

Η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών στην Ελλάδα
σήμερα – μία πρώτη διερεύνηση.

Διπλωματική Εργασία, ΠΜΣ Πολιτικής Επιστήμης & Ιστορίας, Πάντειο Πανεπιστήμιο.

Σολομών Μόλχο, 1111Μ030,

Αθήνα, 27 Φεβρουαρίου 2014

Η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών στην Ελλάδα σήμερα – μία πρώτη διερεύνηση.

Σύνοψη

Η βάση του προβληματισμού που στάθηκε ως αφορμή για αυτή την εργασία δεν είναι κάτι καινούριο για τα Ελληνικά δεδομένα. Το ερώτημα μας ήταν αν η πρόθεση του νομοθέτη να προστατέψει τους μετόχους των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών από (μισθολογικές) υπερβολές των διοικήσεών τους μέσω του θεσμού των Ανεξάρτητων Μελών στα Διοικητικά Συμβούλια τους λειτουργεί στην πράξη, ή εάν και κατά πόσο έχει νοθευτεί από την πρακτική της διασύνδεσης των Διοικητικών Συμβουλίων, την εμφάνιση δηλαδή ως Ανεξαρτήτων Μελών σε ένα ΔΣ τα Διοικητικά Μέλη ενός άλλου. Η έκταση του φαινομένου αυτού δεν είχε μελετηθεί στο παρελθόν, και οι διαπιστώσεις μας ήταν ανατρεπτικές. Οι διασυνδεδεμένες μεταξύ τους εταιρίες αποτελούν το 75% της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ, και μάλιστα είναι διασυνδεδεμένες κατ' ουσία σε ένα πολύ μεγάλο σύμπλεγμα, παρά σε μικρότερους θύλακες όπως αναμέναμε.

Στο πρώτο μέρος της εργασίας εξετάζουμε το κανονιστικό πλαίσιο, το φαινόμενο της διασύνδεσης και γιατί αυτό αποτελεί πρόβλημα. Στο δεύτερο μέρος περιγράφουμε την μεθοδολογία και τα ευρήματά μας με περισσότερη λεπτομέρεια, ενώ προβληματιζόμαστε και για τις επιπτώσεις στον τομέα του ανταγωνισμού. Στο τελευταίο μέρος εντοπίζουμε αδυναμίες της έρευνας, ενώ προτείνουμε και πιθανές νομοτεχνικές βελτιώσεις. Τέλος, προτείνουμε και περεταίρω θέματα προς διερεύνηση, έχοντας προβληματιστεί συνολικότερα για τη λειτουργικότητα των Διοικητικών Συμβουλίων.

Κλείνοντας αυτή την εργασία διαβάζουμε, στο 105^ο τεύχος του Θεσμικού Επενδυτή, το διμηνιαίο περιοδικό της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα φέρει σε διαβούλευση νέο σχέδιο νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση. Δεν είναι σαφές αυτή τη στιγμή τι θα περιλαμβάνει αυτό, αλλά φαίνεται να αγγίζει τόσο τις πολιτικές αμοιβών των εταιριών όσο και τις υποχρεώσεις γνωστοποίησης. Το αναμένουμε με την προσδοκία ότι θα συμβάλει άμεσα τόσο στην διαφάνεια όσο και στη χρηστή διακυβέρνηση και βεβαίως κατά συνέπεια έμμεσα και στην ανάπτυξη της οικονομίας.

Η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών στην Ελλάδα σήμερα – μία πρώτη διερεύνηση.	
Εισαγωγή – πλαίσιο αναφοράς	7
Το πρόβλημα.....	9
Ο αντίλογος.....	11
Υπόθεση εργασίας	12
Μελέτες περίπτωσης - παράδειγμα	12
Ομάδα ελέγχου	13
Τα ερωτήματα.....	14
Περεταίρω προβληματισμοί.....	15
Εκκρεμείς (;) προβληματισμοί.....	16
Μέρος Α	17
Κεφάλαιο πρώτο: Το κανονιστικό πλαίσιο.....	17
1. Εισαγωγή.....	17
2. Οι Παίκτες	17
3. Τα σημεία.....	18
3.α. Σύγκρουση συμφερόντων ιδιοτήτων Χρηματιστή και εκπροσώπου εισηγμένης εταιρίας ..	18
3.β. Υποχρέωση Δημοσιοποίησης	19
3.γ. Υποχρέωση Ελέγχου	19
3.δ. Συνδεδεμένη εταιρία	19
3.ε. Σύσταση του διοικητικού συμβουλίου	20
3.στ. Αμοιβές μελών ΔΣ	20
3.ζ. Αρμοδιότητες μελών ΔΣ	20
3.η. Αρχή της ισότητας.....	22
4. Συμπεράσματα.....	22
Κεφάλαιο δεύτερο: Τι είναι η διασύνδεση και γιατί υπάρχει; Επιχειρήματα υπέρ.	23
1. Εισαγωγή - περιγραφή.....	23
2. Παράδειγμα	23
3. Γιατί υπάρχει η διασύνδεση;	27
3.1. οφέλη για την εταιρία υποδοχής.....	27
3.2. οφέλη για τα στελέχη	28
3.3 οφέλη για την ‘αποστέλλουσα’ εταιρία	28
4. Συμπεράσματα.....	29
Κεφάλαιο τρίτο: Γιατί η διασύνδεση αποτελεί πρόβλημα;.....	30

1. Εισαγωγή – ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών	30
2. ποιο το πρόβλημα;.....	31
3. Συμπεράσματα.....	33
Μέρος Β	34
Κεφάλαιο τέταρτο: Μεθοδολογία	34
1. Εισαγωγή – αντικείμενο της έρευνας.....	34
2. Δημόσια πληροφορία	34
2.1. Συλλογή πληροφορίας.....	34
2.2 Αξιοπιστία – ακεραιότητα των δεδομένων	35
2.3 Κανονικοποίηση της βάσης	36
3. Μηχανική επεξεργασία.....	36
3.1. Ερμηνεία	36
4. Περεταίρω επεξεργασία – σύμπτυξη των δεδομένων	37
Κεφάλαιο πέμπτο: Έκταση διασύνδεσης διοικητικών συμβουλίων εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.	38
1. Εισαγωγή – συνοπτική παρουσίαση	38
2. Τα αποτελέσματα	38
2.1. Τα αποτελέσματα, αγνοώντας ενδο-ομιλικές σχέσεις.	40
3. Ερμηνεία των αποτελεσμάτων	41
4. Περεταίρω προβληματισμοί.....	45
Κεφάλαιο έκτο: Η διάσταση του ανταγωνισμού.....	46
1. Νοητικό πεδίο	46
2. Η κατάσταση στην Ελλάδα σήμερα	46
2.1 Τράπεζες	46
2.2 Τηλεπικοινωνίες.....	47
2.3 Διυλιστήρια	47
2.4 Κατασκευές	48
3. Συγκεντρωτικά στοιχεία.....	48
4. Συμπεράσματα.....	50
Μέρος Γ	51
Κεφάλαιο έβδομο: Κενά και προβλήματα της έρευνας	51
1. Το αίτημα της πληρότητας είναι Σισύφειο	51
2. Οι ‘αφανείς’ σχέσεις	51
2.1. Οι συγγενείς.....	51

2.2. Άλλου τύπου συγγενείς	52
2.3 Φιλικές σχέσεις και σχέσεις εμπιστοσύνης	52
2.4 Σχέσεις εξαρτημένης εργασίας	52
3. Άλλου τύπου διασυνδέσεις	53
3.1. Οι μη εισηγμένες εταιρίες	53
3.2 Κοινοφελείς οργανισμοί	53
4. Άλλα κενά.....	53
4.1 Οι «διάφορες» εταιρίες	53
4.2 Μερίδια αγοράς.....	54
4.3 Το ερώτημα της ενδογένειας.....	54
5. Συμπεράσματα.....	54
Κεφάλαιο όγδοο: Νομοτεχνικές βελτιώσεις.	56
1. Εισαγωγή.....	56
2. Γνωστοποιήσεις	56
2.1 Υποχρεωτικές γνωστοποιήσεις.....	57
2.1.1 Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που μετέχουν σε άλλα διοικητικά συμβούλια.....	57
2.1.2 Αμοιβές μελών ΔΣ.	57
2.2 Εθελοντικές γνωστοποιήσεις.....	58
2.3 Διαδικασίες ανανέωσης.....	58
3. Απαγορεύσεις	58
3.1. Συμμετοχή σε πολλαπλά Διοικητικά Συμβούλια.....	59
3.2 Κριτήρια ανεξαρτησίας.....	59
3.3 Απευθείας διασυνδέσεις	59
4. Υποχρεώσεις	59
5. Συμπεράσματα.....	60
Κεφάλαιο ένατο: Περαιτέρω θέματα	61
1. Εισαγωγή.....	61
2. Μη-εισηγμένες εταιρίες	61
3. Χρονοσειρές.....	61
4. Οικογενειακές και μη επιχειρήσεις	62
5. Πολιτική διασύνδεση.....	62
6. Συγκριτική διασυννοριακή ανάλυση	62
7. Εμπειρική έρευνα	63
8. Πέρα από τη διασύνδεση	63

8.1 Ηλικία των μελών ΔΣ/σπουδές	64
8.2 Συμμετοχή γυναικών.....	64
8.3 Συχνότητα συνεδριάσεων/παρουσία	64
8.4 Διαχωρισμός ρόλου Προέδρου/Διευθύνοντος Συμβούλου	65
8.5 Μέγεθος Συμβουλίων.....	65
8.6 Επιτροπές	66
8.7 Διάρκεια θητείας στο ΔΣ/στις επιτροπές	66
8.8 Αλλοδαποί σύμβουλοι.....	67
9. Συμπεράσματα.....	67
Βιβλιογραφία	68

Η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών στην Ελλάδα
σήμερα – μία πρώτη διερεύνηση.

Εισαγωγή – πλαίσιο αναφοράς

Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας – διοίκησης στην εταιρική διακυβέρνηση έχει μεγάλο ιστορικό βάθος. Από τη δημιουργία του θεσμού της εταιρίας (δηλαδή την σύμπραξη περισσοτέρων του ενός προσώπων¹) το κυριότερο πλεονέκτημα που ο διαχωρισμός αυτός προσφέρει είναι η ταχύτητα στη λήψη κρίσιμων αποφάσεων. Ο R. H. Coase, στο *Nature of the Firm* το 1937 ορίζει την εταιρία ως μονάδα μέσα στην οποία δε λειτουργεί ο μηχανισμός των τιμών που προσδιορίζει την κατανομή των πόρων στην οικονομία, αλλά η κατανομή αυτή γίνεται με βάση τις επιχειρηματικές αποφάσεις².

Έτσι, στην αρχική της μορφή η εταιρία αποτελεί μία ανάθεση και από αυτήν πηγάζει και η βασική σύγκρουση συμφερόντων – το ότι ο λαμβάνων την ανάθεση μπορεί να μεριμνά για το ίδιον αυτού συμφέρον περισσότερο παρά για του αναθέτοντα. Η σύγκρουση αυτή στην πορεία παίρνει πολλές και πολύ πιο εξειδικευμένες μορφές, αλλά η βάση της είναι αυτή. Η 'προδοσία' του Ιππότη Λάνσελοτ απέναντι στο Βασιλιά Αρθούρο για παράδειγμα, δεν είναι τίποτε άλλο παρά η προσπάθεια αθέμιτου προσωπικού οφέλους από μία ανάθεση.

Υπάρχουν σημαντικές ομοιότητες μεταξύ του διαχωρισμού αυτού όπως υφίσταται σήμερα και της αντιπροσωπευτικής δημοκρατίας. Όπως οι δημότες είναι αδύνατον (ή, έστω, εξαιρετικά δαπανηρό) να αποφασίζουν συλλογικά για κάθε τι στην καθημερινότητά τους, και κατά συνέπεια αναθέτουν την διοίκηση σε κάποιους αντιπροσώπους, και αυτοί με τη σειρά τους σε κάποιους επίλεκτους εξ αυτών, έτσι και οι μέτοχοι μίας εταιρίας αναθέτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο να τους εκπροσωπεί, και στα εκτελεστικά μέλη αυτού να διοικούν την εταιρία³. Έχουμε δηλαδή ένα μοντέλο διπλής απομάκρυνσης του ιδιοκτήτη (και του δημότη και του πολίτη) από τους τελικούς λήπτες των καθημερινών αποφάσεων. Όπως και στην εθνική διακυβέρνηση, έτσι και στην εταιρική, οι αντιπρόσωποι (βουλευτές, ή Μέλη Διοικητικού Συμβουλίου) κρατούν κάποιες από τις αποφάσεις έξω από το πεδίο δράσης των ασκούντων την εκτελεστική εξουσία⁴. Τέλος, και στις δύο περιπτώσεις, υπάρχουν και κάποια θέματα που παραμένουν στη δικαιοδοσία της ιδιοκτησίας (εκλογές π.χ., ή έγκριση οικονομικών καταστάσεων)⁵.

¹ Βλέπε σχετικά σε Max Weber, 'Stock and Commodity Exchanges', *Theory and Society*, 29 (2000), 305-38 (σ. 317). Ο Weber αναφέρει το 1894 τις joint-stock companies, a form of association among capitalists.

² R. H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Economica*, 4 (1937), 386-405.

³ Στην πολυπλοκότητα που αυτό εμπεριέχει έχει αναφερθεί και ο D. H. Robertson στο *Control of Industry* (Cambridge: Nisbet & Co, 1923), σ. 82.

⁴ Michael S. Weisbach, 'Outside Directors and CEO Turnover', *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 431-60. Σχετικά ο Weisbach αναφέρει: "Boards of directors are widely believed to play an important role in corporate governance, particularly in monitoring top management. Directors are supposed to supervise the actions of management, provide advice, and veto poor decisions. The board is the shareholders' first line of defense against incompetent management; in extreme cases, it will replace an errant chief executive officer (CEO)."

⁵ Αναλυτικότερη περιγραφή τόσο του Agency Theory όσο και των Stakeholder Theory, Stewardship Theory και Managerial Hegemony Theory δίδεται και από τον Δρ Θεμιστοκλή Λαζαρίδη, 'Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα' (Διδακτορική διατριβή, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης, Τμήμα Διεθνών Οικονομικών Σχέσεων & Ανάπτυξης, 2009), σσ. 36-64.

Και στις δύο περιπτώσεις, οι λαμβάνοντες την ανάθεση είναι πρόσωπα υψηλού κύρους που περιβάλλονται από (αυξημένη) εμπιστοσύνη. Αυτό διαφοροποιεί την περίπτωση αυτή από την κλασική σύγκρουση συμφερόντων εργαζομένου – εργοδότη. Στις χώρες του εθιμικού δικαίου το αδίκημα διαχωρίζεται σε tort (αδίκημα σε συγκεκριμένο πρόσωπο ή πρόσωπα) και crime (έγκλημα, απέναντι στο κοινωνικό σύνολο). Το πρώτο κριτήριο σε κάθε αξίωση αποζημίωσης είναι η απόδειξη ότι ο εναγόμενος είχε καθήκον μέριμνας – πράγμα αυταπόδεικτο στην περίπτωση μελών διοίκησης μίας εταιρίας. Από κει και πέρα όμως πρέπει να αποδειχθεί ότι ο ενάγων υπέστη ζημία, πράγμα λιγότερο εύκολο και σαφές.

Για την αποφυγή τέτοιων καταστάσεων ο νομοθέτης στην Ελλάδα ορίζει (Ν 3016/2002, Ν3873/2010) προληπτικώς, και σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική ότι το Διοικητικό Συμβούλιο μίας εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο πρέπει να απαρτίζεται κατά το ένα τρίτο από μη εκτελεστικά μέλη, δύο εκ των οποίων πρέπει να είναι ανεξάρτητα. Επίσης ορίζει τα κριτήρια της 'ανεξαρτησίας'. Συγχρόνως, η εταιρία στον ετήσιο απολογισμό που δίνει στους μετόχους οφείλει να αναφέρει τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης στον οποίο υπάγεται.

Προφανώς εδώ η πρόθεση του νομοθέτη είναι να διασφαλίσει τους μετόχους της μειοψηφίας από πρακτικές εκμετάλλευσης της θέσης ισχύος που έχουν, από τη φύση της ανάθεσης, τα μέλη της διοίκησης μίας εταιρίας⁶. Εξάλλου όπως επισημαίνουν και οι Akerlof και Romer, σε ένα χαλαρό θεσμικό περιβάλλον 'ζωντανεύει' ένας οικονομικός υπόκοσμος με προδιάθεση να συλήσει τις εταιρίες⁷.

Έχει επιτύχει όμως ο νομοθέτης το σκοπό του;

Η δυνητική σύγκρουση συμφερόντων είναι τέτοια που ο ΣΕΒ, προτείνει στα μέλη έναν ενιαίο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Σε αυτόν των κώδικα τα ανεξάρτητα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων έχουνε σημαίνοντα ρόλο στην προστασία των μετόχων, που καθορίζεται μέσω της θεσμοθετήσεως επιτροπής αμοιβών αντικείμενο της οποίας είναι οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών των διοικητικών συμβουλίων.

Έτσι, τα ανεξάρτητα μέλη επιφορτίζονται με την προστασία των μετόχων από υπερβολές της διοίκησης παρεμβαίνοντας χωρίς άλλο ρόλο από αυτόν⁸. Η απουσία άλλου ρόλου με τη σειρά της,

⁶ Σχετικά, οι Ryan και Wiggins γράφουν: "Our evidence suggests that independent directors have a bargaining advantage over the CEO that results in compensation more closely aligned with shareholders' objectives." Harley E. Ryan Jr. and Roy A. Wiggins, 'Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring', *Journal of Financial Economics*, 73 (2004), 497-524. Επίσης ο Weisbach στο Michael S. Weisbach, 'Outside Directors and CEO Turnover', *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 431-60 (σ. 433). αναφέρει: One important duty of the board of directors is to evaluate management. The board is responsible for evaluating the senior management of the corporation and replacing them if they fail to perform well. This task is likely to fall mainly on the outside directors. Inside directors' careers are tied to the CEO's and hence insiders generally are unable or unwilling to remove incumbent CEOs.

⁷ George A. Akerlof and others, 'Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993 (1993), 1-73.

⁸ Τόσο στην παθητική στάση των μετόχων, όσο και στο ρόλο των ανεξάρτητων μελών των Διοικητικών Συμβουλίων αναφέρεται και ο Δρ. Ανδρέας Κουτούπης στη διατριβή του. Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σσ. 47-61.

δρα περιοριστικά και στις δικές τους δυνητικές συγκρούσεις συμφερόντων. Θεωρητικά, αυτό θα μπορούσε να είναι ένα πολύ λειτουργικό μοντέλο διοίκησης. Τι γίνεται όμως στην πράξη;

Το πρόβλημα

Από την αρχή της λειτουργίας του θεσμού των ανεξάρτητων μελών Διοικητικού Συμβουλίου, εμφανίζεται το φαινόμενο της διασύνδεσης. Η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων είναι η επιλογή ως ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρίας ατόμων που κατέχουν θέσεις εκτελεστικές σε Διοικητικά Συμβούλια άλλων εταιριών, και εν συνεχεία η επιλογή κάποιων εκ των εκτελεστικών μελών της εταιρίας ως μη εκτελεστικά άλλων εταιριών. Η προστασία που η νομοθετική μέριμνα προσπαθεί να προσφέρει στον μέτοχο, με αυτόν τον τρόπο εξασθενεί, παρά την τήρηση του γράμματος του νόμου. Δημιουργείται ένα δίκτυο διοικούντων των εταιριών που δυνητικά θα μπορούσε να έχει μεγαλύτερη προσήλωση εσωτερικά στον εαυτό του, στη δημιουργία και θωράκιση της προνομιακής του θέσης, και όχι στους μετόχους τα συμφέροντα των οποίων οφείλει να υπηρετεί.

Οι δυνατότητες των διοικούντων μία εταιρία να μεριμνούν για το προσωπικό τους συμφέρον είναι πολλαπλές. Θεωρητικά περιορίζονται από την ρευστότητα και κερδοφορία της εταιρίας που διοικούν, αλλά ούτε και αυτός ο περιορισμός ισχύει πάντα. Βεβαίως αυτό οφείλει να γίνεται με συγκεκριμένο τρόπο ώστε να εξασφαλίζουν την παραμονή τους στη διοικητική θέση που κατέχουν, πράγμα που εξαρτάται (τελικά) από την κρίση των μετόχων. Η σύγκρουση συμφερόντων λοιπόν εδώ δεν είναι 'συγκρουσιακού τύπου' (βλέπε σωματεία) χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν έχουνε αντικείμενο ή ότι το αντικείμενο είναι απαραίτητα μικρότερης έκτασης (materiality).

Υπάρχει λοιπόν η δυνατότητα για κάποιον, διοικούντα μία εταιρία να χρησιμοποιεί πόρους της εταιρίας για ίδιον όφελος (π.χ. τους νομικούς της εταιρίας για προσωπικές του υποθέσεις, ή τους φοροτεχνικούς της για την προσωπική του δήλωση, ή ακόμη και μη ανθρώπινους πόρους, π.χ. τα γραφεία της εταιρίας για προσωπικής φύσεως συναντήσεις), υπάρχει η δυνατότητα να επιβαρύνει την εταιρία με προσωπικά έξοδα (π.χ. έξοδα της οικίας του, ή έξοδα κοινωνικών εκδηλώσεων), η δυνατότητα να λαμβάνει 'αμοιβές' από τρίτους προκειμένου η εταιρία να χρησιμοποιήσει τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες τους, η δυνατότητα άτυπης σύμπραξης με ανταγωνιστές (να μη μετέχει δηλ. η εταιρία σε προσοδοφόρους διαγωνισμούς έναντι προσωπικού ανταλλάγματος) κ.ο.κ. Βεβαίως πολλά από αυτά περιορίζονται από τη νομοθεσία. Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη έχουνε πιο περιορισμένο πεδίο δράσης – τις αμοιβές (χρηματικές και μη) και την επιλογή των μελών Διοικητικού Συμβουλίου.

Ο ρόλος του μετόχου.

Όπως έχει ήδη αναλυθεί, η διπλή απομάκρυνση του μετόχου από την καθημερινότητα της διοίκησης της εταιρίας δυσχεραίνει την κατανόηση και τον έλεγχο των θεμάτων αυτής. Η σημαντική εξαίρεση σε αυτό, όπου έχουμε δει μετόχους χωρίς συμμετοχή στη διοίκηση να διαφοροποιούν τη θέση τους, είναι οι περιπτώσεις μεταβολής της ίδιας της μετοχικής ιδιότητας.

Στην Ελλάδα, το πιο σημαντικό παράδειγμα είναι η Mitica, επενδυτική εταιρία συμφερόντων του Τζιβέλη. Η Mitica αντιτάχθηκε επί σειρά ετών στην προσπάθεια της Αμερικανικής Crown για διαγραφή της κατά πλειοψηφία θυγατρικής της Hellas Can από το Χρηματιστήριο με υποχρεωτική εξαγορά των μειοψηφούντων μετόχων, προβάλλοντας ενστάσεις επί της βασιμότητας του

προσφερόμενου τιμήματος. Άλλες θέσεις της εταιρίας ήταν στην Αττική Συμμετοχών (εφοπλιστική, συμφερόντων και Παναγόπουλου) και προσφάτως στην Φουρλής και στην Ελλάκτωρ.

Αντίθετης τάσης αλλά εξίσου σημαντική υπήρξε η τοποθέτηση του Κου Λάζαρου Εφραίμογλου, σημαντικού μετόχου της Τράπεζας Εργασίας, που σε αντίθεση με τη διοίκηση της τράπεζας αλλά και με την πλειοψηφία των μετόχων, πούλησε το μερίδιό του στην τράπεζα (περίπου 12%) το 1998 στον όμιλο Λάτση, ξεκινώντας τη διαδικασία που θα κατέληγε στην συγχώνευση των δύο τραπεζών.

Ωστόσο, πέρα από τα να μην ηχηρά αλλά όμως περιστασιακά παραδείγματα, οι μέτοχοι συνήθως συντάσσονται με την πλειοψηφία/διοίκηση των εταιριών στις οποίες μετέχουν – ή αλλιώς πουλούν τις μετοχές τους⁹. Για εταιρίες των οποίων οι μετοχές κατέχονται σε μεγάλο βαθμό από το ευρύ επενδυτικό κοινό, και σε χρηματιστήρια με σημαντικό βάθος (ρευστότητα), αθρόες πωλήσεις μετοχών έχουν ως αποτέλεσμα την πτώση της τιμής της μετοχής, και την ταυτόχρονη αύξηση της πιθανότητας επιθετικής εξαγοράς της εταιρίας. Έτσι, και αυτό μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά, καθώς σε μία εξαγορά τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι πιθανό να απολέσουν τις θέσεις και τα προνόμιά τους.

Δυστυχώς στην Ελλάδα η πιθανότητα επιθετικής εξαγοράς είναι ασήμαντη¹⁰. Ο λόγος για αυτό είναι προφανής από τον παρακάτω πίνακα. Εδώ απεικονίζεται ο συντελεστής στάθμισης των μετοχών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου που αντιστοιχεί στο ποσοστό των μετοχών τους που κατέχονται από το ευρύ επενδυτικό κοινό,¹¹ γνωστός και ως διασπορά. Από τον πίνακα (στοιχεία αντληθέντα από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών την 5/12/2013) φαίνεται ότι στην συντριπτική πλειοψηφία των εταιριών οι μέτοχοι είναι κατ' ουσία ανίσχυροι¹².

Κωδικός Μετοχής ¹³	%Στάθμισης	Κωδικός Μετοχής	%Στάθμισης
ΑΒΑΞ	42	ΛΟΥΛΗ	22
ΑΛΦΑ	16	ΜΕΤΚ	47
ΑΡΑΙΓ	36	ΜΙΓ	65
ΑΤΤ	47	ΜΛΣ	44
ΓΕΚΤΕΡΝΑ	75	ΜΟΗ	51
ΔΕΗ	46	ΜΠΕΛΑ	74
ΔΡΟΜΕ	28	ΜΥΤΙΛ	71

⁹ Η αμερικανική έκφραση είναι Shareholders vote with their feet (δηλαδή σε περίπτωση διαφωνίας αποχωρούν αντί να καταψηφίσουν).

¹⁰ Ο άλλος σημαντικός παράγοντας που μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά σε μία εξαγορά, το μέγεθος της εταιρίας, στην Ελλάδα δεν έχει πεδίο εφαρμογής. Καμία ελληνική εταιρία δεν πλησιάζει τα μεγέθη που θα μπορούσαν να την καταστήσουν 'too big to acquire'. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι το σύνολο της κεφαλαιοποίησης της Ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στην υπό μελέτη περίοδο (περί τα €35 δις) υπολείπεται του 10% της κεφαλαιοποίησης της Apple.

¹¹ Οι «Βασικοί Κανόνες Διαχείρισης & Υπολογισμού των Δεικτών της Αγοράς Μετοχών του ΧΑ» όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα του ΧΑ αναφέρουν ότι «ο συντελεστής είναι το πραγματικό ποσοστό ευρείας διασποράς των μετοχών της εταιρείας στρογγυλοποιημένο στο ανώτερο ακέραιο». Δεδομένου ότι στις υποχρεώσεις γνωστοποίησης των εταιριών περιλαμβάνεται τόσο η γνωστοποίηση θέσεων μετόχων άνω του 5%, όσο και οι σημαντικές μεταβολές, ο υπολογισμός είναι απλά θέμα σύνθεσης των δεδομένων.

¹² Ανοιχτό είναι και το ερώτημα κατά πόσο κάτι τέτοιο παραβιάζει τα ιδιοκτησιακά δικαιώματα, περιορίζοντας τα και έτσι υποβαθμίζοντας την λειτουργία της αγοράς ως μηχανισμού προσδιορισμού τιμών. Σχετικά βλ. Armen A. Alchian, "Some Economics of Property Rights," 11 Politico, XXX (1965), pp. 816-829.

¹³ Πίνακας με τις αντιστοιχίες κωδικών μετοχών με ονόματα εταιριών παρατίθεται στο παράρτημα 1

ΕΕΕ	54	NHP	50
ΕΛΒΑ	34	ΟΛΘ	26
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	75	ΟΛΠ	26
ΕΛΠΕ	24	ΟΛΥΜΠ	34
ΕΛΤΟΝ	30	ΟΠΑΠ	66
ΕΠΙΛΚ	30	ΟΤΕ	50
ΕΤΕ	17	ΟΤΟΕΛ	32
ΕΥΑΠΣ	21	ΠΑΠ	23
ΕΥΔΑΠ	29	ΠΕΙΡ	19
ΕΥΠΙΚ	44	ΠΛΑΘ	39
ΕΧΑΕ	95	ΠΛΑΚΡ	43
ΙΑΣΩ	90	ΡΕΒΟΙΑ	28
ΙΑΤΡ	32	ΣΑΡ	51
ΙΚΤΙΝ	34	ΣΕΝΤΡ	30
ΙΝΚΑΤ	39	ΣΙΔΕ	27
ΙΝΛΟΤ	66	ΤΕΝΕΡΓ	32
ΙΝΤΚΑ	65	ΤΙΤΚ	61
ΚΛΕΜ	32	ΤΡΑΣΤΟΡ	23
ΚΛΜ	28	ΥΓΕΙΑ	30
ΚΟΡΡΕΣ	37	ΦΡΙΓΟ	56
ΚΟΥΕΣ	26	ΦΡΛΚ	80
ΚΡΙ	36	ΦΦΓΚΡΠ	51
ΛΑΜΔΑ	26	ΧΑΚΟΡ	35

Κατά συνέπεια, πλην εξαιρέσεων, οι μέτοχοι δεν θα μπορέσουν να επέμβουν ούτε απορριπτικά σε δυνητικά μη-συμφέρουσες προτάσεις εξαγοράς, αλλά και ούτε θετικά σε συμφέρουσες προτάσεις, τις οποίες η διοίκηση επιλέγει να απορρίψει για δικούς της λόγους, συνήθως για να διατηρήσει τη θέση της. Θα περίμενε κανείς, σε αυτές τις περιπτώσεις, τα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ να παρέμβουν υπέρ των μετόχων, όμως και αυτός είναι ένας τομέας που η διασύνδεση λειτουργεί αρνητικά. Ο πιθανός αντίλογος ότι οι περιπτώσεις αυτές είναι εξαιρετικά περιορισμένες δεν ευσταθεί. Η προσπάθεια για μία επιθετική εξαγορά είναι πολυπαραγοντική συνάρτηση, αλλά συναρτάται σίγουρα και από την εκτιμώμενη πιθανότητα επιτυχίας. Έτσι, ο μικρός αριθμός τέτοιων περιπτώσεων, μάλλον προς το αντίθετο συνηγορεί.

Ο αντίλογος

Βεβαίως το 'μπόλιασμα' μίας εταιρίας με επιτυχημένα στελέχη άλλων εταιριών έχει πλείστα καλά. Διαφορετικές εμπειρίες, προσλαμβάνουσες παραστάσεις, τρόποι αντιμετώπισης ή ακόμη και αντίληψης προβλημάτων, εξωτερική ανεξάρτητη οπτική σε στρατηγικές αποφάσεις της εταιρίας και πολλά ακόμη, συγκαταλέγονται μεταξύ των πλεονεκτημάτων της διασύνδεσης διοικητικών συμβουλίων. Επιτυχημένοι επιχειρηματίες μπορούν να προσφέρουν την πείρα τους και σε άλλες εταιρίες και μπορούν να αποτελέσουν πρόσωπα ευρείας αποδοχής από τη γενική συνέλευση και μεγάλης αναγνωρισιμότητας μεταξύ των μετόχων και του Τύπου. Ο Coase μάλιστα εντοπίζει ως παράγοντα μεγέθυνσης μίας εταιρίας την μείωση της πιθανότητας του επιχειρηματία να κάνει

λάθη, ή τη μείωση της αύξησής της με την αύξηση του αριθμού των συναλλαγών¹⁴, εμμέσως τονίζοντας την αξία της εμπειρίας.

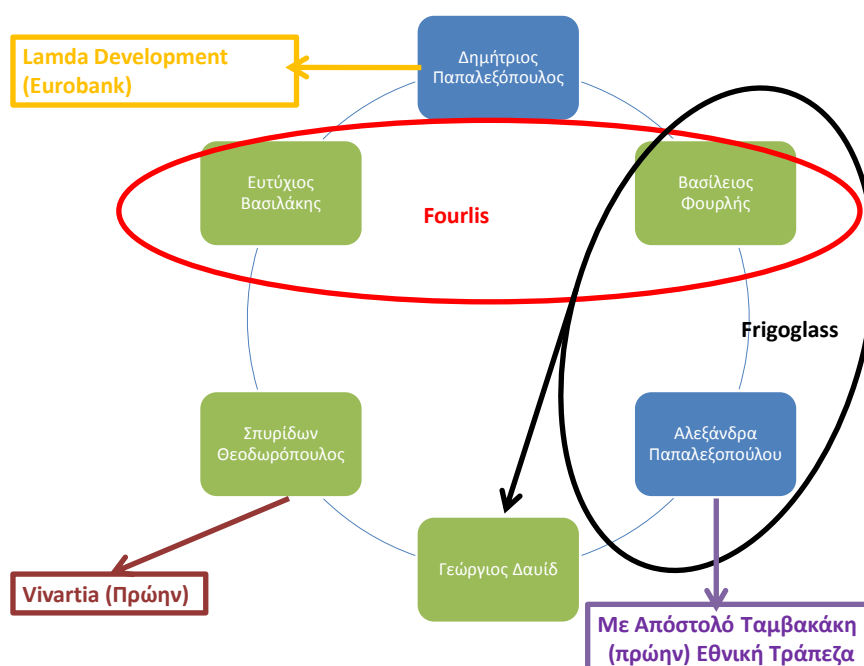
Υπόθεση εργασίας

Επειδή ο θεσμός των ανεξάρτητων μελών Διοικητικών Συμβουλίων στοχεύει στις αμοιβές των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων, προκύπτει και ότι η κύρια παρέκκλιση που θα εμφανίζουν οι εταιρίες με υψηλή διασύνδεση θα είναι στις αμοιβές των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων. Θα υποθέταμε λοιπόν ότι οι εταιρίες των οποίων τα τύποις ανεξάρτητα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων είναι στην πραγματικότητα διασυνδεδεμένα, θα εμφανίζουν υψηλότερες αμοιβές στα εκτελεστικά μέλη (καθότι τα 'ανεξάρτητα' μέλη θα είναι πιο φιλικά απέναντι στα εκτελεστικά μέλη, που ενδεχομένως αποτελούν τα 'ανεξάρτητα' μέλη στα οικεία Διοικητικά Συμβούλια)¹⁵.

