



Ανώτατο Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης

*Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας*

*Τμήμα Λογιστικής*

# «Η Εταιρική διακυβέρνηση στις ναυτιλιακές εταιρίες»

**Ευτυχία Προβιδάκη Α.Μ.:7813**

**Μιχάλης Ραϊκος Α.Μ.: 8792**

**Δήμητρα Θανασάρα Α.Μ.:8564**

*Υπεύθυνος Καθηγητής: Αρβανίτης Σταύρος*

*Ηράκλειο, Οκτώβριος 2014*

## Πίνακας περιεχομένων

Εισαγωγή .....	2
Κεφάλαιο 1: Εταιρική Διακυβέρνηση .....	3
1.1 Έννοια & Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	3
1.2 Ιστορική Αναδρομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	5
1.3 Αρχές και Συστήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	8
1.3.1 Anglo – Saxon system .....	18
1.3.2 German system .....	18
1.3.3 Japanese system.....	19
1.3.4 Swedish system .....	19
1.4 Στόχοι του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	20
1.5 Πεδίο εφαρμογής, δομή και περιεχόμενο του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	21
1.6 Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης .....	22
1.7 Νομοθετικό Πλαίσιο .....	24
1.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και Αξιοπιστία των Επιχειρήσεων .....	26
1.9 Εταιρική διακυβέρνηση και η σύγχρονη επιχείρηση .....	27
1.10 Πηγές προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.....	29
1.11 Η αναγκαιότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης .....	31
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Επισκόπηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση.....	33
2.1 Βασικές θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης .....	46
2.1.1 Η Θεωρία της αντιπροσώπευσης .....	46
2.1.2 Η θεωρία του κόστους συναλλαγών .....	48
2.1.3 Το υπόδειγμα των ενδιαφερόμενων μερών- εταίρων.....	49
2.1.4 Θεωρία της επιτροπείας-επιμελητείας .....	50
2.1.5 Θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης.....	51
Κεφάλαιο 3: Οι Ναυτιλιακές επιχειρήσεις και η Εταιρική Διακυβέρνηση.....	53
3.1 Η Εταιρική διακυβέρνηση και σύγχρονη επιχείρηση - Γενικά .....	53
3.2 Ναυτιλιακές επιχειρήσεις.....	55
3.3 Πρότυπη Οργανωτική Διάρθρωση Ναυτιλιακής Εταιρίας.....	60
3.4 Κύριες / Επιχειρησιακές Διαδικασίες ναυτιλιακής εταιρίας.....	61
3.5 Πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης από ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες .....	64
Κεφάλαιο 4: Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εισηγμένων Ναυτιλιακών Εταιριών .....	68
4.1 Εισηγμένες Ναυτιλιακές Εταιρίες και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες.....	68
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα και Προτάσεις.....	72
Βιβλιογραφία .....	74

## Εισαγωγή

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) έχει γίνει αντικείμενο πολλών συζητήσεων μεταξύ ακαδημαϊκών και ανωτάτων στελεχών επιχειρήσεων, εξαιτίας της κρισιμότητάς της στον καθορισμό της συγκριτικής θέσης των επιχειρηματικών μονάδων στην παγκόσμια οικονομική ιεραρχία, αλλά και της σπουδαιότητας της στη διαδικασία της οικονομικής ανάπτυξης.

Το ενδιαφέρον για την εταιρική διακυβέρνηση είναι καθολικό. Στις ανεπτυγμένες χώρες, η αποτελεσματική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας και η ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των διοικητικών συμβουλίων στο ρόλο της παρακολούθησης των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης αποτελούν κρίσιμες διαδικασίες. Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί σημαντική πρόκληση και για τον αναπτυσσόμενο κόσμο, ιδίως για τις πρώην κεντρικά σχεδιαζόμενες οικονομίες.

Η ύπαρξη μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στη σημερινή εποχή κρίνεται απολύτως απαραίτητη. Τα οφέλη είναι πολλά δεδομένου ότι καθίστανται περισσότερο αξιόπιστες οι επιχειρήσεις προσελκύουν νέους επενδυτές των οποίων η χρηματοδότηση είναι πολύ σημαντική για την περαιτέρω ανάπτυξή τους.

Στη παρούσα εργασία παρουσιάζεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, τα οφέλη, το πεδίο εφαρμογής και το περιεχόμενό της. Επιπλέον, γίνεται αναφορά στην εταιρική διακυβέρνηση που ασκούν οι ναυτιλιακές εταιρίες, ενώ στο τελευταίο μέρος της εργασίας επιχειρείται μια έρευνα με σκοπό να απαντήσει στο ερώτημα εάν οι επιχειρήσεις του ναυτιλιακού κλάδου διεθνώς, που εφαρμόζουν εταιρική διακυβέρνηση επιτυγχάνουν καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα και άρα είναι αποδοτικότερες.

## Κεφάλαιο 1: Εταιρική Διακυβέρνηση

### 1.1 Έννοια & Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η σταθερότητα του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος είναι βασικός παράγων για τη ζωτικότητα και βιωσιμότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που προσβλέπουν στις διεθνείς αγορές, χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Για την εν λόγω σταθερότητα, σημαντικό ρόλο διαδραματίζουν αυτές οι ίδιες οι επιχειρήσεις με την εικόνα που παρουσιάζουν ως προς τη σχέση μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων τους καθώς και των υπόλοιπων παραγόντων όπως πχ. εργαζομένων, πιστωτών τους κ.ά. τους οποίους πρέπει να προστατεύουν.

Για την ανάπτυξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης στην αγορά του κλάδου, καταλυτικό ρόλο διαδραματίζει η καλή, ορθή και υπεύθυνη εταιρική διακυβέρνηση. Εταιρική διακυβέρνηση που να μην είναι μόνο μια διαδικασία κατά την οποία οι μέτοχοι προσπαθούν να διασφαλίσουν ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν τοποθετήσει τα κεφάλαιά τους, επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις και επίσης να πιέζουν τα στελέχη αυτά να λαμβάνουν αποφάσεις προς την ικανοποίηση του συμφέροντός τους και όχι του προσωπικού. (Foerster & Huen, 2004)

Η Εταιρική διακυβέρνηση «είναι ένα σύνολο αρχών και κανόνων με βάση τους οποίους διοικείται, παρακολουθείται και ελέγχεται η επιχείρηση και οι οποίοι έχουν ως σκοπό να διασφαλίζουν την αποδοτική λειτουργία της και τα συμφέροντα των μετόχων και όλων όσων έχουν έννομο συμφέρον από τη λειτουργία της (stakeholders: Διοικητικό συμβούλιο, διοίκηση, προμηθευτές πελάτες, εργαζόμενοι, κοινωνία κ.τ.λ) (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011). Πρόκειται δηλαδή για ένα συνολικό σύστημα δικαιωμάτων, διαδικασιών και ελέγχου που έχουν καθιερωθεί εσωτερικά και εξωτερικά ως προς τη διοίκηση της εταιρείας, με στόχο την προστασία των συμφερόντων όλων των παραγόντων που αναμειγνύονται στην εμπορική δραστηριότητα.

