέτρους ελέγχου πέρα των υποχρεωτικών που τίθενται από την ελληνική νομοθεσία. Μοναδικές θετικές εξαιρέσεις

αποτελούν οι δείκτες του διοικητικού συμβουλίου και της διαφάνειας, ενώ στην αντίπερα όχθη κυμαίνονται οι αξιολογήσεις των δεικτών αμοιβών του διοικητικού συμβουλίου και του εσωτερικού ελέγχου. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι και σε αυτή την περίπτωση οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης εμφανίζονται ως οι πιο διαθέσιμες προς συμμόρφωση και τήρηση των προτροπών που θέτει ο Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (*Πίνακας 4, Πάνελ Β*).

Οι προτεινόμενες αρχές των Βέλτιστων Διεθνών Πρακτικών χαιρούν τις χαμηλότερης αξιολόγησης. Το γεγονός αυτό δικαιολογείται από την αποφυγή των επιχειρήσεων να δεχθούν παραμέτρους που θα ελέγχουν τους μηχανισμούς τους ή θα δημοσιοποιούν στοιχεία τα οποία κατά την κρίση τους δεν θα έπρεπε ή δεν συμφέρει να γίνονται ευρέως γνωστά (*Πίνακας 4, Πάνελ Γ*). Πρέπει βέβαια να επαναλάβουμε ότι στόχος των τακτικών που προτείνονται δεν είναι η επιβολή ανούσιων ελεγκτικών και περιοριστικών αρχών στις εταιρίες αλλά αφενός η χάραξη καθοδηγητικών γραμμών για την καλύτερη λειτουργία τους και βελτίωση της εικόνας τους και αφετέρου η εξασφάλιση των εμπλεκόμενων επενδυτών.

Η ανάλυση των επιχειρήσεων βάσει του κλάδου δραστηριότητας τους, έδειξε πως σε ότι αφορά την εφαρμογή των νομοθετικών επιταγών οι δείκτες αμοιβής του διοικητικού συμβουλίου και εταιρικών υπηρεσιών κυμαίνονται σε πολύ υψηλά επίπεδα για όλους τους κλάδους, ενώ σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα βρίσκεται και ο δείκτης διαφάνειας-γνωστοποιήσεων. Μοναδική εξαίρεση στην παραπάνω θετική εικόνα αποτελεί ο δείκτης του εσωτερικού ελέγχου, χωρίς όμως να εγείρει ιδιαίτερους προβληματισμούς μιας και η βαθμολογίες που συγκεντρώνει δεν είναι ιδιαίτερα χαμηλές, ενώ παράλληλα είναι και ο μόνος ο οποίος παρουσιάζει μια σχετική διακύμανση ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητας (*Πίνακας 5, Πάνελ Α*).

Βάσει του Ελληνικού κώδικα οι αξιολογήσεις των επιμέρους κλάδων δεν ξεφεύγουν από τις χαμηλές βαθμολογίες που εισέπραξαν οι εταιρίες και στην περίπτωση διαχωρισμού τους βάσει των χρηματιστηριακών δεικτών, ενώ αντίστοιχη είναι η εικόνα που σχηματίζεται και για την αξιολόγηση τους βάσει των προτροπών που θέτουν οι Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές χωρίς να παρουσιάζεται κάποια ιδιαίτερα σημαντική διαφοροποίηση κάποιου κλάδου δραστηριότητας (*Πίνακας 5, Πάνελ Β-Γ*).

Η τελική αξιολόγηση των εταιριών βάσει του διαχωρισμού τους συναρτήσε του χρηματιστηριακού δείκτη ή του κλάδου δραστηριότητας οδήγησε στην εξαγωγή των εξής συνοπτικών συμπερασμάτων (*Πίνακας 6, Πάνελ Α-Β*):

- Η αποστροφή των εταιριών, ανεξαρτήτως Χρηματιστηριακού Δείκτη ή κλάδου δραστηριότητας, για την υιοθέτηση επιπλέον κανόνων-διαδικασιών Εταιρικής

Διακυβέρνησης πέρα αυτών οι οποίοι υπαγορεύονται από την Ελληνική Νομοθεσία εντοπίζεται για μια ακόμα φορά μέσα από τις συνολικές αξιολογήσεις.

- Οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης εμφανίζονται ως οι περισσότερο συμμορφωμένες σύμφωνα με τις επιταγές όλων των αρχών-προτροπών που τίθενται από τους άξονες που έχουμε αναφέρει, με τις εταιρίες μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης να έπονται αυτών. Οι Λοιπές Εταιρίες μπορούν να αποσπούν την δεύτερη συγκριτικά καλύτερη βαθμολογία, αλλά υπάρχει η επιφύλαξη της πλασματικής εικόνας λόγω του μεγέθους και της “ποιότητας” του δείγματος που εξετάστηκε.
- Ο διαχωρισμός των εταιριών σε κλάδους δραστηριότητας δεν έδειξε κάτι σημαντικά διαφορετικό από την ανάλυση που προηγήθηκε.
- Επομένως, οι “καλές” επιχειρήσεις δεν συγκεντρώνονται σε κάποιο συγκεκριμένο κλάδο και επομένως η νοοτροπία εφαρμογών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης δεν αποτελεί χαρακτηριστικό γνώρισμα κάποιου κλάδου, αλλά αποπνέεται από τη φιλοσοφία λειτουργίας της επιχείρησης.
- Οι αξιολογήσεις που υπολογίζονται με τη δεύτερη μεθοδολογία (βλ. Κεφάλαιο 3) είναι ιδιαίτερα υψηλές για όλες τις εταιρίες ανεξαρτήτως Χρηματιστηριακού Δείκτη, επιβεβαιώνοντας έτσι την αρχική υπόθεση μας για τον καταλυτικό ρόλο που παίζει ο τρόπος διαχείρισης των δεδομένων κατά την επεξεργασία τους.

Από τη διασταυρωμένη ανάλυση που πραγματοποιήθηκε για ορισμένες μεταβλητές προέκυψαν τα ακόλουθα συμπεράσματα:

- Οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης τείνουν να διορίζουν διοικητικά συμβούλια αποτελούμενα από μεγαλύτερο αριθμό μελών (Πίνακας 7, Πάνελ Α).
- Οι εταιρίες του δείκτη FTSE 20 δείχνουν μια διστακτικότητα σε ότι αφορά το διορισμό ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο τους, κάτι που δεν παρουσιάζεται στις επιχειρήσεις μεσαίας κεφαλαιοποίησης (Πίνακας 7, Πάνελ Α).
- Την ίδια νοοτροπία, σε χαμηλότερο όμως βαθμό, εμφανίζονται να ακολουθούν και οι επιχειρήσεις μεσαίας κεφαλαιοποίησης (Πίνακας 7, Πάνελ Α).
- Στην ανάλυση των συνεχών μεταβλητών ανά κλάδο δραστηριότητας, το μόνο σημαντικό σημείο που αξίζει να σημειωθεί είναι η βελτιωμένη εικόνα που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις χρηματοοικονομικών και γενικών υπηρεσιών (Πίνακας 7, Πάνελ Β).

Τέλος, από την ανάλυση των διασταυρωμένων μεταβλητών πλειοψηφίας μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. και ύπαρξης συγγενικών σχέσεων εντός των μελών του Δ.Σ, παρατηρήθηκε η ύπαρξη μιας αναλογικής σχέσης -όπου αυτή υπάρχει- μεταξύ του αριθμού των εταιριών που συμμετέχουν στη σύνθεση ενός χρηματιστηριακού δείκτη και του αριθμού των επιχειρήσεων με διοικητικά συμβούλια στα οποία συμμετέχουν συγγενικά πρόσωπα (*Παράτημα Β*), ενώ παράλληλα διαπιστώθηκε η τάση για την τήρηση των παραπάνω αξόνων διακυβέρνησης από τις περισσότερες εισηγμένες επιχειρήσεις.

6. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ:

1. ΝΟΜΟΣ ΥΠ' ΑΡΙΘ. 3016 / 2002, “Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις” (ΦΕΚ 110/17.05.2002), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του νόμου 3091/2002 (ΦΕΚ, 330/24.12.2002), (Άρθρα 1- 11).
2. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (1999), “*Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης Στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και του ανταγωνιστικού μετασχηματισμού της*”, Αθήνα.
3. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών “*Βασικοί κανόνες Διαχείρισης & Υπολογισμού των δεικτών τιμών της αγοράς μετοχών του ΧΑΑ*”, Μάρτιος 2003, έκδοση 1.3
4. Λ. Αντωνακόπουλος, Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος ΟΤΕ, “*Η εταιρική διακυβέρνηση στον Όμιλο ΟΤΕ*”,
<http://www.ote.gr/oteweb/greek/company/ektelestiki.htm>.
5. Β. Καζάς (2004), “*Προβληματισμοί και τάσεις στην ευρωπαϊκή ένωση*”, *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Απρίλιος 2004.
6. Μ.Κραμπιά-Καπαρδής, Δ. Ψαρός (2004), “*The Implementation of Corporate Governance in an Emerging Economy: A Critique of the Situation in Cyprus*”.
7. Μ.Ξανθάκης, Λ.Τσιπούρη, Λ.Σπανός (2003), “*Εταιρική Διακυβέρνηση-Εννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*”, *Κέντρο Μελετών και Εκπαίδευσης Χρηματοοικονομικής – Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών*, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 2003.
8. Μ.Ξανθάκης, Λ.Τσιπούρη (2002), “*Can Corporate be Rated? Ideas based on the Greek experience*”, *1st International Conference on Corporate Governance, Vol.12, No.1, pp.16-28*.
9. Οικονομικός Ταχυδρόμος (2003), “*Συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης: Τι είναι και τι επιτυγχάνουν*”,
<http://www.lawnet.gr/lawnet/meletes/meletes.asp?PageLabel=3&MeletID=75>.
10. Ν.Γ.Τραύλος (2002), “*Εταιρική Διακυβέρνηση-Εννοιες και εμπειρικά πορίσματα*”.
11. “*Τι είναι όμως η εταιρική διακυβέρνηση*”
12. <http://www.euro2day.gr/articles/30575/>
13. “*Σημείωμα για το Άτυπο Συμβούλιο ECOFIN OVIEDO*”, 2002.
14. <http://www.ecgi.org>
15. <http://www.ase.gr>

ΞΕΝΗ:

16. C.W.Anderson, T.L.Campbell II, “Corporate governance of Japanese banks”, *Journal of Corporate Finance*, 2004.
17. Black, B. (2001a), “Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 149, pp. 2131-2150.
18. Black, B. (2001b), “The Corporate Governance Behaviour and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2(2), pp. 89-108.
19. Black, B., H. Jang and W. Kim (2003), “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, *Working Paper 237*, Stanford Law School.
20. Committee on Corporate Governance (2000), *The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice*, Gee Publishing, London.
21. Core, J.E., R.W. Holthausen and D. Larcker (1999), “Corporate Governance, CEO Compensation and Firm Performance”, *Working Paper*, SSRN.
22. Denis, D.K. and J.J. McConnell (2003), ‘International Corporate Governance’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), pp. 22-59.
23. Durnev, A. and E.H. Kim (2004), “To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation”, *Journal of Finance*, forthcoming.
24. Gillan, S., Starks, L., “Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors”, *Journal of Financial Economics*, 2000.
25. Gompers, P., J. Ishi, and A. Metrick (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-156.
26. Immik, H. (2000), Corporate Governance, Firm Performance and Cost of Capital of European Blue-Chip Companies, mimeo, Tilburg University.
27. Khanna, T., J. Korgan and K. Palepu (2002), “Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis”, *Working Paper 02-31*, Harvard Business School.
28. Klapper, L. and I. Love (2004), “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, *Working Paper 2818*, World Bank Policy Research.
29. Reinhard H. Schmidt and Marcel Tyrell (1997), “Financial systems, corporate finance and corporate governance”, *European Financial Management*, Vol 3, No3.
30. J.Goodwin, J.L.Seow (2002), “The influence of corporate governance mechanisms on the quality of financial reporting and auditing: Perceptions of auditors and directors in Singapore”, *Accounting and Finance*.