Αυτό το υποσύνολο των δυνητικών συγκρούσεων συμφερόντων, αποτελεί ένα ενδιαφέρον πρώτο στάδιο μελέτης.

Μελέτες περίπτωσης - παράδειγμα

Παίρνοντας σαν παράδειγμα την ΑΕΕ Τσιμέντων Τιτάν, παρατηρούμε ότι ενώ έχει οκτώ ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη στο Διοικητικό Συμβούλιο το 2009, πολλά από αυτά βρίσκονται και στα ΔΣ άλλων εταιριών (της τράπεζας Πειραιώς, της Furlis Holding της Frigoglass κ.ο.κ.), ενώ από τα εκτελεστικά της μέλη κάποια βρίσκονται ως μη εκτελεστικά σε άλλες εταιρίες. Βλέπουμε λοιπόν ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα υψηλού βαθμού διασύνδεσης. Σχηματικά, αυτό απεικονίζεται ως εξής:



¹⁴ R. H. Coase, 'The Nature of the Firm', *Economica*, 4 (1937), 386-405 (σ. 396).

¹⁵ Ο Akerlof αναφέρει σχετικά: abusive strategies are easier to implement when [...] managers are tightly controlled. George A. Akerlof and others, 'Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit', *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993 (1993), 1-73 (σ. 7).

Έτσι βλέπουμε πιο συγκεκριμένα ότι δύο ανεξάρτητα μέλη (Ευτύχιος Βασιλάκης & Βασίλειος Φουρλής) βρίσκονται και στο Δ.Σ. της τράπεζας Πειραιώς, και, (οι ίδιοι δύο) και της Fourlis Holding ενώ ο Κος Φουρλής βρίσκεται ταυτόχρονα στο ΔΣ της Frigoglass με την (εκτελεστική στην Τιτάν) Κα Παπαλεξοπούλου. Ο (έμμεσος, μέσω της BOVAL θυγατρικής της Kar-Tess) ιδιοκτήτης της Frigoglass, κος Γεώργιος Δαυίδ βρίσκεται και αυτός μέσα στο ΔΣ της Τιτάν ως ανεξάρτητος σύμβουλος. Ταυτόχρονα, η Κα Παπαλεξοπούλου αποτελεί μέρος του ΔΣ της Εθνικής Τράπεζας από ανάληψης της διοικήσεως από τον Κο Απόστολο Ταμβακάκη, πρώην ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος του ΔΣ της Τιτάν.

Η εικόνα συμπληρώνεται από τον Κο Θεοδωρόπουλο, πρώην εκτελεστικό μέλος του ΔΣ της Vivartia και τον Κο Παπαλεξόπουλο, εκτελεστικό (διευθύνοντα σύμβουλο) της Τιτάν και ανεξάρτητο, μη εκτελεστικό μέλος της Lamda Development του ομίλου Eurobank.

Η Τιτάν δεν είναι τυχαία επιλογή. Είναι εταιρία πρωτοστάτης στο ελληνικό δίκτυο εταιρικής κοινωνικής ευθύνης, στο οποίο προεδρεύει πρώην στέλεχός της (Νίκος Αναλυτής). Είναι η παλαιότερη εισηγμένη ιδιωτική εταιρία στο ελληνικό χρηματιστήριο και μία εταιρία με μακρά παράδοση στο σεβασμό του μικρομετόχου. Είναι έτσι προφανές ότι το θέμα που χρήζει βαθύτερης και διεξοδικότερης μελέτης, σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο δείγμα εταιριών.

Ομάδα ελέγχου

Ας πάρουμε για παράδειγμα την εταιρία Σέλμαν. Το Διοικητικό Συμβούλιο περιλαμβάνει δύο ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη (μεταξύ των οποίων και ο αντιπρόεδρος του):

‘Νικόλαος Ι. Φαρμάκης: Γιατρός Ορθοπαιδικός Χειρουργός. Διετέλεσε Υφυπουργός Υγείας (1994 - 1996 & 1998 - 2000), Υφυπουργός Κοινωνικών Ασφαλίσεων (1996 - 1998 & 2000 - 2001) και Υφυπουργός Οικονομίας & Οικονομικών (Γενικό Λογιστήριο) (2003 - 2004).

Γεώργιος Χ. Γκάνης: Γεννήθηκε στη Χαλκίδα το 1967. Είναι Λογιστής με μακρά εμπειρία σε λογιστική υποστήριξη και παρακολούθηση εμπορικών εταιριών.’

Τέλος, κανένα από τα εκτελεστικά μέλη δεν μετέχει στο ΔΣ άλλης εισηγμένης εταιρίας. Φαίνεται λοιπόν να υπάρχει δείγμα εταιριών με μη διασυνδεδεμένα ΔΣ, ώστε να μπορούν να συγκριθούν οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών της μίας και της άλλης περιπτώσεως.

Οι αμοιβές

Τιτάν ΑΕ:

Οι μισθοί και οι λοιπές ακαθάριστες αποδοχές των επτά μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που παρείχαν τις υπηρεσίες τους προς την Εταιρία με σχέση εξαρτημένης εργασίας ή παροχής ανεξαρτήτων υπηρεσιών, ανήλθαν κατά τη χρήση 2009, σε ποσό €1.727.430,74, έναντι αντίστοιχου ποσού €1.746.829 κατά τη χρήση 2008.

Επί πλέον καταβλήθηκαν σε εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου επί πλέον αμοιβές (bonus) συνολικού ποσού €283.120, έναντι αντίστοιχου ποσού €609.200 που είχε καταβληθεί το 2008.’

Διαπιστώνουμε επίσης ότι η Τιτάν δεν δίνει ένα καθαρό νούμερο για τα εκτελεστικά μέλη και μόνο, αλλά (συνοψίζοντας κάπως τα δεδομένα) περιλαμβάνει και τις αμοιβές ενός μη εκτελεστικού μέλους.

Σέλμαν ΑΕ

‘Οι συνολικές αμοιβές προς τα Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας και του Ομίλου για το 2010 ανέρχονται σε € 121.540 και € 363.137 αντίστοιχα, έναντι € 419.760 και € 724.880 για το 2009.’ Η Σέλμαν αριθμεί έξι μέλη στο Διοικητικό της Συμβούλιο.

Διαπιστώνουμε ότι δεν είναι δυνατόν να απομονωθούν οι αμοιβές των εκτελεστικών μόνο μελών των Διοικητικών Συμβουλίων των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών. Ωστόσο η σύγκριση δεν παύει να είναι εντυπωσιακή.

Δεν υπάρχει καμία τέτοια μελέτη στην βιβλιογραφία με αντικείμενο την Ελλάδα, παρά το γεγονός ότι το αντικείμενο αποτελείται από δημόσια πληροφορία.

Τα ερωτήματα

Προκύπτει σαφώς ότι η τήρηση της επιταγής του νομοθέτη για ανεξάρτητα, μη εκτελεστικά μέλη στα διοικητικά συμβούλια των εισηγμένων έχει ατονήσει στο πνεύμα, αν όχι στο γράμμα του νόμου. Σε αυτό συνετέλεσε η πρακτική της διασύνδεσης των Διοικητικών Συμβουλίων. Το προφανές ερώτημα είναι πόσο εκτενής είναι αυτή η διασύνδεση, δηλαδή επί συνόλου 248 εισηγμένων εταιριών στην Κύρια και Παράλληλη αγορά του ΧΑ το Δεκέμβριο του 2012¹⁶, πόσες έχουνε Διοικητικά Συμβούλια διασυνδεδεμένα μεταξύ των και πόσες τηρούν και το πνεύμα εκτός από το γράμμα του νόμου. Θα επιχειρήσουμε λοιπόν μία αρχική χαρτογράφηση της έκτασης του φαινομένου στην Ελλάδα σήμερα. Τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων των εισηγμένων εταιριών καθώς και τα βιογραφικά τους αποτελούν δημόσια δεδομένα και η διερεύνηση θα βασιστεί στην επεξεργασία αυτών των δεδομένων.

Συμπληρωματικά θα μπορούσαν να γίνουν και μελέτες περίπτωσης σε μεγαλύτερο βάθος. Βεβαίως, η δειγματοληπτική φύση των μελετών περίπτωσης εισαγάγει προβλήματα αντικειμενικότητας μέσω της επιλογής του δείγματος. Έτσι αξιολογήθηκαν δύο τρόποι για να ξεπεραστεί αυτό. Ο ένας είναι η συνειδητή επιλογή των πιο κραυγαλέων περιπτώσεων από την ανωτέρω χαρτογράφηση. Ο άλλος είναι η περιοδικότητα, με σταθερή περίοδο, (π.χ. ανά εικοσιπέντε εταιρίες) και με πεδίο αναφοράς τον αλφαβητικό κατάλογο των εισηγμένων εταιριών όπως δημοσιεύεται στον δικτυακό τόπο του χρηματιστηρίου.

Εκτός από τη διερεύνηση των κατά περίπτωση αμοιβών των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων και, όπου είναι δυνατόν, την απομόνωση των αμοιβών των εκτελεστικών μελών, κρίνεται σκόπιμη και η διερεύνηση της σχετικής προσφοράς του συνόλου του Διοικητικού Συμβουλίου. Μήπως, δηλαδή, αμείβονται πλουσιότερα γιατί είναι όντως καλύτεροι; Μία πρώτη προσέγγιση θα ήταν να μελετηθεί σε αντιστοιχία και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Εφόσον ο πρωτεύων στόχος της κάθε εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση της περιουσίας των μετόχων, ίσως αυτοί που το πετυχαίνουν καλύτερα οφείλουν να αμείβονται αντίστοιχα. Αυτή είναι και η λογική της (ατελούς) προσπάθειας συγκλίσεως κινήτρων. Ο Oliver Hart αναφέρει ότι το άτομο που προσδιορίζει την

¹⁶ Στοιχεία από την ιστοσελίδα του ΧΑ www.ase.gr

κερδοφορία μίας υποκείμενης αξίας οφείλει να είναι και ιδιοκτήτης, και ότι ακόμη και με την απόδοση σε αυτό της προκύπτουσας κερδοφορίας, τα κίνητρά του είναι αμβλυμμένα¹⁷.

Περεταίρω προβληματισμοί

Έπεται λογικά ο προβληματισμός σε σχέση με το αν η μη τήρηση του πνεύματος του νόμου οδηγεί τελικά (και σε ποιο βαθμό) στις καταστάσεις εκείνες που δημιουργήσαν την ανάγκη του νόμου εξ αρχής; Είναι οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών ΔΣ εταιριών με διασυνδεμένα ΔΣ υψηλότερες με στατιστική σημαντικότητα; Και σε ποιο βαθμό; Είναι οι υψηλότερες αμοιβές συσχετιζόμενες με υψηλότερη κερδοφορία;

Αυτό μοιάζει εύκολο να απαντηθεί. Οι αμοιβές των Μελών των Διοικητικών Συμβουλίων είναι δημόσια πληροφορία, σύμφωνα με τον Ν. 2190/1920 (άρθρο 43^Α). Χρειάζεται λοιπόν μόνο ο εντοπισμός και η επεξεργασία τους, καθώς και μία λειτουργική ομάδα ελέγχου (εταιριών των οποίων τα Διοικητικά Συμβούλια δεν είναι διασυνδεμένα).

Όμως, προηγουμένως διαπιστώσαμε ότι η απομόνωση των αμοιβών των εκτελεστικών μόνο μελών των Διοικητικών Συμβουλίων δεν είναι εφικτή. Το ίδιο θέμα έχει απασχολήσει και τον ΣΕΒ που προτείνει 'την κατάρτιση ετήσιας έκθεσης αμοιβών, που θα περιλαμβάνεται στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, στην οποία θα δημοσιοποιούνται τα συνολικά «πακέτα» αποζημίωσης κάθε μέλους'. Προσδιορίζουν δε ότι 'η εφαρμογή των σχετικών ειδικών πρακτικών του Κώδικα αναβάλλεται για το 2012'.

Δίδεται δε, και συγκεκριμένη προτεινόμενη μορφή για αυτή την δημοσιοποίηση

Εκτελεστικά μέλη ΔΣ ²⁴	Μισθός		Πρόσθετη αμοιβή βάσει απόδοσης (bonus)		Άλλες παροχές ή επιδόματα ²⁵	
	Εταιρική χρήση N-1	Εταιρική χρήση N3	Εταιρική χρήση N-1	Εταιρική χρήση N ²⁶	Εταιρική χρήση N-1	Εταιρική χρήση N
Διευθύνων Σύμβουλος						
Εκτελεστικό μέλος Α						
Εκτελεστικό μέλος Β						
Εκτελεστικό μέλος Γ						

Εκτελεστικά μέλη ΔΣ	Μετοχές που χορηγήθηκαν κατά την εταιρική χρήση		Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών που χορηγήθηκαν κατά την εταιρική χρήση			Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών που ασκήθηκαν κατά την εταιρική χρήση		
	Συνολικός αριθμός	Ημερομηνία κατοχύρωσης ²⁷	Συνολικός αριθμός	Τιμή άσκησης	Ημερομηνία κατοχύρωσης	Συνολικός αριθμός	Τιμή άσκησης	Αξία
Διευθύνων Σύμβουλος								
Εκτελεστικό μέλος Α								
Εκτελεστικό μέλος Β								
Εκτελεστικό μέλος Γ								

Η δημοσιοποίηση του τύπου αυτού θα δώσει τη δυνατότητα να ερευνηθεί σε μεγαλύτερο βάθος κατά πόσο η διασύνδεση των ΔΣ των εισηγμένων εταιριών ζημιώνει τελικά τον μέτοχο οδηγώντας τη διοίκηση της εταιρίας σε υπερβολές (παρόλο που και μόνο η δημοσιοποίηση θα λειτουργήσει σε κάποιο βαθμό, ως αντικίνητρο στην υπερβολή).

¹⁷ Oliver D. Hart, 'Incomplete Contracts and the Theory of the Firm', *Journal of Law, Economics, & Organization*, 4 (1988), 119-39 (σ. 127).

Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας θα πρέπει να είναι η απάντηση στο ερώτημα εάν η διασύνδεση Διοικητικών Συμβουλίων εισηγμένων εταιριών είναι πρόβλημα. Δηλαδή εάν παραβιάζοντας το πνεύμα του νόμου περί ανεξαρτησίας οι εταιρίες έχουν δημιουργήσει ένα προνομιακό καθεστώς για τους διοικούντες τους χωρίς ουσιαστικό εξωτερικό έλεγχο. Εν κατακλείδι, και εφόσον προκύπτει ότι είναι ένα πρόβλημα που χρήζει αντιμετώπισης, θα πρέπει να διερευνηθούν πιθανοί τρόποι αντιμετώπισής του.

Εκκρεμείς (;) προβληματισμοί

Εκκρεμείς θα παραμείνουν ωστόσο, μέχρι νεωτέρας νομοθετικής παρεμβάσεως, άλλοι συγγενείς προβληματισμοί. Μεταξύ αυτών, θα είναι:

Οι συναλλαγές μεταξύ διασυνδεμένων εταιριών (οικονομικές, όχι μετοχικές). Επηρεάζεται, παραδείγματος χάριν, μία εταιρία στην επιλογή της συνεργασίας της με μία ή άλλη τράπεζα από την παρουσία μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό της Συμβούλιο που ανήκουν στο δυναμικό τράπεζας; Κυρίως (για τα ελληνικά δεδομένα), πόσο ευνοϊκή είναι η μεταχείριση της διασυνδεδεμένης εταιρίας από πλευράς της τράπεζας. Θα προσπαθήσει ένας οικονομικός διευθυντής να κερδίσει την εύνοια των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ προσφέροντας στις εταιρίες από τις οποίες προέρχονται ελκυστικές συμφωνίες;

Τα ενδο-συνδεδεμένα ΔΣ, αυτά δηλαδή που απαρτίζονται από τους επιχειρηματίες και 'ανθρώπους εμπιστοσύνης' στις θέσεις που θα έπρεπε να καταλαμβάνονται από ανεξάρτητους. Στην Ελλάδα η παραστατικότερη συλλογική μνήμη είναι το λεγόμενο 'σκάνδαλο των κουμπάρων' του 2005 με τον εκβιασμό της ΜΕΒΓΑΛ για να μην της επιβληθεί πρόστιμο από την επιτροπή ανταγωνισμού. Πόσα εκ των ανεξαρτήτων μελών ΔΣ είναι αχυράνθρωποι της διοικήσεως για να πληρούν το γράμμα του νόμου χωρίς όμως να υπάρχει πραγματικός θεσμικός έλεγχος;

Ο νεποτισμός και η οικογενειοκρατία – μη μπορώντας να λάβει π.χ. ο ίδιος ο Διευθύνων Σύμβουλος υπερβολική αμοιβή προσλαμβάνει (ή αναθέτει έργα σε) μέλη της οικογένειάς του. Πόσα από αυτά τα περιστατικά τυγχάνουν της προσοχής των ανεξαρτήτων μελών των Διοικητικών Συμβουλίων, και πόσα μπορούν να προληφθούν;

Μέρος Α

Κεφάλαιο πρώτο: Το κανονιστικό πλαίσιο

1. Εισαγωγή

Η φύση του κανονιστικού πλαισίου είναι τέτοια που αυτό βρίσκεται πάντα υπό διαμόρφωση και εξέλιξη, ακολουθώντας τις κοινωνικές εξελίξεις. Στην Ελλάδα, σε αυτόν τον τομέα έχουν γίνει άλματα σε σειρά θεμάτων τα τελευταία χρόνια. Εν συντομία θα προσπαθήσουμε να περιγράψουμε παρακάτω κάποιες από τις κύριες πρόνοιες του κανονιστικού πλαισίου για την εύρυθμη λειτουργία των εταιριών και την προστασία των μετόχων. Θα θέλαμε με αυτόν τον τρόπο να θέσουμε τη βάση για την επεξεργασία των δεδομένων επί της πρακτικής εφαρμογής του πλαισίου, ιδιαίτερα όσον αφορά τη διάσταση των ανεξάρτητων, μη-εκτελεστικών μελών ΔΣ.

Σε καμία περίπτωση η προσπάθεια αυτή δεν καλύπτει το αίτημα της πληρότητας – για το οποίο υπάρχει σειρά κειμένων από έγκριτους νομικούς. Κυριότερο ίσως όλων, για τον αναγνώστη που θέλει να εμβαθύνει, είναι το δίτομο έργο του Δρ Μιχάλη Τσιμπρή 'Η νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς'¹⁸, που αποτέλεσε και οδηγό για αυτή την προσπάθεια.

2. Οι Παίκτες

Βασικότερος διαμορφωτής του κανονιστικού πλαισίου μέχρι σήμερα είναι ο νομοθέτης. Οι σημαντικότερες παρεμβάσεις που έχουν γίνει τα τελευταία χρόνια είναι ο Ν. 3016/2002¹⁹, που βάζει τις αρχές της χρηστής διακυβέρνησης, και 3693/2008²⁰ που τον συμπληρώνει. Αυτές καθώς και άλλες σημαντικές νομοθετικές παρεμβάσεις θα αναλυθούν σε μεγαλύτερο βάθος παρακάτω.

Ο νομοθέτης όμως συνεπικουρείται στην προσπάθειά του και από άλλους φορείς. Ο κυριότερος εξ αυτών είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που δημιουργείται με τον ΑΝ 148²¹ της 5^{ης} Οκτ. 1967 στο υπουργείο συντονισμού, ως μετεξέλιξη του Οργανισμού Χρηματοδοτήσεως Οικονομικής Αναπτύξεως (ΝΔ 2970²²/1954) που εν τω μεταξύ έχει συγχωνευτεί με τους Οργανισμό Βιομηχανικής Αναπτύξεως και Οργανισμό Τουριστικής Πίστωσης το 1964 οπότε και δημιούργησαν την Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως (ΕΤΒΑ). Η σημαντικότερη απόφαση-σταθμός για την εταιρική διακυβέρνηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς είναι η απόφαση 5/204²³ της 14^{ης} Νοεμβρίου 2000. Αυτή και άλλες ρυθμίσεις θα εξεταστούν παρακάτω με λεπτομέρεια.

¹⁸ Δρ Μιχάλης Ρ. Τσιμπρή, *Η νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς*, 5th edn, 2 vols (Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008). Επίσης ανά νομοθέτημα περιγραφή γίνεται και από τον Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σσ. 111-20.

¹⁹ ΦΕΚ Α/110 17/5/2002.

²⁰ ΦΕΚ Α/174 25/08/2008.

²¹ ΦΕΚ Α/173 9/10/1967.

²² ΦΕΚ Α/203 30/8/1954.

²³ ΦΕΚ Β/1487 6/12/2000.

Επίσης εξαιρετικά σημαντικό είναι και το Χρηματιστήριο Αθηνών, που αν και προϋπάρχει, θωρακίζεται με τον Ν3632²⁴/1928. Σήμερα η κανονιστική του δράση έχει περιοριστεί κυρίως στα θέματα διενέργειας συναλλαγών. Ήταν όμως ο φορέας που πρώτος διεξήγαγε εξετάσεις πιστοποίησης επαγγελματικής επάρκειας (για χρηματιστηριακούς εκπροσώπους, με τον Ν1806²⁵/1988) – σήμερα συναρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Τραπέζης της Ελλάδος. Επίσης, μέχρι και σήμερα επιτελεί σημαντικό εκπαιδευτικό έργο.

Τέλος τη δική τους κανονιστική σημασία έχουν και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, που ιδρύθηκε το 1991 (βάση του Ν1892²⁶/1990) και διατηρεί τα στοιχεία των μερίδων των επενδυτών, καθώς και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων που αποτελεί τον Κεντρικό Αντισυμβαλλόμενο για συναλλαγές επί παραγώγων. Η ΕΤΕΣΕΠ ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 1998 με βάση το Νόμο 2533²⁷/1997 και συγχωνεύτηκε με την μητρική της Ελληνικά Χρηματιστήρια την 19/12/2005 με ημερομηνία ισολογισμού μετασχηματισμού τη 31η Δεκεμβρίου 2005.

Από την πλευρά της δικαστικής εξουσίας, η πιο ενδιαφέρουσα ίσως υπόθεση με διαστάσεις εταιρικής διακυβέρνησης είναι η σε εξέλιξη υπόθεση του ομίλου Λαυρεντιάδη. Επίσης ενδιαφέρον παρουσιάζουν και η εξέλιξη της υποθέσεως γνωστής και ως ‘μετοχές φούσκες’ του 1999 (που αφορά παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού, θέμα που άπτεται της εταιρικής διακυβέρνησης), που έχει ξανανοίξει μετά την καταδίκη της δικαστού για δωροδοκία και είναι ακόμη σε εξέλιξη, και οι υποθέσεις των δομημένων ομολόγων (2005-2007) που επίσης είναι σε εξέλιξη αν και αυτή αφορά διακυβέρνηση ασφαλιστικών ταμείων και όχι εταιριών. Εν τέλει, σήμερα δεν έχουμε σχετική νομολογία.

Εποπτική (και όχι κανονιστική) σημασία έχουν τέλος και το Σώμα Δίωξης Οικονομικού Εγκλήματος, που έχει συνεργαστεί με τις δικαστικές αρχές στις παραπάνω υποθέσεις, και η Επιτροπή Λογιστικής Τυποποίησης και Ελέγχου που ιδρύθηκε με τον Ν 3148²⁸/2003 και εποπτεύει τόσο το Λογιστικό όσο και τον Ελεγκτικό Θεσμό.

3. Τα σημεία

Μέχρι σήμερα το κανονιστικό πλαίσιο έχει αντιμετωπίσει σειρά θεμάτων με στόχο τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης, τη διαφάνεια, την προστασία του επενδυτικού κοινού κλπ. Θα εξετάσουμε εδώ μερικά από τα πιο ενδιαφέροντα σημεία.

3.α. Σύγκρουση συμφερόντων ιδιοτήτων Χρηματιστή και εκπροσώπου εισηγμένης εταιρίας

Με το άρθρο 12 παράγραφος 3 του Ν 3632 του 1928 (ιδρυτικό του Χρηματιστηρίου) απαγορεύεται στον Χρηματιστή να είναι εκπρόσωπος ανωνύμου εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο. Η αιτία

²⁴ ΦΕΚ Α/137 26/07/1928.

²⁵ ΦΕΚ Α/207 20/09/1988.

²⁶ ΦΕΚ Α/101 31/07/1990.

²⁷ ΦΕΚ Α/228 11/11/1997.

²⁸ ΦΕΚ Α/136 5/6/2003.

της απαγόρευσης είναι προφανής – η αμεροληψία του χρηματιστή τίθεται εν αμφιβόλω εάν έχει και τις δύο ιδιότητες.

3.β. Υποχρέωση Δημοσιοποίησης

Οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται υποχρεωτικά για όλες τις εταιρίες στο Δελτίο Ανωνύμων Εταιριών της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως που δημιουργείται με το από 16/01/1930 Προεδρικό Διάταγμα²⁹ του Αλεξάνδρου Ζαΐμη. Το 1979, με τον Ν 876³⁰ (άρθρο 19), η υποχρέωση για τις εισηγμένες επεκτείνεται στη δημοσίευση σε οικονομική εφημερίδα, σε εξαμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, και δίδεται προθεσμία διμήνου για τη δημοσίευση. Τον Μάρτιο του 1981, με την Κ3-781 Κοινή Υπουργική Απόφαση³¹ οι υπουργοί Συντονισμού και Εμπορίου προσθέτουν μέριμνα για αποστολή στο Χρηματιστήριο ικανοποιητικού αριθμού ισολογισμών. Οι υποχρεώσεις ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού αυξάνονται σημαντικά με το άρθρο 5 του ΠΔ350³² του 1985, όπου αναφέρεται και η ανάγκη ίσης μεταχείρισης των μετόχων. Τέλος, οι «προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά» εκσυγχρονίζονται και κωδικοποιούνται με τον Ν3556³³ του 2007. Σε κάποιες ειδικές περιπτώσεις (συγχωνεύσεων - εξαγορών - αλλαγής της κύριας δραστηριότητας - απόσχισης κλάδου) οι υποχρεώσεις αυτές συμπληρώνονται και από τις αποφάσεις 19/1999 και 94/2003 του ΔΣ του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

3.γ. Υποχρέωση Ελέγχου

Οι εισηγμένες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να αιτούνται τον έλεγχο από Ορκωτό Λογιστή από την έναρξη ισχύος του ΑΝ148/1967 (άρθρο 4).

3.δ. Συνδεδεμένη εταιρία

Η έννοια της συνδεδεμένης εταιρίας εισάγεται για πρώτη φορά με την από το 1986 αναθεώρηση του Ν. 2190³⁴/1920. Το άρθρο 33 του ΠΔ409³⁵/1986 προσθέτει το άρθρο 42.ε. του 2190/1920. Στην παράγραφο 5 αυτού περιγράφεται η συνδεδεμένη επιχείρηση. Αυτή διευρύνεται λίγο με την υπό του 3487³⁶/2006 αναθεώρηση (άρθρο 2, παράγραφος 1). Μεταξύ άλλων, συνδεδεμένες είναι οι εταιρίες όταν μία επιχείρηση «έχει την εξουσία να ασκεί ή πράγματι ασκεί κυριαρχική επιρροή ή έλεγχο σε άλλη επιχείρηση (θυγατρική επιχείρηση), ή, με άλλη επιχείρηση (θυγατρική επιχείρηση), υπάγονται στην ενιαία διεύθυνση της μητρικής επιχείρησης». Αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία στην εταιρική διακυβέρνηση με την θέσπιση της υποχρέωσης για ανεξάρτητα μέλη στο ΔΣ των εισηγμένων που θα δούμε παρακάτω.

²⁹ ΦΕΚ Α/22 22/1/1930.

³⁰ ΦΕΚ Α/48 12/3/1979.

³¹ ΦΕΚ Β/182 31/3/1981.

³² ΦΕΚ Α/126 4/7/1985.

³³ ΦΕΚ Α/91 30/4/2007.

³⁴ Αρχικά ΦΕΚ Α/216 19/9/1920 αλλά έχει αναθεωρηθεί πλείστες φορές.

³⁵ ΦΕΚ Α/191 28/11/1986.

³⁶ ΦΕΚ Α/190 11/9/2006.

3.ε. Σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου

Με το άρθρο 3 του Ν3016/2002 ορίζεται ότι 1/3 του ΔΣ πρέπει να αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη. Στο ίδιο άρθρο ορίζεται ότι τουλάχιστον δύο εξ αυτών οφείλουν να είναι ανεξάρτητα, ενώ στο ακριβώς επόμενο άρθρο ορίζονται οι συνθήκες της ανεξαρτησίας τους. Ένα εκ των κριτηρίων ανεξαρτησίας – η μη ιδιότητα του μετόχου – προφανώς κρίνεται πολύ αυστηρό διότι μέσα στην ίδια χρονιά, με τον Ν3091³⁷/2002 χαλαρώνει, επιτρέποντας την κατοχή μέχρι ποσοστού 0,5%. Τα κριτήρια ανεξαρτησίας όπως ισχύουν μετά από αυτό περιλαμβάνουν:

1. 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
2. Να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα. Σχέση εξάρτησης υπάρχει όταν το μέλος
 - a. Διατηρεί επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση (βλέπε 3.δ. άνω), η οποία σχέση από τη φύση της επηρεάζει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, ιδίως όταν είναι σημαντικός προμηθευτής ή πελάτης της εταιρείας.
 - b. 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 (βλέπε 3.δ. άνω) ή διατηρεί σχέση εξαρτημένης εργασίας ή έμμισθης εντολής με την εταιρία ή τις συνδεδεμένες με αυτήν επιχειρήσεις,
 - c. 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 (βλ. 3.δ. άνω)

3.στ. Αμοιβές μελών ΔΣ

Οι αμοιβές των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ ορίζονται, μας λέει το άρθρο 5 του Ν3016/2002, σύμφωνα με τον Ν2190/1920. Βέβαια ο Ν2190/1920 είναι πολύ γενικός στους προσδιορισμούς του. Ουσιαστικά απαιτεί οι αμοιβές να είναι εύλογες (άρθρο 24) και βέβαια δε διαχωρίζει σε εκτελεστικά και μη μέλη του ΔΣ. Οι αμοιβές των εκτελεστικών μελών ΔΣ είναι μέρος της γενικότερης πολιτικής αμοιβών της εταιρίας, και ορίζονται από το ΔΣ (άρθρο 3 παράγραφος 2 του Ν3016/2002).

3.ζ. Αρμοδιότητες μελών ΔΣ

Και πάλι ο νομοθέτης αντιμετωπίζει το θέμα με ασάφεια. Τα μέλη του ΔΣ μας λέει το άρθρο 2 του Ν3016/2002 οφείλουν να επιδιώκουν την «ενίσχυση της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας». Προσδιορίζονται εν συνεχεία κάποια ελάχιστα, όπως να μην επιδιώκουν «ίδια συμφέροντα που αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας» και να αποκαλύπτουν τυχών συγκρούσεις συμφερόντων. Εύλογα θα συμπεραίναμε εδώ συνδυαστικά και με το 3.στ. άνω ότι όποιες αμοιβές εγκρίνει το ΔΣ δεν αντιβαίνουν στα συμφέροντα της εταιρίας.

³⁷ ΦΕΚ Α/330 24/12/2002.

Το διοικητικό συμβούλιο όμως έχει και κάποιες πιο εξειδικευμένες αρμοδιότητες που αξίζει να δούμε ξεχωριστά:

1. Σύμφωνα με το άρθρο 6 του Ν3016/2002, (και το άρθρο 32 του Ν3340³⁸/2005) καταρτίζει των εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της εταιρίας, ο οποίος πρέπει κατ' ελάχιστον να περιλαμβάνει
 - a. «Τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρίας, τα αντικείμενά τους, καθώς και τη σχέση των υπηρεσιών μεταξύ τους και με τη διοίκηση. Στον Κανονισμό προβλέπονται τουλάχιστον υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου, Εξυπηρέτησης Μετόχων και Εταιρικών Ανακοινώσεων.
 - b. Τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου.
 - c. Τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών της εταιρίας και αξιολόγησης της απόδοσής τους.
 - d. Τις διαδικασίες παρακολούθησης:
 - i. των συναλλαγών που πραγματοποιούν τα πρόσωπα που απασχολεί η εταιρία είτε με σύμβαση εργασίας είτε άλλως και τα οποία έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες, καθώς και τα πρόσωπα που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα στην εταιρία και οι έχοντες στενό δεσμό με αυτά τα πρόσωπα, σε κινητές αξίες της εταιρείας ή συνδεδεμένων επιχειρήσεων [βλ. 3.δ. άνω], εφόσον οι κινητές αξίες είναι υπό διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά,
 - ii. άλλων οικονομικών δραστηριοτήτων των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα σε εταιρία και οι οποίες σχετίζονται με την εταιρία και τους βασικούς πελάτες ή προμηθευτές.
 - e. Τις διαδικασίες δημόσιας γνωστοποίησης συναλλαγών των προσώπων που ασκούν διευθυντικά καθήκοντα στην εταιρία και των προσώπων που έχουν στενό δεσμό με αυτά τα πρόσωπα, καθώς και άλλων προσώπων για τα οποία η εταιρία έχει υποχρέωση γνωστοποίησης σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία.
 - f. Τους κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές μεταξύ συνδεδεμένων εταιρειών, την παρακολούθηση των συναλλαγών αυτών και την κατάλληλη γνωστοποίησή τους στα όργανα και τους μετόχους της εταιρείας»
2. Βλέπουμε, δηλαδή, εδώ ότι ο νομοθέτης επεμβαίνει στο τρόπο λειτουργίας της εταιρίας, με πρόθεση να προστατεύσει τους μετόχους από αυθαιρεσίες. Όμως, η προσπάθεια έχει και συνέχεια. Στα επόμενα δύο άρθρα ορίζεται η οργάνωση και οι αρμοδιότητες της ομάδας εσωτερικού ελέγχου.
 - a. Μεταξύ άλλων, ορίζεται ότι η υπηρεσία εποπτεύεται από ένα έως τρία μη εκτελεστικά (αλλά όχι απαραίτητα ανεξάρτητα, μέχρι το 2008, όπου με τη δημοσίευση του Ν3693, άρθρο 37 η τριμελής πλέον επιτροπή οφείλει να έχει και ένα ανεξάρτητο μέλος) μέλη του ΔΣ, δίνοντας αυξημένο βάρος στην προστασία των μετόχων μέσω της παρουσίας στο ΔΣ μη εκτελεστικών και ανεξάρτητων μελών.
 - b. Επίσης από τον Ν3693/2008, το ανεξάρτητο μέλος της επιτροπής «πρέπει να έχει αποδεδειγμένη επαρκή γνώση σε θέματα λογιστικής και ελεγκτικής».
 - c. Τέλος, η απόφαση 5/204/14-11-2000 (άρθρο 12) προσθέτει κάποιες αρμοδιότητες στην επιτροπή εσωτερικού ελέγχου, μεταξύ των οποίων, ο έλεγχος της νομιμότητας των αμοιβών και πάσης φύσεως παροχών προς τα μέλη της διοικήσεως αναφορικά με τις αποφάσεις των αρμόδιων οργάνων της εταιρίας
3. Τέλος, από το άρθρο 22^α του Ν2190/1920 (που υπάρχει τουλάχιστον στην από του 1963 κωδικοποίησή του με το ΒΔ 173³⁹/1963) ορίζεται ότι τα μέλη του ΔΣ έχουν ευθύνη για την ακρίβεια των στοιχείων που παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις.