Εταιρική διακυβέρνηση ως σύνολο νομικών και εθιμικών ρυθμίσεων, οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια επιχειρήσεων και όχι μόνον. Η υιοθέτηση βέλτιστων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης θα ωφελήσει ουσιαστικά τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις είτε είναι εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια είτε όχι. Χρειάζεται αλλαγή νοοτροπίας των οικογενειακών κυρίως διοικήσεων των σύγχρονων ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ως γνωστό τα συμφέροντα των shareholders και stakeholders δεν ταυτίζονται πάντοτε. Πολλές φορές εκδηλώνονται συγκρούσεις συμφερόντων

ανάμεσα στις ομάδες αυτές και δημιουργούνται προβλήματα λειτουργίας της επιχείρησης. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν στο ελάχιστο τα προβλήματα αυτά. Αποτέλεσμα της βέλτιστης εταιρικής διακυβέρνησης είναι η ελαχιστοποίηση του κόστους που προκύπτει από τις συγκρούσεις των παραπάνω ομάδων. (Nestor & Thompson, 2000)

Τα τελευταία χρόνια πολλοί διεθνείς οργανισμοί έχουν προσπαθήσει να δώσουν έναν ορισμό για το τι ακριβώς είναι και πως ορίζεται η εταιρική διακυβέρνηση. Στην βιβλιογραφία υπάρχουν πολλοί ορισμοί και όλοι τους συγκλίνουν σε κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Όπως για παράδειγμα η εταιρική διακυβέρνηση είναι:

- Ένα σύνολο αρχών,
- Ένα σύστημα εσωτερικού ελέγχου που σκοπό έχει την προάσπιση των συμφερόντων της εταιρίας και των stakeholders,
- Στοχεύει στην βελτιστοποίηση της απόδοσης της εταιρίας,
- Επιλύει προβλήματα που προκύπτουν από την σύγκρουση συμφερόντων μέσα στην εταιρία κλπ.

Σύμφωνα με τους Denzil Watson και Antony Head “η εταιρική διακυβέρνηση αφορά τη σχέση μεταξύ του management της εταιρίας και τους ιδιοκτήτες της και τις δομές, τη φύση και τους μηχανισμούς με τους οποίους οι ιδιοκτήτες ελέγχουν - κυβερνούν το management της επιχείρησης” (*Corporate Finance, 2001*).

Η επιτροπή Cadbury, η οποία επηρέασε τις εξελίξεις αναφορικά με την εταιρική διακυβέρνηση όχι μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο αλλά και σε άλλες χώρες, ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση σαν “ένα σύνολο ελέγχων και δικλίδων ασφαλείας οικονομικής ή άλλης φύσεως (λειτουργικής επιχειρηματικής κλπ.) μέσω των οποίων διοικούνται και ελέγχονται οι επιχειρήσεις” (*Cadbury Committee, 1992*).

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνει ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) η εταιρική διακυβέρνηση περιλαμβάνει μια ομάδα σχέσεων μεταξύ της διοίκησης μιας εταιρίας, των μετόχων, του διοικητικού συμβουλίου καθώς επίσης και των άλλων φορέων (stakeholders) που επηρεάζουν ή επηρεάζονται από την λειτουργία της εταιρίας και έχουν συμφέροντα από αυτήν.

Με βάση λοιπόν τα προηγούμενα, μπορούμε να πούμε ότι γενικότερα εταιρική διακυβέρνηση ονομάζουμε το σύνολο των σχέσεων και την κατανομή αρμοδιοτήτων και εξουσιών μεταξύ μετόχων, διοικήσεως, διευθύνσεως και stakeholders. Με τον όρο "διοίκηση" εννοούμε το Διοικητικό Συμβούλιο, με τον όρο "διεύθυνση" το διευθύνοντα

σύμβουλο και το λοιπό management, ενώ με τον όρο "stakeholders" τους άμεσα επηρεαζόμενους από τη λειτουργία της επιχειρήσεως π.χ. εργαζόμενους, μετόχους, πελάτες, προμηθευτές, τράπεζες, τοπική κοινωνία. Στην εταιρική διακυβέρνηση μετέχουν επίσης, κατά διαφορετικούς τρόπους, αυτοί που έχουν ελεγκτικό ρόλο στην επιχείρηση, π.χ. ορκωτοί λογιστές, εσωτερικοί ελεγκτές καθώς και όσοι αναλύουν την πορεία της, δηλ. αναλυτές, μέσα μαζικής ενημέρωσης, και τέλος οι επενδυτικές τράπεζες, χρηματοδότες και οι χρηματιστηριακές εταιρίες.

Ακόμα η εταιρική διακυβέρνηση θέτει εκείνο το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο προσδιορίζονται οι στόχοι μιας εταιρίας και λαμβάνονται οι αποφάσεις για τον τρόπο υλοποίησής τους. Ένα καλό και αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης μιας εταιρίας θα πρέπει να παρέχει στο διοικητικό συμβούλιο και την διοίκηση μιας εταιρίας τα κατάλληλα κίνητρα ώστε να γίνει προσπάθεια υλοποίησης των στόχων αυτών που είναι προς όφελος της εταιρίας και των μετόχων της. Ενώ παράλληλα θα πρέπει να διασφαλίζει αποτελεσματικές διαδικασίες ελέγχου.

Τα αποτελέσματα της ύπαρξης ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης είναι η βελτιστοποίηση των διαθέσιμων πόρων της εταιρίας. (OECD, *“Principles Of Corporate Governance, 2004*).

## 1.2 Ιστορική Αναδρομή της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Παγκοσμίως αναγνωρίζεται ότι η εταιρική διακυβέρνηση επιβάλλεται σήμερα και πρέπει να είναι αποτελεσματική. Διάφοροι οργανισμοί και φορείς διατυπώνουν μηχανισμούς για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση. Οι κυβερνήσεις επίσης πολλών κρατών υποχρεώνουν σε εφαρμογή ρυθμίσεων για την προστασία των επενδυτών. Τα τελευταία χρόνια μόνο από τα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) έχουν δημοσιευθεί πάνω από είκοσι πέντε κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδρομή στην παγκόσμια προσπάθεια.

Το 1991 η Βρετανική κυβέρνηση δημιούργησε την επιτροπή Cadbury με στόχο τη μελέτη των χρηματοοικονομικών πτυχών του συστήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η επιτροπή Cadbury το Δεκέμβριο του 1992 δημοσίευσε τον Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς. Το 1998 η Επιτροπή Hampel αναθεώρησε και ενημέρωσε τον κώδικα Cadbury καθορίζοντας τα πρότυπα για την καλή και προσανατολισμένη στην κεφαλαιαγορά Εταιρική Διακυβέρνηση. Το 1999 η επιτροπή Turnbull προσθέτει και το θέμα της διαχείρισης κινδύνου ως στοιχείο του εσωτερικού ελέγχου. Από το 2003 απαραίτητο κριτήριο για την εισαγωγή των εταιρειών στο

Χρηματιστήριο του Λονδίνου είναι η εφαρμογή του Συνδυασμένου Κώδικα στην εταιρική διακυβέρνηση στον οποίο ενισχύεται η θέση και των μικρο-εκτελεστικών διευθυντών και των επιτροπών λογιστικού ελέγχου.

Σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το Μάιο του 2003 δημοσίευσε ένα πρόγραμμα δράσης για τον εκσυγχρονισμό του εταιρικού δικαίου και την ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης. Από το ανωτέρω πρόγραμμα δίνονται κατευθυντήριες γραμμές με σκοπό να διασφαλίζονται οι μέτοχοι και το κοινό πχ. Να γνωρίζουν το ύψος των αμοιβών των διευθυντών, να υπάρχουν ανεξάρτητοι διευθυντές που να μεριμνούν προς όφελος των μετόχων κ.λπ. Επίσης στο πρόγραμμα καταγράφονται πρωτοβουλίες για την τόνωση της αρχής της αναλογικότητας μεταξύ κεφαλαίου και ελέγχου καθώς και για την ενίσχυση των ευθυνών των διευθυντών όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Οι σημαντικότεροι επιμέρους κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης των χωρών της ΕΕ είναι: της Γερμανίας(German Panel Report) , του Βελγίου(Cardon Report) , της Γαλλίας(Vienot I&II, Levy-Lang Report), της Ελλάδας (Capital Market Commission Report), της Ιρλανδίας (IAIM Guidelins), της Ιταλίας (Draghi Report), της Ολλανδίας (Peters Code), της Πορτογαλίας (CMVM Recommendations), της Ισπανίας (Report of the Special Committee), (Weil & Manges , 2001) Στις Η.Π.Α το 2002 υιοθετήθηκε από το Κογκρέσο και υπογράφηκε από τον Πρόεδρο Bush ο νόμος Sarbanes – Oxley (SOA) με σκοπό την ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Ο νόμος αυτός ενισχύεται με επόμενο το 2003 που βασική του απαίτηση είναι η σύσταση επιτροπών στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιριών.

