
**ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ
ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ
για ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ
στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΙΕΣ**

Με την ευγενική χορηγία



Οι Μελέτες Αξιολόγησης Επιχειρήσεων
ως Εργαλεία Επενδυτικών Αποφάσεων

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης
Αγορών Χρεογράφων
της “Valuation & Research Specialists”
και του “Investment Research & Analysis Journal”

ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΙΤΑΝ



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΚ



Εσωτερική Κενή Σελίδα

Valuation &
Research
Specialists



Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Αξιολογήσεις Εταιρικής Διακυβέρνησης για Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Εταιρίες



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Στα μέσα της δεκαετίας του 1990, ο θεσμικός επενδυτής αρκούταν σε μία θεμελιώδη ανάλυση και αποτίμηση προκειμένου να καταλήξει στην αγορά ή την πώληση της μετοχής μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας. Όμως από τα τέλη της εν λόγω δεκαετίας, οι επενδυτές άρχισαν να γίνονται περισσότερο επιφυλακτικοί απέναντι στον ορισμό της επενδυτικής ευκαιρίας, επιθυμώντας να διαβάσουν και αξιολογήσεις εταιρικής διακυβέρνησης, μαζί με τις αποτιμήσεις – αναλύσεις των διεθνών επενδυτικών οίκων, προτού επενδύσουν σε μία εισηγμένη εταιρία.

Ιστορική Ανασκόπηση

Με την κρίση της Ρωσίας στα τέλη της δεκαετίας του 1990, τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια που είχαν εισρεύσει στη συγκεκριμένη αγορά τέθηκαν σε πολύ μεγάλο κίνδυνο, καθώς οι ρωσικές επιχειρήσεις μετατράπηκαν σε εταιρίες με όχι μόνο αβέβαιες οικονομικές επιδόσεις, αλλά και με ασαφείς δομές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι θεσμικοί επενδυτές οι οποίοι είχαν ήδη επενδύσει ή θα επένδυαν εκ νέου κεφάλαια σε ρωσικές επιχειρήσεις ήθελαν να γνωρίζουν όχι μόνο την ποιότητα των ισολογισμών τους, αλλά και τον τρόπο λειτουργίας της διοίκησής τους, το βαθμό ανεξαρτησίας των αποφάσεών τους, καθώς και το επίπεδο αρτιότητας των οργανωτικών τους δομών. Από τις χρηματιστηριακές φούσκες του 1999-2000, μέχρι τη σημερινή εποχή των συγκριτικά ορθολογικότερων αποτιμήσεων, η ανάγκη για αξιολογήσεις εταιρικής διακυβέρνησης έγινε “μεταδοτική ασθένεια” και σε άλλες Ευρωπαϊκές ή διεθνείς αγορές, όπως τη Μ. Βρετανία, τη Γερμανία, την Ιταλία και τις Η.Π.Α.. Μέσα στο 2005, παρατηρήθηκαν οι πρώτες ανάλογες κινήσεις και στο χώρο της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς, σε μία προσπάθεια να αξιολογηθεί το πλαίσιο εφαρμογής αυτών των αρχών στο Ελληνικό περιβάλλον με διεθνή όμως κριτήρια.

Η Πραγματική Ανάγκη των Θεσμικών Επενδυτών

Ο θεσμικός επενδυτής, ως γνωστόν, επενδύει όχι μόνο παθητικά αλλά και στρατηγικά σε μία εισηγμένη εταιρία. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι αρκετές φορές αγοράζει μετοχές με σκοπό τη μακροχρόνια διακράτηση, και ταυτόχρονα επιθυμεί να διαδραματίσει το ρόλο του ενεργού επενδυτή, διατυπώνοντας – στο διοικητικό συμβούλιο ή τη γενική συνέλευση -

τις απόψεις του για τη στρατηγική ανάπτυξη της εκάστοτε εισηγμένης επιχείρησης. Επίσης, ο θεσμικός επενδυτής θέλει να διασφαλίζεται το γεγονός ότι η εκάστοτε εισηγμένη επιχείρηση λειτουργεί με γνώμονα την εξυπηρέτηση των συμφερόντων όλων των ενδιαφερομένων μερών (μεγαλομετόχων, στρατηγικών επενδυτών, μικρομετόχων, στελεχών, κοινωνικού περιβάλλοντος, κ.λ.π.), έτσι ώστε όλα τα παραπάνω μέρη να απολαμβάνουν – βάσει ενός δίκαιου καταμερισμού - την ωφέλεια που τους αναλογεί από τη λειτουργία της επιχείρησης. Σε κάθε περίπτωση, ο θεσμικός επενδυτής επιθυμεί τη διασφάλιση ότι θα ακουσθεί η γνώμη του και θα υπολογίζεται η παρουσία του στο μετοχικό κεφάλαιο της εισηγμένης εταιρίας. Πρακτικά, αυτό μπορεί να συμβεί ευκολότερα, εάν οι δομές και οι λειτουργίες της εταιρίας σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκονται στο υψηλότερο δυνατό σημείο, με βάση τα διεθνή πρότυπα. Σε αυτήν την περίπτωση – βέβαια υπό την ικανοποίηση και άλλων παραγόντων – ο θεσμικός επενδυτής θα πεισθεί πιο εύκολα να επενδύσει σε μία εισηγμένη εταιρία.