³⁸ ΦΕΚ Α/112 10/5/2005.

3.η. Αρχή της ισότητας

Αν και η αρχή της ισότητας των μετοχών θεμελιώνεται από την πρώτη δημοσίευση του Ν2190 το 1920 (άρθρο 30), η αρχή της ισότητας των μετοχών θεμελιώνεται με το άρθρο 17 του Ν3556 το 2007, και ενσωματώνεται στον 2190 με τον Ν3884⁴⁰/2010. Η σημασία της είναι μεγάλη σε ότι αφορά την ισότιμη πληροφόρηση όλων των μετόχων, και συνδυάζεται με την απαγόρευση κατάρτισης συναλλαγών των προσώπων κατεχόντων προνομιακή πληροφόρηση (άρθρο 3 του Ν3340/2005). Συνδυαστικά οι δύο πρόνοιες λειτουργούν στην κατεύθυνση της διασφάλισης της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

4. Συμπεράσματα

Διαπιστώνουμε από τα παραπάνω ότι ο νομοθέτης δε διστάζει προκειμένου να προστατεύσει τους μετόχους μειοψηφίας και να διασφαλίσει την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς να παρέμβει ακόμη και στον τρόπο λειτουργίας των εταιριών, ή στην απαίτηση για ελάχιστα προσόντα από τους διοικούντες. Επίσης διαπιστώνουμε ότι το κανονιστικό πλαίσιο είναι πάντοτε σε εξέλιξη, καθώς και ότι η εξέλιξή του είναι σταθερά στην κατεύθυνση της βελτίωσης⁴¹. Έτσι, θα περιμέναμε και άλλες βελτιώσεις στο μέλλον ανάλογες με τις εξελίξεις στην πραγματική οικονομία.

Αυτή η αρχική διαπίστωση είναι σημαντική για την διερεύνηση που ακολουθεί στα επόμενα κεφάλαια. Πιθανές διαπιστώσεις επί της εφαρμογής της νομοθεσίας θα μπορούσαν να αποτελέσουν έρεισμα συζητήσεως επί της βελτιώσεώς της.

³⁹ ΦΕΚ Α/37 30/3/1963.

⁴⁰ ΦΕΚ Α/168 24/9/2010.

⁴¹ Πέρα από την νομοτεχνική βελτίωση, ουσιαστική βελτίωση υπό την μορφή της μείωσης της μεταβλητότητας λόγω της εισαγωγής κανονιστικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης σε δείγμα 30 εταιριών παρουσιάζει και η μελέτη C.A. Alexakis and others, 'An empirical investigation of the visible effects of corporate governance: the case of Greece', *Managerial Finance*, 32 (2006), 673-84.

Κεφάλαιο δεύτερο: Τι είναι η διασύνδεση και γιατί υπάρχει; Επιχειρήματα υπέρ.

1. Εισαγωγή - περιγραφή

Η διασύνδεση διοικητικών συμβουλίων είναι κατά βάση μία πολύ απλή και λογική σκέψη. Αφού ο νομοθέτης υποχρεώνει την εταιρία να εκλέξει στο ΔΣ μέλη τα οποία δεν έχουν πραγματικά σχέση με αυτή, τουλάχιστον η εταιρία οφείλει να προσπαθήσει να επιλέξει μέλη που θα προσφέρουν περισσότερο από απλώς την ανεξαρτησία τους. Προσπαθούν, λοιπόν, να επιλέξουν μέλη τέτοια που η επιτυχία τους στον επιχειρηματικό στίβο να προϋποθέτει ότι έχουν και ουσιαστική εμπειρία να προσφέρουν. Έτσι, καταλήγουν πολλές φορές σε εκτελεστικά μέλη άλλων εταιριών.

2. Παράδειγμα

Επειδή η ανωτέρω θεωρητική περιγραφή δεν μπορεί να αποδώσει την εικόνα μίας πραγματικής εταιρίας σήμερα, θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε χάριν παραδείγματος τις διασυνδέσεις σε επίπεδο διοικητικών συμβουλίων της Εθνικής Τράπεζας, ώστε να δώσουμε στον αναγνώστη μία πιο κατανοητή εικόνα του θέματος.

Το Διοικητικό Συμβούλιο της Εθνικής Τράπεζας απαρτίζεται⁴² από 13 μέλη:

ΣΤΕΦΑΝΟΣ		ΒΑΒΑΛΙΔΗΣ
ΙΩΑΝΝΗΣ		ΓΙΑΝΝΙΔΗΣ
ΓΕΩΡΓΙΟΣ		ΖΑΝΙΑΣ
ΣΠΥΡΙΔΩΝ		ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ
ΣΕΒ.ΜΗΤΡΟΠΟΛ.ΙΩΑΝΝΙΝΩΝ	Κ.Κ.	ΘΕΟΚΛΗΤΟΣ
ΕΥΘΥΜΙΟΣ		ΚΑΤΣΙΚΑΣ
ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΣ		ΜΑΚΚΑΣ
ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ		ΜΑΚΡΙΔΗΣ
ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ	Θ	ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΥ-ΜΠΕΝΟΠΟΥΛΟΥ
ΠΕΤΡΟΣ		ΣΑΜΠΑΤΑΚΑΚΗΣ
ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ		ΤΟΥΡΚΟΛΙΑΣ
ΜΑΡΙΑ(ΜΑΡΙΛΥ)		ΦΡΑΓΚΙΣΤΑ
ΠΕΤΡΟΣ		ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ

⁴² Τα στοιχεία των μελών των ΔΣ των εισηγμένων εταιριών συλλέχτηκαν από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις αρχές Δεκεμβρίου του 2012.

Εξ' αυτών, πέντε συμμετέχουν και σε διοικητικά συμβούλια άλλων εισηγμένων εταιριών:

ΑΣΤΗΡ - ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ ΠΕΤΡΟΣ
ΕΧΑΕ - ΧΡΙΣΤΟΔΟΥΛΟΥ ΠΕΤΡΟΣ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΣΑΜΠΑΤΑΚΑΚΗΣ ΠΕΤΡΟΣ
ΦΡΙΓΟ - ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΥ-ΜΠΕΝΟΠΟΥΛΟΥ Θ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΥ-ΜΠΕΝΟΠΟΥΛΟΥ Θ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΑΡΑΙΓ - ΜΑΚΡΙΔΗΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ
ΝΙΚΑΣ - ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ Ι ΣΠΥΡΙΔΩΝ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ Ι ΣΠΥΡΙΔΩΝ
ΜΠΟΚΑ,ΜΠΟΠΑ - ΘΕΟΔΩΡΟΠΟΥΛΟΣ Ι ΣΠΥΡΙΔΩΝ

Οι σχέσεις με την ΑΣΤΗΡ βέβαια είναι ενδο-ομιλικές του ομίλου της ΕΤΕ, και δεν φαίνονται να έχουν ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον. Όμως, ας εξετάσουμε τις σχέσεις βήμα προς βήμα:

Με τον Κο Μακρίδη, στην Aegean Airlines (Αεροπορία Αιγαίου) συνυπάρχουν στο ίδιο ΔΣ και οι:

ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ Γ ΙΑΚΩΒΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΑΧΙΛΛΕΑΣ
ΑΡΑΙΓ - ΙΩΑΝΝΟΥ ΧΡΗΣΤΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΔΑΥΙΔ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ

Αυτοί με τη σειρά τους ευρίσκονται σε άλλα ΔΣ εισηγμένων ως εξής:

ΑΡΑΙΓ - ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ Γ ΙΑΚΩΒΟΣ	ΕΛΚΑ - ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ Γ ΙΑΚΩΒΟΣ
	ΕΧΑΕ - ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ Γ ΙΑΚΩΒΟΣ

	ΠΕΙΡ - ΓΕΩΡΓΑΝΑΣ Γ ΙΑΚΩΒΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ	ΦΡΑΚ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
	ΙΝΤΕΚ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
	ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
	ΠΕΙΡ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
	ΟΤΟΕΛ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΔΑΥΙΔ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ	ΙΝΤΕΚ - ΔΑΥΙΔ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ
	ΕΕΕΚ - ΔΑΥΙΔ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΑΧΙΛΛΕΑΣ	ΛΑΜΔΑ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΑΚΟΠΟΥΛΟΣ ΑΧΙΛΛΕΑΣ
ΑΡΑΙΓ - ΙΩΑΝΝΟΥ ΧΡΗΣΤΟΣ	ΑΘΗΝΑ - ΙΩΑΝΝΟΥ ΧΡΗΣΤΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ	ΟΤΟΕΛ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΑΡΑΙΓ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ	ΟΤΟΕΛ - ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ

Επίσης, ο Κος Χριστοδούλου βρίσκεται στο ΔΣ της ΑΣΤΗΡ μαζί με τον Κό Αθανάσιο Μαρτίνο, ο οποίος βρίσκεται και στο ΔΣ της Eurobank.

Συνεχίζοντας, διαπιστώνουμε ότι ο Κος Χριστοδούλου, στην ΕΧΑΕ συνυπηρετεί με τους:

ΕΧΑΕ - ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΕΧΑΕ - ΛΑΖΑΡΗ ΑΔΑΜΑΝΤΙΝΗ
ΕΧΑΕ - ΒΟΥΣΒΟΥΝΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΕΧΑΕ - ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ
ΕΧΑΕ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Αυτοί με τη σειρά τους βρίσκονται ταυτόχρονα στα ΔΣ των:

ΕΧΑΕ - ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	ΜΕΒΑ - ΜΗΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΕΧΑΕ - ΛΑΖΑΡΗ ΑΔΑΜΑΝΤΙΝΗ	ΕΒΖ - ΛΑΖΑΡΗ ΑΔΑΜΑΝΤΙΝΗ
	ΑΤΕ - ΛΑΖΑΡΗ ΑΔΑΜΑΝΤΙΝΗ
ΕΧΑΕ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ	ΝΑΥΤ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ

	ΕΦΤΖΙ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΕΧΑΕ - ΒΟΥΣΒΟΥΝΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ	ΝΙΚΑΣ - ΒΟΥΣΒΟΥΝΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ
ΕΧΑΕ - ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ	ΑΤΤ - ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΣ ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ
ΕΧΑΕ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ	ΔΟΛ - ΠΙΜΠΛΗΣ Ε ΝΙΚΟΛΑΟΣ

Ο Κύριος Θεοδωρόπουλος είναι αδιαμφισβήτητα από τους πιο επιτυχημένους επιχειρηματίες στην χώρα μας, έχοντας στο ενεργητικό του τη δημιουργία της εταιρίας-κολοσού των έτοιμων σνακ Τσιπς. Βλέπουμε λοιπόν (και εύλογα) ότι έχει μεγάλη ζήτηση. Στο ΔΣ της Μπουτάρης βρίσκεται με τον Κο Κυριακόπουλο (πρώην πρόεδρο του ΣΕΒ και επίσης σημαντικό στέλεχος της ελληνικής οικονομίας, που και αυτός με τη σειρά του βρίσκεται σε σειρά εταιριών). Επίσης στο Νίκα συν-διοικεί μαζί με τον Κο Άγγελο Πλακόπητα (το fund του οποίου έχει αγοράσει την εταιρία από τον Κο Νίκα), ο οποίος ευρίσκεται και στην διοίκηση της Eurodrip, αλλά και με τον Κο Νέζη του ΔΟΛ.

Ο Κος Θεοδωρόπουλος βρίσκεται και στο ΔΣ της ΑΕΕ Τιμμένων Τιτάν (λίγο εκτός του κλάδου του, αλλά και η Εθνική Τράπεζα εκτός είναι). Μαζί του, από την Τιτάν βρίσκουμε στο ΔΣ της Εθνικής και την Κα Παπαλεξοπούλου-Μπενουπούλου (εκ της ιδιοκτήτριας οικογένειας, όμως και απόφοιτος του INSEAD και από τις ικανότερες γυναίκες στην Ελληνική επιχειρηματικότητα) καθώς και τον Κο Σαμπατάκη. Όπως θα είναι πλέον ίσως σαφές στον αναγνώστη, στο ίδιο ΔΣ, της Τιταν, ευρίσκονται και άλλοι συνδιοικούντες από άλλες εταιρίες. Πιο συγκεκριμένα, διαπιστώνουμε:

ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΔΑΥΙΔ Α ΓΕΩΡΓΙΟΣ	ΠΕΤΡΟ - ΔΑΥΙΔ Α ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ	ΦΡΙΓΟ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
	ΟΤΕ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
	ΠΕΙΡ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
	ΦΡΑΚ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
	ΠΕΙΡ - ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ Θ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ	ΕΥΡΩΒ - ΠΑΠΑΛΕΞΟΠΟΥΛΟΣ Θ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΔΑΥΙΔ Α ΓΕΩΡΓΙΟΣ	ΕΕΕΚ - ΔΑΥΙΔ Α ΓΕΩΡΓΙΟΣ
	ΕΥΡΩΒ - ΔΑΥΙΔ Α ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ - ΒΙΔΑΛΗΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ	ΑΡΒΑ - ΒΙΔΑΛΗΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ

Καθείς από αυτούς με τη σειρά του βρίσκεται με διοικούντες άλλων εταιριών στα οικεία τους ΔΣ. Τέλος, κλείνοντας τον κύκλο των άμεσα υπηρετούντων στο ΔΣ της Εθνικής Τραπέζης, βρίσκουμε την Κα Παπαλεξοπούλου και στο ΔΣ της Frigoglass του ομίλου Δαυίδ. Εκεί, εκτός από τον Κο Φουρλή – με το οποίο έτσι κι’ αλλιώς βρίσκεται στο ΔΣ της Τιτάν – βρίσκεται και με τους:

ΦΡΙΓΟ - ΚΑΛΟΥΣΗΣ Ι ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ	ΑΛΦΑ - ΚΑΛΟΥΣΗΣ Ι ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ
ΦΡΙΓΟ - ΚΟΜΗΣ Δ ΛΟΥΚΑΣ	ΙΝΤΕΚ - ΚΟΜΗΣ Δ ΛΟΥΚΑΣ

Μέχρι στιγμής στην ανάλυσή μας, έχουμε περιγράψει 49 σχέσεις, κοιτώντας μόνο ένα επίπεδο διασύνδεσης – δηλαδή οι διοικούντες της Εθνικής Τράπεζας με διοικούντες ποιών άλλων εταιριών έχουνε θεσμικό λόγο να συναντώνται. Στη συνέχεια, κατεβαίνοντας άλλο ένα επίπεδο, εξετάζουμε η δεύτερη αυτή ομάδα (με τους οποίους οι διοικούντες την Εθνική Τράπεζα συναντώνται περίπου άπαξ μηνιαίως) με τη σειρά τους, στα οικεία τους Διοικητικά Συμβούλια από τα οποία προέρχονται, αλλά και σε άλλα στα οποία συμμετέχουν, με τις διοικήσεις ποιών άλλων εταιριών συναντώνται. Συνεχίζοντας την ανάλυση (που δε παραθέτουμε εδώ για να μη κουράσουμε τον αναγνώστη, αλλά είναι διαθέσιμη ως παράρτημα στην παρούσα) μέχρι εξαντλήσεως σχέσεων παρατηρούμε ότι από το ΔΣ της Εθνικής Τράπεζας πηγάζουν συνολικά 131 σχέσεις σε τρία ακόμη επίπεδα. Με λίγα λόγια, αυτοί θα ευρίσκοντο στον ίδιο χώρο εάν με κάποιο τρόπο συνεδρίαζαν ταυτόχρονα όλα τα ΔΣ όλων των εταιριών. Έτσι παίρνουμε μία γεύση μόνο της έκτασης του ζητήματος, όμως είναι αρκετή για να το προσδιορίσουμε, όπως και για να αντιληφθούμε την ανάγκη πληρέστερης διερεύνησης.

3. Γιατί υπάρχει η διασύνδεση;

Ουσιαστικά αυτό που μελετούμε είναι η παρουσία στο ΔΣ μίας εταιρίας στελεχών άλλων εταιριών. Τι παρακινεί όμως τα στελέχη μίας εταιρίας να αναζητήσουν στελέχη άλλης εταιρίας για να συμμετέχουν αυτά στη διοίκησή της; Και τι παρακινεί τα στελέχη αυτά να δεχτούν; Τα κίνητρα (και τα επιχειρήματα υπέρ) είναι πολλά. Ας δούμε κάποια από τα κυριότερα:

3.1. οφέλη για την εταιρία υποδοχής⁴³

- τα στελέχη που επιλέγονται ως μη εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ μίας εταιρίας είναι κατά κανόνα πετυχημένα. Έτσι, μπορεί να προσφέρουν **μία διαφορετική οπτική γωνία** στα θέματα που αντιμετωπίζει η εταιρία, λειτουργώντας συμβουλευτικά μεν, αλλά ανοίγοντας ορίζοντες.
- επίσης φέρνουν σημαντική **εμπειρία** σε ένα διοικητικό σχήμα
- φτάνοντας συνήθως σε αυτή τη θέση μετά από πολυετή πορεία, είναι στελέχη **εγνωσμένου κύρους** και άρα θα αποτελούν και υποψηφίους **ευρείας αποδοχής** για τους μετόχους της εταιρίας.

⁴³ Μελέτη των Fahlenbrach, Low και Stultz ωστόσο αντικρούει τα πλεονεκτήματα αυτών σε σχέση άλλους εξωτερικούς συμβούλους. Rudiger Fahlenbrach, Angie Low and Rene M. Stultz, 'Why do firms appoint CEOs as outside directors?', *Journal of Financial Economics*, 97 (2010), 12-32. Επίσης, στη διατριβή του ο Δρ Κουτούπης κρίνει την «υφιστάμενη κατάσταση όσον αφορά τα Διοικητικά Συμβούλια των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών» ως μη ικανοποιητική (όσον αφορά την επάρκεια προσόντων). Βλ. σχετικά Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σ. 139.

- μαζί με την εμπειρία τους, τα στελέχη αυτά φέρνουν και σημαντικές **γνώσεις**, που μπορεί να είναι διαφορετικές κατά περίπτωση (αγορών; προϊόντων; ανθρώπων;) αλλά σε κάθε περίπτωση η εταιρία που τους επιλέγει τις έχει κρίνει μάλλον χρήσιμες.

- όντας πολλές φορές χαρισματικές φυσιογνωμίες, μπορεί να προσφέρουν **ηγεσία** στην εταιρία, ή τουλάχιστον στα τμήματα όπως ο εσωτερικός έλεγχος που παραδοσιακά εποπτεύονται από ανεξάρτητα, μη-εκτελεστικά μέλη ΔΣ.

- τέλος, η ουσιαστικότερη συνεισφορά των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών ενός ΔΣ, και αυτή που περιμένει ο νομοθέτης δημιουργώντας το θεσμό, είναι η **αμεροληψία** τους. Είναι εύλογη υπόθεση ότι ένα επιτυχημένο στέλεχος των επιχειρήσεων με μακρά πορεία δε χρηματίζεται, και δε θα συμβάλει στην απόκρυψη κακοδιαχείρισης ή, χειρότερα, αξιόποινων πράξεων.

Εν τέλει, παρόλο που ο νομοθέτης απαιτεί τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ να αποτελούν δικλείδα ασφαλείας για τα συμφέροντα των μετόχων, μετριάζοντας τη δυνητική σύγκρουση συμφερόντων διοικήσεως-μετόχων, στην πράξη αυτά μπορούν να προσφέρουν πολλά περισσότερα. Όπως θα δούμε παρακάτω όμως, ίσως αυτό να έρχεται σε αντίφαση με τον αρχικό σκοπό για τον οποίον θεσπίστηκε ο θεσμός.

3.2. οφέλη για τα στελέχη

Η κλασική ανάλυση κινήτρων δεν αφήνει περιθώρια για ανιδιοτελή προσφορά. Τα στελέχη που δέχονται πολλαπλές θέσεις πρέπει έτσι να αποσκοπούν σε κάποιο προσωπικό όφελος και μάλιστα (λόγω της απαιτούμενης ανεξαρτησίας) αυτό δεν μπορεί να είναι η αμοιβή τους, η οποία είναι ως επί των πλείστων συμβολική. Τι είναι λοιπόν τα συχνότερα οφέλη για τα στελέχη;

- **Αναγνώριση**, καθώς το κύριο κριτήριο επιλογής φαίνεται να είναι η επιτυχία του στελέχους
- **Αναγνωρισιμότητα**, ως αποτέλεσμα της συμμετοχής σε πολλαπλά ΔΣ, καθώς έτσι το στέλεχος γίνεται ακόμη ευρύτερα γνωστό και η φήμη του επεκτείνεται
- **Εμπειρία**, από την αντιμετώπιση διαφορετικών προβλημάτων σε κάθε θέση, και από την έκθεση σε λύσεις και προτάσεις στελεχών άλλων εταιριών.
- Διεύρυνση των **δυνατοτήτων** τους, μέσω της απόκτησης τόσο γνώσεων όσο και γνωριμιών.

Βλέπουμε έτσι ότι και για τα στελέχη, όπως και για τις εταιρίες, ο διττός αυτός ρόλος του εκτελεστικού μέλους σε ένα ΔΣ και ανεξάρτητου σε ένα άλλο προσφέρει πολλαπλά δυνητικά οφέλη. Ιδιαίτερα αν τα στελέχη έχουν μέσα στις προθέσεις τους να κάνουν στροφή προς συμβουλευτικές υπηρεσίες, ή να πολιτευτούν, ή ακόμη και να λειτουργούν ως επενδυτές στο μέλλον, αυτά έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα. Ο αντίλογος κυρίως είναι ότι μπορεί να επωμιστούν μέρος των ευθυνών (ηθικών παρά νομικών) πιθανών κακών αποφάσεων ή πιθανής αποτυχημένης πορείας των εταιριών στα ΔΣ των οποίων υπηρετούν. Βέβαια, ο κύριος όγκος των ευθυνών βρίσκεται με τα εκτελεστικά μέλη. Όμως, σε σοβαρές περιπτώσεις αυτό έχει επιπτώσεις και για τα μη εκτελεστικά στελέχη, που θα έχουν την εικόνα των αχυρανθρώπων της διοίκησης.

3.3 οφέλη για την 'αποστέλλουσα' εταιρία

Και οι εταιρίες όμως που επιτρέπουν στα εκτελεστικά τους στελέχη να μετέχουν στα διοικητικά συμβούλια άλλων εταιριών πρέπει να προσβλέπουν σε κάποια οφέλη. Τα κυριότερα είναι κοινά με τα στελέχη τους. Αφορούν την έκθεση των στελεχών σε διαφορετικά διοικητικά στυλ, την

δημιουργία δικτύων, και την αποτελεσματικότερη παρακολούθηση επιχειρηματικών σχέσεων (αυτό που λέμε 'αίσθηση της αγοράς'). Επίσης η παρουσία τους στα διοικητικά συμβούλια άλλων εταιριών λειτουργεί επιβεβαιωτικά ως προς τις ικανότητές τους⁴⁴.

4. Συμπεράσματα

Βλέπουμε ότι η διασύνδεση παρέχει μία σειρά από πραγματικά ή λιγότερο πραγματικά πλεονεκτήματα για τις εμπλεκόμενες εταιρίες. Βεβαίως, αντίστοιχα υπάρχουν και τα σχετικά προβλήματα, που θα αναλύσουμε στο επόμενο κεφάλαιο.

⁴⁴Βλ. σχετικά Todd Perry and Urs Peyer, 'Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective', *The Journal of Finance*, 60 (2005), 2083-123.

Κεφάλαιο τρίτο: Γιατί η διασύνδεση αποτελεί πρόβλημα;

1. Εισαγωγή – ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών

Είναι σαφές από την παραπάνω ανάλυση ότι τα ανεξάρτητα μέλη του ΔΣ μίας εταιρίας έχουν πολλά να προσφέρουν σε αυτήν. Όμως ο ρόλος τους δεν μπορεί να είναι μόνο αυτός, γιατί τότε δεν θα υπήρχε ανάγκη να θεσμοθετηθούν με νομοθετική παρέμβαση. Ο νομοθέτης δεν προσδιορίζει σαφώς τον ρόλο τους, πέραν της ποσοτικής παρουσίας. Αυτό είναι μία αναγνώριση της ανάγκης για ανεξαρτησία, όχι όμως και απαραίτητα αποτελεσματική αντιμετώπισή της⁴⁵.

Πολλές από της λεπτομέρειες του πρακτικού ρόλου των ανεξάρτητων μελών σε ένα ΔΣ προσδιορίζονται είτε από τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της εταιρίας, είτε (και) από τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που αυτή ακολουθεί. Ο ΣΕΒ, παρόλο που από τη φύση του δεν είναι ο πρώτος πυλώνας προάσπισης των συμφερόντων των μικροεπενδυτών (με την έννοια, εδώ, των επενδυτών που δεν ελέγχουν άμεσα τη διοίκηση) στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που προτείνει στα μέλη του απαιτεί κάποιες σημαντικές πρόνοιες. Η πιο σχετική με την ανάλυσή μας είναι η παράγραφος 1.6 στο μέρος Γ, η οποία και λέει:

1.6 Το ΔΣ θα πρέπει να συστήσει επιτροπή αμοιβών, αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα στην πλειονότητά τους μέλη του ΔΣ. Η επιτροπή θα πρέπει να αποτελείται από τουλάχιστον τρία (3) μέλη και να προεδρεύεται από ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος του ΔΣ⁴⁶.

Εδώ ο ΣΕΒ απλά ακολουθεί τη διεθνή πρακτική. Το International Corporate Governance Network, μία ΜΚΟ που έχει συσταθεί εδώ και 20 περίπου χρόνια από θεσμικούς επενδυτές, και σήμερα έχει παρουσία σε πάνω από 50 χώρες, ενώ τα μέλη της διαχειρίζονται \$18 τρις, γράφει στις συστάσεις του προς τις εταιρίες:

The members of these key board committees should be solely non-executive directors, and in the case of the audit and remuneration committees, solely independent directors.⁴⁷

Βέβαια, ο ρόλος των ανεξάρτητων μελών σε ένα ΔΣ δε τελειώνει εκεί, όπως φαίνεται και από τη διεθνή πρακτική, αλλά και έχει υιοθετηθεί από τον ΣΕΒ, στην παράγραφο 5.5 του μέρους Α του κώδικα:

5.5 Η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων θα πρέπει να έχει τουλάχιστον τρία (3)10 μέλη, μη εκτελεστικά στην πλειονότητά τους. Θα πρέπει να προεδρεύεται από ανεξάρτητο μη εκτελεστικό

⁴⁵ Σχετικά, στο Directors: myth and reality του Myles L. Mace ήδη από το 1971 εντοπίζεται ότι μόνο 23% των μελών των ΔΣ βλέπουν το ρόλο τους ως τη διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων (watchdog for shareholders) όπως αναφέρεται από τους Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48 (2010), 58-107 (σ. 64). Αν και αυτό έχει αρχίσει να βελτιώνεται διεθνώς σύμφωνα με τους Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, 'The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation', *Columbia Law Review*, 98 (1998), 1283-322 (σσ. 1284-5).

⁴⁶ Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011) (σ. 33).

⁴⁷ International Corporate Governance Network, *ICGN Global Corporate Governance Principles*, 2nd edn (Λονδίνο: [n.pub.], 2009), σ. 14.

μέλος ή από τον Πρόεδρο του ΔΣ, εφόσον (α) ισχύουν οι προϋποθέσεις του μέρους Α.ΙΙΙ (3.3)⁴⁸ και (β) η επιτροπή περιλαμβάνει τουλάχιστον ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος.⁴⁹

2. ποιο το πρόβλημα;

Είναι εύκολο λοιπόν να αντιληφθούμε την ανάγκη για πραγματική ανεξαρτησία⁵⁰, αντικειμενική και αδιάβλητη σκέψη των ανεξάρτητων μελών σε ένα ΔΣ. Εξ' άλλου αυτό τονίζεται και από την διεθνή βιβλιογραφία. Η μονάδα των Ηνωμένων Εθνών που ασχολείται με το εμπόριο και την ανάπτυξη (UNCTAD) στις αρχές χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης που έχει δημοσιεύσει⁵¹ αναφέρει μεταξύ άλλων:

A crucial general principle in this respect [independence] is the principle of self-interest threat; a self-interest threat occurs when a director could benefit from a financial or other interest in the enterprise, as a result of unethical behaviour or lack of independence.

Αυτό που μας λέει εδώ ο σχολιαστής είναι ότι δεν πρέπει να έχει το μέλος ίδιο συμφέρον να ενεργεί κατά των συμφερόντων των μετόχων. Είναι όμως η σύνδεση διοικητικών συμβουλίων τέτοια σχέση που να επηρεάζει την αντικειμενικότητα και, εν τέλει, την ανεξαρτησία τους; Το CFA Institute (ουσιαστικά η αμερικανική ένωση αναλυτών) προβληματίζεται σχετικά:

Executive remuneration is often based on compensation of similarly positioned individuals at other Companies, and if the committee has individuals who could benefit directly from reciprocal decisions on remuneration, those decisions may not be in the best interests of the subject Company's Shareowners.⁵²

Στην Ελλάδα, η πρώτη έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση έγινε το 2005 από τη Grant Thornton σε συνεργασία με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο. Κεντρική διαπίστωσή της ήταν ότι «οι εισηγμένες εταιρίες εμφανίζονται να συμμορφώνονται ως προς το γράμμα, αλλά όχι και ως προς το πνεύμα της εταιρικής διακυβέρνησης»⁵³. Η αμοιβαία κατανόηση λοιπόν, ή η δυνατότητα των εκτελεστικών μελών του ΔΣ μίας εταιρίας να αποφασίζουν για τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών μίας άλλης εταιρίας, τα οποία όμως είναι σε θέση, εμμέσως, να ανταποδώσουν, χρήζει διερεύνησης⁵⁴. Στο ίδιο

⁴⁸ Εφόσον δηλαδή ο πρόεδρος είναι εκτελεστικός (βλ Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011) (σ. 18).

⁴⁹ Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011) (σ. 21).

⁵⁰ Independence is important because a director's willingness to monitor the CEO increases with his or her independence αναφέρουν οι Hermalin και Weisbach. Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO', *The American Economic Review*, 88 (1998), 96-118.

⁵¹ United Nations Conference on Trade and Development, *Guidance on good practices in corporate governance disclosure* (Νέα Υόρκη & Γενεύη: Ηνωμένα Έθνη, 2006) (σ. 13).

⁵² CFA Centre for Financial Market Integrity, *The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors* (Charlottesville, VA: [n.pub.], 2005), σ. 21.

⁵³ Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών; Grant Thornton; 'Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Έρευνα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2005), σ. 5.

⁵⁴ Σχετικά, οι Anil Shivdasani και David Yermack έχουν αναταξινομήσει τα μέλη των ΔΣ των εισηγμένων εταιριών σε 'εκτελεστικά', 'ανεξάρτητα' και 'γκρίζα', όπου γκρίζα ορίζουν με σειρά κριτηρίων (μεταξύ των οποίων και η διασύνδεση) τα μέλη αυτά που μπορεί να έχουν σύγκρουση συμφερόντων. Βλ. σχετικά το Anil Shivdasani and David Yermack, 'CEO involvement in the selection of new board members: an empirical

πνεύμα κινούνται και οι αντίστοιχες συστάσεις του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης, που τονίζουν και ένα ακόμη θέμα:

It is important to disclose membership of other boards not only because it is an indication of experience and possible time pressures facing a member of the board, but also because it may reveal potential conflicts of interest and makes transparent the degree to which there are interlocking boards.⁵⁵

Εδώ, ο ΟΟΣΑ τονίζει και το θέμα του χρόνου που πρέπει να διαθέτει κανείς για να ανταποκριθεί στα καθήκοντα του μέλους ενός ΔΣ⁵⁶. Δυστυχώς, στην Ελλάδα έχουμε ακραίες εκφάνσεις αυτού το φαινομένου. Παραθέτουμε παρακάτω τα έξι πιο ενεργά μέλη διοικητικών συμβουλίων στο ελληνικό χρηματιστήριο – για να τονίσουμε το πρόβλημα:

Όνομα	Θέσεις
ΒΑΣΙΛΑΚΗΣ Θ ΕΥΤΥΧΙΟΣ	6
ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ	6
ΓΑΛΕΤΑΣ Ι ΝΙΚΟΛΑΟΣ	5
ΚΛΩΝΗΣ Χ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ	5
ΚΥΡΙΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Π ΟΔΥΣΣΕΑΣ	5
ΦΟΥΡΛΗΣ Σ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ	5

Βεβαίως η λίστα είναι μεγάλη. Επτά φυσικά πρόσωπα είναι μέλη σε 4 ΔΣ έκαστο, δεκαπέντε είναι σε 3 ΔΣ έκαστο και 118 είναι σε δύο. Πόσο χρόνο άραγε να μπορούν να διαθέσουν σε κάθε τέτοια υποχρέωση έκαστος από τα μέλη του πίνακα; Είναι ουσιαστική η προστασία που προσφέρουν στους μετόχους μειοψηφίας; Η διεθνής βιβλιογραφία⁵⁷ δείχνει ότι εταιρίες στις οποίες τα μέλη του ΔΣ κατέχουν πάνω από τρεις θέσεις, έχουν αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση, που εκφράζεται σε χαμηλότερη αποτίμηση και κερδοφορία, καθώς και μικρότερη ευαισθησία σε κακή απόδοση. Η αμερικάνικη εταιρία Institutional Shareholder Services, θυγατρική της MSCI, που συμβουλεύει

analysis.', *Journal of Finance*, 54 (1999), 1829-53. Αντίστοιχα για τις αποδόσεις, οι Fahlenbrach, Low και Stultz αναφέρουν σαν αποτέλεσμα της διασύνδεσης ότι η απόδοση πέφτει. Rudiger Fahlenbrach, Angie Low and Rene M. Stultz, 'Why do firms appoint CEOs as outside directors?', *Journal of Financial Economics*, 97 (2010), 12-32. Εντυπωσιακά αποτελέσματα αναφέρει και ο Hallock η εκτίμηση του οποίου είναι ότι οι αμοιβές των Διευθυνόντων Συμβούλων μεταξύ διασυνδεδεμένων εταιριών είναι 17% υψηλότερες. Kevin F. Hallock, 'Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation', *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (1997), 331-44.