Σε διεθνές επίπεδο, το 1999 ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Αναπτύξεως (ΟΟΣΑ) με τον Κώδικα για την εταιρική διακυβέρνηση δημοσίευσε τις βασικές αρχές που θα πρέπει να διέπουν κάθε ρύθμιση εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αρχές αυτές υιοθετήθηκαν από τις χώρες – μέλη του ΟΟΣΑ και έκτοτε έχουν γίνει το διεθνές σημείο αναφοράς για την εταιρική διακυβέρνηση. Αναθεωρήθηκαν το 2003 μέσα από ανοικτή διαδικασία διαβούλευσης και οι νέες αρχές συμφωνήθηκαν το 2004.

Σκοπός των αρχών είναι να συμβάλλουν στη βελτίωση του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση με παροχή συμβουλών και κατευθύνσεων προς κάθε ενδιαφερόμενο μέρος. Απευθύνονται σε όλες τις χώρες (και σε μη μέλη ΟΟΣΑ) η δε εφαρμογή τους δεν έχει δεσμευτικό χαρακτήρα για αυτές.

Το 1999 στην Ελλάδα, εξ αιτίας των τότε κερδοσκοπικών γεγονότων, σχηματίστηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η Επιτροπή Εταιρικής Διακυβέρνησης που συνέταξε τον Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του 1999 με στόχο τη βελτίωση της



διοίκησης, της διαχείρισης της επιχείρησης και της διαφάνειας. Προτάθηκαν τρεις αρχές που βασίστηκαν στο αγγλοσαξονικό μοντέλο διακυβέρνησης ήτοι: (Mertzanis, 2002) η διαφάνεια που αποτελεί τη βάση της σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ στελεχών και επενδυτών, η σχετικότητα που αφορά την πληροφόρηση που παρέχουν οι οικονομικές καταστάσεις και η λογοδοσία που περιορίζει την αυθαιρεσία των διοικητικών στελεχών και προασπίζει τα δικαιώματα των επενδυτών. Ο κώδικας περιλαμβάνει 44 προτάσεις που χωρίζονται σε επτά κατηγορίες-αρχές:

- 1) δικαιώματα και υποχρεώσεις των επενδυτών,
- 2) ίση μεταχείριση των επενδυτών,
- 3) ρόλος των λοιπών ενδιαφερομένων μερών,
- 4) διαφάνεια, γνωστοποίηση πληροφοριών και έλεγχος,
- 5) το διοικητικό συμβούλιο,
- 6) τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου και
- 7) εκτελεστική διοίκηση.

Όπως φαίνεται από τα ανωτέρω, οι αρχές αυτές συμβαδίζουν με τις επιταγές του ΟΟΣΑ. Στη συνέχεια, ψηφίστηκε από την ελληνική Βουλή ο Ν.3016/2002 όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 26 του Ν.3019/2002 (ΦΕΚ 330/24/12/2002) που αφορά ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας των ανωνύμων εταιριών (ΑΕ) που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα. Οι διατάξεις του νόμου αυτού εφαρμόζονται σε συνδυασμό με τις διατάξεις του Κωδικοποιημένου Ν. 2190/1920 περί ΑΕ.

Αποτελείται από 11 άρθρα και χωρίζεται σε δύο μέρη: το πρώτο (άρθρα 2-5) ασχολείται με τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις του διοικητικού συμβουλίου, τα μέλη που το απαρτίζουν, το ρόλο και τις ιδιότητες των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών του καθώς και με την αμοιβή τους. Το δεύτερο μέρος (άρθρα 6-9) ρυθμίζει τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας, την οργάνωση του εσωτερικού ελέγχου, τις αρμοδιότητες της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου, τις αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών και τις αποκλίσεις στη χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν. Στο άρθρο 10 αναφέρονται οι συνέπειες παραβίασης των διατάξεων του νόμου και στο άρθρο 11 οι μεταβατικές διατάξεις.

Ακολούθησε ο Ν.3693/2008, που επιβάλλει τη σύσταση επιτροπών ελέγχου, σημαντικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης αναφορικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη διακυβέρνηση μιας εταιρείας, ο Ν.3884/2010, που αφορά σε δικαιώματα των



μετόχων και πρόσθετες εταιρικές υποχρεώσεις γνωστοποιήσεων προς τους μετόχους στο πλαίσιο της προετοιμασίας της Γενικής τους Συνέλευσης και ο Ν. 3873/2010, που ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2006/46/EC4 της Ευρωπαϊκής Ένωσης και επιβάλλει τη σύνταξη Δήλωσης Εταιρικής Διακυβέρνησης για όλες τις εισηγμένες εταιρείες.

### 1.3 Αρχές και Συστήματα της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Την τελευταία εικοσαετία η εταιρική διακυβέρνηση σαν έννοια και πρακτική απασχολεί τόσο τον επιστημονικό όσο και τον επιχειρηματικό κόσμο. Εννοιολογικά, προσδιορίζεται σαν την προσπάθεια για προστασία των ενδιαφερομένων – εμπλεκομένων μερών (μετόχων, επενδυτών, δανειστών, εργαζομένων κλπ) από φαινόμενα εξαπάτησης, κακής οικονομικής διαχείρισης και μη αποτελεσματικής διοίκησης από το ΔΣ και τα ανώτατα στελέχη της οικονομικής οντότητας. (Blair, 1995)

Ως εταιρική διακυβέρνηση, οι Foerster S., Huen B. (2004) προσδιορίζουν τη διαδικασία κατά την οποία οι μέτοχοι επιδιώκουν να διασφαλίσουν ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων στις οποίες έχουν επενδύσει επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις. Γενικά θα λέγαμε ότι, εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύνολο των μηχανισμών οι οποίοι επηρεάζουν τους managers στη λήψη των αποφάσεών τους, όταν ο ρόλος του ιδιοκτήτη με το ρόλο εκείνου που ελέγχει την επιχείρηση είναι σαφώς διαχωρισμένοι. (Foerster & Huen, 2004)

Όπως αναφέρθηκε, σύμφωνα με τον Ο.Ο.Σ.Α, εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται. Στη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνεται η κατανομή των δικαιωμάτων και αρμοδιοτήτων μεταξύ συμμετεχόντων στην εταιρεία (πχ μεταξύ ΔΣ, διευθυντικών στελεχών, μετόχων κ.λπ) και οι κανόνες και διαδικασίες λήψης αποφάσεων σχετικά με τις εταιρικές υποθέσεις.