31. R.S.Chirinko, H.Schaller, “A revealed preference approach to understanding corporate governance problems: Evidence from Canada”, *Journal of Financial Economics*.
32. C.Lambert, S.Sponem, “Corporate governance and profit manipulation: a French field study”, *www.elsevier.com/locate/cpa*.
33. D.Larcker, S.Richardson and I.Tuna (2004), “Does Corporate Governance Really Matter?”, *Working Paper*, Wharton School.
34. Beck, Trosten, Ross Levine and Norman Loyaza, “Finance and the Sources of Growth”, *Journal of Financial Economics*, 2000, *forthcoming*.
35. Claessens, Stjin, Simeon Djankov, Joseph Fan and Larry H.P. Lang (1999), “Exporopriation of Minority Shareholders in East Asia”, *World Bank, manuscript*.
36. Demirguc-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic (1998), “Law, Finance and Firm Growth”, *Journal of Finance*, 53,2107-2139.
37. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 54,471-517.
38. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (1998), “Law and FInance”, *Journal of Political Economy*, 106, pp.1113-55.
39. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny (2000), “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*.
40. Rajan, Raghuram and Luigi Zingales (1998), “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, 88,559-586.
41. J.Wurgler, “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics, forthcoming*.
42. J.Psaros, and M.Seamer (2002), *Corporate Governance Report*, Horwath, Newcastle Business School.
43. R.A.G. Monks, Nell Minow, “Corporate governance”, 1995.
44. OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publication Services, France.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Στο παράρτημα αυτό παρατίθεται ο πίνακας των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν για την εκπόνηση της έρευνας, σημειώνοντας την πηγή από την οποία προέκυψαν (Ελληνικός Νόμος -Ν.3016/2002, Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές- Combined Code).

| N.3016/2002 | | |
|--|--|--------------------------------------|
| Δείκτης | Μεταβλητές | Κωδικοποίηση 1=ΝΑΙ, 0=ΟΧΙ |
| Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) | 1. Συμμετοχή εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. | 1/0 |
| | 2. Αριθμός μη εκτελεστικών μελών $\geq 1/3$ | 1/0 |
| | 3. Αριθμός μη εκτελεστικών μελών | N/A (Σημείωση 1) |
| | 4. Τουλάχιστον 2 ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο Δ.Σ. (Σημείωση 2) | 1/0 |
| | 5. Αριθμός ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών | N/A (Σημείωση 1) |
| | 6. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη κατέχουν $\leq 0,5\%$ του μετοχικού κεφαλαίου | 1/0 |
| | 7. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη δεν έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα (Σημείωση 2) | 1/0 |
| Εταιρικές Υπηρεσίες | 8. Ύπαρξη υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου | 1/0 |
| | 9. Ύπαρξη υπηρεσίας εξυπηρέτησης επενδυτών | 1/0 |
| | 10. Ύπαρξη υπηρεσίας εταιρικών ανακοινώσεων | 1/0 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 11. Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι | 1/0 |
| | 12. Εποπτεία εσωτερικών ελεγκτών από το Δ.Σ. | 1/0 |
| | 13. Διορισμός εσωτερικών ελεγκτών από το Δ.Σ. | 1/0 |
| | 14. Εσωτερικοί ελεγκτές πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης | 1/0 |
| | 15. Οι εσωτερικοί ελεγκτές δεν είναι μέλη του Δ.Σ. | 1/0 |
| Διαφάνεια - Γνωστοποίηση | 16. Δημοσιοποίηση αμοιβών μη εκτελεστικών μελών σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα | 1/0 |

| Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης (1999) | | |
|---|--|--------------------------------------|
| Δείκτης | Μεταβλητές | Κωδικοποίηση 1=ΝΑΙ, 0=ΟΧΙ |
| Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) | 17. Διαχωρισμός θέσεων προέδρου & διευθύνοντος συμβούλου | 1/0 |
| | 18. Πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. | 1/0 |
| | 19. Αριθμός μελών Δ.Σ. <=13 | 1/0 |
| | 20. Ακριβής αριθμός μελών Δ.Σ. | N/A (Σημείωση 1) |
| | 21. Τα μη εκτελεστικά μέλη δεν εκλέγονται για πολλές θητείες | 1/0 |
| | 22. Διορισμός διευθύνοντος χρηματοοικονομικού συμβούλου ως εκτελεστικό μέλος Δ.Σ. | 1/0 |
| Αποζημίωση Μελών Δ.Σ. | 23. Ύπαρξη επιτροπής αμοιβών | 1/0 |
| | 24. Η πλειοψηφία των μελών της επιτροπής αμοιβών είναι μη εκτελεστικά μέλη | 1/0 |
| Εσωτερικός Έλεγχος | 25. Ύπαρξη επιτροπής εσωτερικού ελέγχου | 1/0 |
| | 26. Η επιτροπή ελέγχου είναι υποεπιτροπή του Δ.Σ. | 1/0 |
| | 27. Συναντήσεις μελών επιτροπής 2-3 φορές ετησίως | 1/0 |
| | 28. Συμμετοχή τριών μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου | 1/0 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 29. Δικαίωμα ψήφου αυτοπροσώπως ή δι' αντιπροσώπου | 1/0 |
| | 30. Αποθάρρυνση δικαιώματος πολλαπλής ψήφου η έκδοση προνομιούχων μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου | 1/0 |
| Διαφάνεια - Γνωστοποίηση | 31. Δημοσιοποίηση σύνθεσης επιτροπής εσωτερικού ελέγχου | 1/0 |
| | 32. Δημοσιοποίηση χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων | 1/0 |
| | 33. Δημοσιοποίηση μετοχικής σύνθεσης | 1/0 |
| | 34. Δημοσιοποίηση μελών Δ.Σ. και διευθυντικών στελεχών | 1/0 |
| | 35. Δημοσιοποίηση εργασιακών ζητημάτων | 1/0 |
| | 36. Δημοσιοποίηση πολιτικών διακυβέρνησης | 1/0 |
| | 37. Δημοσιοποίηση στόχων και προοπτικών επιχείρησης | 1/0 |

| | | |
|--|--|-----|
| | 38. Δημοσιοποίηση ασυνήθιστων συναλλαγών | 1/0 |
| | 39. Δημοσιοποίηση πρακτικών/μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης | 1/0 |
| | | |

| Βέλτιστες Διεθνείς Πρακτικές (2000) | | |
|--|---|--------------------------------------|
| Δείκτης | Μεταβλητές | Κωδικοποίηση 1=ΝΑΙ, 0=ΟΧΙ |
| Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ.) | 40. Ύπαρξη επιτροπής διορισμού μελών του Δ.Σ. | 1/0 |
| | 41. Ο πρόεδρος της επιτροπής εσωτερικού ελέγχου είναι μη εκτελεστικό μέλος | 1/0 |
| | 42. Ο πρόεδρος της επιτροπής αμοιβών είναι μη εκτελεστικό μέλος | 1/0 |
| | 43. Ο πρόεδρος της επιτροπής διορισμού μελών του Δ.Σ. είναι μη εκτελεστικό μέλος | 1/0 |
| | 44. Η πλειοψηφία των μελών του Δ.Σ. δεν προέρχονται από την ίδια εταιρία | 1/0 |
| | 45. Δεν υπάρχουν συγγενικές σχέσεις μεταξύ των μελών του Δ.Σ. (Σημείωση 2) | 1/0 |
| Αποζημίωση Μελών Δ.Σ. | 46. Μακροπρόθεσμα κίνητρα αμοιβών | 1/0 |
| | 47. Μεταβολή αμοιβής στελεχών μικρότερη της μεταβολής των λογιστικών κερδών (Σημείωση 3) της επιχείρησης | 1/0 |
| Εξωτερικός Έλεγχος | 48. Η αμοιβή των εξωτερικών ελεγκτών για ελεγκτικές υπηρεσίες είναι μεγαλύτερη από αυτή για λοιπές συμβουλευτικές υπηρεσίες | 1/0 |
| | 49. Εφαρμογή της αρχής rotation | 1/0 |
| Δικαιώματα Μετόχων | 50. Ιδιαίτερα δικαιώματα σε ορισμένες κατηγορίες επενδυτών (Σημείωση 4) | 1/0 |
| Διαφάνεια - Γνωστοποίηση | 51. Αναλυτική και ονομαστική δημοσιοποίηση αμοιβών εκτελεστικών διευθυντικών μελών Δ.Σ. | 1/0 |

Σημειώσεις

1: Η μεταβλητή αυτή περιγράφεται με στατιστικά δεδομένα (δηλ. μέσος όρος, ελάχιστη και μέγιστη τιμή κτλ.).

2: ΑΡΘΡΟ 4, Ν.3016/2002:

“Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου πρέπει κατά τη διάρκεια της θητείας τους να μην κατέχουν μετοχές σε ποσοστό μεγαλύτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.”

Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν μέλος του διοικητικού συμβουλίου:

- Διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/ 1920, η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, όταν ιδίως είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρίας.
- Είναι πρόεδρος του Δ.Σ. ή διευθυντικό στέλεχος της εταιρίας, καθώς και εάν έχει τις ως άνω ιδιότητες ή είναι εκτελεστικό μέλος του διοικητικού συμβουλίου σε συνδεδεμένη με την εταιρία επιχείρηση κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920 ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις.
- Έχει συγγένεια μέχρι δεύτερου βαθμού ή είναι σύζυγος εκτελεστικού μέλους του διοικητικού συμβουλίου ή διευθυντικού στελέχους ή μετόχου που συγκεντρώνει την πλειοψηφία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας ή συνδεδεμένης με αυτήν επιχείρησης κατά την έννοια του άρθρου 42ε παρ. 5 του Κ.Ν. 2190/1920.
- Έχει διοριστεί σύμφωνα με το άρθρο 18 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920.

3: Τα κέρδη που λαμβάνονται υπόψη είναι τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων (ΚΠΦΤ).

4: Για παράδειγμα η παροχή του δικαιώματος απόκτησης επιπλέον μετοχών ή σύγκλισης του διοικητικού συμβουλίου σε σύσκεψη εξαιτίας τρέχοντος ζητήματος, σε μετόχους με συγκεκριμένο αριθμό μετοχών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Στο παράρτημα αυτό παρατίθενται οι πίνακες της διασταυρωμένης ανάλυσης των μεταβλητών πλειοψηφίας μη εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. μιας εταιρίας και ύπαρξης συγγενικών σχέσεων μεταξύ των μελών του Δ.Σ. Επισημαίνεται ότι η μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 όταν ισχύει η μηδενική υπόθεση και 2 όταν αυτή δεν είναι αληθής.

Πίνακας 9

Διασταυρωμένη Μεταβλητή - Πλειοψηφία Μη Εκτελεστικών Μελών στο Δ.Σ. & Συγγενικές Σχέσεις εντός του Δ.Σ.

Πάνελ Α: Το σύνολο των εταιριών

Majority of Non Executive Members in Board* Family Relationships between the Board Crosstabulation

Count

| | | Family Relationships between the Board | | Total |
|--|------|--|------|-------|
| | | 1,00 | 2,00 | |
| Majority of Non Executive Members in Board | 1,00 | 13 | 63 | 76 |
| | 2,00 | 36 | 40 | 76 |
| Total | | 49 | 103 | 152 |

Πάνελ Β: FTSE 20

Majority of Non Executive Members in Board* Family Relationships between Board Crosstabulation

Count

| | | Family Relationships between Board | | Total |
|--|------|------------------------------------|------|-------|
| | | 1,00 | 2,00 | |
| Majority of Non Executive Members in Board | 1,00 | | 14 | 14 |
| | 2,00 | 2 | 2 | 4 |
| Total | | 2 | 16 | 18 |

Πάνελ Γ: FTSE 40

Majority of Non Executive Members in Board * Family Relationships between Board Crosstabulation

Count

| | | Family Relationships between Board | | Total |
|--|------|------------------------------------|------|-------|
| | | 1,00 | 2,00 | |
| Majority of Non Executive Members in Board | 1,00 | 2 | 14 | 16 |
| | 2,00 | 4 | 12 | 16 |
| Total | | 6 | 26 | 32 |

Πάνελ Δ: FTSE 80

Majority of Non Executive Members in Board * Family Relationships between Board Crosstabulation

Count

| | | Family Relationships between Board | | Total |
|--|------|------------------------------------|------|-------|
| | | 1,00 | 2,00 | |
| Majority of Non Executive Members in Board | 1,00 | 6 | 19 | 25 |
| | 2,00 | 15 | 14 | 29 |
| Total | | 21 | 33 | 54 |

Πάνελ Ε: Οι Λοιπές εταιρίες

Majority of Non Executive Members in Board * Family Relationships between Board Crosstabulation

Count

| | | Family Relationships between Board | | Total |
|--|------|------------------------------------|------|-------|
| | | 1,00 | 2,00 | |
| Majority of Non Executive Members in Board | 1,00 | 5 | 16 | 21 |
| | 2,00 | 15 | 12 | 27 |
| Total | | 20 | 28 | 48 |