⁵⁵ Organisation for Economic Co-operation and Development, *Principles of Corporate Governance* (Παρίσι: [n.pub.], 2004) (σσ. 51-52).

⁵⁶ Βλ. επίσης και Organisation for Economic Co-operation and Development, *Principles of Corporate Governance* (Παρίσι: [n.pub.], 2004) (σ. 65). "Service on too many boards can interfere with the performance of board members. Companies may wish to consider whether multiple board memberships by the same person are compatible with effective board performance and disclose the information to shareholders."

⁵⁷ Eliezer M. Fich and Anil Shivdasani, 'Are Busy Boards Effective Monitors?', *The Journal of Finance*, 51 (2006), 689-724.

θεσμικούς επενδυτές σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, αποκαλεί το φαινόμενο overboarding και συνιστά στους πελάτες της να ψηφίζουν αρνητικά όταν κάποιο στέλεχος μετέχει σε πάνω από τρία ΔΣ.

3. Συμπεράσματα

Είναι σαφές ότι η διασύνδεση διοικητικών συμβουλίων γεννά προβληματισμούς όσον αφορά την διασφάλιση της ανεξαρτησίας των ανεξαρτήτων μελών ενός ΔΣ σε διεθνές επίπεδο. Είναι επίσης σαφές ότι η μη αποτελεσματική διασφάλιση αυτής της ανεξαρτησίας έχει δυνητικά αρνητική επίπτωση στο ύψος των αμοιβών των εκτελεστικών μελών ΔΣ. Τέλος, φαίνεται πως αυτός ο προβληματισμός δεν έχει μεταλαμπαδευθεί και στην Ελλάδα. Τόσο το ελλιπές κανονιστικό πλαίσιο, όσο και η διαφαινόμενη πρακτική τονίζουν την απουσία τέτοιων προβληματισμών.

Κατά συνέπεια, στο επόμενο μέρος θα επιχειρηθεί η πλήρης και συνολική καταγραφή της κατάστασης στην Ελλάδα σήμερα, με σκοπό να αποκτήσουμε μία πλήρη και διεξοδικά αναλυμένη εικόνα της εγχώριας κατάστασης.

Μέρος Β

Κεφάλαιο τέταρτο: Μεθοδολογία

1. Εισαγωγή – αντικείμενο της έρευνας

Όπως είδαμε στο πρώτο μέρος, η διασύνδεση διοικητικών συμβουλίων αποτελεί μία δυνητική πηγή συγκρούσεων συμφερόντων που στη χώρα μας δεν καλύπτεται από το κανονιστικό πλαίσιο. Ο στόχος μας σε αυτό το μέρος θα είναι η καταγραφή της εκτάσεως του φαινομένου στην Ελλάδα σήμερα. Η καταγραφή έχει σημασία, γιατί από αυτή μπορούμε να αξιολογήσουμε αν αυτή η παράλειψη είναι ουσίας. Εάν, π.χ. το φαινόμενο είναι μικρής εκτάσεως, περιοριζόμενο από το αίσθημα περί ηθικής των διοικούντων των εταιριών, τότε ίσως δε συντρέχει λόγος συζήτησής του, πέραν ίσως από μία παραίνεση για βελτίωση των απαιτούμενων δημοσιοποιήσεων⁵⁸. Εάν όμως η έκταση είναι μεγάλη, πλήττεται το δημόσιο συμφέρον καθώς κάτι τέτοιο θα καθιστούσε ουσία ανενεργές τις πρόνοιες του κανονιστικού πλαισίου για τον έλεγχο των αμοιβών των εκτελεστικών μελών των ΔΣ.

2. Δημόσια πληροφορία

Με βάση την απόφαση 5/204/14.11.2000 (ΦΕΚ τεύχος Β, 1487/6/12/2000), άρθρο 16, κάθε εισηγμένη εταιρία οφείλει να δημοσιοποιεί τα ονόματα των μελών του διοικητικού συμβουλίου της. Η υποχρέωση δημοσιοποίησης βέβαια δεν είναι καινούρια – από το ΠΔ360/1993 υπάρχει υποχρέωση δημοσιοποίησης στο ΦΕΚ. Όμως, η σημασία της 5/204 για τις εισηγμένες εταιρίες είναι ότι αυτές τώρα πλέον ανακοινώνουν προς το ΧΑ. Έτσι, εκτός από τα ΦΕΚ ή τα φυσικά αντίτυπα του ετήσιου δελτίου στα γραφεία της εταιρίας, το ΧΑ οργανώνει πια την πληροφορία με ηλεκτρονικό και εύκολα προσβάσιμο τρόπο για τους επενδυτές.

2.1. Συλλογή πληροφορίας

Τη συλλογή των μελών των ΔΣ των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών λοιπόν την κάναμε από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου. Οι λόγοι που προτιμήσαμε αυτήν παρά τις ξεχωριστές ιστοσελίδες κάθε εταιρίας (αν και εν τέλει ανατρέξαμε και σε κάποιες από αυτές) ήταν τόσο για ταχύτητα, όσο και για ομοιομορφία των δεδομένων. Έτσι δεν χρειάστηκε να αναζητήσουμε την σελίδα κάθε εταιρίας, ούτε να αναρωτηθούμε εάν όλες είναι ενημερωμένες με τα πιο πρόσφατα στοιχεία (η ενημέρωση του ΧΑ αποτελεί θεσμική υποχρέωση, όπως έχουμε τονίσει στο (2) άνω).

⁵⁸ Μία πρώτη καταγραφή έχει γίνει στο Δρ Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, 'Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα' (Διδακτορική διατριβή, Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης, Τμήμα Διεθνών Οικονομικών Σχέσεων & Ανάπτυξης, 2009), σσ. 315-35. Εκεί καταγράφονται κάποιες 'παράλληλες συμμετοχές' όπως τις αποκαλεί ο Δρ Λαζαρίδης, όμως η ανάλυση περιορίζεται στην εξέταση του μορφωτικού επιπέδου των στελεχών (ως μέτρηση της καταλληλότητάς τους;) χωρίς να εμβαθύνει στην ανάλυση των σχέσεων που δημιουργούνται μεταξύ των εταιριών. Εν συνεχεία, στην ανάλυση των αμοιβών των εκτελεστικών μελών, οι 'παράλληλες συμμετοχές' φαίνονται να έχουν θετική συσχέτιση (σελ 512) με τις αμοιβές. Βέβαια δεν λαμβάνεται κάποια μέριμνα διάκρισης ενδο-ομιλικών 'παράλληλων συμμετοχών' που είναι χαρακτηριστικό των μεγάλων ομίλων και όπου το μέγεθος του ομίλου θα είχε και ως λογικό παρεπόμενο τις υψηλότερες αμοιβές. Στην παλινδρόμηση που ακολούθησε η στατιστική σημαντικότητα βρέθηκε να είναι μικρή και η μεταβλητή αφαιρέθηκε.

Ωστόσο, κάθε μεταγραφή αυξάνει και την πιθανότητα εισαγωγής λάθους. Όμως αυτό θα φανεί παρακάτω κατά την επεξεργασία των δεδομένων.

Η συγκομιδή των δεδομένων έγινε από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών το διήμερο 17 και 18 Δεκεμβρίου του 2012. Αναγκαστικά, λόγω του ότι έπρεπε να διαμορφωθεί μία βάση δεδομένων που να μπορέσουμε εν συνεχεία να επεξεργαστούμε, στα επόμενα στάδια δεν ενημερώθηκαν ξανά αυτά τα στοιχεία με μεταγενέστερες εξελίξεις. Έτσι, αυτό που θα αποδώσουμε εδώ θα είναι μία στατική εικόνα της 17^{ης} και 18^{ης} Δεκεμβρίου 2012. Βεβαίως μία δυναμική βάση με δυνατότητα συνεχούς ενημέρωσης θα είχε ακόμη περισσότερο ενδιαφέρον αλλά κάτι τέτοιο είναι έξω από τις δυνατότητες αυτής της εργασίας.

Τα στοιχεία που συλλέχθηκαν λοιπόν αφορούν 1984 μέλη σε 258 διοικητικά συμβούλια. Βεβαίως, κάποια φυσικά πρόσωπα δίπλο- και τρίπλο εμφανίζονται (και παραπάνω) όπως έχουμε εξηγήσει. Κατά συνέπεια, το επόμενο στάδιο είναι η επεξεργασία των δεδομένων ώστε να εντοπιστούν τα μοναδικά φυσικά πρόσωπα.

2.2 Αξιοπιστία – ακεραιότητα των δεδομένων

Προκειμένου να μπορέσουμε να εντοπίσουμε τα μοναδικά φυσικά πρόσωπα πρέπει να διασφαλίσουμε την αξιοπιστία των δεδομένων. Όμως, μεταφέροντας τα δεδομένα απ' ευθείας από την ιστοσελίδα του ΧΑ εισάγουμε μία σειρά από ελαττώματα. Για παράδειγμα, η Κα Αλεξάνδρα Παπαλεξοπούλου – Μπενεοπούλου αναφέρεται στο Διοικητικό Συμβούλιο της Εθνικής Τράπεζας έτσι, αλλά στην οικεία της Τιτάν ως Μπενεοπούλου-Παπαλεξοπούλου. Αυτά τα θέματα αντιμετωπίζονται μόνο με οπτική επεξεργασία των δεδομένων. Αυτή είναι μία διαδικασία χρονοβόρα και επίπονη, και εκ φύσεως όχι απόλυτα αξιόπιστη. Παρ' όλα αυτά έγινε κάθε δυνατή προσπάθεια θεραπείας, με στόχο να καταλήξουμε με μία βάση δεδομένων που να μπορεί να ταξινομηθεί μηχανικά.

Εν συνεχεία, η μηχανική ταξινόμηση απέδωσε μία σειρά από ζητήματα προς αναλυτικότερο έλεγχο. Κάθε ονομαστική σύμπτωση έπρεπε να ελεγχθεί, για να διαπιστωθεί αν πρόκειται περί συνωνυμίας ή ταυτοπροσωπίας. Σε κάποιες περιπτώσεις μας βοήθησε το πατρώνυμο. Για παράδειγμα ο Γεώργιος Σπύρου (του Σπυρίδωνα) της Σπόροι Σπύρου εύκολα διαχωρίστηκε από τον Γεώργιο Σπύρου (του Συμεών) της Τέρνα Ενεργειακή. Βέβαια σε κάποιες περιπτώσεις είτε δεν ήταν διαθέσιμα, είτε δεν βοήθησαν τα πατρώνυμα. Εκεί ανατρέξαμε στα ετήσια δελτία των εταιριών, στις ιστοσελίδες της κάθε μίας. Έτσι διαπιστώσαμε για παράδειγμα ότι ο Κωνσταντίνος Β. Γραφιαδέλλης, μέλος του ΔΣ της ΔΑΙΟΣ Πλαστικά και της Αττικές Εκδόσεις είναι το ίδιο φυσικό πρόσωπο, με ΑΔΤ ΑΕ104626.

Είτε από τα στοιχεία ταυτότητας, είτε από τα σύντομα βιογραφικά, καταφέραμε να διαχωρίσουμε σε όλες τις ονομαστικές συμπτώσεις τότε πρόκειται για ταυτοπροσωπία και τότε για απλή συνωνυμία. Έτσι μπορέσαμε να προχωρήσουμε στην κανονικοποίηση των στοιχείων⁵⁹.

⁵⁹ Για τις βασικές αρχές επεξεργασίας σχεσιακών βάσεων δεδομένων βλέπε E. F. Codd, 'A relational model for large shared data banks', *Communications of the Association for Computing Machinery*, 13 (1970), 377-87. Και μεταγενέστερα.

2.3 Κανονικοποίηση της βάσης

Μία σχεσιακή βάση δεδομένων σαν αυτή που κατασκευάσαμε έχει ως προαπαιτούμενο τα μέλη (οντότητες) να έχουν ένα μοναδικό αναγνωριστικό ταυτοποιητικό στοιχείο (ή πρωτεύον κλειδί). Για τις εταιρίες αυτό είναι εύκολο – χρησιμοποιήσαμε τον κωδικό του ΟΑΣΗΣ (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Αθηνών) που είναι εκ των πραγμάτων μοναδικός. Για τα φυσικά πρόσωπα, όπως είδαμε, κάτι τέτοιο δεν μπορεί να λειτουργήσει. Αποδώσαμε, λοιπόν, ένα μοναδικό αριθμό σε κάθε φυσικό πρόσωπο που είχαμε στην λίστα μας. Έτσι έχουμε μοναδικές οντότητες στα δύο πεδία της βάσης μας, και μπορούμε να επικεντρωθούμε στις μεταξύ τους σχέσεις.

Στην διαδικασία της κανονικοποίησης – στο στάδιο της απόδοσης μοναδικών αριθμών – αποδώσαμε 1789 μοναδικούς αριθμούς σε ισάριθμα φυσικά πρόσωπα. Έτσι ξέρουμε ότι τα 1984 τον αριθμό μέλη ΔΣ εισηγμένων εταιριών στο τέλος του έτους 2012 είναι στην πραγματικότητα 1789 πρόσωπα, ή αλλιώς ότι έχουμε 195 διπλοεμφανιζόμενα μέλη (η λιγότερα εμφανιζόμενα περισσότερες φορές). Για να το θέσουμε διαφορετικά, 9,83% των μελών των ΔΣ των εισηγμένων εταιριών δεν είναι μοναδικά.

3. Μηχανική επεξεργασία

Για την μηχανική επεξεργασία των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η Microsoft Access (έκδοση 2007). Το πρώτο στάδιο της μηχανικής επεξεργασίας ήταν η βήμα-προς-βήμα ανάλυση των σχέσεων μεταξύ εταιριών και φυσικών προσώπων. Ξεκινώντας από κάθε μία εταιρία, στο πρώτο βήμα καταγράφονται τα μέλη του ΔΣ αυτής. Εν συνεχεία, ερευνάται αν κάποιο εξ αυτών εμφανίζεται και σε άλλη εταιρία. Εάν εμφανίζεται, τότε όλα τα μέλη του ΔΣ αυτής πλέον της εταιρίας ερευνώνται για το εαν εμφανίζονται με τη σειρά τους σε άλλη εταιρία. Η διαδικασία αυτή ολοκληρώνεται όταν ‘κλείσει ο κύκλος’ δηλαδή δεν υπάρχουν άλλα μέλη που να μετέχουν στο ΔΣ εταιρίας που να μην έχει ήδη καταγραφεί ως σχετιζόμενη με την αρχική εταιρία. Εν συνεχεία, ο αλγόριθμος ξεκινά ξανά από την επόμενη κατά σειρά εταιρία και επαναλαμβάνει τη διαδικασία, μέχρι να την ολοκληρώσει με κάθε μία εταιρία ως ‘αρχική’.

3.1. Ερμηνεία

Κάθε φυσικό πρόσωπο που σχετίζεται με μία μόνο εταιρία στη βάση δε θα εμφανίζεται στην επεξεργασία. Κάθε πρόσωπο που σχετίζεται με δύο εταιρίες όμως θα δημιουργεί δύο βήματα – καθώς θα επαναλαμβάνεται η ανάλυση με άλλη ‘αρχική’ εταιρία. Η ποσοτική ερμηνεία των αποτελεσμάτων έτσι γίνεται δυσχερής. Αν πάρουμε, για παράδειγμα μία εταιρία Α δύο μέλη της οποίας συμμετέχουν σε δύο άλλες εταιρίες Β και Γ θα έχουμε στην ανάλυσή μας τριπλή εμφάνιση αυτών των σχέσεων (από τρεις διαφορετικές αφετηρίες). Το τελικό αποτέλεσμα θα εξαρτάται από τον αριθμό των σχέσεων που δημιουργούνται μεταξύ των εταιριών – διότι από αυτές τις σχέσεις θα πηγάζουν πολλαπλές εμφανίσεις της ίδιας σχέσης. Εν τέλει, η βάση μας εντοπίζει 11,127 σχέσεις διασύνδεσης. Αυτό όμως δεν είναι ένα αξιοποιήσιμο αποτέλεσμα από μόνο του, καθώς περιέχει πολλαπλές εμφανίσεις του ιδίου αποτελέσματος.

4. Περεταίρω επεξεργασία – σύμπτυξη των δεδομένων

Αντί λοιπόν να αναλώνουμε χρόνο σε επαναληπτική σχεσιακή ανάλυση, επιλέξαμε να συμπτύξουμε τα δεδομένα στο επίπεδο της εταιρίας. Στη συνοπτική αυτή μορφή έχουμε μία πλήρη καταγραφή ποιες εταιρίες σχετίζονται με ποιες άλλες, χωρίς τη λεπτομερή ανάλυση του πως συμβαίνει αυτό⁶⁰ – η οποία όμως παραμένει διαθέσιμη⁶¹. Σε αυτή τη συνοπτική μορφή θα καταφύγουμε για την εξαγωγή συμπερασμάτων στο επόμενο κεφάλαιο, όπου θα ερευνήσουμε την έκταση του φαινομένου.

⁶⁰ Η διαδικασία που έχουμε ακολουθήσει είναι σταδιακή ως εξής: Εάν η εταιρία Α έχει μέλος του ΔΣ της στο ΔΣ της εταιρίας Β τότε αυτές έχουν απευθείας διασύνδεση. Εάν η Α και η Β έχουν μέλη τους στο ΔΣ της Γ, τότε δε συνδέονται μόνο με τη Γ (απευθείας) αλλά και μεταξύ τους (τριγωνικά). Εάν η Α έχει μέλη στο ΔΣ της Β και η Β στο ΔΣ της Γ τότε και πάλι η Α και η Γ συνδέονται τριγωνικά. Εάν η Α έχει μέλη στο ΔΣ της Β και η Β στη Γ και η Γ στη Δ, τότε η Α και η Δ επίσης συνδέονται, τετραγωνικά, κ.ο.κ. σε πλήρη έκταση κάθε δυνατού πολυγώνου που δίδει οποιαδήποτε σχέση μεταξύ εταιριών. Από αυτή την (μηχανική) επεξεργασία προκύπτουν οι προς μελέτη σχέσεις που συμπτύσσουμε ως άνω παραλείποντας τα ενδιάμεσα στάδια (που δεν χρησιμεύουν στην ανθρώπινη επεξεργασία) τα οποία όμως σε κάθε περίπτωση είναι διαθέσιμα. Έτσι, αυτό που βλέπει ο αναγνώστης θα ήταν, στο τελευταίο παράδειγμα, ότι η Α σχετίζεται με τις Β, Γ και Δ (το συμπέρασμα) και όχι την πλήρη ανάπτυξη του πολυγώνου από το οποίο προκύπτει (που στην πραγματική του εφαρμογή έχει 83 έδρες που συνδέονται με 11,127 τρόπους).

⁶¹ Δεν παρατίθεται στην παρούσα καθώς καταλαμβάνει 431 σελίδες, διατίθεται όμως εφόσον ζητηθεί.

Κεφάλαιο πέμπτο: Έκταση διασύνδεσης διοικητικών συμβουλίων εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

1. Εισαγωγή – συνοπτική παρουσίαση

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία που αναπτύξαμε στο αμέσως προηγούμενο κεφάλαιο είδαμε αναλυτικά τις σχέσεις μεταξύ εταιριών και προσώπων σε μία βήμα-προς-βήμα ανάλυση. Όμως, η παρουσίαση αυτή είναι τόσο αναλυτική που παύει να είναι χρήσιμη. Έτσι επικεντρώνουμε τώρα την προσοχή μας στις μεταξύ εταιριών δημιουργούμενες σχέσεις, και πάμε και ένα στάδιο παρακάτω, αφαιρώντας τις πολλαπλές εμφανίσεις κάθε σχέσης. Επικεντρωνόμαστε, λοιπόν σε μοναδικές σχέσεις μεταξύ εταιριών όπως αυτές περιγράφονται στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Το αποτέλεσμα αυτής της σύνοψης πρέπει να είναι ένας κατάλογος που θα καταδεικνύει ποιες εταιρίες σχετίζονται με ποιες άλλες (και, αφαιρετικά, ποιες είναι διοικητικά πλήρως ανεξάρτητες).

2. Τα αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα αυτής της σύνοψης δεν ήταν αυτά που περιμέναμε. Ενώ περιμέναμε να εντοπίσουμε συγκεκριμένους θύλακες διασύνδεσης, εν τέλει η έκταση του φαινομένου είναι παταγώδης. Κατ' αρχήν εμφανίζεται μία ομάδα 83 εταιριών (περίπου 30% του αριθμού των εταιριών) που μοιράζονται μεταξύ τους 131 κοινά μέλη ΔΣ σε μία ενιαία διασυνδεδεμένη οντότητα. Αυτό συμβαίνει γιατί, όπως έχουμε περιγράψει στο προηγούμενο κεφάλαιο, 9,83% των μελών ΔΣ δεν είναι μοναδικά, αλλά κοινά μεταξύ δύο ή παραπάνω εταιριών.

Ομάδα 1			
Κωδικός ΟΑΣΗΣ ⁶²	Κωδικός ΟΑΣΗΣ	Κωδικός ΟΑΣΗΣ	Κωδικός ΟΑΣΗΣ
ΙΟΝΑ	ΜΟΗ	ΕΔΡΙΠ	ΠΕΙΡ
ΕΛΛ	ΙΑΤΡ	ΕΕΕΚ	ΠΡΟΦ
ΕΛΜΠΙ	ΑΤΕ	ΕΚΤΕΡ	ΝΑΚΑΣ
ΕΛΠΕ	ΜΕΤΚ	ΚΟΥΕΣ	ΜΠΕΛΑ
ΕΛΣΤΡ	ΤΒΑΝΚ	ΑΣΤΑΚ	ΜΠΟΚΑ,ΜΠΟΠΑ
ΕΤΕΜ	ΑΒΑΞ	ΠΛΑΙΣ	ΧΑΚΟΡ
ΕΥΠΡΟ	ΑΘΗΝΑ	ΠΑΣΑΛ	ΦΡΛΚ
ΕΥΡΩΒ	ΑΛΜΥ	ΣΙΔΜΑ	ΦΡΙΓΟ
ΕΦΤΖΙ	ΑΛΦΑ	ΣΙΔΕ	ΜΠΤΚ

⁶² Πλήρης αντιστοίχιση των κωδικών ΟΑΣΗΣ με τις εταιρίες στις οποίες αντιστοιχούν περιλαμβάνεται στο Παράρτημα 1.

ΕΧΑΕ	ΑΝΔΡΟ	ΣΑΤΟΚ	ΣΦΑ
ΜΟΤΟ	ΑΡΑΙΓ	ΟΛΘ	ΤΤ
ΙΝΤΕΚ	ΑΡΒΑ	ΣΑΙΚΛ	ΠΕΤΡΟ
ΕΛΒΑ	ΕΛΚΑ	ΣΩΛΚ	ΝΑΥΤ
ΚΜΟΛ	ΑΣΤΗΡ	ΠΡΟ	ΝΕΩΡΣ
ΕΤΕ	ΕΛΓΕΚ	ΝΤΡΙΑΡΤ	ΤΡΑΣΤΟΡ
ΚΟΡΡΕΣ	ΑΤΤ	ΟΤΕ	ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ
ΛΑΒΙ	ΒΙΟΧΚ	ΟΤΟΕΛ	ΤΗΛΕΤ
ΛΑΜΔΑ	ΓΕΔ	ΠΑΠ	ΝΗΡ
ΛΑΝΕΤ	ΔΟΛ	ΠΛΑΘ	ΝΙΚΑΣ
ΜΑΙΚ	ΕΒΖ	ΠΗΓΑΣ	ΜΥΤΙΛ
ΜΕΒΑ	ΕΒΡΟΦ	ΚΟΜΠ	

Εν συνεχεία, εντοπίζουμε άλλη μία, μικρότερη ομάδα επτά εταιριών επίσης μεταξύ τους διασυνδεδεμένες. Μεταξύ αυτών και κάποιες ιδιαίτερου ενδιαφέροντος, όπως ο όμιλος Ιντρακόμ, και η κατασκευαστική της οικογενείας Μπόμπολα, όπως φαίνεται παρακάτω.

Ομάδα 2
Κωδικός ΟΑΣΗΣ
ΕΛΛΑΚΤΩΡ
ΙΝΚΑΤ
ΚΑΜΠ
ΚΕΚΡ
ΙΝΤΚΑ
ΙΝΛΟΤ
ΗΟΛ

Με μία λίγο προσεκτική ανάγνωση, διαπιστώνουμε ότι η εκδοτική εταιρία (Πήγασος) της οικογενείας Μπόμπολα είναι στην πρώτη ομάδα, ενώ η κατασκευαστική (ΕΛΛΑΚΤΩΡ) στη δεύτερη. Βεβαίως αφού ο Φώτιος Μπόμπολας του Γεωργίου διοικεί την πρώτη και ο Λεωνίδας Μπόμπολας

του Γεωργίου τη δεύτερη, οι δύο δεν έχουν κανένα κοινό φυσικό πρόσωπο, και έτσι ορθά η μηχανική ανάλυση των δεδομένων δεν καταδεικνύει σχέση διασύνδεσης.

Η κοινή λογική του αναλυτή βέβαια επιβάλλει να θεωρήσουμε τις δύο ομάδες ως μία, μεγάλη κοινή και ενιαία ομάδα διασυνδεδεμένων εταιριών στο ΧΑ⁶³.

Περαιτέρω αποτελέσματα έχουν λιγότερο ενδιαφέρον. Οι σχέσεις μεταξύ των τεσσάρων εισηγμένων εταιριών του ομίλου MIG είναι κατ' ουσία ενδο-ομιλικές, όπως και οι σχέσεις Μοχλού-Τεχνικής Ολυμπιακής, ΓΕΚ-ΤΕΡΝΑ και Τέρνα ενεργειακή, Μηχανική και Βαλκάν κλπ. Στο βαθμό που αυτές οι σχέσεις συνοδεύονται από αντίστοιχη μετοχική συμμετοχή είναι αναμενόμενες και έχουν περιορισμένο ενδιαφέρον. Βεβαίως, και σε αυτές τις περιπτώσεις υπάρχουν ανησυχίες για την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς οι εκπρόσωποι του μετόχου της πλειοψηφίας μπορεί να προωθούν δράσεις που είναι προς το συμφέρον του μετόχου πλειοψηφίας – ενώ ο ρόλος του ΔΣ πρέπει να είναι να διοικεί την προς το συμφέρον όλων των μετόχων. Χαρακτηριστικά, ο ΟΟΣΑ αναφέρει:

«Corporate boards, managers and controlling shareholders may have the opportunity to engage in activities that may advance their own interests at the expense of non-controlling shareholders.»⁶⁴

Όμως, εδώ γεννάται ένας προβληματισμός. Μήπως η παραπάνω παρουσίαση των στοιχείων είναι αναίτιως θορυβώδης, καθώς περιλαμβάνει και ενδο-ομιλικές διασυνδέσεις; Για να το εξετάσουμε αυτό θα ομαδοποιήσουμε τις εταιρίες σε ομίλους ανάλογα με τη μεταξύ τους μετοχική συμμετοχή όπου αυτή υπάρχει.

2.1. Τα αποτελέσματα, αγνοώντας ενδο-ομιλικές σχέσεις.

Για να μπορέσουμε να 'φιλτράρουμε' τις ενδο-ομιλικές σχέσεις, χρειάστηκε κατ' αρχήν να ορίσουμε τους ομίλους. Βεβαίως αυτό είναι μία κατά βάση απλή διαδικασία, καθώς η μητρική εταιρία κάθε ομίλου (βάση της οποίας έχουμε ονομάσει και τους ομίλους) αναφέρει τις θυγατρικές της στα ενοποιημένα αποτελέσματά της. Έτσι, π.χ., ο όμιλος Alphabank αποτελείται από την Άλφα Τράπεζα, την Άλφα Αστικά Ακίνητα και την Ιονική Ξενοδοχειακή, ο όμιλος Βιοχάλκο από την Βιοχάλκο, την Σιδενόρ, την Ελβάλ, την Ελληνικά Καλώδια, την Χαλκόρ, την Σωληνουργία Κορίνθου, και την ΕΤΕΜ, κ.ο.κ.

Εν συνεχεία θεωρήσαμε τους ομίλους ως ενιαία μονάδα, αντικαθιστώντας στη βάση το μοναδικό κλειδί των επιμέρους εταιριών (κωδικό ΟΑΣΗΣ) με την ονομασία του ομίλου. Κατόπιν ξανατρέξαμε τον αλγόριθμο αναζήτησης σχέσεων. Τα αποτελέσματα είναι μεν πιο ευανάγνωστα, αλλά επ ουδενί διαφορετικά. Δύο μεγάλες ομάδες (που στην ουσία είναι μία) σχηματίζονται και πάλι, ενώ ο αριθμός των μελών ΔΣ που πραγματικά δημιουργούν σχέσεις διασύνδεσης (και δεν είναι ενδο-

⁶³ Αντίστοιχα αποτελέσματα έχουν αναφερθεί από τους Khwaja, Mian & Qamar σε (αδημοσίευτη) έρευνα στο Πακιστάν, όπου σε δείγμα 100,000 εταιριών, το 5% αποτελεί ένα Super-Network που λαμβάνει περίπου τα δύο τρίτα των εταιρικών πιστώσεων. Asim Ijaz Khwaja, Atif Mian and Abid Qamar, 'The Value of Business Networks' (unpublished thesis, Harvard University, Kennedy School of Government; University of Chicago, Graduate School of Business and State Bank of Pakistan, 2008).

⁶⁴ Organisation for Economic Co-operation and Development, *Principles of Corporate Governance* (Παρίσι: [n.pub.], 2004) (σ. 40).

ομιλικά στελέχη) είναι 91 για την πρώτη ομάδα και δέκα για τη δεύτερη. Στην πιο ευανάγνωστη μορφή τους, οι διασυνδεδεμένες εταιρίες είναι:

Όμιλος	Όμιλος	Όμιλος	Όμιλος
NBG	ΑΤΤ	ΝΑΚΑΣ	ΕΧΑΕ
ΘΕΟΔΩΡΙΔΗΣ	Βασιλάκης	ΔΟΛ	ΙΑΤΡ
ΠΡΟΦ	Δαυίδ	ΝΕΩΡΣ	ΝΑΥΤ
ΠΡΟ	ΚΟΜΠ	ΝΗΡ	ΜΟΤΟ
ΚΟΥΕΣ	Motor Oil Holdings	ΟΛΘ	ΕΛΛΑΚΤΩΡ
ΑΡΒΑ	ΜΕΒΑ	ΛΑΝΕΤ	ΚΕΚΡ
ΕΛΓΕΚ	ΦΑΓΕ	ΝΙΚΑΣ	Ελλάκτωρ
ΚΜΟΛ	Μυτιληναίος	ΜΠΤΚ	Intracom
ΛΑΒΙ	ΕΔΡΙΠ	ΠΗΓΑΣ	ΔΑΙΟΣ
Βιοχάλκο	ΕΦΤΖΙ	ΠΛΑΙΣ	ΚΛΕΜ
ΓΕΔ	ΦΡΑΚ	ΠΛΑΘ	ΑΤΕΚ
Alphabank	J&P ΑΒΑΞ	ΣΦΑ	ΕΛΙΧΘ
ΕΒΡΟΦ	ΜΠΕΛΑ	ΤΤ	ΑΑΑΠ
ΕΛΛ	ΕΚΤΕΡ	ΤΗΛΕΤ	ΠΣΥΣΤ
ΕΛΣΤΡ	Πειραιώς	ΤΙΤΚ, ΤΙΤΠ	ΠΡΑΞΚ, ΠΡΑΞΠ
ΑΛΜΥ	ΠΕΤΡΟ	ΟΤΕ	ΕΥΔΑΠ
Eurobank	ΜΑΙΚ	ΜΠΟΚΑ,ΜΠΟΠΑ	ΕΥΑΠΣ
ΑΝΔΡΟ	ΕΛΠΕ	ΚΟΡΡΕΣ	ΜΙG
ΞΥΛΚ, ΞΥΛΠ	ΛΟΓΟΣ	ΚΡΙ	ΒΙΟΤ
ΦΟΡΘ			

3. Ερμηνεία των αποτελεσμάτων

Δυστυχώς η ευρεθείσα έκταση της διασύνδεσης διοικητικών συμβουλίων των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών είναι σημαντικότερη από ότι περιμέναμε. Μπορεί συνολικά να

μιλάμε για λιγότερες από τις μισές εταιρίες, όμως με μία ματιά διαφαίνεται ότι είναι οι σημαντικότερες εξ' αυτών. Για να διαστασιολογήσουμε την παρατήρηση αυτή, προσθέσαμε τις συνολικές κεφαλαιοποιήσεις των διασυνδεδεμένων εταιριών, έναντι των υπολοίπων. Τα στοιχεία κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιήσαμε προμήθευσε η Eurobank χρηματοπιστηριακή, και είναι υπολογισμένα με τιμή κλεισίματος αγοράς 22/04/2013. Βεβαίως κάποιες εταιρίες τελούν σε καθεστώς αναστολής διαπραγμάτευσης (όπως το Πραξιτέλειο, ή η Probank. Οι κεφαλαιοποιήσεις αυτών δεν έχουν ληφθεί υπ' όψιν.

	Κεφαλαιοποίηση (Ευρώ)	%κεφαλαιοποίησης
Διασυνδεδεμένες	26,073,476,240	75%
Μη διασυνδεδεμένες	8,858,598,948	25%
Σύνολο	34,932,075,188	

Με τέτοια ευρήματα εύκολα διαπιστώνουμε ότι η αρχική πρόθεση σύγκρισης των αμοιβών των εκτελεστικών μελών των ΔΣ των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών στερείται αναλυτικής σημασίας. Συνοπτικά, οι λόγοι που μας οδηγούν σε αυτό το συμπέρασμα είναι:

α. Ακόμη και αν μπορέσουμε να βρούμε τα στοιχεία, είναι προφανές ότι οι διασυνδεδεμένες εταιρίες είναι, κατά μέσο όρο περίπου διπλάσιες σε όρους κεφαλαιοποίησης από τις μη διασυνδεδεμένες. Άρα είναι και εύλογο οι αμοιβές να μην είναι συγκρίσιμες.