Για τη ρύθμιση όλων των ανωτέρω ο Ο.Ο.Σ.Α δημοσίευσε τις βασικές αρχές που πρέπει να διέπουν τη διαδικασία της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι αρχές αυτές καλύπτουν έξι βασικούς τομείς και είναι:

- **Η εξασφάλιση της βάσης για ένα αποτελεσματικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης.**

Σύμφωνα με την αρχή αυτή το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προωθήσει τη διαφάνεια και την αποτελεσματικότητα των αγορών, πιστό στις αρχές του κράτους δικαίου και να εκφράζει με σαφήνεια τη διάκριση των ευθυνών μεταξύ των διαφόρων εποπτικών, ρυθμιστικών και εκτελεστικών αρχών για την εξυπηρέτηση του κοινού συμφέροντος. Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης κάθε εταιρίας πρέπει να είναι όχι μόνο σύμφωνο με την υπάρχουσα νομοθεσία, αλλά να μπορεί εύκολα να προσαρμοστεί στις νέες συνθήκες της αγοράς. Παράλληλα πρέπει να υπάρχουν μηχανισμοί και δικλείδες ασφαλείας που να εξασφαλίζουν τη σωστή εφαρμογή του, να αποκλείονται οι υπερκαλύψεις αρμοδιοτήτων και γενικότερα να μην παρακωλύουν τη λειτουργία της εταιρίας, αλλά αντιθέτως να συνεισφέρουν στην επίτευξη καλύτερων αποτελεσμάτων για τους μετόχους.

Απαραίτητη προϋπόθεση βέβαια είναι, οι εποπτικές και διοικητικές αρχές κάθε εταιρίας να στελεχώνονται από άτομα τα οποία έχουν την ικανότητα να εκπληρώσουν τα καθήκοντά τους μέσα από συγκεκριμένες και διαφανείς θεσμοθετημένες διαδικασίες.

▪ **Η εξασφάλιση των δικαιωμάτων των μετόχων και των βασικών λειτουργιών της ιδιοκτησίας.**

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύει και να διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων πχ. του δικαιώματος της μεταβίβασης μετοχών, της συμμετοχής στα κέρδη κ.ά

Οι οδηγίες του ΟΟΣΑ προβλέπουν τα εξής για τα δικαιώματα των μετόχων:

- Βασικά δικαιώματα που συνοδεύουν την κατοχή μετοχών, όπως δυνατότητα δήλωσης ιδιοκτησίας, δυνατότητα μεταβίβασης, έγκυρη και έγκαιρη ενημέρωση επί εταιρικών θεμάτων, συμμετοχή στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων, συμμετοχή στα κέρδη και άλλα.
- Ενημέρωση επί σημαντικών εταιρικών γεγονότων.
- Διασφάλιση συμμετοχής σε σημαντικές εταιρικές αποφάσεις, όπως η εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου κ.λπ.
- Ενημέρωση επί περιπτώσεων μετοχικών δομών που προσφέρουν σε μετόχους, δικαιώματα δυσανάλογα προς τη συμμετοχή τους στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας.
- Διευκόλυνση άσκησης των δικαιωμάτων όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των θεσμικών επενδυτών, αλλά και δυνατότητα

συνεργασίας μεταξύ των μετόχων για τη λήψη πρωτοβουλιών, με στόχο την καλύτερη άσκηση των δικαιωμάτων τους.

Οι πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων.

- Ως βασικά δικαιώματα των μετόχων περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:
- Την διασφάλιση των μεθόδων τήρησης του μετοχολογίου.
- Τη μεταφορά ή μεταβίβαση μετοχών.
- Την επαρκή, έγκυρη και έγκαιρη ενημέρωση ανά τακτά χρονικά διαστήματα για την υπάρχουσα κατάσταση και τις προοπτικές της επιχείρησης.
- Δικαίωμα ψήφου και συμμετοχή στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων.
- Δικαίωμα να εκλέγουν και να απομακρύνουν μέλη του διοικητικού συμβουλίου
- Η συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της επιχείρησης.

Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων και να είναι επαρκώς ενημερωμένοι για τις αποφάσεις που θα πρέπει να λάβουν σχετικά με θεμελιώδεις αλλαγές στην επιχείρηση, οι οποίες συμπεριλαμβάνουν τα παρακάτω:

- Την έγκριση τροποποίησης καταστατικού ή άλλων νομικών κειμένων διακυβέρνησης της επιχείρησης.
- Την έγκριση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης.
- Την έγκριση διενέργειας συναλλαγών, όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές και πωλήσεις μέρους της επιχείρησης.

Οι μέτοχοι θα πρέπει να μπορούν να συμμετέχουν ενεργά και να ψηφίζουν στις Γενικές Συνελεύσεις των μετόχων και να είναι πλήρως και εγκαίρως πληροφορημένοι για τους κανόνες και τις διαδικασίες ψηφοφορίας:

- Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν επαρκή και έγκαιρη πληροφόρηση σχετικά με την ημερομηνία, τον τόπο και τα θέματα που θα συζητηθούν στην Γενική Συνέλευση και να λαμβάνουν γνώση έγκαιρα για τα θέματα για τα οποία θα πρέπει να ληφθούν αποφάσεις στις συνελεύσεις.
- Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να θέτουν ερωτήσεις προς τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας όπως για θέματα που αφορούν τους ετήσιους εξωτερικούς έλεγχους. Θα πρέπει επίσης να έχουν την δυνατότητα να θέτουν θέματα προς συζήτηση και να κάνουν προτάσεις για τα θέματα αυτά.

- Θα πρέπει να εξασφαλίζεται η αποτελεσματική συμμετοχή των μετόχων σε σημαντικά θέματα και αποφάσεις εταιρικής διακυβέρνησης όπως για παράδειγμα την πρόταση και εκλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Οι μέτοχοι θα πρέπει να μπορούν να εκφράσουν την γνώμη τους για τις αμοιβές του διοικητικού συμβουλίου και των υψηλόβαθμων στελεχών.
- Οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να ψηφίζουν αυτοπροσώπως ή δι' αντιπροσώπου, σε κάθε περίπτωση όμως οι ψήφοι έχουν την ίδια ισχύ.
- Οι κύριες δομές και οι ρυθμίσεις που επιτρέπουν σε ορισμένους μετόχους για να λάβουν έναν βαθμό ελέγχου δυσανάλογο προς το ποσοστό ιδιοκτησίας τους πρέπει να αποτρέπονται και να δημοσιεύονται.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση της εταιρίας θα πρέπει να εγγυάται στους μετόχους ότι η λειτουργία της επιχείρησης χαρακτηρίζεται από δικαιοσύνη και διαφάνεια:

- Οι κανόνες και οι διαδικασίες που διέπουν την εκλογή των μελών του διοικητικού συμβουλίου, η απόκτηση επιχειρηματικού ελέγχου εισηγμένης επιχείρησης καθώς και η συντέλεση ασυνήθιστων συναλλαγών όπως συγχωνεύσεις, εξαγορές, και πωλήσεις σημαντικού μέρους του ενεργητικού της επιχείρησης κλπ θα πρέπει να αναλύονται πλήρως και να γνωστοποιούνται, έτσι ώστε οι επενδυτές να γνωρίζουν τα δικαιώματά τους και την διαδικασία. Το τίμημα των συναλλαγών αυτών θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και να διακανονίζεται με όρους και προϋποθέσεις που προστατεύουν τα δικαιώματα των μετόχων.
- Οι μηχανισμοί που αποτρέπουν ή περιορίζουν τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις θα πρέπει να υιοθετούνται μόνο για το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων και όχι για να προστατεύσουν την διοίκηση της εταιρίας από το να λογοδοτεί για τις ενέργειες της.

Η άσκηση των ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων από τους επενδυτές συμπεριλαμβανόμενων και των θεσμικών επενδυτών θα πρέπει να διασφαλίζονται:

- Οι θεσμικοί επενδυτές που ενεργούν με *fiduciary capacity* θα πρέπει να γνωστοποιήσουν την πολιτική τους σχετικά με το δικαίωμα ψήφου τους και τις πολιτικές εταιρικής διακυβέρνησης συμπεριλαμβανομένων των διαδικασιών που έχουν σε ισχύ για την απόφαση σχετικά με τη χρήση των δικαιωμάτων ψήφου τους.
- Οι θεσμικοί επενδυτές που ενεργούν με *fiduciary capacity* θα πρέπει να γνωστοποιήσουν πως διαχειρίζονται διαμάχες συμφερόντων οι οποίες μπορεί να επηρεάσουν τα δικαιώματα ιδιοκτησίας σχετικά με τις επενδύσεις τους.