Τα Οφέλη των Εισηγμένων Εταιριών

Ιστορικά έχει διαφανεί ότι οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες επιδιώκουν τη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών, την αύξηση της διασποράς του μετοχικού τους κεφαλαίου, και τη βελτίωση της εμπορευσιμότητάς τους. Όμως για να το επιτύχουν αυτό, οι διοικήσεις τους πρέπει να πείσουν τους υποψήφιους επενδυτές όχι μόνο ότι τα θεμελιώδη μεγέθη τους είναι ισχυρά και προδιαγράφουν βελτιούμενη κερδοφορία στο μέλλον, αλλά και ότι οι δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους είναι οι καλύτερες δυνατές, και ότι ακολουθούν πλέον τα διεθνή πρότυπα. Οι Ελληνικές εισηγμένες εταιρίες δεν φαίνεται να προσέχουν ιδιαίτερα ότι η νομοθεσία περί εταιρικής διακυβέρνησης (μέσω μιας σειράς νόμων και οδηγιών) στην Ελλάδα είναι πράγματι επαρκής και ορίζει τις τυπικές παραμέτρους που πρέπει να πληρούνται, όμως από την άλλη πλευρά, υπάρχουν οι διεθνείς πρακτικές μεγιστοποίησης αυτών των αρχών που ήδη εφαρμόζονται και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Ο νόμος σχεδόν πάντα υποδηλώνει αυτό που κατ' ελάχιστο πρέπει να γίνεται, όμως δεν σημαίνει ότι η εισηγμένη εταιρία δεν οφείλει να ακολουθεί το καλύτερο δυνατό δρόμο σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα, ο νόμος ορίζει τον ελάχιστο αριθμό των ανεξάρτητων μελών του διοικητικού συμβουλίου μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας, όμως μία εισηγμένη επιχείρηση που θα είχε ακόμη περισσότερα, και πραγματικά, ανεξάρτητα μέλη στο διοικητικό της συμβούλιο θα βρισκόταν σε καλύτερο επίπεδο εφαρμογής των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης.

Παραδείγματα Ελλιπούς Εταιρικής Διακυβέρνησης

που Αποθαρρύνουν τους Θεσμικούς Επενδυτές

- Ανεπαρκείς δομές εσωτερικού ελέγχου και ελλιπής λειτουργία των επιτροπών
 - Μικρός αριθμός ανεξάρτητων μελών Δ.Σ.
 - Ύπαρξη ομάδας μετόχων με μεροληπτική στάση απέναντι στο γενικό συμφέρον της εταιρίας
 - Αδιαφάνεια στη λήψη αποφάσεων από τη γενική συνέλευση
-

Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης

Οι εισηγμένες εταιρίες χρειάζονται πλέον διεθνή αξιολόγηση του επιπέδου της εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζουν, ώστε να προσελκύουν μεγαλύτερα επενδυτικά κεφάλαια με περισσότερο αξιόπιστη επενδυτική συμπεριφορά (μεσοπρόθεσμη έως μακροπρόθεσμη διακράτηση). Ταυτόχρονα, δεν αμφισβητείται πλέον το γεγονός ότι οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στα συμπεράσματα ενός διεθνούς επενδυτικού οίκου με διαχρονική παρουσία στο χώρο της εταιρικής διακυβέρνησης και με ανεξάρτητη άποψη, η οποία θα συνοπολογισθεί στη λήψη των τελικών επενδυτικών αποφάσεων. Συνεπώς, σε αντίθεση με το παρελθόν, η ανάλυση και η αποτίμηση μιας εταιρίας, δεν αποτελεί το μοναδικό κριτήριο στην επιλογή μετοχών, και αντίθετα το επίπεδο της εταιρικής διακυβέρνησης διαδραματίζει όχι μόνο ποιοτικό αλλά και ποσοτικό ρόλο στην αξιολόγηση μιας εισηγμένης εταιρίας.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”
Σύμβουλος METAXOANTINGK για την S&P’s Governance Services