β. Θα ήταν εύλογο να αναμένουμε ότι, με το 75% της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ να αποτελείτε από διασυνδεδεμένες εταιρίες, τα αποτελέσματα της διασύνδεσης έχουν 'μολύνει' και τις μη διασυνδεδεμένες, καθώς το αγοραίο πρότυπο για τις αμοιβές (market standard) θα ορίζεται μάλλον από τις πρώτες⁶⁵.

γ. Δεν είναι δυνατόν να ερευνήσουμε ούτε πιθανές διαφορές μεταξύ θυλάκων διασύνδεσης – καθώς μιλάμε ουσιαστικά για ένα μοναδικό «θύλακα».

Παρόλα αυτά στο σημείο αυτό προσπαθήσαμε, έστω δειγματοληπτικά, να καταγράψουμε τις αμοιβές των μελών των ΔΣ διασυνδεδεμένων και μη εταιριών. Τα αποτελέσματα ήταν μάλλον απογοητευτικά, καθώς στην μεγάλη πλειοψηφία τους οι εταιρίες επιλέγουν φρασεολογία που αποκρύπτει την πραγματική πληροφορία, θολώνοντας το τοπίο. Αναφέρουμε μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα:

1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

Στην Ετήσια Οικονομική Έκθεση της Χρήσεως 2012, στη σελίδα 36, η Εθνική Τράπεζα αναφέρει τις αμοιβές των μελών του ΔΣ για την παρουσία τους σε αυτό και στις επιτροπές τους. Έτσι μαθαίνουμε ότι ο Κος Τουρκολιάς (Διευθύνων Σύμβουλος και μακράν το ακριβότερο εκτελεστικό μέλος του ΔΣ

⁶⁵ Δυστυχώς εδώ συνηγορεί και η απουσία αντίληψης του προβλήματος από τις ίδιες τις εταιρίες. Σχετική έρευνα με βάση ερωτηματολόγια διεξήχθη από την Εμμανουήλ Μαρία-Χρυσοβαλάντου, 'Εταιρική Διακυβέρνηση στις Ελληνικές Επιχειρήσεις' (Μεταπτυχιακή Διατριβή, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Πληροφορικής, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, 2009). Σε αυτήν σημειώνεται ότι το 86,3% των εταιριών θεωρούν ότι η ανεξαρτησία των ανεξάρτητων μελών στο Διοικητικό τους Συμβούλιο διασφαλίζεται από πολύ καλά έως άριστα (σ. 91).

της Εθνικής Τράπεζας) έλαβε για τη συμμετοχή του στο ΔΣ αμοιβή €27,000. Βεβαίως, αυτό είναι ένα μέρος μόνο των αμοιβών του, καθώς στην αμέσως επόμενη σελίδα μαθαίνουμε ότι το σύνολο των αμοιβών του από την Τράπεζα ήταν €329,480. Είναι όμως αυτές όλες οι αμοιβές του από την εργασία του; Στη σημείωση 6 των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων διαβάζουμε πως «οι συνολικές απολαβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, των Γενικών Διευθυντών και των μελών των εκτελεστικών επιτροπών της Τράπεζας, μελών της Διοίκησης θυγατρικών εταιρειών, καθώς και στενών συγγενικών μελών ή εταιρειών που ελέγχονται ατομικά ή από κοινού με τα πρόσωπα αυτά, ανήλθαν την 31.12.2012 σε €16,8 εκατ, ενώ για την Τράπεζα ανήλθαν σε €7,7 εκατ.» (σελίδα 116, ετήσια έκθεση, που είναι άλλο έντυπο). Τα ίδια ποσά αναφέρονται και στην προαναφερθείσα Ετήσια Οικονομική Έκθεση της Χρήσεως 2012 στην σελίδα 154 (σημείωση 44). Αυτό τονίζει το γεγονός ότι οι διοικούντες την Εθνική Τράπεζα αμείβονται και από άλλες εταιρίες του ομίλου, όπως και ότι πιθανώς να αμείβονται και οι συγγενείς τους, καθώς και ότι μπορεί να λαμβάνουν μέρος των απολαβών τους σε εταιρίες που ελέγχουν. Όμως αυτό που περισσότερο θολώνει την εικόνα είναι η σύμπτυξη της πληροφορίας για τα μέλη του ΔΣ, των Γενικών Διευθυντών (ευρύτερος κύκλος προσώπων), των μελών της Διοίκησης θυγατρικών εταιριών (άλλος κύκλος) κ.ο.κ.. Έτσι, η παροχή πληροφορίας για τις αμοιβές κάθε μέλους του ΔΣ «από την Τράπεζα» μόνο κατ' επίφαση πληροφορία είναι, αποκρύπτοντας τις αμοιβές που τα ίδια πρόσωπα (ή οι συγγενείς τους) μπορεί να λαμβάνουν από άλλες εταιρίες του ομίλου. Τα στοιχεία, δε, αυτά με τον τρόπο που παρέχονται, είναι αδύνατον να απομονωθούν ώστε να χρησιμεύσουν για έλεγχο. Τα μέλη της διοικήσεως (διαφόρων επιπέδων) που αναφέρονται συγκεντρωτικά παραπάνω, δεν μπορέσαμε ούτε να αριθμήσουμε πόσα είναι. Αξίζει εδώ να σημειωθεί ότι η ίδια ομάδα έχει και δάνεια από την Τράπεζα ύψους €20,3 εκατ.

2. Ιντραλότ

Αντίστοιχα με την Εθνική Τράπεζα παραπάνω, και η Ιντραλότ δίνει συγκεντρωτικά τις αμοιβές των μελών του ΔΣ και της διοίκησης. Αυτές ανήλθαν στο ποσό των €5.075 εκατ από την εταιρία και €9.671 εκατ από τον όμιλο (σελίδα 23, Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2012). Βεβαίως η ομάδα 'μέλη της διοίκησης' δεν γνωρίζουμε πόσα άτομα περιλαμβάνει. Μαθαίνουμε επίσης, στη σελίδα 109 του ιδίου ότι κατά τα τελευταία τρία χρόνια έχουν χορηγηθεί «σε ορισμένα στελέχη και στους εργαζόμενους» δικαιώματα προαίρεσης συνολικής εύλογης αξίας €923,000.

3. ΔΕΗ

Η ΔΕΗ, προς τιμήν της, αναφέρει ξεχωριστά τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών του ΔΣ της. Αυτές, το οικονομικό έτος 2012 ανήλθαν στο ποσό των €291 χιλ (σελ 22, Ετήσια Οικονομική Έκθεση). Σημειώνουμε ότι τα εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ της ΔΕΗ είναι τρία. Επίσης, αξίζει να σημειωθεί πως η ΔΕΗ δεν εμφανίζει διασυνδέσεις με τα ΔΣ άλλων εταιριών.

4. Infoquest

Ο όμιλος Infoquest ακολουθεί το παράδειγμα της Εθνικής Τράπεζας και της Ιντραλότ. Στη σελίδα 92 της Ετήσιας Οικονομικής Έκθεσης, μας πληροφορεί ότι οι αμοιβές των «Διευθυντικών Στελεχών» ανήλθαν σε €3.384 εκατ (σημ: από την εταιρία, οι αμοιβές ήταν €283 χιλ). Κανένας διαχωρισμός δε γίνεται μεταξύ μελών ΔΣ και των υπολοίπων διοικητικών υπαλλήλων, πόσο δε μάλλον μεταξύ εκτελεστικών και μη μελών του ΔΣ.

5. ΕΥΔΑΠ

Και η ΕΥΔΑΠ δίνει σαφώς τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών του ΔΣ, που το 2012 ανήλθαν σε €116 χιλ (σελ 17, ετήσιος απολογισμός) ενώ δε διαφοροποιούνται σε επίπεδο ομίλου. Η ΕΥΔΑΠ έχει ένα μόνο εκτελεστικό μέλος στο διοικητικό συμβούλιο.

6. Creta Farm

Η Creta Farm αναφέρει στη σελίδα 57 της ετήσιας οικονομικής έκθεσης για το 2012 ότι οι αμοιβές «σε βασικά διοικητικά στελέχη» το 2012 ήταν €1,3 εκατ. Δυστυχώς, ούτε εδώ διαχωρίζονται οι αμοιβές μελών του ΔΣ από άλλα μέλη της διοίκησης.

7. Ελληνικά Πετρέλαια

Τα ΕΛΠΕ ξεκαθαρίζουν τις αμοιβές των μελών ΔΣ, οι οποίες ανήλθαν το 2012 σε €2,7 εκατ. (σελ 69 των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων. Βεβαίως δεν υπάρχει διαχωρισμός εκτελεστικών και μη σε αυτό το σύνολο. Τα ΕΛΠΕ έχουν 2 εκτελεστικά μέλη στο διοικητικό τους συμβούλιο, σε σύνολο 11.

8. ΚΡΙ-ΚΡΙ

Η ΚΡΙ-ΚΡΙ δίνει στη σελίδα 9 της ετήσιας οικονομικής εκθέσεώς της το σύνολο των αμοιβών των μελών του ΔΣ, στο ύψος των €258,000. Εξηγεί, δε, αναλύοντας της αποφάσεις της γενικής συνελεύσεως, ότι αυτό αναλύεται σε €240,000 για τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και €3,000 για κάθε άλλο μέλος (επταμελές συμβούλιο). Στην ίδια σελίδα όμως δίνει επιπροσθέτως ότι οι μισθοί των μελών του ΔΣ ανήλθαν σε €266,350. Η ΚΡΙ-ΚΡΙ έχει 4 εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ της.

9. INFORM LYKOS

Στην Ετήσια Οικονομική Έκθεση (σελ 67), η INFORM LYKOS αναφέρει αμοιβές για βασικά διοικητικά στελέχη ύψους €457,582. Καθώς δε διαχωρίζει μεταξύ μελών του ΔΣ και μη, και δεν αναφέρει το πλήθος των στελεχών που αφορά η συγκεκριμένη σημείωση, η πληροφορία είναι περιορισμένης χρησιμότητας.

10. Folli Follie Group

Η Folli Follie Group δίνει και αυτή συνολικά τις αμοιβές όλων των διοικητικών στελεχών, χωρίς να διαχωρίζει τα μέλη του ΔΣ και χωρίς να αριθμεί σε πόσα στελέχη αναλογούν αυτές οι αμοιβές. Οι αμοιβές αυτές ανήλθαν το 2012 σε €8.0 εκατ. (σελ 87 του ετησίου δελτίου).

Συνοψίζοντας, βλέπουμε ότι σε δείγμα 10 εταιριών μόνον 2 (η ΔΕΗ και η ΕΥΔΑΠ, και οι δύο του ευρύτερου δημοσίου τομέα) δίνουν αναλυτικά στοιχεία για τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών του ΔΣ, και πιθανώς η Κρι-Κρι, τα στοιχεία της οποίας θέλουν λίγο περισσότερη ανάλυση αλλά είναι εν μέρει διαθέσιμα. Οι περισσότερες εταιρίες θολώνουν περεταίρω την εικόνα, συμπύσσοντας τις αμοιβές των μελών του ΔΣ με αυτές των άλλων στελεχών. Έτσι, εκτός του ότι η σύγκριση στερείται αναλυτικής σημασίας, όπως έχει αιτιολογηθεί παραπάνω, φαίνεται να μην είναι και εφικτή.

Δυστυχώς αυτό δε μας εκπλήσσει ιδιαίτερα. Ξεκινώντας αυτή την προσπάθεια, εντοπίσαμε τις διαφορές αποδοχών μεταξύ των μελών των διοικητικών συμβουλίων δύο μη τυχαία επιλεγμένων

εταιριών, της Σέλμαν και της Τιτάν. Στη χρονική στιγμή που έγινε αυτό οι αμοιβές δίνονταν με τρόπο μη ξεκάθαρο. Αυτό δεν βελτιώθηκε. Για το 2012, τελευταία διαθέσιμη δημοσιευμένη χρήση κατά τη συγγραφή της παρούσης, οι αμοιβές των μελών του ΔΣ του ομίλου της Σέλμαν ήταν €336,216 – δηλαδή για τα τρία εκτελεστικά μέλη περίπου €100,000 έκαστο. Ούτε, όμως, και η Τιτάν προσδιορίζει με σαφήνεια τις αμοιβές των εκτελεστικών μελών του διοικητικού της συμβουλίου, δίνοντας ένα ποσό στο οποίο περιλαμβάνει και τις αμοιβές του (μη εκτελεστικού) προέδρου, κατά πάγια πλέον πρακτική της εταιρίας. Παρ' όλα αυτά, και αν υποθέσουμε ότι ο πρόεδρος αμείβεται επίσης σαν εκτελεστικό μέλος, επιμερίζουμε το ποσό των €1,708,664.44 σε έξι μέλη και βλέπουμε αμοιβές περί τις €280,000 κατά μέσο όρο. Βεβαίως η Τιτάν είναι πιο περίπλοκη και μεγάλη εταιρία. Οι πωλήσεις της Σέλμαν το 2012 ήταν €47εκ και της Τιτάν €1,131 – δηλαδή 24 φορές περισσότερες. Όμως, αντίστοιχα, και τα έξοδα διοίκησης της Τιτάν ήταν €93εκ έναντι €6,8 της Σέλμαν (δηλαδή 14 φορές περισσότερα) και τα εκτελεστικά μέλη στο ΔΣ διπλάσια σε αριθμό. Εν τέλει, το Διοικητικό Συμβούλιο μίας εταιρίας δε διοικεί απευθείας κάθε πτυχή της καθημερινότητας της εταιρίας, αλλά την διοίκηση αυτής. Σε τι βαθμό αμείβεται με βάση την πολυπλοκότητα της εταιρίας την διοίκηση της οποίας καθορίζει όμως, και σε τι βαθμό με βάση την διασύνδεση των μελών του και τη δυνατότητά τους να αποδυναμώνουν έτσι τον ελεγκτικό μηχανισμό που έχει προβλέψει ο νομοθέτης ως προς τον προσδιορισμό του εύλογου των αμοιβών τους;

Όπως έχουμε δείξει παραπάνω, δεν υπάρχει – σήμερα – επαρκές στατιστικό υλικό για εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων. Η πιθανότητα περιπτώσιολογικής μελέτης, να επικεντρωθούμε δηλαδή στον εντοπισμό του υποσυνόλου των εταιριών εκείνων που δίνουν επαρκή στοιχεία αντί της τυχαίας επιλογής, και να δουλέψουμε με αυτές, εισαγάγει τεράστιο πρόβλημα ενδογενούς προκατάληψης. Η έλλειψη αντικειμενικότητας εισάγεται από το γεγονός και μόνο ότι οι εταιρίες οι οποίες είναι πιθανότερο να δίνουν επαρκή στοιχεία είναι οι ίδιες οι οποίες είναι πιθανότερο να μην αμείβουν τα στελέχη τους υπερβολικά.

Καταλήγουμε λοιπόν ότι η σύγκριση την οποία είχαμε αρχικά σχεδιάσει, ούτε χρήσιμη, αλλά ούτε και εφικτή είναι. Χρήσιμη δεν είναι γιατί με 75% της κεφαλαιοποίησης διασυνδεδεμένο, το market standard ήδη προσδιορίζεται από τις εταιρίες αυτές. Ανέφικτη καθίσταται από την απουσία αμερόληπτου στατιστικού υλικού σε επεξεργάσιμη μορφή όπως έχει αναλυθεί παραπάνω. Αυτή ωστόσο είναι μία διαπίστωση η οποία κατά την άποψή μας και ισχυροποιεί την ανάγκη για την ανάλυση που σχεδιάσαμε, και τονίζει την σημασία των μέχρι εδώ ευρημάτων της επεξεργασίας.

4. Περεταίρω προβληματισμοί

Αυτή ακριβώς η διαπίστωση στο σημείο 3.γ. άνω μας δημιουργεί ένα νέο προβληματισμό: Υπάρχει περίπτωση η διασύνδεση διοικητικών συμβουλίων μεταξύ εισηγμένων εταιριών να έχει αποτελέσματα νοθευτικά του ανταγωνισμού; Για να ερευνήσουμε αυτή τη διάσταση θα πρέπει να αναλύσουμε τα αποτελέσματα με βάση την κατά κλάδο κατανομή διασυνδεδεμένων και μη εταιριών. Ευτυχώς το ΧΑ μας διευκολύνει σε αυτή την διερεύνηση, κατανέμοντας τις εταιρίες της Κύριας Αγοράς κατά κλάδο δραστηριότητας. Έτσι στο επόμενο κεφάλαιο, θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα κατανεμημένα κατά κλάδο, διερευνώντας αυτή τη διάσταση.

Κεφάλαιο έκτο: Οι διαστάσεις του ανταγωνισμού

1. Νοητικό πεδίο

Η σύνδεση συνυπηρετούντων μελών μεταξύ διοικητικών συμβουλίων με περί του ανταγωνισμού προβληματισμούς σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί δική μας πρωτοτυπία. Στις ΗΠΑ ήδη από το 1914 με τον νόμο Clayton απαγορεύεται σε ένα φυσικό πρόσωπο να ευρίσκεται στα ΔΣ δύο εταιριών εάν η συγχώνευση των δύο αυτών εταιριών θα απαγορευόταν από την επιτροπή ανταγωνισμού⁶⁶. Βεβαίως η νομοθεσία και εκεί χρήζει ανανέωσης κατά την άποψή μας, καθώς περιορίζεται στο να εντοπίσει το πρόβλημα στο ένα φυσικό πρόσωπο, αγνοώντας την έκταση που μπορεί να πάρει η διασύνδεση σε επόμενα βήματα (π.χ. δύο ανταγωνιστές να συνυπηρετούν σε ένα ΔΣ τρίτης, μη ανταγωνιστικής μεταξύ τους εταιρίας). Όμως, ο κορμός του προβλήματος εντοπίζεται (και αντιμετωπίζεται) εδώ και εκατό περίπου χρόνια.

Ποια είναι όμως τα θέματα που προβλημάτισαν τον νομοθέτη των ΗΠΑ και που, ενδεχομένως, να έχουν ενδιαφέρον και για μας; Ο περιορισμός των εξαγορών, εάν συμβαίνει, θεωρητικά θα είχε θετικό ισοζύγιο για τον ανταγωνισμό, καθώς θα περιόριζε την συγκέντρωση μεριδίων αγοράς. Η πολιτική διάσταση οργανωμένων ομάδων συμφερόντων (lobbying) αν και ενδιαφέρουσα, απαιτεί και πολιτικές διασυνδέσεις. Οι διαστάσεις με το περισσότερο δυνητικό ενδιαφέρον εδώ είναι οι πιο κλασικές καταχρήσεις δεσπόζουσας θέσης, και διευκολύνονται από (1) την κοινή δεσπόζουσα θέση των διασυνδεδεμένων εταιριών και (2) το γεγονός ότι έτσι μέλη των διοικήσεων αυτών των εταιριών, λόγω της διασυνδέσεως, έχουν θεσμικό λόγο να συνευρίσκονται (από το θεσμικό τους ρόλο ως μέλη ΔΣ), έχοντας έτσι θεσμική κάλυψη για τις συναντήσεις τους. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε συμφωνίες τόσο τιμών όσο και μη-τιμολογιακών όρων (π.χ. προθεσμίες πληρωμής), αλλά και περιορισμούς εισόδου (barriers to entry π.χ. vendor lock in).

2. Η κατάσταση στην Ελλάδα σήμερα

Για να διερευνήσουμε την διάσταση του ανταγωνισμού, πρέπει να αναλύσουμε τα αποτελέσματα που παρουσιάσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο σε κλαδική βάση. Προς διευκόλυνση της έρευνας σπεύδει και πάλι το Χρηματιστήριο Αθηνών που έχει κατατάξει τις εταιρίες της Κύριας αγοράς σε κλάδους⁶⁷. Ας δούμε λοιπόν ενδεικτικά τα κατά κλάδο αποτελέσματα για κάποιους από τους σημαντικούς κλάδους της Ελληνικής οικονομίας, ξεκινώντας από τον τραπεζικό:

2.1 Τράπεζες

Συνολική Κεφαλαιοποίηση	2,727,900,506	
Διασυνδεδεμένες	1,724,996,681	

⁶⁶ Clayton Antitrust Act 1914 όπως έχει κωδικοποιηθεί στον Title 15 of the United States Code, Κεφάλαιο Πρώτο, παράγραφος 19.

⁶⁷ Την κατάταξη του ΧΑ ακολουθεί και το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008), σ. 4.

Μη διασυνδεδεμένες	1,002,903,826	
Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	614.5	Διασυνδεδεμένες
Eurobank	132.7	
Τράπεζα Αττικής	40.2	
Τράπεζα της Ελλάδος	268.8	
Τράπεζα Πειραιώς	227.5	
Άλφα Τράπεζα	441.3	
Τράπεζα Κύπρου	371.6	Μη Διασυνδεδεμένες
Λαϊκή Τράπεζα Κύπρου	162.6	
Γενική Τράπεζα	468.7	

Εδώ βλέπουμε μία εικόνα λίγο διαστρεβλωμένη βέβαια, καθώς οι τρεις τελευταίες τράπεζες, που διοικητικά δεν είναι διασυνδεδεμένες, στην πραγματικότητα έχουν ενσωματωθεί πλέον στον όμιλο της τραπεζής Πειραιώς.

2.2 Τηλεπικοινωνίες

Συνολική Κεφαλαιοποίηση	3,042,788,126
Διασυνδεδεμένες	3,042,788,126
Μη διασυνδεδεμένες	0
Forthnet	5.9
Hellas on Line	71.5
OTE	2,965.4

Βεβαίως, στις τηλεπικοινωνίες είναι τέτοια η δεσπόζουσα θέση του ΟΤΕ στη συνολική κεφαλαιοποίηση του κλάδου που από τη στιγμή που συμμετέχει ο ΟΤΕ στις διασυνδεδεμένες εταιρίες το ποσοστό θα ήταν εκ των πραγμάτων υψηλό. Βλέπουμε όμως ότι και σαν συνολικό αριθμό εταιριών η διασύνδεση αποτελεί θέμα.

2.3 Διυλιστήρια

Συνολική Κεφαλαιοποίηση	3,469,604,007
--------------------------------	----------------------

Διασυνδεδεμένες	3,469,604,007
Μη διασυνδεδεμένες	0
Ελληνικά Πετρέλαια	2,549.0
Motor Oil	920.6

Και στα διυλιστήρια λοιπόν διαπιστώνουμε ότι οι δύο εταιρίες έχουν μεταξύ τους διαύλους επικοινωνίας μέσω των μελών διοικητικών συμβουλίων.

2.4 Κατασκευές

Συνολική Κεφαλαιοποίηση	672,763,739
Διασυνδεδεμένες	672,763,739
Μη διασυνδεδεμένες	0
Αθηνά	8.0
J&P Άβαξ	118.8
Ελλάκτωρ	368.2
ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ	177.8

Πολύς λόγος έχει γίνει στα μέσα μαζικής ενημέρωσης για τις συμβάσεις του δημοσίου με τις κατασκευαστικές, και κατά πόσον αυτές είναι οι καλύτερες δυνατές. Ο τρόπος που λειτουργούν οι μειοδοτικοί διαγωνισμοί έχει κατά καιρούς απασχολήσει την οικονομική αρθρογραφία. Η διασύνδεση, μέχρι στιγμής, εξ' όσων είμαστε σε θέση να γνωρίζουμε, όχι.

Το Χρηματιστήριο εδώ διαχωρίζει τις Κατασκευαστικές εταιρίες από τις εταιρίες Ανάπτυξης Ακίνητης Περιουσίας. Στο δεύτερο αυτό κλάδο μετέχουν για παράδειγμα η Μηχανική και η Τεχνική Ολυμπιακή, όπως και η Μπάμπης Βωβός. Η αλήθεια είναι ότι μελετώντας το αντικείμενο εργασιών αυτών των εταιριών, οι δημόσιες συμβάσεις τους είναι εξαιρετικά περιορισμένες. Βεβαίως, υπάρχει υπερκάλυψη αντικειμένου. Όμως, όπως θα δούμε και στα συγκεντρωτικά στοιχεία παρακάτω, δεν θα άλλαζαν σημαντικά τα συμπεράσματά μας αν τις ενοποιούσαμε σε έναν ενιαίο κλάδο.

3. Συγκεντρωτικά στοιχεία⁶⁸

	Διασυνδεδεμένες	Μη διασυνδεδεμένες
--	-----------------	--------------------

⁶⁸ Αναλυτικά εμφανίζονται τα στοιχεία για όλους τους κλάδους στο παράρτημα 2

Τράπεζες	63%	37%
Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες	100%	0%
Τηλεπικοινωνίες	100%	0%
Ενέργεια	19%	81%
Διυλιστήρια	100%	0%
Τυχερά Παιχνίδια	12%	88%
Τρόφιμα	100%	0%
Κατασκευές	100%	0%
Λιανικό Εμπόριο	55%	45%
Καταναλωτικά Προϊόντα	33%	67%
Α Υλών	100%	0%
Βιομηχανικές	100%	0%
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας	55%	45%
Τσιμέντα	93%	7%
Ανάπτυξης Ακίνητης Περιουσίας	61%	39%
Ακίνητης Περιουσίας	100%	0%
Μεταφορές	65%	35%
Υγείας	77%	23%
MME	93%	7%
Πλαστικά	26%	74%
Επενδυτικές	87%	13%
Διάφορες	38%	62%
Σύνολο	75%	25%

Βλέπουμε εδώ μία εικόνα κατά κλάδο και συνολική που είναι μάλλον αποκαρδιωτική για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα σήμερα. Τα ποσοστά αφορούν κεφαλαιοποίηση και έχουν υπολογιστεί με βάση τις τιμές κλεισίματος του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις 19/4/2013. Εάν μάλιστα λάβει κανείς υπ' όψιν τη διασύνδεση των 'ανεξάρτητων' τραπεζών με την Τράπεζα

Πειραιώς, το ποσοστό διασύνδεσης στο σύνολο της αγοράς ανεβαίνει στο 78%. Οι σχέσεις πάνω στις οποίες έχουμε βασιστεί είναι τα μέλη των ΔΣ των εισηγμένων στο ΧΑ εταιριών το διήμερο 17-18/12/2012 όπως αυτά αποτυπώθηκαν στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου.

4. Συμπεράσματα

Έχουμε ήδη δει ότι η διάσταση της προστασίας των μετόχων μειοψηφίας από υπερβολικές αμοιβές των διευθυνόντων δεν μπορεί να διερευνηθεί, καθώς η έκταση της διασύνδεσης είναι τέτοια που δημιουργεί το αγοραίο πρότυπο για τις αμοιβές. Η διάσταση του ανταγωνισμού προφανώς δεν μπορεί παρά μόνο να τεθεί από έναν ακαδημαϊκό ερευνητή – η δυνατότητα να δημιουργηθεί σύμπραξη όμως σε καμία περίπτωση δε σημαίνει ότι αυτό γίνεται κι' όλας. Η επιτροπή ανταγωνισμού μόνον μπορεί να διαπιστώσει εάν κάτι τέτοιο όντως συμβαίνει.

Ο Λι Ιακόκα, στην αυτοβιογραφία του αναφέρει ότι για τους διοικούντες την Chrysler στα τέλη της δεκαετίας του 1970 στις ΗΠΑ, ούτε η συζήτηση στο ίδιο δωμάτιο για έρευνα μείωσης ρύπων με ομότιμους της General Motors δεν επιτρεπόταν, επί ποινή φυλακίσεως⁶⁹. Εδώ ελπίζουμε ότι θέτοντας τον προβληματισμό θα μπορέσει να διερευνηθεί μία ακόμη διάσταση – αν αυτό δε συμβαίνει ήδη.

Στο επόμενο μέρος θα προτείνουμε και συγκεκριμένες νομοτεχνικές βελτιώσεις, αφού όμως πρώτα εντοπίσουμε τα προβλήματα της έρευνας που διεξήγαμε. Τέλος, θα κλείσουμε και με προτάσεις για περεταίρω έρευνα σε επόμενο στάδιο.

⁶⁹ «We couldn't talk about it in the same room without going to jail. We couldn't even hear General Motors describe it's system.» Lee Iacocca and William Novak, *Iacocca: An Autobiography* (New York: Bantam Books, 1984) (σ. 206).

Μέρος Γ

Κεφάλαιο έβδομο: Κενά και προβλήματα της έρευνας

1. Το αίτημα της πληρότητας είναι Σισύφειο

Η έρευνα που έχουμε διεξάγει είναι περιορισμένη. Περιορίζεται από τις δυνατότητες και τον χρόνο του ερευνητή, αλλά περιορίζεται και από τη φύση της, καθώς κάθε έρευνα φωτίζει τόσο τα ίδια της τα κενά, όσο και το θέμα το οποίο ερευνά. Οι ελλείψεις της όμως, κατά την άποψή μας δεν την καθιστούν λιγότερο ενδιαφέρουσα. Αντιθέτως, τόσο από την έρευνα όσο και από τους περιορισμούς, τονίζεται η ανάγκη για περεταίρω ανάλυση στον τομέα της διασύνδεσης των διοικητικών συμβουλίων, και της εταιρικής διακυβέρνησης γενικότερα.

Το γεγονός, συνεπώς, ότι η έρευνα δεν είναι πλήρης, τελεί εν γνώσει μας. Εδώ θα προσπαθήσουμε να επισημάνουμε τα κενά που έχουμε εντοπίσει κατά τη διεξαγωγή της. Πιθανώς να υπάρχουν και άλλα. Πιο έμπειροι ερευνητές ίσως μπορέσουν να βελτιώσουν το αποτέλεσμα. Το γεγονός όμως ότι θα προβληματιστούν γύρω από το ζήτημα δεν παύει να είναι μία επιτυχία.

2. Οι ‘αφανείς’ σχέσεις

Η έρευνά μας περιορίζεται – με μόνη εξαίρεση τους αδερφούς Φώτιο και Γεώργιο Μπόμπολα – στη διασύνδεση μέσω του ιδίου φυσικού προσώπου. Όμως, υπάρχουν μία σειρά από άλλες δυνατότητες διασύνδεσης που δε μπορέσαμε να ερευνήσουμε, διότι η απαιτούμενη πληροφορία δεν είναι δημόσιο δεδομένο. Σε κάποιες από τις περιπτώσεις αυτό δε μπορεί παρά να θεωρηθεί κενό του νόμου. Σε άλλες ίσως να είναι εύλογο. Η τοποθέτηση του πήχη διαφάνειας στο ζήτημα αυτό, εάν γίνει, θα είναι μία άσκηση κοινής λογικής και πολιτικής βούλησης. Ο στόχος μας εδώ είναι να τονίσουμε την απουσία του.

2.1. Οι συγγενείς

Σε διάφορα σημεία στη νομοθεσία, οι διευθύνοντες μία εταιρία και οι συγγενείς τους εξομοιώνονται. Αυτό, π.χ. συμβαίνει στο άρθρο 10 του 2190/1920 (συναλλαγές μεταξύ εταιρίας και συγγενών των διοικούντων – μέχρι δευτέρου βαθμού) στο άρθρο 23Α του ιδίου (Συμβάσεις της εταιρίας με συγγενείς των μελών του ΔΣ – μέχρι τρίτου βαθμού), στον Ν. 2533/2005, άρθρο 15 (απαγόρευση συναλλαγών – μέχρι δευτέρου βαθμού). Στα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης κάτι τέτοιο δεν ισχύει.

Έτσι εκτός από τους Κους Μπόμπολα – η διασύνδεση των οποίων είναι τόσο προφανής που μπορεί να θεωρηθεί εξόφθαλμη και δεν απαιτεί ιδιαίτερες γνώσεις ή αναλυτική πληροφορία – οι γνώσεις μας είναι περιορισμένες. Ξέρουμε, π.χ. ότι ο Κος Γιώργος Θεοδωρίδης, Διευθύνων της SATO είναι υιός του Κου Σωτήρη Θεοδωρίδη, ιδρυτή της SATO και διευθύνοντος της PASAL. Όμως, αυτό είναι αποσπασματικό, δεν υπάρχει μεθοδικά καταγεγραμμένη προς επεξεργασία τέτοιου τύπου πληροφορία.

2.2. Άλλου τύπου συγγενείς

Στη νεότερη οικονομική συλλογική μνήμη έχει ιδιαίτερη θέση το ονομαζόμενο 'σκάνδαλο των κουμπάρων' του Σεπτεμβρίου του 2005, όπου μία ομάδα εκβιαστών βασίστηκε στις σχέσεις της με την πολιτική εξουσία για να αποσπάσει μεγάλο ποσό από γαλακτοβιομηχανία ώστε να μην τιμωρηθεί για νόθευση του ανταγωνισμού. Βεβαίως δεν είναι δυνατόν να απαγορευθούν οι οικονομικές σχέσεις μεταξύ κουμπάρων, ούτε και κάτι τέτοιο θα είχε όφελος για την οικονομία. Όμως, με κάποιο τρόπο ίσως να ήταν χρήσιμη μία διερεύνηση της πληροφορίας γύρω από τέτοιου τύπου σχέσεις, αν αυτές θα μπορούσαν μεθοδικά να εντοπιστούν.

2.3 Φιλικές σχέσεις και σχέσεις εμπιστοσύνης

Είτε πρόκειται για συμμαθητές, είτε για συντοπίτες, συνυπηρετήσαντες στρατιωτική θητεία, συναθλητές κλπ, οι άνθρωποι συνάπτουν σχέσεις εμπιστοσύνης και αυτό που αποκαλούμε κοινωνικό κύκλο καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής τους. Αυτός ο τομέας ίσως θα ήταν και ο δυσκολότερος για μεθοδική συγκέντρωση πληροφόρησης, και πιθανότατα τέτοιες σχέσεις δε θα μπορούσαν να αποτελέσουν δημόσια πληροφορία⁷⁰. Ίσως να μπορέσουν οι αρχές να συγκεντρώσουν τουλάχιστον κατά δήλωση μία τέτοια βάση. Βεβαίως η 'κατά δήλωση' καταγραφή απαιτεί ένα υψηλό επίπεδο ηθικής.

2.4 Σχέσεις εξαρτημένης εργασίας

Είναι πιθανό κάποιοι από τους μετέχοντες σε ένα διοικητικό συμβούλιο να μην μετέχουν στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας από την οποία προέρχονται, αλλά να είναι απλοί μισθωτοί αυτής. Μία τέτοια διασύνδεση δε μπορεί να εντοπιστεί από τη μηχανική επεξεργασία στην οποία έχουμε προβεί. Η συλλογή τέτοιου τύπου στοιχείων θα απαιτούσε μεθοδικότερες απαιτήσεις γνωστοποίησης από τις εταιρίες, αλλά θα ήταν εφικτή σε μεταγενέστερο στάδιο εφόσον υπάρξουν οι γνωστοποιήσεις.