- Οι μέτοχοι συμπεριλαμβανομένων των θεσμικών επενδυτών θα πρέπει να τους επιτρέπεται να συμβουλευούν ο ένας τον άλλο για θέματα που αφορούν βασικά δικαιώματα τους όπως αυτά ορίζονται από τις βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης. (OECD, “Principles Of Corporate Governance, 2004).
- **Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων.**

Θα πρέπει να εξασφαλίζεται η ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών. Θα πρέπει να επιτρέπεται η άσκηση των δικαιωμάτων σε όλους (και στους αλλοδαπούς) και όλοι να έχουν την ευκαιρία να λάβουν ένδικο μέσα σε περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων τους.

Το βασικότερο στοιχείο των οδηγιών του ΟΟΣΑ είναι ότι όλοι οι μέτοχοι πρέπει να έχουν ίσα δικαιώματα και ίση αντιμετώπιση από την εταιρία, ενώ ποινικοποιούνται και οι περιπτώσεις εκμετάλλευσης εσωτερικής πληροφόρησης για προσωπικό όφελος κάποιου μετόχου.

Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας θα πρέπει να απολαμβάνουν ίσης μεταχείρισης:

- Για κάθε κατηγορία, οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα. Όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν την δυνατότητα ενημέρωσης σχετικά με τα δικαιώματα τους σε όλες τις κατηγορίες μετοχικών τίτλων πριν από την αγορά τους. Οποιοσδήποτε αλλαγές στα δικαιώματα ψήφου θα πρέπει πρώτα να υπόκεινται σε ψηφοφορία των μετόχων.
- Οι μικροί μέτοχοι πρέπει να προστατευθούν από τις καταχρηστικές ενέργειες των μεγαλομετόχων που ενεργούν είτε άμεσα είτε έμμεσα, και πρέπει να έχουν τα αποτελεσματικά μέσα της επανόρθωσης.
- Οι ψηφοφορίες από τους αντιπροσώπους ή τους υποψηφίους θα πρέπει να γίνονται με έναν προσυμφωνημένο τρόπο για όφελος ιδιοκτήτη των μετοχών.
- Τα εμπόδια στη διασυννοριακή ψηφοφορία πρέπει να εξαφανιστούν.
- Οι προϋποθέσεις και διαδικασίες των Γενικών Συνελεύσεων θα πρέπει να εγγυώνται την ισότιμη μεταχείριση των μετόχων. Η επιχείρηση θα πρέπει να υιοθετεί απλές και χαμηλού κόστους διαδικασίες στην άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου.

Ενέργειες και συναλλαγές βασισμένες στην εσωτερική πληροφόρηση και σε καταχρηστικές κινήσεις προς ίδιον όφελος θα πρέπει να απαγορεύονται.

Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα εκτελεστικά διευθυντικά στελέχη θα πρέπει να υποχρεούνται στην γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με οποιοδήποτε ίδιο υλικό συμφέρον σε συναλλαγές ή ζητήματα που επηρεάζουν την επιχείρηση. (OECD, “Principles Of Corporate Governance, 2004).

▪ **Ο ρόλος των ενδιαφερομένων μερών στην εταιρική διακυβέρνηση.**

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα των ενδιαφερομένων μερών που καθορίζονται είτε από νόμους είτε από αμοιβαίες συμφωνίες και να ενθαρρύνει την ενεργό συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες με σκοπό τη δημιουργία αξίας και τη διατήρηση της βιωσιμότητας των οικονομικά υγιών επιχειρήσεων.

○ Τα δικαιώματα όσων συνεργάζονται και έχουν νόμιμα συμφέροντα στην επιχείρηση Stakeholders (εργαζόμενοι, προμηθευτές, κτλ) προστατεύονται με νόμο, τα συμφέροντα αυτά γίνονται σεβαστά.

○ Σε περίπτωση παραβίασης των νόμιμων συμφερόντων των Stakeholders θα πρέπει να παρέχεται η δυνατότητα αξίωσης αποζημίωσης.

○ Θα πρέπει να ενθαρρύνεται ο ρόλος των εργαζόμενων τρόπο που να ενισχύει την αποδοτικότητα της επιχείρησης.

○ Στην περίπτωση που οι συνεργαζόμενοι με την επιχείρηση συμμετέχουν στις διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης, θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στις σχετικές πληροφορίες ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

○ Stakeholders συμπεριλαμβανομένων και μεμονωμένων εργαζόμενων στην εταιρία και τα όργανα που τους αντιπροσωπεύουν θα πρέπει να μπορούν ελεύθερα να εκφράζουν τις ανησυχίες τους σε θέματα και πρακτικές νομιμότητας και τα δικαιώματα τους δεν θα πρέπει να ασκούνται.

○ Οι Πρακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης θα πρέπει να συμπληρώνονται από ένα αποτελεσματικό πλαίσιο που να ενισχύει τα δικαιώματα των πιστωτών της εταιρίας. (OECD, “Principles Of Corporate Governance, 2004).

▪ **Η ενημέρωση και διαφάνεια.**

Το πλαίσιο θα πρέπει να εξασφαλίζει την έγκαιρη και ακριβή γνωστοποίηση όλων των θεμάτων που αφορούν την επιχείρηση συμπεριλαμβανομένων των οικονομικών καταστάσεων, της απόδοσης της περιουσίας της, του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και

της διακυβέρνησής της. Σύμφωνα με τις οδηγίες του ΟΟΣΑ πρέπει να υπάρχει λεπτομερής ενημέρωση των μετόχων πάνω σε θέματα χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, εταιρικών στόχων και στρατηγικής, αποζημίωσης διευθυντικών στελεχών, συναλλαγών συνδεδεμένων επιχειρήσεων, προβλεπόμενων κινδύνων της αγοράς δραστηριοποίησης και δομών εταιρικής διακυβέρνησης.

Πολλά από τα παραπάνω στοιχεία εξασφαλίζονται με την ανάθεσή τους σε ανεξάρτητες ελεγκτικές εταιρίες, οι οποίες έχουν την ευθύνη ελέγχου της σωστής απεικόνισης των παραπάνω και είναι υπόλογες απέναντι στους μετόχους της εταιρίας.

Επίσης, κρίνεται σκόπιμη η συνεργασία με κάποια ανεξάρτητη εταιρία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η οποία θα διαθέτει στους μέτοχους αμερόληπτες αναλύσεις της απόδοσης της εταιρίας, αξιολόγηση της πιστοληπτικής της ικανότητας κ.λπ.

Η εξασφάλιση της διαφάνειας συμπεριλαμβάνει την γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με:

1. Τα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα επιχείρησης.
2. Τους στόχους και τις προοπτικές της επιχείρησης.
3. Την μετοχική σύνθεση της επιχείρησης.
4. Την πολιτική αμοιβών των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των υψηλόβαθμων στελεχών και πληροφορίες που σχετίζονται με αυτούς συμπεριλαμβανομένων και των τυπικών τους προσόντων τα κριτήρια της επιλογής τους.
5. Σχετικές συμμετοχικές συναλλαγές.
6. Τους προβλεπόμενους παράγοντες ρίσκου.
7. Τα θέματα που σχετίζονται με εργαζόμενους και άλλους stakeholders.

Δομές και πολιτικές διακυβέρνησης της επιχείρησης και ποιο συγκεκριμένα το περιεχόμενο οποιασδήποτε διαδικασίας εταιρικής διακυβέρνησης η οποία εφαρμόζεται.