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Τι είναι η Εταιρική Διακυβέρνηση;

Η Εταιρική Διακυβέρνηση είναι η συνδυασμένη δράση της διοίκησης της εταιρίας (Management), του Διοικητικού της Συμβουλίου (Board of Directors), και των μετόχων της (Shareholders) με σκοπό να πιστοποιηθεί το γεγονός ότι όλοι οι συμμετέχοντες - ενδιαφερόμενα μέρη στην εν λόγω εταιρία θα έχουν δίκαιη συμμετοχή στα κέρδη της, καθώς και στα περιουσιακά της στοιχεία. Τα ενδιαφερόμενα μέρη είναι κυρίως το Διοικητικό Συμβούλιο, τα ανώτατα διευθυντικά και διοικητικά στελέχη, οι μέτοχοι (θεσμικοί και ιδιώτες), και τέλος όλα τα υπόλοιπα επηρεαζόμενα από την πορεία της εταιρίας μέρη, δηλαδή οι πιστωτές, οι πελάτες, οι εργαζόμενοι, καθώς και το κοινωνικό σύνολο.

Πώς αναμένεται να ωφεληθούν οι εισηγμένες και μη εταιρίες από την εφαρμογή της σωστής εταιρικής διακυβέρνησης;

Σε μία εταιρία μπορεί να υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων και αντικρουόμενες θέσεις και απόψεις. Ορισμένες από αυτές δύναται να είναι οι ακόλουθες συγκρούσεις συμφερόντων:

- Μεταξύ μεγάλων και μικρών μετόχων, δηλαδή των ισχυρών μεγαλομετόχων και των μετόχων μειοψηφίας. Η πιο συνηθισμένη σύγκρουση συμφερόντων είναι μέσω της καταχρηστικής συνεργασίας της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα που ελέγχονται αποκλειστικά από τους ίδιους τους μεγαλομετόχους. Με αυτόν τον τρόπο, οι μεγαλομέτοχοι απομυζούν την επιχείρηση από πολλές πλευρές χωρίς όμως οι μικρομέτοχοι να έχουν τη δυνατότητα αντίδρασης.
- Μεταξύ των διευθυντικών στελεχών (διαχειριστών) και των μετόχων, ακόμη και των ισχυρών μετόχων, όταν δεν ασκούν τη διοίκηση της εταιρίας. Τέτοια παραδείγματα είναι η έμφαση των διαχειριστών στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς είναι ευκολότερο να μετρηθούν όσον αφορά στον κίνδυνο και την απόδοση, όμως δεν είναι σίγουρο ότι θα είναι η καλύτερη δυνατή απόφαση για την πρόοδο και επέκταση της εταιρίας σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Άλλο ένα παράδειγμα είναι η πιθανή υπερβολική αποστροφή του κινδύνου, σε ορισμένα έργα, από μέρους των διαχειριστών της εταιρίας. Συνηθισμένη περίπτωση είναι και η σύγκρουση λόγω της πολυτελούς διαβίωσης των στελεχών.
- Μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών. Μία σοβαρή αιτία προστριβής μεταξύ των δύο μερών είναι η συχνή ανάληψη επενδυτικών σχεδίων υψηλότερου επενδυτικού ρίσκου εκ μέρους της επιχείρησης από ότι είχε αρχικά συμφωνηθεί για την έκδοση σοβαρής χρηματοδότησης. Οι μεν πιστωτές επιθυμούν την όσο το δυνατό χαμηλότερη ανάληψη επενδυτικού ρίσκου, ενώ οι μέτοχοι πιέζουν τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαια για την ανάληψη των πλέον αποδοτικών επενδύσεων, οι οποίες ασφαλώς εμπεριέχουν υψηλότερο κίνδυνο.

Ποια είναι η λύση για την αποφυγή των συγκρούσεων;

Η λύση είναι η ενίσχυση της διαφάνειας της εταιρίας, η ενίσχυση του ελέγχου στην εταιρία, η έγκαιρη δημοσιοποίηση πληροφοριών, η σωστή διάρθρωση, αλλά και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας του Διοικητικού Συμβουλίου και των μηχανισμών που το στηρίζουν, σε συνδυασμό με το νομικό πλαίσιο που λειτουργεί αλλά και με την αγορά εργασίας που την περιβάλλει.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