⁷⁰ Μία απόπειρα έχει γίνει στις ΗΠΑ από τον Breno Schmidt στο (αδημοσίευτο) *Costs and Benefits of "Friendly" Boards during Mergers and Acquisitions* (2013) όπου ορίζει 'φιλικά' τα μέλη ΔΣ που έχουν κοινωνικές σχέσεις με τη διοίκηση. Οι κοινωνικές σχέσεις που καταγράφει συνίστανται, όπως λέει σε: «common membership at the same club, affiliation with the same charitable foundation, fraternity, art institute, museum, or other nonprofit organization, and common seats on university boards of trustees. I also look at cases in which the CEO and a board member attended the same school. Whenever such an interaction is present, I define the CEO as having a potential social tie to a board member.» Αντίστοιχη και η καταγραφή Byoung-Hyoun Hwang and Seoyoung Kim, 'It Pays to Have Friends', *Journal of Financial Economics*, 93 (2009), 138-58. Τέλος, οι σχέσεις μεταξύ αναλυτών και εταιριών εξετάζονται στο Lauren Cohen, Andrea Frazzini and Christopher Malloy, 'Hiring Cheerleaders: Board Appointments of "Independent" Directors', *Management Science*, 58 (2012), 1039-58. Στην Ελλάδα, αξιοσημείωτη είναι η προσπάθεια των Annita Florou and Argiris Galarniotis, 'Benchmarking Greek Corporate Governance against Different Standards', *Corporate Governance*, 15 (2007), 979-98.

3. Άλλου τύπου διασυνδέσεις

Η έρευνά μας έχει περιοριστεί στην διερεύνηση σχέσεων μεταξύ εισηγμένων εταιριών. Όμως, υπάρχει μεγάλο πεδίο εκτός εισηγμένων εταιριών για τη διαμόρφωση συσχετίσεων, τόσο εντός όσο και εκτός του οικονομικού πεδίου.

3.1. Οι μη εισηγμένες εταιρίες

Οι μη εισηγμένες εταιρίες είναι το προφανές συμπληρωματικό πεδίο έρευνας. Τα στοιχεία των διοικήσεών τους υπάρχουν δημοσιευμένα στα ΦΕΚ, τα οποία είναι διαθέσιμα ηλεκτρονικά από το Εθνικό Τυπογραφείο. Η συγκέντρωσή τους θα είναι επίπονη και χρονοβόρα αλλά είναι εφικτή. Όμως, και εκεί θα πρέπει να μπου κάποιους περιορισμούς. Στην Ελλάδα υπάρχουν πάνω από 700,000 εταιρίες. Προφανώς δεν έχουνε όλες την ίδια βαρύτητα, και έτσι χρειάζεται ένας κατάλογος και κάποια κριτήρια επιλογής. Επίσης, σε αντίθεση με τις εισηγμένες εταιρίες που τείνουν να συγκεντρώνουν τις δραστηριότητές τους κάτω από ένα ενιαίο όμιλο, οι μη εισηγμένες συχνά παραμένουν ανεξάρτητες μεταξύ τους ακόμη και όταν έχουν τους ίδιους ιδιοκτήτες. Έτσι, θα έχουμε εταιρίες με σημαντικό πεδίο διασύνδεσης αλλά περιορισμένο οικονομικό αντικείμενο, που θα είναι πολύ δύσκολο να εντοπιστεί.

3.2 Κοινωφελείς οργανισμοί

Είναι πάρα πολύ πιθανό οι διοικούντες μία εταιρία να συνυπάρχουν με τους ανταγωνιστές τους σε διοικήσεις κοινωφελών οργανισμών ή κοινωνικών οργανώσεων ή σωμάτων όπως μία εκκλησιαστική επιτροπή, ένα σχολικό συμβούλιο κ.ο.κ. Βεβαίως τέτοιες σχέσεις είναι αδύνατον να διερευνηθούν – ούτε καν να αποτυπωθούν μεθοδικά – παρά μόνο κατά δήλωση όπως είπαμε και στο 2.3 άνω.

4. Άλλα κενά

Τα κενά της έρευνας δεν περιορίζονται στον ελλιπή εντοπισμό των σχέσεων. Έχουμε εντοπίσει ήδη άλλους δύο τομείς που η έρευνα εμφανίζει κενά. Πιθανώς να υπάρχουν και άλλοι.

4.1 Οι «διάφορες» εταιρίες

Η ανάλυση κατά κλάδο του Χρηματιστηρίου Αθηνών την οποία χρησιμοποιήσαμε σαν βάση κατάταξης των εταιριών σε κλάδους περιλαμβάνει μία γενική κατηγορία «διάφορες εταιρίες». Η κατηγορία αυτή αποτελεί ναι μεν μόλις το 6% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, όμως καλύτερος ερευνητής θα μπορούσε να υπεισέλθει στην επανακατάταξή τους με άλλα κριτήρια.

Επίσης, εταιρίες που ασκούν πολλαπλών ειδών δραστηριότητα θα μπορούσαν να περιληφθούν στις κατηγορίες που αντιστοιχούν σε όλες της δραστηριότητές τους, παρά μόνο στην κύρια τους δραστηριότητα.

4.2 Μεριδία αγοράς

Έχοντας ξεκινήσει την έρευνα όχι από το πεδίο του ανταγωνισμού αλλά από το πεδίο των αμοιβών των μελών των διοικητικών συμβουλίων των εταιριών, έχουμε βασιστεί σε χρηματιστηριακά στοιχεία κεφαλαιοποίησης. Όμως, εάν η διάσταση που διερευνάται είναι ο ανταγωνισμός, τότε μία διερεύνηση των μεριδίων αγοράς να είναι πιο πρέπουσα. Βεβαίως αυτό δε σημαίνει ότι και η βάση της κεφαλαιοποίησης διερεύνηση δεν είναι ενδεικτική – καθώς το μέγεθος μίας εταιρίας εκφράζεται σαφέστατα και με τους δύο τρόπους, οι οποίοι θα έχουν υπό φυσιολογικές συνθήκες έντονα θετική συσχέτιση.

4.3 Το ερώτημα της ενδογένειας

Αν και έχουμε αναλύσει τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν από τη διασύνδεση διοικητικών συμβουλίων στο τρίτο κεφάλαιο, δεν έχουμε αναρωτηθεί γιατί μία εταιρία καταλήγει σε μία τέτοια διοικητική δομή. Είναι πιθανό η επιλογή αυτή να μην είναι η βέλτιστη για τους μετόχους, δεν παύει όμως να είναι ενδογενής. Αναγνωρίζουμε ότι οι επιλογές της διοικήσεως μίας εταιρίας, και των μετόχων της, δεν είναι διπολικές αλλά λαμβάνονται με γνώμονα την βελτιστοποίηση μίας σειράς παραμέτρων. Έτσι, μπορεί να καταλήγουμε σε μία φαινομενικά ‘κακή’ λύση, που όμως να είναι η βέλτιστη. Αντίστοιχο σκεπτικό έχουν εκθέσει και οι Demsetz & Lehn στο – παρόμοιο – ερώτημα για την διάχυση της ιδιοκτησίας⁷¹ καθώς και ο Palia για τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών⁷². Επίσης και το (συγγενές) θέμα της ιδιοκτησίας από πλευράς διοίκησης (αμοιβή με μετοχές/δικαιώματα) έχει ερευνηθεί για ενδογένεια από τους Himmelberg, Hubbard & Palia⁷³, και πιο πρόσφατα από τους Coles, Lemmon & Meschke⁷⁴. Περισσότερη ανάλυση στο ζήτημα των κινήτρων θα ήταν διαφωτιστική εδώ.

5. Συμπεράσματα

Όπως τονίσαμε και στην αρχή, η ερευνά μας δεν είναι πλήρης. Προσπαθήσαμε να εντοπίσουμε τα βασικά κενά της. Πιθανώς να υπάρχουν και άλλα. Κάποια, όπως η επέκταση σε μη εισηγμένες, μπορούν να αντιμετωπιστούν με περεταίρω έρευνα. Άλλα, όπως οι διασυνδέσεις μέσω σχέσεων εξαρτημένης εργασίας, απαιτούν βελτιώσεις στο κανονιστικό πλαίσιο πριν μπορέσουν να διερευνηθούν. Άλλα πάλι δε θα μπορέσουν να διερευνηθούν – παρά μόνο ίσως κατόπιν εορτής από δικαστικές αρχές και εφόσον διαπιστωθούν αξιόποινες πράξεις – καθώς το επίπεδο πληροφόρησης που απαιτείται για τη διερεύνησή τους δε μπορεί να συγκεντρωθεί μεθοδικά και συλλογικά.

Εν τέλει, παρά τα κενά της, θεωρούμε ότι η πρώτη διερεύνηση που προσπαθήσαμε με την παρούσα έρευνα έχει αποδώσει περισσότερα από τα αναμενόμενα. Θα προσπαθήσουμε στο επόμενο

⁷¹ Harold Demsetz and Kenneth Lehn, 'The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences', *Journal of Political Economy*, 93 (1985), 1155-77 (σ. 1174).

⁷² Darius Palia, 'The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution', *The Review of Financial Studies*, 14 (2001), 735-64.

⁷³ Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard and Darius Palia, 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of Financial Economics*, 53 (1999), 353-84.

⁷⁴ Jeffrey L. Coles, Michael L. Lemmon and J. Felix Meschke, 'Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance', *Journal of Financial Economics*, 103 (2012), 149-68.

κεφάλαιο να προτείνουμε κάποιες – καίριες κατά την άποψή μας – νομοτεχνικές βελτιώσεις, που να αντιμετωπίζουν τα σημαντικότερα προβλήματα που εντοπίζουμε. Ελπίζουμε ότι θα υπάρξει περεταίρω ανάλυση του πεδίου, συνοδευόμενη και από νέες ιδέες και προτάσεις για τη βελτίωση της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης στην οικονομία μας.

Βεβαίως μέχρι τούδε έχουμε εξετάσει μόνο τη διασύνδεση μεταξύ επιχειρηματιών. Έτσι έχουμε (αυτό)περιοριστεί σε μία μόνο διάσταση της οικονομικής ζωής της χώρας. Τόσο στην Ελλάδα, όσο και διεθνώς, τα πλέγματα διασυνδέσεων των επιχειρηματιών φαίνεται να τους εξασφαλίζουν δυσανάλογα μεγάλη πολιτική επιρροή. Αν και τα στοιχεία για αυτό δυστυχώς δεν αποτελούν δημόσια δεδομένα, διεθνώς υπάρχει πολιτική μέριμνα τόσο για την καταγραφή, όσο και για τον περιορισμό αυτών των σχέσεων. Το θέμα είναι εκτός του πεδίου της παρούσης προσπάθειας διερεύνησης, αλλά είναι συγγενές και χρήζει ιδιαίτερης προσοχής, καθώς μια ομάδα (ίσως κλειστή⁷⁵) αλληλοσυνδεδεμένων στελεχών ελέγχει το 75% της κεφαλαιοποίησης και κατ' επέκταση ένα μεγάλο κομμάτι της ιδιωτικής οικονομίας. Τι δυνατότητα θα είχε μία τέτοια ομάδα να διαμορφώσει ένα κοινό μέτωπο έναντι της πολιτικής ηγεσίας και να επιβάλλει τη θέλησή της;

⁷⁵ Ο όρος «κλειστή» ομάδα, στις κοινωνικές επιστήμες δεν προσδιορίζει μία ομάδα που δε δέχεται νέα μέλη, αλλά μία της οποίας τα νέα μέλη έχουν κοινά χαρακτηριστικά με την ομάδα και μία έννοια συλλογικότητας. Ο πιο συνήθης τρόπος να επιτευχθεί κάτι τέτοιο είναι τα νέα μέλη να προτείνονται από παλαιά. Με αυτό το σκεπτικό, η επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων σε ένα Διοικητικό Συμβούλιο έχει καίριο ρόλο.

Κεφάλαιο όγδοο: Νομοτεχνικές βελτιώσεις.

1. Εισαγωγή

Η Βεστφάλια αντίληψη της εθνικής κυριαρχίας, στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο οικονομικό γίγνεσθαι αποτελεί απλά ένα κατάλοιπο παλαιότερου μύθου που μόνο τη λαϊκιστική ρητορική κάποιων πολιτικών εξυπηρετεί. Η πραγματικότητα είναι πολύ πιο σκληρή, όπως ανακάλυψαν οι ΗΠΑ μετά την θεσμοθέτηση του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης Sarbanes-Oxley το 2002 (μετά από τη σκανδαλώδη κατάρρευση της Enron). Καθιστώντας λόγω υπερβολικού ελέγχου την αμερικάνικη αγορά μη ανταγωνιστική, είδαν μία πτώση της τάξης του 20% στις εισαγωγές ξένων εταιριών στα αμερικανικά χρηματιστήρια, και την συνεπαγόμενη οικονομική δραστηριότητα να κατευθύνεται (κυρίως) στο AIM του Λονδίνου⁷⁶.

Στην Ελληνική σκηνή έχουμε δει την αποχώρηση της Φάγε προς Λουξεμβούργο τον Οκτώβριο του 2012, και της Coca-Cola Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως προς Ελβετία το 2013, δύο πολύ τρανταχτά παραδείγματα, ενώ σίγουρα υπάρχουν και άλλα μικρότερης εμβέλειας έκαστο αν και αθροιστικά ίσως μεγαλύτερης σημασίας.

Το συμπέρασμα είναι σαφές: καμία δικαιοδοσία⁷⁷ δεν μπορεί να υπερ-κανονικοποιήσει την οικονομική ζωή, διότι η οικονομική δραστηριότητα μπορεί πλέον πολύ πιο εύκολα να μετακινηθεί⁷⁸. Βέβαια, αυτό δε δικαιολογεί ούτε ένα ελλιπές πλαίσιο, ούτε την απραξία. Όμως βάζει ένα όριο, το μέτρο του λογικού, στην πολιτική διαχείριση της οικονομικής ζωής.

Με αυτό το μέτρο, θα προσπαθήσουμε τις εντοπιζόμενες αδυναμίες του ελληνικού κανονιστικού πλαισίου περί εταιρικής διακυβέρνησης να τις συγκεντρώσουμε και, ίσως κάποιες, να τις αντιμετωπίσουμε.

2. Γνωστοποιήσεις

Από τη δημοσίευση της μελέτης του Sir Adrian Cadbury για την εταιρική διακυβέρνηση στο ΗΒ το 1992 ο νομοθέτης, κατ' αρχήν στον Αγγλοσαξονικό και εν συνεχεία και στον υπόλοιπο κόσμο, αντιμετωπίζει την εταιρική⁷⁹ διακυβέρνηση κυρίως ως πεδίο που χρήζει περισσότερη διαφάνεια, παρά απ' ευθείας απαγορεύσεις. Η λογική είναι ότι αν οι εταιρίες δημοσιοποιούν τις αμφιβόλου ηθικής πρακτικές τους θα πληγεί η καλή τους εικόνα. Προκειμένου λοιπόν να το αποφύγουν αυτό, ανοιχτές πια στη δημόσια κριτική, θα φροντίσουν να βελτιώσουν την ποιότητα της διακυβέρνησής τους. Οι γνωστοποιήσεις, εν συνεχεία, κατηγοριοποιούνται σε υποχρεωτικές και εθελοντικές, πρακτική που έχουν υιοθετήσει και τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης

⁷⁶ Joseph D. Piotrski and Suraj Srinivasan, 'Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings', *Journal of Accounting Research*, 46 (2008), 383-426 (σ. 399).

⁷⁷ Προτιμούμε τη χρήση της δικαιοδοσίας έναντι του κράτους διότι παρότι η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν είναι κράτος, δεν παύει να συμμετέχει στο κανονιστικό πλαίσιο, ενώ αντίστοιχα στις ΗΠΑ οι πολιτείες επίσης διαμορφώνουν σε κάποιο βαθμό το κανονιστικό περιβάλλον.

⁷⁸ Ακόμη και σε επίπεδο φυσικών προσώπων – η μετακίνηση του Gérard Depardieu στη Ρωσία στις αρχές του 2013 θα «κυνηγάει» τη Γαλλική συλλογική μνήμη για καιρό ακόμη.

⁷⁹ Και όχι μόνο: χαρακτηριστικά αναφέρουμε την υποχρέωση δημοσιοποίησης των δηλώσεων πόθεν έσχες των βουλευτών στην Ελλάδα.

(ΔΠΧΠ), αλλά που παραμένει άγνωστη στην Ελλάδα. Εμείς θα προσπαθήσουμε να υιοθετήσουμε σε κάποιο βαθμό αυτή τη λογική, με την ελπίδα ότι εταιρίες που θέλουν να ξεχωρίζουν θα φροντίσουν να πληρούν τα αυξημένα κριτήρια διαφάνειας, χωρίς όμως ταυτόχρονα να επιβάλλεται υπερβολικός όγκος γνωστοποιήσεων στο σύνολο της αγοράς.

2.1 Υποχρεωτικές γνωστοποιήσεις

Κάποιες γνωστοποιήσεις θα πρέπει κατά την άποψή μας, παρ' όλα αυτά, να είναι υποχρεωτικές. Αυτές είναι οι πιο καίριες για τη διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας. Προστιθέμενες στο υπάρχων νομικό πλαίσιο, θα βελτιώσουν την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης.

2.1.1 Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου που μετέχουν σε άλλα διοικητικά συμβούλια

Το θέμα αυτό έχει αποτελέσει και τον κύριο κορμό αυτής της μελέτης. Ελπίζουμε ότι η καταγραφή που έχουμε δείξει στα προηγούμενα κεφάλαια, και η έκταση της διασύνδεσης που προκύπτει, είναι επαρκής αιτιολόγηση της ανάγκης για τέτοια γνωστοποίηση. Με αυτήν, ο ερευνητής δε θα χρειάζεται να αναλώσει πολύ χρόνο για τη δημιουργία και κανονικοποίηση βάσεων δεδομένων, καθώς αυτά θα καταστούν πιο εύχρηστα. Εδώ πρέπει να τονίσουμε ότι τα δεδομένα αυτά είναι ήδη δημόσια. Ο στόχος της δημοσιοποίησης είναι η διευκόλυνση του επενδυτή, που δεν θα χρειάζεται να ψάξει το σύνολο των εταιριών⁸⁰ για να δει σε ποια άλλα ΔΣ συμμετέχουν οι διοικούντες. Υπό αυτή την έννοια, ακόμη καλύτερο θα ήταν αν η γνωστοποίηση περιλάμβανε και τα στελέχη της εταιρίας που ενδεχομένως είναι χαμηλότερης ιεραρχικής βαθμίδας (δε μετέχουν στο ΔΣ) αλλά μετέχουν στα ΔΣ άλλων εισηγμένων εταιριών.

Βεβαίως, εδώ οφείλει να γίνει ένας διαχωρισμός μεταξύ ενδο-ομιλικών συμμετοχών (π.χ. ο όμιλος Βιοχάλκο) και εξωτερικών συμμετοχών. Ευτυχώς έχουμε έτοιμα δύο κριτήρια για αυτό. Το ένα είναι το άρθρο 42ε παράγραφος 5 του Ν2190, που περιγράφει τι είναι συνδεδεμένες εταιρίες. Το άλλο, κάπως πιο αυστηρό, είναι από τα ΔΠΧΠ, το IAS 24. Σε κάθε περίπτωση, η έννοια του ομίλου εταιριών είναι αρκετά ώριμη και δε θα προβληματίσει το επενδυτικό κοινό.

2.1.2 Αμοιβές μελών ΔΣ.

Πληθώρα εταιριών, ακόμη και σήμερα, δε δίνει στοιχεία για τις αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, παρά μόνο αθροιστικά, η διαχωρισμένα σε εκτελεστικά και μη-εκτελεστικά μέλη. Ο ερευνητής που θα ήθελε να δοκιμάσει τη στατιστική συσχέτιση ανεξαρτήτων μελών και αμοιβών των εκτελεστικών μελών, έτσι αντιμετωπίζει μία ανυπέρβλητη δυσκολία: Μη έχοντας τον ίδιο αριθμό μελών, είναι αδύνατον να γίνουν συγκρίσεις μεταξύ εταιριών. Έτσι, οι εταιρίες, λειτουργώντας νομότυπα, εκμεταλλεύονται αυτό το κενό και θολώνουν (χωρίς να αποκρύπτουν) το θέμα των αμοιβών των κρίσιμων θέσεων όπως του Διευθύνοντος Συμβούλου. Μάλιστα, πρώτος ο ΣΕΒ είχε αναδείξει το θέμα το 2011 προτείνοντας 'την κατάρτιση ετήσιας έκθεσης αμοιβών, που θα περιλαμβάνεται στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, στην οποία θα δημοσιοποιούνται τα

⁸⁰ Αν, μάλιστα, επεκταθεί και στις μη εισηγμένες, η δυνατότητα του επενδυτή να επεξεργαστεί την (κατά τα άλλα δημόσια) πληροφορία για να καταλήξει σε συμπεράσματα είναι εξαιρετικά περιορισμένη.

συνολικά «πακέτα» αποζημίωσης κάθε μέλους' δίνοντας μάλιστα και συγκεκριμένη μορφή για αυτή την έκθεση. Όμως, ο ΣΕΒ ανέβαλε την εφαρμογή για το 2012, και μετά άφησε το θέμα να ξεχαστεί. Σε κάθε περίπτωση, δεδομένου ότι η εφαρμογή του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ είναι και αυτή εθελοντική, εμείς πιστεύουμε ότι μία τέτοια γνωστοποίηση πρέπει να ενσωματωθεί στη νομοθεσία. Μάλιστα, θα θέλαμε να περιλαμβάνει όλες τις αμοιβές από όλες τις εταιρίες του 'ομίλου'.

2.2 Εθελοντικές γνωστοποιήσεις

Τόσο σαν επενδυτές όσο και σαν ερευνητές θα βλέπαμε με πολύ θετική προδιάθεση τις εταιρίες που αναλύουν τις σχέσεις μεταξύ των μελών του ΔΣ με περισσότερη λεπτομέρεια από όση είναι απολύτως απαραίτητη. Υπάρχει εκτενής διεθνής βιβλιογραφία που δείχνει ότι οι περιορισμοί στην πραγματική ανεξαρτησία των ανεξάρτητων μελών ΔΣ δεν είναι προς όφελος των μετόχων. Προτείνουμε οι εταιρίες που θέλουν να ξεχωρίσουν να πάρουν την πρωτοβουλία να εξηγήσουν πως έχουν επιλέξει να ανεξάρτητα μέλη στο ΔΣ τους, και τι κοινά βιογραφικά στοιχεία έχουν με τα άλλα μέλη του ΔΣ. Βεβαίως η επιλογή άπτεται της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, όχι όμως και η δημοσιοποίηση αυτών των στοιχείων, που μπορεί αυτοβούλως να αναλάβει η διοίκηση. Τόσο η διεθνής βιβλιογραφία όσο και πιθανές προβληματικές περιοχές αναφέρονται εκτενώς στο προηγούμενο κεφάλαιο.

2.3 Διαδικασίες ανανέωσης

Με την ολοκλήρωση της δημοσίευσης των ετησίων ισολογισμών και τη διεξαγωγή των γενικών συνελεύσεων των εισηγμένων εταιριών τον Ιούνιο κάθε έτους θα ήτανε σκόπιμο οι αρμόδιοι φορείς να διεξάγουν μία δημόσια διαβούλευση για την ποιότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης και πιθανές βελτιώσεις. Πιθανοί φορείς που θα μπορούσαν να συμμετέχουν είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το Χρηματιστήριο Αθηνών, η Ένωση Θεσμικών Επενδυτών και η Ένωση Αναλυτών, ενώ ίσως να ήτανε σκόπιμη και η συμμετοχή της Επιτροπής Ανταγωνισμού. Στην ίδια διαδικασία θα μπορούσαν επίσης να συμμετέχουν και οι εταιρίες με ιδιαίτερη έμφαση στον εντοπισμό προβλημάτων στην νομοθεσία που μόνο δυσκολίες προσθέτουν. Άποψή μας είναι ότι ο τακτικός δημόσιος διάλογος μόνο οφέλη μπορεί να έχει.

3. Απαγορεύσεις

Κάποια θέματα είναι υπερβολικά ευαίσθητα για να βασιστούμε σε γνωστοποιήσεις. Το σκεπτικό είναι οικείο στον νομοθέτη που, παραδείγματος χάριν, απαγορεύει στα ανεξάρτητα μέλη ενός ΔΣ να έχουν «επιχειρηματική ή άλλη επαγγελματική σχέση με την εταιρία ή με συνδεδεμένη με αυτή επιχείρηση» - ενώ θα μπορούσε να επιλέξει να μείνει απλά στην ανάγκη γνωστοποίησης τέτοιων σχέσεων. Πιστεύουμε ότι ακόμη υπάρχουν, στα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης, κενά τα οποία θα έπρεπε να καλυφθούν με απαγορεύσεις.

3.1. Συμμετοχή σε πολλαπλά Διοικητικά Συμβούλια

Υπάρχει μία τάση διεθνώς να περιοριστεί ο αριθμός των ΔΣ στα οποία μπορεί να συμμετέχει ένα φυσικό πρόσωπο⁸¹. Η διεθνής βέλτιστη πρακτική φαίνεται να διαμορφώνεται στα τρία Διοικητικά Συμβούλια. Πιστεύουμε ότι αυτό είναι καλή πρακτική, με πιθανή εξαίρεση την συμμετοχή σε πολλαπλά Διοικητικά Συμβούλια του ίδιου 'ομίλου'.

3.2 Κριτήρια ανεξαρτησίας

Πιστεύουμε ότι τα ανεξάρτητα μέλη ενός Διοικητικού Συμβουλίου πρέπει να είναι ανεξάρτητα τόσο από την ίδια την εταιρία (που διασφαλίζεται σε μεγάλο βαθμό από τον N3016/2002) όσο και από τον κύριο μέτοχο αυτής όπου αυτός υπάρχει. Αυτό θα διασφάλιζε τους μετόχους μειοψηφίας από πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων με τον κύριο μέτοχο, επιπροσθέτως από τα εχέγγυα σε σχέση με τους διοικούντες την εταιρία.

3.3 Απευθείας διασυνδέσεις

Η πλήρης απαγόρευση της διασύνδεσης διοικητικών συμβουλίων δεν είναι ούτε εφικτή ούτε, πιθανώς, και απόλυτα επιθυμητή. Τα οφέλη της εμπειρίας ικανών στελεχών είναι θετικό να διαχέονται σε μεγαλύτερο κομμάτι της οικονομικής ζωής της χώρας. Ο περιορισμός που αναφέρεται στο σημείο 3.2 άνω μπορεί να περιορίσει ούτως ή άλλως σε μεγάλο βαθμό το πρόβλημα. Όμως πιστεύουμε ότι πρέπει να απαγορευθεί και η απευθείας διασύνδεση. Δεν πρέπει να συμμετέχουν στο ΔΣ μίας εταιρίας (ή στα ΔΣ ενός ομίλου εταιριών) στελέχη τα οποία προέρχονται από εταιρίες στις οποίες στελέχη της εταιρίας-υποδοχής συμμετέχουν⁸². Και οι διεθνείς βέλτιστες πρακτικές συγκλίνουν σε αυτή την κατεύθυνση⁸³.

4. Υποχρεώσεις

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ξεκινήσει μία νομοθετική πρωτοβουλία με πρόταση τη Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Νοέμβριο του 2012 που θα απαιτεί την παρουσία γυναικών στις θέσεις των μη-εκτελεστικών μελών των ΔΣ των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιριών σε ποσοστό 40% από το 2020. Δεν γνωρίζουμε, καθώς γράφεται αυτή η μελέτη, ποια θα είναι η τελική έκβαση της νομοθετικής διαδικασίας. Η ανάγκη πιο ισορροπημένης εκπροσώπησης είναι σαφής⁸⁴. Όμως, η διεθνής βιβλιογραφία προβληματίζει. Μελέτη των Renee B. Adams και Daniel Ferreira⁸⁵ ΗΠΑ δείχνει ότι ενώ η παρουσία γυναικών σε ένα ΔΣ αυξάνει και την παρουσία στις συνεδριάσεις ενός ΔΣ (και των αντρών συναδέλφων) και την γενικότερη εποπτική προσπάθεια του Διοικητικού Συμβουλίου, εν τέλει η παρουσία τους λειτουργεί αρνητικά για την αξία της εταιρίας. Η διάθεση της Ευρωπαϊκής

⁸¹ Έχουν αναφερθεί ήδη προβληματισμοί και του ΟΟΣΑ και του ISS σχετικά.

⁸² Η απευθείας διασύνδεση περιγράφεται σαν σχέση εκτενέστερα στο κεφάλαιο 4 (μεθοδολογία).

⁸³ Βλέπε σχετικά 'International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice' (unpublished thesis, Weil, Gotshal & Manges LLP, 2012)

⁸⁴ Η εισηγητική έκθεση αναφέρει ότι το ποσοστό αυτό στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι 15,8% και στην Ελλάδα 7,9%.

⁸⁵ Renee B. Adams and Daniel Ferreira, 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', *Journal of Financial Economics*, 94 (2009), 291-309.

Επιτροπής για θετική δράση είναι απολύτως κατανοητή, όμως πιστεύουμε ότι η παραμετροποίηση πρέπει να γίνει προσεκτικά.

5. Συμπεράσματα

Πολλές από τις διαστάσεις της λειτουργίας των Διοικητικών Συμβουλίων δεν έχουν μελετηθεί καθόλου στην Ελλάδα, είτε λόγω ελλείψεως δεδομένων, είτε λόγω περιορισμένου αντικειμένου. Κάποιες από αυτές θα αναλύσουμε διεξοδικότερα στο επόμενο κεφάλαιο. Συνέπεια αυτού όμως είναι ότι οι όποιες βελτιώσεις προτείνουμε εδώ καλύπτουν μόνο ένα μέρος του ζητήματος, και η διαδικασία οφείλει να είναι συνεχής, ακολουθώντας τόσο την έρευνα όσο και την πραγματική οικονομία.

Κεφάλαιο ένατο: Περεταίρω θέματα

1. Εισαγωγή

Το θέμα της σύνθεσης των διοικητικών συμβουλίων είναι αρκετά περίπλοκο. Διεθνώς, πολλές από τις διαστάσεις έχουν μελετηθεί διεξοδικά τόσο με ποιοτικές όσο και με ποσοτικές έρευνες. Στην Ελλάδα το θέμα αρχίζει να συγκεντρώνει την προσοχή των ερευνητών τα τελευταία μόνο χρόνια. Τα προβλήματα είναι ακόμη σημαντικά, ιδιαιτέρως στην εύρεση στοιχείων, αλλά και στην αξιοποίησή τους καθώς το μέγεθος της Ελληνικής αγοράς δυσκολεύει τη διεξαγωγή συμπερασμάτων με στατιστική σημαντικότητα. Εδώ θα προσπαθήσουμε να προτείνουμε κάποια από τα σημαντικότερα, κατά την άποψή μας, ζητήματα που χρήζουν εμβάθυνσης.

2. Μη-εισηγμένες εταιρίες

Στην μελέτη αυτή έχουμε μείνει στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες, τα δεδομένα των οποίων είναι συγκεντρωμένα και προσβάσιμα με σχετικά εύκολο τρόπο. Όμως, η προκύπτουσα διάσταση του ανταγωνισμού (βλ κεφάλαιο 6) τονίζει έντονα την ανάγκη να επεκταθεί η έρευνα και στις σημαντικότερες μη εισηγμένες εταιρίες. Η ανάλυσή μας είναι ενδιαφέρουσα σε ότι αφορά μεν τους μετόχους μειοψηφίας όμως σε ότι αφορά τον ανταγωνισμό είναι ελλιπής. Τα δεδομένα των συνθέσεων των Διοικητικών Συμβουλίων των μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών είναι διαθέσιμα από το εθνικό τυπογραφείο σε ηλεκτρονική μορφή, όμως δεν είναι συγκεντρωμένα. Έτσι, ο ερευνητής θα πρέπει να καταλήξει σε μία λίστα εταιριών ενδιαφέροντός του⁸⁶, και κατόπιν να αφιερώσει τον απαραίτητο χρόνο για να συγκεντρώσει τα σχετικά στοιχεία πριν αρχίσει την επεξεργασία του.

3. Χρονοσειρές

Τα στοιχεία που χρησιμοποιήσαμε σε αυτή τη μελέτη ήτανε στιγμιαία. Εάν ένα στέλεχος είχε τερματίσει τη θητεία του σε ένα Διοικητικό Συμβούλιο πριν αναλάβει θέση σε άλλο, αυτό δεν αποτυπώνεται στην ανάλυσή μας. Αυτό είναι μία ενδεχομένως σημαντική έλλειψη, καθώς η έξοδος από μία εταιρία δεν συνοδεύεται και από απώλεια των γνώσεων σχετικά με τη λειτουργία και τις προτεραιότητές της, ενώ επίσης σχεδόν ποτέ δε συνοδεύεται από διακοπή των σχέσεων με άλλα στελέχη της εταιρίας⁸⁷. Μία ενδιαφέρουσα επέκταση λοιπόν της εργασίας μας θα ήταν να δούμε όχι μόνο τα τρέχοντα επαγγελματικά βιογραφικά στοιχεία κάθε στελέχους αλλά και το πρόσφατο παρελθόν. Αυτό είναι εφικτό (αν και χρονοβόρο) με τη μεθοδολογία που περιγράφεται παραπάνω.

⁸⁶ Σύμφωνα με την μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στην Ελλάδα (2012), οι ελληνικές εταιρίες είναι 728,282. Από αυτές, κατηγοριοποιούνται ως 'μεγάλες' οι 399.

⁸⁷ Για παράδειγμα, στη Γαλλία δε μπορεί να θεωρηθεί ανεξάρτητο ένα μέλος ΔΣ εάν υπήρξε στέλεχος της εταιρίας κατά την προηγούμενη πενταετία, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο, επιπροσθέτως δεν μπορεί να θεωρηθεί ανεξάρτητο ούτε και αν υπήρξε προμηθευτής κατά τα τρία τελευταία χρόνια. Στην Ελλάδα, ο ΣΕΒ προτείνει ότι δεν μπορεί να είναι ανεξάρτητο ένα πρώην στέλεχος για τρία χρόνια μετά τη λήξη της θητείας του. Σχετικά, βλέπε 'International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice' (unpublished thesis, Weil, Gotshal & Manges LLP, 2012), σ. 17. και Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011) (σ. 18).