- Οι πληροφορίες θα πρέπει να συλλέγονται και να γνωστοποιούνται με χρήση υψηλών στάνταρ και σύμφωνα με τους ισχύοντες κανόνες οικονομικούς και μη.
- Θα πρέπει να πραγματοποιείται ετήσιος έλεγχος από κατάλληλο και ικανό ανεξάρτητο ελεγκτή ο οποίος θα πρέπει να παρουσιάζει τα αποτελέσματα της έρευνας του στο διοικητικό συμβούλιο και στους μετόχους και θα πρέπει να



επιβεβαιώνει αν τα οικονομικά στοιχεία τα οποία παρουσιάστηκαν από την εταιρία ότι ήταν τα πραγματικά.

- Οι εξωτερικοί ελεγκτές πρέπει να είναι υπεύθυνοι απέναντι στους μετόχους και την επιχείρηση και θα πρέπει να εκτελούν τα καθήκοντα τους με επαγγελματισμό.
- Τα κανάλια επικοινωνίας και γνωστοποίησης πληροφοριών θα πρέπει να παρέχουν

ο **Οι αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου.**

Το πλαίσιο θα πρέπει να εξασφαλίζει τη στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το Διοικητικό Συμβούλιο και τη λογοδοσία του Διοικητικού Συμβουλίου προς την εταιρία και τους μετόχους.

Στο εγχειρίδιο του ΟΟΣΑ, δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στον προσδιορισμό των αρμοδιοτήτων, των δικαιωμάτων, των υποχρεώσεων και γενικότερα του πεδίου δράσης τόσο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου όσο και των εκτελεστικών διευθυντών της εταιρίας. Μεταξύ των βασικών υποχρεώσεων των διοικητικών οργάνων περιλαμβάνονται τα εξής:

- Διαμόρφωση της στρατηγικής της εταιρίας, στοχοθέτηση, έλεγχος εφαρμογής των αποφάσεων της διοίκησης και επίβλεψη των οικονομικών θεμάτων.
- Έλεγχος των διαδικασιών διακυβέρνησης της εταιρίας.
- Στελέχωση των κυριότερων διοικητικών θέσεων.
- Εσωτερικός έλεγχος της εταιρίας και έλεγχος της διαδικασίας.

Τα μέλη των διοικητικών οργάνων μιας εταιρίας πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένα σχετικά με όλα τα εταιρικά θέματα, να αντιμετωπίζουν ισόνομα όλους τους μετόχους και να χαρακτηρίζονται από ήθος και αξιοπρέπεια.

Στη συγκεκριμένη οδηγία τονίζεται και η σημασία ύπαρξης ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, οι οποίοι διασφαλίζουν την αξιοπιστία των οικονομικών αλλά και μη-οικονομικών αναφορών, ελέγχουν τις συναλλαγές με συνδεδεμένες εταιρίες, προτείνουν άτομα για τη στελέχωση των επιτροπών και των συμβουλίων της εταιρίας και άλλα.

A. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να αποκτούν κάθε σχετική πληροφορία, να ενεργούν με καλή πίστη, με απαραίτητη επιμέλεια και φροντίδα και προς το συμφέρον της επιχείρησης και των μετόχων.

B. Σε περίπτωση που οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου ενδέχεται να επηρεάζουν διαφορετικές κατηγορίες μετόχων με διαφορετικό τρόπο, το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να αντιμετωπίζει όλους τους μετόχους χωρίς διακρίσεις.

C. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να εφαρμόζει υψηλά ηθικά πρότυπα και θα πρέπει να λαμβάνει πάντα υπόψη τα συμφέροντα των stakeholders.

D. Το Διοικητικό Συμβούλιο να εκπληρώνει τα ακόλουθα:

- Τον καθορισμό της εταιρικής στρατηγικής και του σχεδιασμού της επιχείρησης, την κατάρτιση του ετήσιου προϋπολογισμού και του επιχειρησιακού της σχεδίου, τον καθορισμό και την επίτευξη των στόχων αποδοτικότητας της, την παρακολούθηση της αποτελεσματικότητας των πρακτικών διακυβέρνησης που εφαρμόζονται και της πορείας της επιχείρησης και τον έλεγχο μεγάλων κεφαλαιακών δαπανών. Παρακολούθηση και καταγραφή της αποτελεσματικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και εφαρμογή αλλαγών όπου αυτό κρίνεται απαραίτητο.
- Παρακολούθηση αμοιβών των υψηλόβαθμων στελεχών και αντικατάσταση τους αν αυτό κριθεί απαραίτητο με μια συγκεκριμένη διαδικασία διαδοχής.
- Ευθυγράμμιση της αμοιβής των υψηλόβαθμων στελεχών με βάση τα μακροπρόθεσμα συμφέροντα της εταιρίας και των shareholders.
- Εξασφάλιση μιας επίσημης και διαφανούς διαδικασίας για την διαδικασία εκλογής του διοικητικού συμβουλίου.
- Την παρακολούθηση και διευθέτηση τυχόν θεμάτων σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών, των μελών του Δ.Σ. και των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων και των περιπτώσεων κακοδιαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού ή συναλλαγών με συμβαλλόμενα μέρη.
- Την αρτιότητα των προς γνωστοποίηση λογιστικών και χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμπεριλαμβανομένης και της έκθεσης ορκωτών ελεγκτών (ανεξαρτήτου ελέγχου) και την ύπαρξη διαδικασίας ελέγχου κινδύνων, οικονομικού ελέγχου και την συμμόρφωση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης με την εκάστοτε νομοθεσία.
- Επίβλεψη της διαδικασίας δημοσιοποίησης των πληροφοριών και επικοινωνίας.

E. Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να είναι σε θέση να ασκήσει αντικειμενική και ανεξάρτητη κρίση σε εταιρικές υποθέσεις.

- Το Διοικητικό Συμβούλιο θα πρέπει να αποτελείται από έναν ικανό αριθμό μη εκτελεστικών μελών ικανών με σκοπό την άσκηση ανεξάρτητης κρίσης για

θέματα που εν δυνάμει θα μπορούσαν να προκαλέσουν εσωτερικές συγκρούσεις συμφερόντων. Παραδείγματα τέτοιων αρμοδιοτήτων είναι η εξασφάλιση της ακεραιότητας των οικονομικών αλλά και των άλλων αναφορών, ο έλεγχος της αμοιβής των μελών του Δ.Σ. και η πρόταση υποψήφιων μελών.

- Όταν δημιουργούνται επιτροπές στο Διοικητικό Συμβούλιο, η εξουσιοδότηση η σύνθεση και οι αρμοδιότητες της κάθε επιτροπής θα πρέπει να είναι καθορισμένες και γνωστές σε όλα τα μέλη του συμβουλίου.
- Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να δεσμεύονται για την άσκηση των καθηκόντων τους.

Θα πρέπει να υπάρχουν εσωτερικές διαδικασίες ελέγχου που θα εγγυώνται σε όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έγκαιρη, πλήρη και ισότιμη πρόσβαση σε πληροφορίες που είναι απαραίτητες για την άσκηση των καθηκόντων τους. (OECD, “Principles Of Corporate Governance, 2004).

Παράλληλα με τις αρχές που θέτει ο Ο.Ο.Σ.Α έχει σκοπό να υποστηρίξει τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών του ώστε με την επιβολή εφαρμογής χρηστών κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, να αναπτυχθεί κλίμα εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών των επιχειρήσεων –που είναι και το ζητούμενο- αλλά και της πολιτείας. Η διαφορά εμπιστοσύνης μεταξύ πιστωτών, επενδυτών (δηλ. προμηθευτών της χρηματοδότησης της επιχείρησης) και μετόχων – ιδιοκτητών (δηλ. πελατών της χρηματοδότησης) είναι και η βασική αιτία για τις διεθνείς διαφορές στην υποβολή των Οικονομικών Καταστάσεων. (Nobes & Parker, 1998)

Εφόσον στη χρηματοοικονομική διαδικασία της επιχείρησης υπάρχει η σχέση εντολέα – εντολοδόχου (πχ. ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη), για την προστασία κυρίως των επενδυτών κρίθηκε αναγκαία η θέσπιση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται παγκοσμίως, ταξινομούνται σε δύο κατηγορίες: στα γνωστά ως εξωτερικά ή Αγγλοσαξονικά συστήματα (market oriented model) και στα εσωτερικά ή Ηπειρωτικά (bank oriented model) συστήματα. (Vivas, 2000)

**Το αγγλοσαξονικό μοντέλο** χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη μεγάλων και υψηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, από την αυξανόμενη συγκέντρωση της μετοχικής δύναμης στους θεσμικούς επενδυτές και την απόκτηση του ελέγχου μέσω των εξαγορών, μεγάλη διασπορά στο Μ.Κ και ύπαρξη επιθετικών εξαγορών με

αποτέλεσμα τη σύγκρουση αδύναμων μετόχων με την ισχυρή εκτελεστική δύναμη (shareholder based system).

**Το εσωτερικό ή Ηπειρωτικό μοντέλο (relationship oriented ή bank oriented model)** χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη μικρών χαμηλής ρευστότητας κεφαλαιαγορών, την υψηλή συγκέντρωση μετοχικής δύναμης σε Τράπεζες, οικογένειες και κυβερνήσεις, τις περιορισμένες επιθετικές αγορές, την έντονη κυβερνητική παρέμβαση, την έμφαση στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της εταιρείας και τον κοινωνικό ρόλο των ΑΕ. ενώ οι επιπτώσεις επιθετικών εξαγορών είναι περιορισμένες (stakeholder based system).

Άλλα μοντέλα εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρονται το Λατινικό, το Ιαπωνικό και το Ελληνικό.

### **1.3.1 Anglo – Saxon system**

Το αγγλοσαξονικό σύστημα χαρακτηρίζεται γενικά ως σύστημα προσανατολισμένο ως προς την αγορά. Χαρακτηριστικά του συστήματος αυτού είναι οι ελεύθερες και ενεργές αγορές. Στην Μεγάλη Βρετανία και στις Ηνωμένες Πολιτείες οι αλλαγές στον εταιρικό τομέα προωθούνται μέσα από τις ενεργές αγορές κεφαλαίων. Οι αγορές κεφαλαίου είναι ενεργές. Στις ΗΠΑ η διασπασμένη ιδιοκτησία είναι ένα πολύ συχνό φαινόμενο ενώ οι χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνονται από επαγγελματίες επενδυτές.

### **1.3.2 German system**

Αυτό το σύστημα αφορά την Ηπειρωτική Ευρώπη και είναι ένα σύστημα προσανατολισμένο στις τράπεζες. Σε αυτό το σύστημα η εταιρία αναπτύσσει ισχυρούς δεσμούς με ανεξάρτητους ιδιοκτήτες και χρηματοδότες. Οι δεσμοί αυτοί διαρκούν πολλά χρόνια και οι τράπεζες προσφέρουν την πλειονότητα του εξωτερικού κεφαλαίου. Στο σύστημα που είναι προσανατολισμένο στις τράπεζες οι βασικοί μέτοχοι διατηρούν μια σημαντική αναλογία των κεφαλαίων τους σε διαφορετικές μεμονωμένες εταιρίες κάτι που εμποδίζει την ίδια την εταιρία από το να επεκταθεί σε πολλούς τομείς.

Τα βασικά χαρακτηριστικά των δύο συστημάτων είναι τα εξής:

#### Προσανατολισμένο στις αγορές

- Εφαρμογή εξωτερικού ελέγχου για την εταιρική δραστηριότητα.
- Βασικός κανόνας ο μεγάλος αριθμός εισηγμένων εταιριών.
- Οι κεφαλαιαγορές αποτελούν τη βασική πηγή χρηματοδότησης.
- Προτεραιότητα στο shareholder value theory.
- Το σύστημα αυτό δεν επιτρέπει στις τράπεζες να επιχορηγούν μακροπρόθεσμους πόρους.
- Θεμελιώδες πρόβλημα αποτελεί η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντών (managers).

#### Προσανατολισμένο στις τράπεζες

- Εσωτερικοί έλεγχοι και κανονισμοί για την εταιρική δραστηριότητα.
- Άμεσος έλεγχος των τραπεζών μέσω των equity shares.
- Μακροπρόθεσμες σχέσεις με τις τράπεζες.
- Συμμετοχή των υπαλλήλων στον έλεγχο της εταιρίας.
- Επιστροφή των δανεισμένων χρημάτων και όχι μεγιστοποίηση της αξίας τους για τους μετόχους.
- Σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ της πλειοψηφίας και της μειοψηφίας των μετόχων.

### **1.3.3 Japanese system**

Σε ορισμένες χώρες υπάρχουν βιομηχανικές ομάδες οι οποίες διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο σε μία εταιρία. Αυτό είναι γνωστό ως το Ιαπωνικό σύστημα. Με την εξάπλωση των ιαπωνικών εταιριών, ο δυτικός κόσμος έμαθε για τα ιαπωνικά keiretsus και τις επιπτώσεις που αυτά έχουν στις εταιρίες. Τα keiretsus είναι μεγάλες συμμαχίες μεταξύ εταιριών στο χώρο της βιομηχανίας, του marketing και των τραπεζών που έχουν ως σκοπό να ελέγξουν όλες τις πτυχές της παραγωγής ( πρώτες ύλες, παραγωγή προϊόντος) και της λιανικής διανομής. Παρότι οι εταιρίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο, οι εξωτερικοί ιδιοκτήτες έχουν μικρή επιρροή στις εταιρίες λόγω της ύπαρξης των keiretsus.

### **1.3.4 Swedish system**

Τέλος, υπάρχει το Σουηδικό σύστημα. Αυτό το σύστημα είναι μεταξύ του συστήματος που προσανατολίζεται στις αγορές και εκείνου που προσανατολίζεται στις τράπεζες. Χαρακτηριστικό του συστήματος η διατήρηση μακροχρόνιων δεσμών με τις τράπεζες. Ο έλεγχος στις εταιρίες διατηρείται από μία μικρή ομάδα ιδιοκτητών. Ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά στου Σουηδικού συστήματος είναι τα ακόλουθα:

- Η αυξανόμενη αναλογία επενδυτών/ιδιοκτητών.
- Η αυξανόμενη αναλογία επαγγελματιών επενδυτών.
- Η αυξανόμενη χρήση προγραμμάτων που παρέχουν κίνητρα.
- Η ταχύτερη δημοσίευση πληροφοριών σε σχέση με το παρελθόν.
- Η εστίαση στην μετοχική ευημερία.

## 1.4 Στόχοι του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Βασικός στόχος του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η εκπαίδευση και καθοδήγηση των ΔΣ των ελληνικών εταιριών σε θέματα βέλτιστων πρακτικών διακυβέρνησης. Ένας άλλος στόχος του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η βελτίωση της πληροφόρησης των ιδιωτών ή θεσμικών μετόχων, Ελλήνων και αλλοδαπών, και η ενίσχυση της συμμετοχής τους στις εταιρικές υποθέσεις. Ωστόσο, κεντρικό στόχο του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί και η δημιουργία ενός κατανοητού συστήματος αναφοράς για εισηγμένες ελληνικές εταιρείες, οι οποίες καλούνται πλέον να δημοσιοποιούν σε ετήσια βάση πληροφορίες για την εταιρική τους διακυβέρνηση σύμφωνα με τον Νόμο 3873/2010. Ο Νόμος αυτός επιβάλλει στις εταιρείες, των οποίων οι κινητές αξίες είναι δεκτές για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά, να συντάσσουν δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης, που θα πρέπει να αποτελεί ειδικό τμήμα της ετήσιας έκθεσης διαχείρισής τους.