4. Οικογενειακές και μη επιχειρήσεις

Το θέμα αυτό έχει απασχολήσει και τη διεθνή βιβλιογραφία χωρίς όμως ιδιαίτερα αποτελέσματα⁸⁸. Δυστυχώς, ούτε και στην Ελλάδα η διάκριση αυτή δεν έχει επαρκές βάθος⁸⁹. Πληθώρα επιχειρήσεων είναι προσωποπαγείς ακόμη και όταν ο ιδρυτής δεν κατέχει την πλειοψηφία των μετοχών⁹⁰, ενώ πολλές ακόμη έχουν έντονη την οικογενειακή χροιά και ας μην έχει η οικογένεια των έλεγχο⁹¹. Οι σημαντικότερες μη-οικογενειακές επιχειρήσεις είναι αυτές που έχουν ή είχαν ως μέτοχο το Ελληνικό Δημόσιο, όπου όμως και εδώ η εταιρική διακυβέρνηση παρουσιάζει ιδιαιτερότητες. Τέλος, σημαντικό μέρος είναι και οι εταιρίες που αποτελούν θυγατρικές ομίλων του εξωτερικού. Εκεί η κύρια ιδιαιτερότητα είναι ότι η όποια προσπάθεια χρηστής διακυβέρνησης θα επικεντρώνεται στο επίπεδο του ομίλου και όχι της ελληνικής θυγατρικής. Έτσι, η διεθνώς ενδιαφέρουσα διάκριση, στην Ελλάδα αφήνει μικρά περιθώρια για μελέτη. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι δεν μπορεί να επιχειρηθεί μία διάκριση ταιριαστή στα δεδομένα της ελληνικής αγοράς⁹².

5. Πολιτική διασύνδεση

Έχει αναφερθεί ότι εταιρίες που επιθυμούν σχέσεις με το δημόσιο τομέα επιλέγουν μεταξύ των στελεχών τους πρώην πολιτευτές, κομματικά στελέχη, η μέλη των οικογενειών τους. Βεβαίως δεν αναφερόμαστε σε εταιρίες των οποίων οι ιδιοκτήτες έχουν συγκεκριμένο πολιτικό προσανατολισμό, όπου κάτι τέτοιο θα ήταν αναμενόμενο, αλλά σε εταιρίες που είναι αγνωστικιστές του πολιτικού φάσματος, με σκοπό μόνο την δημιουργία διασυνδέσεων. Στη διεθνή βιβλιογραφία, η μελέτη των Agrawal και Knoeber⁹³ βάζει τις βάσεις. Μία επέκταση της μελέτης διασύνδεσης και στον πολιτικό χώρο θα είχε, πιστεύουμε, ιδιαίτερο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον αν και η αποτροπή δημιουργίας τέτοιων διασυνδέσεων νομοθετικά στο μέλλον είναι μάλλον απίθανη.

6. Συγκριτική διασυνοριακή ανάλυση

Έχοντας περιγράψει την κατάσταση στην Ελλάδα, εύλογα αναρωτιέται κανείς τι συμβαίνει εκτός των τειχών. Μία πρώτη συγκριτική του θεσμικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ ΗΠΑ,

⁸⁸ Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48 (2010), 58-107 (σ. 94).

⁸⁹ Βλ σχετικά και Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σ. 139.

⁹⁰ Π.χ. MIG

⁹¹ Π.χ. Άλφα Τράπεζα

⁹² Ένα τέτοιο πλαίσιο, π.χ. θα ήταν ένας διαχωρισμός σε (1) Οικογενειακές, (2) Ευρύτερου Δημοσίου τομέα (3) Θυγατρικές ομίλων εξωτερικού και (4) λοιπές ανεξάρτητες.

⁹³ Anup Agrawal and Charles R Knoeber, 'Do some outside directors play a political role?', *Journal of Law and Economics*, 44 (2001), 179-98.

Μεγάλης Βρετανίας και Ελλάδας δίδεται από τον Δρ Κουτούπη⁹⁴, όμως η περιορισμένη έρευνα της πρακτικής πλευράς του ζητήματος στην Ελλάδα δρα αποτρεπτικά σε περεταίρω συγκρίσεις.

7. Εμπειρική έρευνα

Ενώ η εργασία με ερωτηματολόγια που έχει γίνει στην Ελλάδα είναι εκτενής⁹⁵, η περιπτωσιολογική ανάλυση που καταφέραμε να βρούμε είναι περιορισμένη⁹⁶. Άλλες τεχνικές, όπως key informant interviews δεν έχουν εφαρμοστεί καθόλου. Στη διεθνή βιβλιογραφία έχουμε το παράδειγμα του Directors: myth and reality του Myles L. Mace ήδη από το 1971 όπου εντοπίζεται ότι μόνο 23% των μελών των ΔΣ βλέπουν το ρόλο τους ως τη διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων (watchdog for shareholders)⁹⁷ αν και αυτό έχει αρχίσει να βελτιώνεται διεθνώς⁹⁸. Μία ανάλογη προσπάθεια στην Ελλάδα θα μπορούσε να επαναθεμελιώσει την έρευνα εντοπίζοντας τα στοιχεία εκείνα που έχουν ιδιαίτερη σημασία. Μία τέτοια εργασία θα είχε και προεκτάσεις σε στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης και της βέλτιστης λειτουργίας των διοικητικών συμβουλίων και πέρα από το στενό θέμα της διασύνδεσης.

8. Πέρα από τη διασύνδεση

Εκτός από τα ζητήματα της διασύνδεσης, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει μία σειρά από παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργικότητα των Διοικητικών Συμβουλίων. Εδώ θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε κάποιους από του κυριότερους.

⁹⁴ Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σσ. 85-121.

⁹⁵ Η πιο χαρακτηριστική είναι η έρευνα της Grant Thornton που ξεκίνησε το 2005 και επαναλαμβάνεται ετησίως Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών; Grant Thornton; 'Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Έρευνα, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, 2005). Όμως, υπάρχουν και ακαδημαϊκές προσπάθειες, όπως η Εμμανουήλ Μαρία-Χρυσοβαλάντου, 'Εταιρική Διακυβέρνηση στις Ελληνικές Επιχειρήσεις' (Μεταπτυχιακή Διατριβή, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης, Τμήμα Πληροφορικής, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, 2009).

⁹⁶ Τέσσερις μελέτες περιλαμβάνονται στο Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σσ. 687-703. Μία προσπάθεια έχει γίνει επίσης και από τους Γεώργιος Μιχαλάκης and Μάριος Παυλίδης, 'Ο νόμος της Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Πτυχιακή Εργασία, Αλεξάνδρειο Τεχνολογικό Ίδρυμα Θεσσαλονίκης, 2009), σσ. 58-75.

⁹⁷ Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48 (2010), 58-107 (σ. 64).

⁹⁸ Ira M. Millstein and Paul W. MacAvoy, 'The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation', *Columbia Law Review*, 98 (1998), 1283-322 (σσ. 1284-5).

8.1 Ηλικία των μελών ΔΣ/σπουδές

Μία σειρά εταιριών έχει, ως μέρος της εταιρικής κουλτούρας, πολλές φορές άτυπα, μία μέγιστη ηλικία για τον Διευθύνοντα Σύμβουλο⁹⁹. Στην Ελλάδα δεν έχουμε δει αντίστοιχα παραδείγματα. Άρθρο του Economist στις 10 Οκτωβρίου 2002¹⁰⁰ για την Ελλάδα τονίζει την τάση της χώρα προς γεροντοκρατία. Μία συγκριτική ανάλυση της ηλικίας των μελών των ΔΣ των εταιριών θα είχε ενδιαφέρον. Επίσης στην Ελλάδα έχουμε πολύ έντονα την αίσθηση ότι είμαστε δικομανείς. Θα είχε ενδιαφέρον να μελετήσουμε τι ποσοστό των μελών ΔΣ είναι δικηγόροι, συγκριτικά πάντα με άλλες χώρες, χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι κάτι τέτοιο θα ήταν επιβεβαιωτικό.

8.2 Συμμετοχή γυναικών

Αμερικανική μελέτη¹⁰¹ δείχνει ότι ενώ η παρουσία γυναικών σε ένα ΔΣ αυξάνει και την παρουσία στις συνεδριάσεις ενός ΔΣ (και των αντρών συναδέλφων) και την γενικότερη εποπτική προσπάθεια του Διοικητικού Συμβουλίου, εν τέλει η παρουσία τους λειτουργεί αρνητικά για την αξία της εταιρίας. Στην Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ξεκινήσει μία νομοθετική πρωτοβουλία με πρόταση τη Ευρωπαϊκής Επιτροπής τον Νοέμβριο του 2012 που θα απαιτεί την παρουσία γυναικών στις θέσεις των μη-εκτελεστικών μελών των ΔΣ των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιριών σε ποσοστό 40% από το 2020. Στην Ελλάδα, το παρατηρητήριο εταιρικής διακυβέρνησης¹⁰² έχει προχωρήσει σε καταμέτρηση το 2008 βρίσκοντας 10,8% γυναίκες στα Διοικητικά Συμβούλια, ενώ η πιο πρόσφατη (2012) καταμέτρηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τοποθετεί το ποσοστό αυτό στο 7,9%, χωρίς όμως να υπάρχει κάποια ποιοτική ανάλυση των δεδομένων. Ενόψει της νομοθετικής διαδικασίας, κάτι τέτοιο ίσως να είχε ιδιαίτερη χρησιμότητα.

8.3 Συχνότητα συνεδριάσεων/παρουσία

Οι Adams και Ferreira το 2008¹⁰³ αναφέρουν ευθεία συσχέτιση του ύψους των αμοιβών παραστάσεως σε συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου με την παρουσία των μελών του. Ο Sussland¹⁰⁴ έχει αναφερθεί στις ψυχολογικές εντάσεις που δημιουργούνται όταν οι συνεδριάσεις ενός ΔΣ είναι αραιές ή σύντομες και τα αρνητικά αποτελέσματα που προκύπτουν για την εταιρία. Για τη διάρκεια των συνεδριάσεων των Διοικητικών Συμβουλίων δεν είναι δυνατόν να έχουμε στοιχεία. Για την συχνότητα, δυστυχώς στην Ελλάδα η έρευνα της Grant Thornton το 2012 αναφέρει ότι μόλις 30% των εισηγμένων εταιριών την αναφέρουν στη δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης. Αν αναλογιστούμε και την τάση να την αναφέρουν οι εταιρίες που την κρίνουν ικανοποιητική, τα δεδομένα είναι άκρως ανεπαρκή για επεξεργασία.

⁹⁹ Πρόσφατο παράδειγμα η αντικατάσταση του Capt. Wei Jiafu στη διοίκηση της COSCO καθώς, σύμφωνα με του σχολιαστές, πέρασε το άτυπο όριο των 60 ετών. Βλ σχετικά [Journal of Commerce, 2 Ιουλίου 2013](#).

¹⁰⁰ The Economist, 'A bit more neocracy please', *The Economist*, 2002.

¹⁰¹ Renee B. Adams and Daniel Ferreira, 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', *Journal of Financial Economics*, 94 (2009), 291-309.

¹⁰² Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008), σσ. 9-10.

¹⁰³ Renée B. Adams and Daniel Ferreira, 'Do Directors Perform for Pay', *Journal of Accounting and Economics*, 46 (2008).

¹⁰⁴ Willy A. Sussland, 'The board of directors: a referee or a coach?', *Corporate Governance*, 5 (2005), 65-72.

8.4 Διαχωρισμός ρόλου Προέδρου/Διευθύνοντος Συμβούλου

Το θέμα ξεκίνησε να μελετάται πολύ έντονα περίπου την εποχή της μελέτης του Sir Adrian Cadbury για την εταιρική διακυβέρνηση στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1992. Μία πρώτη προσέγγιση των Rechner και Dalton¹⁰⁵ το 1991 δείχνει ότι στο 80% των μεγάλων αμερικανικών εταιριών οι δύο ρόλοι συμπίπτουν στο ίδιο πρόσωπο. Εν συνεχεία, το 1993 ο Michael Jensen¹⁰⁶ καλεί για το διαχωρισμό των ρόλων. Αντίστοιχα αποτελέσματα αναφέρουν και οι Goyal και Park σχετικά με την ευαισθησία των εταιριών σε κακή απόδοση όσον αφορά τη διατήρηση των Διευθύνοντων Συμβούλων¹⁰⁷. Επίσης συνηγορούν ότι ο διπλός ρόλος συνεπάγεται και μεγαλύτερη επιρροή και οι Adams, Almeida και Ferreira¹⁰⁸ ενώ μόνο η μελέτη των Brickley, Coles και Jarrell¹⁰⁹ που εστιάζει σε ποσοτική αξιολόγηση της επιρροής στις επιδόσεις των εταιριών, σημειώνει ότι τα αποτελέσματα στις επιδόσεις δεν φαίνεται να επηρεάζονται. Στην Ελλάδα, το 2008 το παρατηρητήριο για την εταιρική διακυβέρνηση βρήκε ότι στο 44% των εισηγμένων οι δύο ρόλοι ταυτίζονται στο ίδιο πρόσωπο¹¹⁰. Το 2012 (Grant Thornton) αυτό είχε πέσει στο 36%. Όμως, η σημείωση το 2008 του παρατηρητηρίου ότι από το 56% που των εταιριών που είχαν διαφορετικά πρόσωπα το 14% έχουν το ίδιο επίθετο προβληματίζει.

8.5 Μέγεθος Συμβουλίων.

Μελέτη των Hermalin και Weibach¹¹¹ στις ΗΠΑ δείχνει ότι οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι προτιμούν μεγαλύτερα Διοικητικά Συμβούλια καθώς τέτοια δείχνουν μικρότερη επαγρύπνηση. Αντίστοιχους προβληματισμούς εκφράζει και ο Jensen¹¹² το 1993 λέγοντας ότι τα μεγάλα σχήματα δεν λειτουργούν καλά και ελέγχονται πιο εύκολα από το Διευθύνοντα Σύμβουλο. Στην Ελλάδα, ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης του ΣΕΒ προτείνει ΔΣ από 7 έως 15 μέλη¹¹³. Η έρευνα του παρατηρητηρίου εταιρικής διακυβέρνησης το 2008 βρήκε ένα μέσο όρο 7,86¹¹⁴. Η Grant Thornton 2012 τοποθετεί το μέσο όρο στα 8 μέλη. Ενδιαφέρον πεδίο περιπτωσιολογικής μελέτης ίσως είναι τα άκρα αυτού του φάσματος, τα πολύ μικρά και τα πολύ μεγάλα διοικητικά συμβούλια δηλαδή.

¹⁰⁵ Paula L. Rechner and Dan R. Dalton, 'CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis', *Strategic Management Journal*, 12 (1991), 155-60.

¹⁰⁶ Michael C. Jensen, 'The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems', *The Journal of Finance*, 1993.

¹⁰⁷ Vidhan K. Goyal and Chul W. Park, 'Board leadership structure and CEO turnover', *Journal of Corporate Finance*, 8 (2002), 49-66.

¹⁰⁸ Renee B. Adams, Heitor Almeida and Daniel Ferreira, 'Powerful CEOs and their impact on corporate performance', *The Review of Financial Studies*, 18 (2005), 1403-32.

¹⁰⁹ James A. Brickley, Jeffrey L. Coles and Gregg Jarrell, 'Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board', *Journal of Corporate Finance*, 3 (1997), 189-220.

¹¹⁰ Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008).

¹¹¹ Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO', *The American Economic Review*, 88 (1998), 96-118.

¹¹² Michael C. Jensen, 'The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems', *The Journal of Finance*, 1993.

¹¹³ Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011).

¹¹⁴ Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008).

8.6 Επιτροπές¹¹⁵

Στην Ελλάδα, η νομοθεσία¹¹⁶ επιβάλλει τη σύσταση επιτροπής ελέγχου, ενώ ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΣΕΒ προτείνει επιπροσθέτως την σύσταση επιτροπής αμοιβών και επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων. Βέβαια, λόγω του μεγέθους των ελληνικών εταιριών, αναγνωρίζεται ότι αυτές οι δύο μπορεί να ταυτίζονται¹¹⁷. Η βιβλιογραφία σχετικά με την επιτροπή ελέγχου είναι εκτενής. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε την μελέτη των Anderson, Gillan & Deli¹¹⁸ που δείχνει ότι μικρότερη επιτροπή ελέγχου βελτιώνει την πληροφοριακή ποιότητα των αποτελεσμάτων και αυτή των Anderson, Mansi και Reeb¹¹⁹ που δείχνει ότι μεγαλύτερη επιτροπή επιδρά θετικά στο κόστος δανεισμού της εταιρίας. Όμως, πολύ σημαντική είναι και η έρευνα των Shivdasani και Yermack¹²⁰ για την λειτουργία της επιτροπής ανάδειξης υποψηφιοτήτων που τονίζει ότι όταν σε αυτή συμμετέχει ο Διευθύνων Σύμβουλος αυτή τείνει να επιλέγει λιγότερα ανεξάρτητα μέλη. Στην Ελλάδα έχει ασχοληθεί με τις επιτροπές ελέγχου ο Δρ Κουτούπης¹²¹, εκφράζοντας προβληματισμούς για τη λειτουργία τους.

8.7 Διάρκεια θητείας στο ΔΣ/στις επιτροπές

Η πολυετής παρουσία στο Διοικητικό Συμβούλιο ενός μέλους λειτουργεί περιοριστικά της ανεξαρτησίας του. Έτσι, ο ΣΕΒ θέτει όριο τα δώδεκα έτη¹²², πρακτική ανάλογη με τη γαλλική νομοθεσία¹²³. Και εδώ, μία περιπτωσιολογική μελέτη των άκρων του φάσματος – των μακροβιότερων και πλέον βραχύβιων μελών στα ΔΣ – θα είχε ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον.

¹¹⁵ Οι Adams, Hermalin και Weibach επισημαίνουν ότι η μελέτη της λειτουργίας των επιτροπών ενός Διοικητικού Συμβουλίου έχει κοινά στοιχεία με τη μελέτη των επιτροπών ενός Κοινοβουλίου. Βλ. Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48 (2010), 58-107 (σ. 101).

¹¹⁶ Ν3693/2008 Άρθρο 37.

¹¹⁷ Παρόλα αυτά το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης είχε καταμετρήσει το 2008 ότι αυτές υπάρχουν μόνο στο 12% των εταιριών. Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008), σσ. 12-14. Η Grant Thornton το 2012 ανεβάζει το ποσοστό σε 13% για την επιτροπή ανάδειξης υποψηφιοτήτων και 23% για την επιτροπή αμοιβών.

¹¹⁸ Kristen L. Anderson, Stuart Gillan and Daniel N. Deli, 'Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings' (Working Paper, Weinberg Center for Corporate Governance, 2003). Επίσης, και η ανεξαρτησία της επιτροπής επιδρά θετικά. Βλ σχετικά April Klein, 'Audit committee, board of director characteristics, and earnings management', *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2002), 375-400. Τέλος και η συχνότητα συναντήσεων και το επίπεδο οικονομικής κατάρτισης των μελών έχουν θετική επιρροή (Biao Xie, Wallace N. Davidson III and Peter J. DaDalt, 'Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee', *Journal of Corporate Finance*, 9 (2003), 295-316.

¹¹⁹ Anderson R C, Mansi S A and Reeb D M, 'Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt', *Journal of Accounting & Economics*, 37 (2004), 315-42.

¹²⁰ Anil Shivdasani and David Yermack, 'CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis.', *Journal of Finance*, 54 (1999), 1829-53.

¹²¹ Δρ Ανδρέας Κουτούπης, 'Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων.' (Διδακτορική Διατριβή, Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης, 2009), σσ. 63-71.

¹²² Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες* (Αθήνα: ΣΕΒ, 2011) (σ. 68).

¹²³ 'International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice' (unpublished thesis, Weil, Gotshal & Manges LLP, 2012), σ. 17.

8.8 Αλλοδαποί σύμβουλοι

Το θέμα αυτό τίθεται από Αμερικανούς ερευνητές¹²⁴, αλλά στην Ελλάδα έχει ιδιαίτερη σημασία. Στις ΗΠΑ, η συμμετοχή ενός αλλοδαπού σε ένα ΔΣ κατά πάσα πιθανότητα σημαίνει ιδιαίτερη προσπάθεια εκ μέρους του για να παρακολουθήσει τα δρώμενα στην Αγγλική γλώσσα. Στην Ελλάδα είναι αρκετά πιθανό κάτι τέτοιο να σημαίνει προσπάθεια από όλο το ΔΣ ώστε να διεξάγονται τα δρώμενα στην Αγγλική, και άρα θα διαφοροποιούσε την εταιρία ως προς τη γλωσσομάθεια όλων των μελών του ΔΣ. Θα μπορούσε να πει κανείς ότι τέτοια χαρακτηριστικά θα συγκέντρωναν πιο εξωστρεφής εταιρίες; Είναι πιθανόν. Για την Ελλάδα, υπάρχει μόνο η καταμέτρηση του παρατηρητηρίου εταιρικής διακυβέρνησης¹²⁵. Συνεπώς με το παραπάνω σκεπτικό, προσμετρά τα Κύπρια μέλη ΔΣ ως Έλληνες, και βρίσκει ότι ένα 12% των εταιριών έχει αλλοδαπούς (= πιθανώς μη ελληνόφωνους) συμβούλους στο ΔΣ. Δεν προχωράει όμως σε περεταίρω ανάλυση, π.χ. του μεγέθους ή του προσανατολισμού των εταιριών αυτών.

9. Συμπεράσματα

Είναι σαφές από την παραπάνω ανάλυση ότι το θέμα στην Ελλάδα δεν έχει μελετηθεί σε βάθος. Οι βασικοί λόγοι είναι η απουσία στοιχείων, αλλά και η απουσία βάθους της αγοράς. Όμως, πιστεύουμε ότι υπάρχει πεδίο για προσεκτική περεταίρω διερεύνηση, ακόμη και με αυτές τις αιρέσεις, σε κάποια από τα στοιχεία που αναφέρονται παραπάνω. Όσο συγκροτείται η συλλογική συνείδηση των επενδυτών για διαφάνεια και λειτουργικότητα των εταιριών, πιστεύουμε ότι ο τομέας αυτός της έρευνας θα αποκτήσει αυξανόμενη σημασία.

¹²⁴ Renee B. Adams, Benjamin E. Hermalin and Michael S. Weisbach, 'The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey', *Journal of Economic Literature*, 48 (2010), 58-107 (σ. 101).

¹²⁵ Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 'Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης' (Επιθεώρηση, 2008), σσ. 8-9.

Βιβλιογραφία

- Adams, R. B., Almeida, H. & Ferreira, D., 2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 8, 18(4), σσ. 1403-1432.
- Adams, R. B. & Ferreira, D., 2008. Do Directors Perform for Pay. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1).
- Adams, R. B. & Ferreira, D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, Volume 94, σσ. 291-309.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S., 2010. The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 3, 48(1), σσ. 58-107.
- Agrawal, A. & Knoeber, C. R., 2001. Do some outside directors play a political role?. *Journal of Law and Economics*, 4, Volume 44, σσ. 179-198.
- Akerlof, G. A., Romer, P. M., Hall, R. E. & Mankiw, N. G., 1993. Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1993(2), σσ. 1-73.
- Alexakis, C., Balios, D., Papagelis, G. & Xanthakis, M., 2006. An empirical investigation of the visible effects of corporate governance: the case of Greece. *Managerial Finance*, 32(8), σσ. 673-684.
- Anderson, K. L., Gillan, S. & Deli, D. N., 2003. *Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings*.
- Brickley, J. A., Coles, J. L. & Jarrell, G., 1997. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, Volume 3, σσ. 189-220.
- C, A. R., A, M. S. & M, R. D., 2004. Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics*, 9, 37(3), σσ. 315-342.
- CFA Centre for Financial Market Integrity, 2005. *The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors*. Charlottesville, VA.
- Coase, R. H., 1937. The Nature of the Firm. *Economica*, 11, 4(16), σσ. 386-405.
- Codd, E. F., 1970. A relational model for large shared data banks. *Communications of the Association for Computing Machinery*, June, 13(6), σσ. 377-387.
- Cohen, L., Frazzini, A. & Malloy, C., 2012. Hiring Cheerleaders: Board Appointments of “Independent” Directors. *Management Science*, 6, 58(6), σσ. 1039-1058.
- Demsetz, H. & Lehn, K., 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 12, 93(6), σσ. 1155-1177.
- Fahlenbrach, R., Low, A. & Stultz, R. M., 2010. Why do firms appoint CEOs as outside directors?. *Journal of Financial Economics*, 7, 97(1), σσ. 12-32.

- Fich, E. M. & Shivdasani, A., 2006. Are Busy Boards Effective Monitors?. *The Journal of Finance*, 4, 51(2), σσ. 689-724.
- Florou, A. & Galarniotis, A., 2007. Benchmarking Greek Corporate Governance against Different Standards. *Corporate Governance*, 9, 15(5), σσ. 979-998.
- Goyal, V. K. & Park, C. W., 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), σσ. 49-66.
- Hallock, K. F., 1997. Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9, 32(3), σσ. 331-344.
- Hart, O. D., 1988. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 4(1), σσ. 119-139.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S., 1998. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 3, 88(1), σσ. 96-118.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G. & Palia, D., 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, Volume 53, σσ. 353-384.
- Hwang, B.-H. & Kim, S., 2009. It Pays to Have Friends. *Journal of Financial Economics*, 93(1), σσ. 138-58.
- Iacocca, L. & Novak, W., 1984. *Iacocca: An Autobiography*. New York: Bantam Books.
- International Corporate Governance Network, 2009. *ICGN Global Corporate Governance Principles*. 2 ed. Λονδίνο.
- Jensen, M. C., 1993. The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 7.
- Jr., H. E. R. & Wiggins, R. A., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, Volume 73, σσ. 497-524.
- Khwaja, A. I., Mian, A. & Qamar, A., 2008. *The Value of Business Networks*.
- Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 33, σσ. 375-400.
- L.Coles, J., Lemmon, M. L. & Meschke, J. F., 2012. Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, Volume 103, σσ. 149-168.
- Millstein, I. M. & MacAvoy, P. W., 1998. The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation. *Columbia Law Review*, 6, 98(5), σσ. 1283-1322.

- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2004. *Principles of Corporate Governance*. Παρίσι.
- Palia, D., 2001. The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution. *The Review of Financial Studies*, 14(3), σσ. 735-764.
- Perry, T. & Peyer, U., 2005. Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective. *The Journal of Finance*, 8, 60(4), σσ. 2083-2123.
- Piotrski, J. D. & Srinivasan, S., 2008. Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings. *Journal of Accounting Research*, 5, 46(2), σσ. 383-426.
- Rechner, P. L. & Dalton, D. R., 1991. CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, Volume 12, σσ. 155-160.
- Robertson, D. H., 1923. *Control of Industry*. Cambridge: Nisbet & Co.
- Shivdasani, A. & Yermack, D., 1999. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis.. *Journal of Finance*, 10, 54(5), σσ. 1829-1853.
- Sussland, W. A., 2005. The board of directors: a referee or a coach?. *Corporate Governance*, 5(1), σσ. 65-72.
- The Economist, 2002. A bit more neocracy please. *The Economist*, 10 Οκτ 2002.
- United Nations Conference on Trade and Development, 2006. *Guidance on good practices in corporate governance disclosure*. Νέα Υόρκη & Γενεύη: Ηνωμένα Έθνη.
- Weber, M., 2000. Stock and Commodity Exchanges. *Theory and Society*, June, 29(3), σσ. 305-338.
- Weil, Gotshal & Manges LLP, 2012. *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice*.
- Weisbach, M. S., 1988. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, σσ. 431-460.
- Xie, B., III, W. N. D. & DaDalt, P. J., 2003. Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 6, 9(3), σσ. 295-316.
- Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης; Brunel University, 2008. *Επιθεώρηση Ελληνικού Παρατηρητηρίου Εταιρικής Διακυβέρνησης*.
- Κουτούπης, Δ. Α., 2009. *Οι επιδράσεις του Θεσμικού Πλαισίου Εταιρικής Διακυβέρνησης και Βέλτιστων Πρακτικών στην Ανάπτυξη των Συστημάτων Εσωτερικού Ελέγχου των Επιχειρήσεων*, Αθήνα.
- Λαζαρίδης, Δ. Θ., 2009. *Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα*.
- Μαρία-Χρυσοβαλάντου, Ε., 2009. *Εταιρική Διακυβέρνηση στις Ελληνικές Επιχειρήσεις*.
- Μιχαλάκης, Γ. & Παυλίδης, Μ., 2009. *Ο νόμος της Εταιρικής Διακυβέρνησης*.

Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών; Grant Thornton;, 2005. *Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης*, Αθήνα.

Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών, 2011. *Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ΣΕΒ για τις εισηγμένες εταιρίες*. Αθήνα: ΣΕΒ.

Τσιμπρής, Δ. Μ. Ρ., 2008. *Η νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς*. 5 εκδ. Αθήνα: Εκδόσεις Σάκκουλα.

Παράρτημα 1- αντιστοίχιση κωδικών ΟΑΣΗΣ και εταιριών

Σύμβολο	Μετοχή	Εταιρεία
ΑΑΑΚ	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΚΟ)	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.
ΑΑΑΠ	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ (ΠΟ)	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.
ΑΒΑΞ	J. & P. - ΑΒΑΞ (ΚΟ)	J. & P. - ΑΒΑΞ Α.Ε.
ΑΒΕ	AUDIOVISUAL (ΚΟ)	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.
ΑΒΕΝΙΡ	AVENIR Α.Ε. (ΚΟ)	AVENIR LEISURE & ENTERTAINMENT ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΑΓΚΡΙ	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε. (ΚΟ)	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ Α.Ε.
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΗΝΑ (ΚΟ)	ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΑΙΟΛΚ	ΑΙΟΛΙΚΗ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.
ΑΚΡΙΤ	ΑΚΡΙΤΑΣ (ΚΟ)	ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.
ΑΛΑΠΙΣ	ΑΛΑΡΙΣ (ΚΟ)	ΑΛΑΡΙΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΑΛΚΑΤ	NEXANS ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.
ΑΛΚΟ	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ (ΚΟ)	ΑΛΟΥΜΥΛ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΥ Α.Ε.
ΑΛΣΙΝ	ALSINCO (ΚΟ)	ALSINCO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΙΔΩΝ ΕΝΔΥΣΗΣ-ΥΠΟ ΑΛΤΕC ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΒΙΟΤΕΧΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
ΑΛΤΕΚ	ALTEC (ΚΟ)	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΑΛΦΑ	ΑΛΡΗΑ BANK (ΚΟ)	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΑΛΦΑΤΠ	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΤΠΔ)	ΑΛΡΗΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΑΝΔΡΟ	ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	ΑΛΡΗΑ TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ
ΑΝΕΚ	ΑΝΕΚ (ΚΟ)	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΑΝΕΠ	ΑΝΕΚ (ΠΟ `90)	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΑΝΕΠΟ	ΑΝΕΚ (ΠΟ `96)	ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΑΡΑΙΓ	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ (ΚΟ)	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.
ΑΣΚΟ	A.S. COMPANY (ΚΟ)	A.S. ΕΜΠΟΡΙΚΗ-ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡΙΑ Η/Υ & ΠΑΙΧΝΙΔΙΩΝ Α.Ε.
ΑΣΤΑΚ	ΑΛΡΗΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	ΑΛΡΗΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε.
ΑΣΤΗΡ	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ (ΚΟ)	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ξ.Ε.

ΑΤΕ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΑΤΕΡΜ	ΑΤΕΡΜΩΝ (ΚΟ)	ΑΤΕΡΜΩΝ ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ Α.Δ.Ε.Κ.Ε.
ΑΤΤ	ΑΤΤΙΣΑ BANK Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	ΑΤΤΙΣΑ BANK Α.Τ.Ε.
ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙ - ΚΑΤ (ΚΟ)	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ Α.Τ.Ε.
ΑΤΤΙΚΑ	ΑΤΤΙΣΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ΑΤΤΙΣΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΑΧΟΝ	ΑΧΟΝ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΒΑΛΚ	ΒΑΛΚΑΝ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	ΒΑΛΚΑΝ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.
ΒΑΡΓ	ΒΑΡΑΓΚΗΣ (ΚΟ)	ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Β.Ε.Π.Ε.
ΒΑΡΝΗ	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ (ΚΑ)	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε.
ΒΙΟΚΑ	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ (ΚΟ)	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.
ΒΙΟΣΚ	UNIBIOS (ΚΟ)	UNIBIOS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΒΙΟΤ	ΒΙΟΤΕΡ (ΚΟ)	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΤΕΧΝΙΚΑ ΕΡΓΑ ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.
ΒΙΣ	ΒΙΣ (ΚΟ)	ΒΙΣ Α.Ε.
ΒΟΣΥΣ	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS (ΚΟ)	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε.
ΒΟΧ	FASHION BOX (ΚΟ)	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.
ΒΥΤΕ	ΒΥΤΕ COMPUTER (ΚΟ)	ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.
ΒΩΒΟΣ	ΒΩΒΟΣ ΜΠΑΜΠΗΣ (ΚΟ)	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
ΓΑΛΑΞ	ΓΑΛΑΞΙΔΙ (ΚΟ)	ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.
ΓΕΒΚΑ	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ (ΚΟ)	ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΓΕΔ	Γ.Ε. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ (ΚΟ)	Γ.Ε. ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ Α.Ε.Ε.
ΓΕΚΤΕΡΝΑ	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
ΓΤΕ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΔΑΙΟΣ	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ
ΔΕΗ	ΔΕΗ (ΚΟ)	ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ
ΔΙΟΝ	DIONIC (ΚΟ)	DIONIC ΑΕΒΕ
ΔΙΧΘ	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΕΙΣ (ΚΟ)	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΔΟΛ	ΔΟΛ (ΚΟ)	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.
ΔΟΜΙΚ	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ (ΚΟ)	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.
ΔΟΥΡΟ	ΔΟΥΡΟΣ (ΚΟ)	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.

ΔΡΟΜΕ	ΔΡΟΜΕΑΣ (ΚΟ)	ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ
ΔΡΟΥΚ	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ
ΕΒΖ	ΕΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ (ΚΑ)	ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.
ΕΒΡΟΦ	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ (ΚΟ)	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ
ΕΔΡΑ	ΕΔΡΑΣΗ - ΨΑΛΛΙΔΑΣ Χ. (ΚΟ)	ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.
ΕΕΕ	COCA-COLA HBC AG (ΚΟ)	COCA-COLA HBC AG
ΕΚΤΕΡ	ΕΚΤΕΡ (ΚΟ)	ΕΚΤΕΡ Α.Ε.
ΕΛΒΑ	ΕΛΒΑΛ (ΚΑ)	ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.
ΕΛΒΕ	ΕΛΒΕ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	ΕΛΒΕ ΑΝΩΝΥΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΕΛΒΙΟ	ΕΛΒΙΕΜΕΚ (ΚΟ)	ΕΛΒΙΕΜΕΚ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ-ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΙΚΑ ΚΕΝΤΡΑ-ΕΝΕΡΓΕΙΑ- ΑΝΑΚΥΚΛΩΣΗ Α.Ε.
ΕΛΓΕΚ	ΕΛΓΕΚΑ (ΚΟ)	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.
ΕΛΙΝ	ΕΛΙΝΟΙΛ (ΚΟ)	ΕΛΙΝΟΙΛ Α.Ε
ΕΛΙΧΘ	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΥΡΓΕΙΕΣ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΕΛΚΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ Α.Ε.
ΕΛΛ	ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	ΕΛΛΑΚΤΩΡ (ΚΟ)	ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.
ΕΛΣΤΡ	ΕΛΑΣΤΡΟΝ (ΚΟ)	ΕΛΑΣΤΡΟΝ Α.Ε.Β.Ε. - ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΕΛΤΚ	ΕΛΤΡΑΚ (ΚΟ)	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.
ΕΛΤΟΝ	ΕΛΤΟΝ (ΚΟ)	ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ ΑΕΒΕ
ΕΛΥΦ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.
ΕΜΔΚΟ	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΚΟ)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε
ΕΜΔΠΟ	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ (ΠΟ)	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε
ΕΝΚΛΩ	ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ (ΚΟ)	ΕΝΩΜΕΝΗ ΚΛΩΣΤΟΫΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.
ΕΠΙΛΚ	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ (ΚΟ)	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.
ΕΣΥΜΒ	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ (ΚΟ)	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. ΣΥΜΒ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝ/ΓΙΑΣ
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ (ΚΑ)	ΕΤΕΜ Α.Ε.
ΕΤΕΤΠ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΤΠΔ)	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΕΥΑΠΣ	ΕΥΑΘ (ΚΟ)	ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧΕΤΕΥΣΗΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε.

ΕΥΒΡΚ	ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ (ΚΟ)	ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ Α.Ε.
ΕΥΔΑΠ	ΕΥΔΑΠ (ΚΟ)	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
ΕΥΠΙΚ	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΚΟ)	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.
ΕΥΠΡΟ	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ (ΚΟ)	EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ
ΕΥΡΟΜ	EUROMEDICA (ΚΟ)	EUROMEDICA Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΕΥΡΩΒ	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS (ΚΟ)	ΤΡΑΠΕΖΑ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.
ΕΦΤΖΙ	F.G. EUROPE (ΚΟ)	F.G. EUROPE Α.Ε.
ΕΧΑΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (ΚΟ)	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.
ΗΛΕΑΘ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.
ΗΟΛ	HELLAS ONLINE (ΚΟ)	HELLAS ONLINE ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.
ΗΡΑΚ	ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ (ΚΟ)	Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ
ΙΑΣΩ	ΙΑΣΩ (ΚΟ)	ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΙΑΤΡ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ (ΚΟ)	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
ΙΚΟΝΑ	ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ (ΚΟ)	ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.
ΙΚΤΙΝ	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. - ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΜΑΡΜΑΡΩΝ
ΙΛΥΔΑ	ΙΛΥΔΑ (ΚΟ)	ΙΛΥΔΑ ΑΕ
ΙΜΠΕ	ΙΜΠΕΡΙΟ (ΚΟ)	ΙΜΠΕΡΙΟ-ΑΡΓΩ ΓΚΡΟΥΠ
ΙΝΚΑΤ	INTRAKAT (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓΩΝ & ΜΕΤΑΛ.ΚΑΤ.
ΙΝΛΟΤ	ΙΝΤΡΑΛΟΤ (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.
ΙΝΤΕΚ	ΙΝΤΕΑΛ ΟΜΙΛΟΣ (ΚΟ)	ΟΜΙΛΟΣ ΙΝΤΕΑΛ Α.Β.Ε.Ε.Δ.Ε.
ΙΝΤΕΤ	ΙΝΤΕΡΤΕΚ (ΚΟ)	ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ
ΙΝΤΚΑ	INTRACOM HOLDINGS (ΚΟ)	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΙΟΝΑ	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ (ΚΟ)	ΙΟΝΙΚΗ (ΞΕΝ/ΚΕΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ)
ΚΑΘΗ	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ (ΚΟ)	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.
ΚΑΜΠ	REDS (ΚΟ)	REDS Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΚΑΝΑΚ	ΚΑΝΑΚΗΣ Σ. (ΚΟ)	ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ
ΚΑΡΔ	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.
ΚΑΡΕΛ	ΚΑΡΕΛΙΑ (ΚΑ)	ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.
ΚΑΡΤΖ	ΚΑΡΑΤΖΗ (ΚΟ)	ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.
ΚΕΚΡ	ΚΕΚΡΟΨ (ΚΟ)	ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.

ΚΕΠΕΝ	ΚΕΠΕΝΟΥ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΚΕΡΑΛ	ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ (ΚΟ)	ΚΕΡΑΜΕΙΑ-ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Ε. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΛΕΜ	ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS (ΚΟ)	ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS Α.Β.Ε.Ε.
ΚΛΜ	ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - ΛΑΠΠΑΣ (ΚΟ)	Ι. ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΚΛΩΝΚ	ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΚΟ)	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.
ΚΛΩΝΠ	ΚΛΩΝΑΤΕΞ (ΠΟ)	ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε.
ΚΜΟΛ	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ (ΚΟ)	ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.
ΚΟΜΠ	COMPUCON (ΚΟ)	COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΑΒΕΕ
ΚΟΡΔΕ	ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Χ. ΑΦΟΙ (ΚΟ)	ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΚΟΡΡΕΣ	ΚΟΡΡΕΣ (ΚΟ)	ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΚΟΥΑΛ	QUALITY & RELIABILITY (ΚΟ)	QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.
ΚΟΥΕΣ	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	QUEST ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΚΟΥΜ	ΚΟΥΜΠΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	ΚΟΥΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΡΕΚΑ	ΚΡΕΚΑ (ΚΟ)	ΚΡΕ.ΚΑ Α.Ε.
ΚΡΕΤΑ	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ (ΚΟ)	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ
ΚΡΙ	ΚΡΙ - ΚΡΙ (ΚΟ)	ΚΡΙ-ΚΡΙ ΑΕ
ΚΤΗΛΑ	ΚΤΗΜΑ Κ. ΛΑΖΑΡΙΔΗ (ΚΟ)	ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε.
ΚΥΠΡ	ΚΥΠΡΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ
ΚΥΡΙΟ	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ (ΚΟ)	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.
ΚΥΡΜ	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Η.- F.H.L. (ΚΟ)	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - GRANITEΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΛΑΒΙ	ΛΑΒΙΡΦΑΡΜ (ΚΟ)	ΛΑΒΙΡΦΑΡΜ Α.Ε.
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT(ΚΟ)	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.
ΛΑΜΨΑ	ΛΑΜΨΑ (ΚΟ)	ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ
ΛΑΝΑΚ	ΛΑΝΑΚΑΜ (ΚΟ)	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.
ΛΕΒΚ	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Ν. (ΚΑ)	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.
ΛΕΒΠ	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Ν. (ΠΑ)	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.
ΛΙΒΑΝ	ΛΙΒΑΝΗ ΕΚΔΟΤ. ΟΡΓ. (ΚΟ)	ΛΙΒΑΝΗΣ ΑΕ
ΛΟΓΟΣ	LOGISMOS (ΚΟ)	Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.
ΛΟΥΛΗ	ΛΟΥΛΗ ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.
ΛΥΚ	INFORM ΛΥΚΟΣ Π. (ΚΟ)	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.

ΜΑΘΙΟ	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ (ΚΟ)	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.
ΜΑΙΚ	ΜΑΪΛΛΗΣ Μ.Ι.(ΚΟ)	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΜΑΞΙΜ	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ (ΚΑ)	ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.
ΜΑΡΑΚ	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ (ΚΟ)	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε
ΜΕΒΑ	ΜΕΒΑCO (ΚΟ)	ΜΕΒΑCO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
ΜΕΝΤΙ	MEDICON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	MEDICON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΜΕΡΚΟ	MERMEREN KOMB. A.D. PR. (ΕΛΠ)	MERMEREN KOMBINAT A.D. PRILEP
ΜΕΤΚ	ΜΕΤΚΑ (ΚΟ)	ΜΕΤΚΑ Α.Ε.
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
ΜΗΧΠ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΠΟ)	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
ΜΙΓ	MARFIN INVESTMENT GROUP (ΚΟ)	MARFIN INVESTMENT GROUP Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΜΙΓΡΕ	MIG REAL ESTATE (ΚΟ)	MIG REAL ESTATE Α.Ε.Ε.Α.Π.
ΜΙΝ	ΜΙΝΕΡΒΑ (ΚΑ)	ΑΦΟΙ Ι.& Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε."ΜΙΝΕΡΒΑ" Β. ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ
ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ (ΚΟ)	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ ΑΝΕ
ΜΛΑΝΤ	MICROLAND COMPUTERS (ΚΟ)	MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
ΜΛΣ	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ (ΚΟ)	Μ.Λ.Σ. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.
ΜΟΗ	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΚΟ)	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ
ΜΟΝΤΑ	ΒΑΡΒΕΡΗΣ Ν. - MODA BAGNO (ΚΟ)	Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΑΥΤΟΚΙΝΗΤΩΝ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΜΟΤΟ	ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ (ΚΟ)	ΕΛ. Δ. ΜΟΥΖΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Μ. & Ε.
ΜΟΥΖΚ	ΜΟΥΖΑΚΗΣ (ΚΑ)	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΜΠΕΛΑ	JUMBO (ΚΟ)	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.
ΜΠΟΚΑ	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ Ι. & ΥΙΟΣ (ΚΑ)	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.
ΜΠΟΠΑ	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ Ι. & ΥΙΟΣ (ΠΑ)	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.
ΜΠΤΚ	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ (ΚΟ)	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΜΥΤΙΛ	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ (ΚΟ)	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ
ΝΑΚΑΣ	ΝΑΚΑΣ ΜΟΥΣΙΚΗ (ΚΟ)	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.
ΝΑΥΠ	ΚΛΩΣ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ (ΚΑ)	Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ - Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε.
ΝΑΥΤ	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ (ΚΟ)	

ΝΕΛ	ΝΕΛ (ΚΟ)	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.
ΝΕΩΡΣ	ΝΕΩΡΙΟΝ (ΚΟ)	ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ (ΚΟ)	ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ (ΚΟ)	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΝΙΟΥΣ	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.
ΝΤΡΙΑΡΤ	NUTRIART (ΚΟ)	NUTRIART Α.Β.Ε.Ε.
ΞΥΛΚ	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΚΟ)	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε. Ανώνυμος Τεχνική Εμποροβιομηχανική Ναυτιλιακή Εταιρεία
ΞΥΛΠ	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ (ΠΟ)	ΙΝΤΕΡΓΟΥΝΤ-ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε. Ανώνυμος Τεχνική Εμποροβιομηχανική Ναυτιλιακή Εταιρεία
ΟΛΘ	ΟΛΘ (ΚΟ)	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε.
ΟΛΠ	ΟΛΠ (ΚΟ)	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΟΛΥΜΠ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ (ΚΟ)	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ (ΚΟ)	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΠΡΟΓΝΩΣΤΙΚΩΝ ΑΓΩΝΩΝ ΠΟΔΟΣΦΑΙΡΟΥ Α.Ε.
ΟΤΕ	ΟΤΕ (ΚΟ)	ΟΤΕ Α.Ε.
ΟΤΟΕΛ	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	ΑΥΤΟΗΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΠΑΙΡ	ΠΑΪΡΗΣ ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ (ΚΟ)	Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ
ΠΑΠ	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ (ΚΟ)	ΠΑΠΟΥΤΣΑΝΗΣ ΑΒΕΕ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ
ΠΑΡΝ	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ (ΚΟ)	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
ΠΑΣΑΛ	PASAL Α.Ε. (ΚΟ)	PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
ΠΕΙΡ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΠΕΙΡΤΠ	ΤΡ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΤΠΔ)	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.
ΠΕΡΣ	ΠΕΡΣΕΥΣ (ΚΟ)	ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΕΤΖΚ	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α. (ΚΟ)	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.
ΠΕΤΡΟ	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ ΠΕΤΡΟΣ (ΚΟ)	ΠΕΤΡΟΣ ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΠΗΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.
ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ (ΚΟ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΛΑΙΣ	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS (ΚΟ)	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.
ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ (ΚΟ)	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΠΠΑΚ	PAPERPACK (ΚΟ)	PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.
ΠΡΑΞΚ	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ (ΚΟ)	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.
ΠΡΑΞΠ	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ (ΠΟ)	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.

ΠΡΔ	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ (ΚΟ)	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ Α.Τ.Ε.
ΠΡΕΖΤ	ΓΕΚΕ (ΚΑ)	ΓΕΚΕ Α.Ε.
ΠΡΟ	PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΠΡΟΦ	PROFILE (ΚΟ)	PROFILE Α.Ε.Β.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ
ΠΣΥΣΤ	PC SYSTEMS (ΚΟ)	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.
ΡΕΒΟΙΑ	ΡΕΒΟΪΛ (ΚΟ)	ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π
ΡΙΝΤΕ	RIDENCO (ΚΟ)	ΡΙΝΤΕΝΚΟ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ & ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΣΑΙΚΛ	CYCLON ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε. & Ε. Λιπαντικών & Πετρ/ών
ΣΑΝΥΟ	ΤΡΟΠΑΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ (ΚΟ)	ΤΡΟΠΑΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΑΟΣ	ΣΑΟΣ (ΚΟ)	ΣΑΟΣ Α.Ν.Ε. ΣΑΜΟΘΡΑΚΗΣ
ΣΑΡ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ ΓΡ. (ΚΟ)	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΣΑΡΑΝ	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ ΚΥΛ/ΜΥΛΟΙ (ΚΟ)	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.
ΣΑΤΟΚ	SATO ΑΕ (ΚΟ)	SATO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΙΔΩΝ ΓΡΑΦΕΙΟΥ ΚΑΙ ΣΠΙΤΙΟΥ
ΣΕΛΜΚ	ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	ΣΕΛΜΑΝ ΕΛΛΗΝΟΕΛΒΕΤΙΚΗ ΒΙΟΜ. ΕΠΕΞ. ΞΥΛΟΥ Α.Ε.
ΣΕΛΟ	ΣΕΛΟΝΤΑ (ΚΟ)	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.
ΣΕΝΤΡ	CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	CENTRIC ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.
ΣΙΔΕ	ΣΙΔΕΝΟΡ (ΚΟ)	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ)
ΣΙΔΜΑ	ΣΙΔΜΑ (ΚΟ)	ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ Α.Ε.
ΣΠΕΙΣ	SPACE HELLAS (ΚΟ)	SPACE HELLAS Α.Ε.
ΣΠΙ	CPI (ΚΟ)	CPI Α.Ε ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ
ΣΠΙΝΤ	SPIDER - ΠΕΤΣΙΟΣ Ν.& ΥΙΟΙ (ΚΟ)	SPIDER ΜΕΤ/ΝΙΑ Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.
ΣΠΡΙ	SPRIDER STORES (ΚΟ)	SPRIDER STORES Α.Ε.
ΣΠΥΡ	ΣΠΥΡΟΥ ΑΓΡ. ΟΙΚ. (ΚΟ)	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΦΑ	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ (ΚΟ)	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΣΩΛΚ	ΣΩΛ/ΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ (ΚΟ)	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
ΤΒΑΝΚ	T BANK (ΚΟ)	T BANK Α.Τ.Ε.
ΤΕΓΟ	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ Χ.Κ. (ΚΟ)	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΤΕΚΔΟ	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ (ΚΟ)	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
ΤΕΝΕΡΓ	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ (ΚΟ)	ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ Α.Β.Ε.Τ.Ε.
ΤΕΞΤ	ΤΕΞΑΠΡΕΤ (ΚΟ)	ΤΕΞΑΠΡΕΤ Α.Ε.

ΤΖΚΑ	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ (ΚΑ)	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ Α.Ε.
ΤΗΛΕΤ	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ (ΚΟ)	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ
ΤΙΤΠ	ΤΙΤΑΝ (ΠΟ)	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ
ΤΡΑΣΤΟΡ	ΤΡΑΣΤΟΡ Α.Ε.Ε.Α.Π. (ΚΟ)	ΤΡΑΣΤΟΡ Α.Ε.Ε. ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ
ΤΤ	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ (ΚΟ)	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.
ΥΑΛΚΟ	ΥΑΛΚΟ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ (ΚΑ)	ΥΑΛΚΟ - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.
ΥΓΕΙΑ	ΥΓΕΙΑ (ΚΟ)	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.
ΦΙΕΡ	ΦΙΕΡΑΤΕΞ (ΚΟ)	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.
ΦΙΝΤΟ	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ (ΚΟ)	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.
ΦΛΕΞΟ	FLEXORACK (ΚΟ)	FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.Π.
ΦΟΡΘ	FORTHNET (ΚΟ)	Forthnet Α.Ε.
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLOSS (ΚΟ)	FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.
ΦΡΛΚ	FOURLIS ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	FOURLIS Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΦΦΓΚΡΠ	FOLLI-FOLLIE (ΚΟ)	FOLLI-FOLLIE Α.Ε.Β.Τ.Ε.
ΧΑΙΔΕ	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ (ΚΟ)	ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΧΑΚΟΡ	ΧΑΛΚΟΡ (ΚΑ)	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ)
ΧΑΛΥΒ	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ (ΚΟ)	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ
ΧΑΤΖΚ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ (ΚΟ)	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ ΑΒΕΕ
ΧΚΡΑΝ	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Ε. ΥΙΟΙ (ΚΟ)	ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ - ΑΛΕΥΡΟΒΙΟΜ. ΤΥΡΝΑΒΟΥ Α.Ε.

Παράρτημα 2 – διασύνδεση κατά κλάδο

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		2,727,900,506	
Διασυνδεδεμένες		1,724,996,681	
Μη Διασυνδεδεμένες		1,002,903,826	
Τράπεζες			
ETE GA	National Bank of Greece	614.5	IR
EUROB GA	Eurobank	132.7	IR
TATT GA	Attica Bank	40.2	IR
TELL GA	Bank of Greece	268.8	IR
TPEIR GA	Piraeus Bank	227.5	IR
ALPHA GA	Alpha Bank	441.3	IR
BOC GA	Bank of Cyprus	371.6	NR
CPBANK GA	Cyprus Popular Bank	162.6	NR
TGEN GA	Geniki Bank	468.7	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		569,962,986	
Διασυνδεδεμένες		569,962,986	
Μη Διασυνδεδεμένες		0.0	
Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες			
EXAE GA	Hellenic Exchanges	324.2	IR
MIG GA	Marfin Investment Group	245.7	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		3,042,788,126	
Διασυνδεδεμένες		3,042,788,126	
Μη Διασυνδεδεμένες			
Τηλεπικοινωνίες			
FORTH GA	Forthnet	5.9	IR
HOL GA	Hellas on Line	71.5	IR
HTO GA	OTE	2,965.4	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		1,924,566,550	

Διασυνδεδεμένες		358,566,550	
Μη Διασυνδεδεμένες		1,566,000,000	
Ενέργεια			
TENERGY GA	Terna Energy	358.6	IR
PPC GA	PPC	1,566.0	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		3,469,604,007	
Διασυνδεδεμένες		3,469,604,007	
Μη Διασυνδεδεμένες		0.0	
Διυλιστήρια			
ELPE GA	Hellenic Petroleum	2,549.0	IR
MOH GA	Motor Oil	920.6	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		2,578,074,517	
Διασυνδεδεμένες		309,975,356	
Μη Διασυνδεδεμένες		2,268,099,161	
Τυχρά Παιχνίδια			
INLOT GA	Intralot	310.0	IR
CENTR GA	Centric Multimedia	28.7	NR
OPAP GA	OPAP	2,239.4	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		6,795,707,713	
Διασυνδεδεμένες		6,780,820,313	
Μη Διασυνδεδεμένες		14,887,400	
Τρόφιμα			
EEEK GA	Coca Cola Nireus	6,744.6	IR
NIR GA	Aquaculture	36.2	IR
CRETA GA	Creta Farm	14.9	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		672,763,739	
Διασυνδεδεμένες		672,763,739	
Μη Διασυνδεδεμένες		-	

Κατασκευές			
ATHINA GA	Athena	8.0	IR
AVAX GA	J&P Avax	118.8	IR
ELLAKTOR GA	Ellaktor	368.2	IR
GEKTERNA GA	GEK TERNA	177.8	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		2,052,044,813	
Διασυνδεδεμένες		1,124,812,104	
Μη Διασυνδεδεμένες		927,232,709	
Λιανικό Εμπόριο			
BELA GA	Jumbo	910.0	IR
FOYRK GA	Fourlis	106.1	IR
PLAIS GA	Plaisio	108.0	IR
SPRDER GA	Sprider	0.8	IR
FFGRP GA	Folli - Follie Group	927.2	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		228,220,297	
Διασυνδεδεμένες		74,956,295	
Μη Διασυνδεδεμένες		153,264,002	
Καταναλωτικά Προϊόντα			
FGE GA	FG Europe	32.7	IR
KORRES GA	Korres	42.3	IR
ALAPIS GA	Alapis	2.0	NR
SAR GA	Sarantis	151.3	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		2,171,869,585	
Διασυνδεδεμένες		2,171,869,585	
Μη Διασυνδεδεμένες		0.0	
Α Υλών			
ARBA GA	S&B Industrial Minerals	296.9	IR
BIOX GA	Viohalco	847.8	IR
ELBA GA	Elval	248.2	IR
MYTIL GA	Mytilineos	530.8	IR
SIDE GA	Sidenor	157.8	IR
SIDMA GA	Sidma	5.0	IR
ΧΑΚΟ GA	Halcor	85.3	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		1,154,420,308	
Διασυνδεδεμένες		1,154,420,308	
Μη Διασυνδεδεμένες		0.0	
Βιομηχανικές			
ALMY GA	Alumil-Mylonas	10.8	IR
FRIGO GA	Frigoglass	242.0	IR
INTRK GA	Intracom	62.3	IR
METTK GA	Metka	582.4	IR
SOLK GA	Corinth Pipeworks	257.0	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		1,517,114,600	
Διασυνδεδεμένες		837,807,600	
Μη Διασυνδεδεμένες		679,307,000	
Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας			
EYDAP GA	EYDAP	611.3	IR
OLTH GA	Thessaloniki Port Authority	226.5	IR
EYAPS GA	EYATH	213.8	IR
PPA GA	OLP	465.5	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		1,239,527,543	
Διασυνδεδεμένες		1,147,120,024	
Μη Διασυνδεδεμένες		92,407,519	
Τσιμέντα			
TITK GA	Titan	1,102.0	IR
TITP GA	Titan (pref)	45.1	IR
HRAK GA	Heracles	92.4	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		970,334,046	
Διασυνδεδεμένες		589,994,846	
Μη Διασυνδεδεμένες		380,339,200	
Ανάπτυξης Ακίνητης Περιουσίας			
ASTIR GA	Astir Palace	254.3	IR

KAMP GA	REDS	38.5	IR
LAMDA GA	Lamda Development	221.3	IR
MHXAK GA	Michaniki	12.9	IR
MHXAP GA	Michaniki (pref)	3.4	IR
OLYMP GA	Technical Olympic	59.6	IR
LAMPS GA	Lampsa	370.0	NR
VOVOS GA	Babis Vovos	10.3	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		499,270,002	
Διασυνδεδεμένες		499,270,002	
Μη Διασυνδεδεμένες		0.0	
Ακίνητης Περιουσίας			
ASTAK GA	Alpha Real Estate	86.8	IR
EUPRO GA	Eurobank Properties	350.1	IR
MIGRE GA	MIG Real Estate REIC	17.6	IR
PASAL GA	Pasal	2.0	IR
TRASTOR GA	Trastor (ex Piraeus REIC)	42.6	IR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		460,485,473	
Διασυνδεδεμένες		297,236,570	
Μη Διασυνδεδεμένες		163,248,903	
Μεταφορές			
AEGN GA	Aegean	173.5	IR
ATTICA GA	Attica Group	57.9	IR
OTOEL GA	Autohellas	65.8	IR
ANEK GA	ANEK Lines	19.8	NR
ANEP GA	ANEK (pref '96)	1.6	NR
MINOA GA	Minoan Lines	141.9	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		274,296,325	
Διασυνδεδεμένες		212,104,913	
Μη Διασυνδεδεμένες		62,191,412	
Υγείας			
EUROM GA	Euromedica	10.0	IR
HYGEIA GA	Ygeia	137.6	IR
IATR GA	Athens Medical	64.5	IR

	Centre		
IASO GA	Iaso	62.2	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		54,959,459	
Διασυνδεδεμένες		51,337,890	
Μη Διασυνδεδεμένες		3,621,568	
MME			
ATEK GA	Attica Publications	12.2	IR
DOL GA	DOL	20.2	IR
NAFT GA	Naftemporiki	5.8	IR
PEGAS GA	Pegasus	1.4	IR
TELET GA	Teletypos	11.7	IR
LIVAN GA	Livanis	1.4	NR
TEGO GA	Tegopoulos	2.1	NR
TEKDO GA	Technical Publications	0.2	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		242,006,330	
Διασυνδεδεμένες		62,950,815	
Μη Διασυνδεδεμένες		179,055,515	
Πλαστικά			
PLAT GA	Thrace Plastics	63.0	IR
FLEXO GA	Flexopack	36.7	NR
PLAKR GA	Creta Plastics	142.4	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		86,617,594	
Διασυνδεδεμένες		75,741,400	
Μη Διασυνδεδεμένες		10,876,194	
Επενδυτικές			
ANDRO GA	Alpha Trust Andromeda	74.7	IR
EUBRK GA	Eurobrokers	1.1	IR
AIOLC GA	Aeolian	10.9	NR

Κωδικός	Όνομα	Κεφαλαιοποίηση	
Κεφαλαιοποίηση κλάδου		2,199,540,669	

Διασυνδεδεμένες		844,376,130	
Μη Διασυνδεδεμένες		1,355,164,539	
Διάφορες			
MPITR GA	Bitros	7.9	IR
AAAK GA	Tria Alpha	1.3	IR
AAAP GA	Tria Alpha (pref)	0.4	IR
ALTEC GA	Altec	6.9	IR
ATTIK GA	Atti-kat	3.5	IR
AXON GA	Axon	1.9	IR
BALK GA	Balkan Real Estate	4.9	IR
BIOT GA	Vioter	1.8	IR
COMP GA	Compucon	1.1	IR
DAIOS GA	Daios	74.6	IR
EDRIP GA	Eurodrip	67.7	IR
EKTER GA	Ekter	5.4	IR
ELFIS GA	Hellenic Fisheries	1.8	IR
ELGEK GA	Elgeka	19.2	IR
ELKA GA	Hellenic Cables	48.5	IR
ELSTR GA	Elastron	13.4	IR
ETEM GA	Etem	13.8	IR
EVROF GA	Evrofarma	5.6	IR
GED GA	Vell Group	4.7	IR
HATZK GA	Hadjioannou	1.9	IR
HSI GA	Hellenic Sugar	42.3	IR
INKAT GA	Intrakat	20.8	IR
INTEK GA	Ideal	9.9	IR
IOKA GA	Ionian Hotels	134.2	IR
KEKR GA	Kekrops	7.9	IR
KLEM GA	Kleeman	38.8	IR
KMOL GA	Karamolegos	14.5	IR
KOUM GA	Koumbas Holdings	2.3	IR
KRI GA	Kri Kri	59.8	IR
LAVI GA	Lavipharm	9.1	IR
LOGISMOS GA	Logismos	2.0	IR
MAIK GA	Maillis	30.0	IR
MEVA GA	Mevaco	13.4	IR
MOCHL GA	Mochlos	9.1	IR
MOTO GA	Motodynamiki	4.0	IR
MPK GA	Boutaris	2.3	IR
MPP GA	Boutaris (pref)	0.1	IR
NAKAS GA	Filippos Nakkas	2.5	IR
NEORS GA	Neorion	2.9	IR
NIKAS GA	Nikas	6.1	IR
NUTRIART GA	Nutriart	3.4	IR
PAP GA	Papoutsanis	28.9	IR
PARN GA	Parnassos	7.9	IR

PERS GA	Perseus	2.6	<i>IR</i>
PETRO GA	Petropoulos	10.1	<i>IR</i>
PROF GA	Profile	12.3	<i>IR</i>
PSYST GA	PC Systems	3.8	<i>IR</i>
QUEST GA	Info-Quest	52.9	<i>IR</i>
SATOK GA	Sato	1.3	<i>IR</i>
SELO GA	Selonda	7.7	<i>IR</i>
SFA GA	Sfakianakis	5.0	<i>IR</i>
XYLEK GA	Xylemporia	3.9	<i>IR</i>
XYLEP GA	Xylemporia (pref)	0.6	<i>IR</i>
AEGEK GA	Aegek	4.1	<i>IR</i>
AGRI GA	Alpha Grisin	1.6	<i>IR</i>
AKRIT GA	Akritas	4.4	<i>NR</i>
ALCO GA	Alco	7.1	<i>NR</i>
ALKA GA	Nexans	15.4	<i>NR</i>
ALSIN GA	Alsinco	0.1	<i>NR</i>
ASCO GA	AS Company	7.8	<i>NR</i>
AVE GA	Audiovisual	20.6	<i>NR</i>
AVENIR GA	Avenir	4.8	<i>NR</i>
BIOKA GA	Viocarpet	17.3	<i>NR</i>
BIOSK GA	Unibios	3.7	<i>NR</i>
BOX GA	Fashion Box	11.2	<i>NR</i>
BYTE GA	Byte Computer	6.3	<i>NR</i>
CPI GA	CPI	3.0	<i>NR</i>
CYCL GA	Cyclon	13.1	<i>NR</i>
DIFF GA	Dias Aquaculture	25.5	<i>NR</i>
DION GA	Dionic	4.5	<i>NR</i>
DOMIK GA	Domiki Crete	6.6	<i>NR</i>
DROME GA	Dromeas	10.2	<i>NR</i>
DROUK GA	Druckfarben	6.0	<i>NR</i>
DUR GA	Douros	0.6	<i>NR</i>
EDRA GA	Edrasis	1.2	<i>NR</i>
ELATH GA	Electroniki Athens	2.8	<i>NR</i>
ELBE GA	Elve	7.3	<i>NR</i>
ELBIO GA	Elviemek	21.3	<i>NR</i>
ELIN GA	Elinoil	35.7	<i>NR</i>
ELTON GA	Elton	26.7	<i>NR</i>
ELTRK GA	Eltrak	21.4	<i>NR</i>
ELYF GA	Hellenic Fabrics	4.1	<i>NR</i>
EMDKO GA	Emporikos Desmos	2.0	<i>NR</i>
EPIL GA	Epilektos	18.2	<i>NR</i>
EUPIC GA	European Reliance	34.7	<i>NR</i>
EUROC GA	Euroconsultants	19.4	<i>NR</i>
FIDO GA	Fintexport	2.4	<i>NR</i>
FIER GA	Fieratex	1.7	<i>NR</i>
GEBKA GA	Gev	8.2	<i>NR</i>

GMF GA	Galaxidi	7.5	NR
HAIDE GA	Haidemenos	5.0	NR
HKRAN GA	Hadjikranioti	1.0	NR
IKONA GA	Image & Sound	1.5	NR
IKTIN GA	Iktinos	39.7	NR
ILYDA GA	Ilyda	4.8	NR
IMPE GA	Imperio	1.0	NR
INTET GA	Intertech	3.9	NR
KANAK GA	Kanakis	9.6	NR
KARD GA	Kardasilaris	3.1	NR
KARE GA	Karelias	433.3	NR
KARTZ GA	Karatzis	57.1	NR
KATHI GA	Kathimerini	12.6	NR
KEPEN GA	Kepenos Mills	10.9	NR
KERAL GA	Kerameia Allatini	2.2	NR
KLM GA	Kloukinas Lappas	33.9	NR
KLONK GA	Klonatex	0.8	NR
KLONP GA	Klonatex (pref)	0.6	NR
KORDE GA	Kordellou Bros	4.5	NR
KREKA GA	Kreka	1.6	NR
KTILA GA	Lazarides Estate	6.9	NR
KYLO GA	Loulis Mills	42.2	NR
KYRI GA	Kyriakoulis	7.9	NR
KYRM GA	FHL Kyriakides	18.6	NR
KYSA GA	Sarantopoulos Mills	2.9	NR
LANAC GA	Lanacam	3.7	NR
LEBEK GA	Levederis	2.1	NR
LEBEK GA	Levederis (pref)	0.9	NR
LYK GA	Inform Lykos	28.8	NR
MARAC GA	Marak	3.3	NR
MATHIO GA	Mathios Refractory	2.5	NR
MEDIC GA	Medicon	3.7	NR
MIN GA	Minerva	5.3	NR
MLS GA	MLS Multimedia	33.9	NR
MODA GA	Moda Bagno	7.9	NR
MOYZK GA	Mouzakis	5.8	NR
NAYP GA	Nafpaktos Textiles	4.3	NR
NEL GA	Nel Lines	11.8	NR
NEWS GA	Newsphone	9.1	NR
PAIR GA	Pairis	1.7	NR
PETZK GA	Petzetakis	6.7	NR
PPAK GA	Paperpack	3.0	NR
PRD GA	Proodeftiki	2.2	NR
PRESG GA	Geke	56.6	NR
PROFK GA	Tzirakian	3.0	NR
QUAL GA	Q & R	3.8	NR

REV GA	Revoil	11.5	<i>NR</i>
RIDE GA	Ridenco	0.7	<i>NR</i>
SANYO GA	Sanyo	1.0	<i>NR</i>
SELMK GA	Shelman	9.2	<i>NR</i>
SPACE GA	Space Hellas	11.0	<i>NR</i>
SPID GA	Spider	0.9	<i>NR</i>
SPIR GA	Spyrou	9.2	<i>NR</i>
TEXT GA	Texapret	1.1	<i>NR</i>
VARG GA	Varangis	2.3	<i>NR</i>
VARNH GA	Varvaresos	1.6	<i>NR</i>
VIS GA	Vis	4.2	<i>NR</i>
VOSYS GA	Vogiatzoglou Systems	6.6	<i>NR</i>
YALCO GA	Yalco	2.8	<i>NR</i>
ZAMP GA	Zampa	4.9	<i>NR</i>