Η δήλωση αυτή θα πρέπει να παρέχει πληροφορίες για τις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία επιπλέον των προβλέψεων του νόμου, συμπεριλαμβανομένης της περιγραφής των κύριων χαρακτηριστικών των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων και εσωτερικού ελέγχου σε σχέση με τη διαδικασία σύνταξης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Η δήλωση εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να περιέχει αναφορά στο συγκεκριμένο Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης που εφαρμόζει η εταιρεία και στο βαθμό που η εταιρεία αποφασίζει να αποκλίνει από ορισμένα μέρη του σχετικού κώδικα ή να μην εφαρμόσει κάποιες από τις διατάξεις του, να αιτιολογεί τους λόγους

της απόκλισης ή της μη εφαρμογής. Η υιοθέτηση του Κώδικα από τις επιχειρήσεις απλοποιεί σημαντικά τις παραπάνω υποχρεώσεις δημοσιοποίησης.

Ο Κώδικας διευκολύνει τη διαμόρφωση πολιτικών και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που ανταποκρίνονται στις συγκεκριμένες συνθήκες κάθε εταιρείας. Με άλλα λόγια, ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης θεωρεί δεδομένο ότι οι εταιρείες, οι μέτοχοι και τα ΔΣ τους γνωρίζουν καλύτερα από οποιονδήποτε άλλο τι είναι προς το συμφέρον της εταιρείας, μέσα στα όρια του νόμου. Έτσι, εάν μια εταιρεία θεωρεί ότι ορισμένες «ειδικές πρακτικές» του Κώδικα δεν ανταποκρίνονται στις αξίες, την παράδοση και το ιδιοκτησιακό της καθεστώς ή ότι είναι υπερβολικά επαχθείς ή ότι η συμμόρφωση με αυτές, ίσως καταστήσει πιο δύσκολη την εφαρμογή της ουσίας των αρχών του Κώδικα, η εταιρεία αυτή έχει τη δυνατότητα, αντί να εφαρμόσει τις διατάξεις αυτές, να εκθέσει σαφώς τους λόγους μη συμμόρφωσης, παραθέτοντας επαρκή αιτιολόγηση της διαφοροποίησης μεταξύ των σχετικών ειδικών πρακτικών και του δικού της μοντέλου διακυβέρνησης.

## **1.5 Πεδίο εφαρμογής, δομή και περιεχόμενο του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης**

Ο Κώδικας απευθύνεται στις ελληνικές ανώνυμες εταιρείες (όπως ορίζονται από τον Νόμο 2190/1920) με έδρα την Ελλάδα, ειδικά αυτές των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά (εισηγμένες), αλλά μπορεί να φανεί χρήσιμο εργαλείο και στις μη εισηγμένες εταιρείες. Στόχος είναι να προωθηθούν βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης στο σύνολο του ελληνικού εταιρικού τομέα, με σκοπό τον ευρύτερο αντίκτυπο στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Προκειμένου να διασφαλιστεί η χρησιμότητά του για ευρύ φάσμα εταιρειών στις οποίες απευθύνεται, ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης περιλαμβάνει δύο ειδών διατάξεις: «γενικές αρχές», οι οποίες απευθύνονται σε όλες τις εταιρείες, εισηγμένες και μη, και «ειδικές πρακτικές», οι οποίες αφορούν μόνο σε εισηγμένες εταιρείες. Λόγω του ευρύτερου πεδίου εφαρμογής τους, οι γενικές αρχές στοχεύουν στην παροχή ενός γενικού πλαισίου μέσα στο οποίο μπορούν να εξεταστούν και να αντιμετωπιστούν τα περισσότερα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης σε μια επιχείρηση, εισηγμένη ή μη. Αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές και όχι διατάξεις «συμμόρφωσης ή εξήγησης». Παρ' όλα αυτά, οι ελληνικές μη εισηγμένες εταιρείες έχουν πολλά να ωφεληθούν από τη δημόσια υιοθέτηση και τη συστηματική



εφαρμογή των αρχών αυτών σε πλήρως οικειοθελή βάση, κάτι που θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των μετόχων, των εργαζομένων και άλλων ενδιαφερόμενων μερών, και θα βελτιώσει την οργανωτική τους αποτελεσματικότητα.

Κάθε γενική αρχή ακολουθείται από μία ή περισσότερες ειδικές πρακτικές, οι οποίες απευθύνονται μόνο στις εισηγμένες εταιρίες. Οι ειδικές πρακτικές αναπτύσσουν περαιτέρω τη σχετική γενική αρχή και καθοδηγούν την εφαρμογή της στα πλαίσια του ρυθμιστικού και ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εισηγμένων εταιριών, καθιστώντας έτσι διαφανή την εταιρική διακυβέρνηση της καθεμιάς από αυτές και ενισχύοντας ταυτόχρονα τη διαφάνεια της ελληνικής αγοράς στο σύνολό της.

Ο Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης ακολουθεί την προσέγγιση συμμόρφωσης ή εξήγησης και απαιτεί από τις εισηγμένες εταιρίες που επιλέγουν να τον εφαρμόζουν: να δημοσιοποιούν την πρόθεσή τους αυτή και είτε να συμμορφώνονται με το σύνολο των ειδικών πρακτικών του Κώδικα, είτε να εξηγούν τους λόγους μη συμμόρφωσής τους με συγκεκριμένες ειδικές πρακτικές.

Κάθε ενότητα του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης εξηγεί το σκεπτικό και τη νομική ή ρυθμιστική βάση των γενικών αρχών και των ειδικών πρακτικών που ακολουθούν. Σκοπός είναι η καλύτερη αιτιολόγηση των σχετικών αρχών και πρακτικών.

Παρά την ευελιξία που παρέχεται από την προσέγγιση «συμμόρφωση ή εξήγηση», ορισμένες ειδικές πρακτικές είναι δύσκολο να εφαρμοστούν από τις μικρότερου μεγέθους εισηγμένες εταιρίες. (COFFEE, 1999)

## 1.6 Οφέλη Εταιρικής Διακυβέρνησης

Η Εταιρική διακυβέρνηση είναι μια ιστορική αναγκαιότητα, η οποία θα βοηθήσει σε μεγάλο βαθμό την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και την εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η συμμόρφωση μιας επιχείρησης με βάση τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης συνεπάγεται οφέλη, τα οποία δεν περιορίζονται μόνο στο επίπεδο της επιχείρησης αλλά επεκτείνονται στην οικονομία και στην κοινωνία γενικότερα. Τα οφέλη της εταιρικής διακυβέρνησης σε επίπεδο επιχείρησης είναι τα εξής: (Brown, L., Caylor, M, 2006)

- ο **Μείωση του κόστους κεφαλαίου**

Η μείωση του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης ισοδυναμεί με αύξηση της περιουσίας της. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες εφαρμόζουν Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης σε υψηλό βαθμό, απολαμβάνουν χαμηλότερα κόστη ειδικά στον τομέα των υποχρεώσεων από δανεισμό και της χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων τους. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι καλές και συνεπείς επιχειρήσεις απολαμβάνουν χαμηλότερα επιτόκια δανείων και μεγαλύτερες περιόδους παροχής πιστώσεων από τους προμηθευτές.

#### ο **Βελτιωμένη λειτουργική αποδοτικότητα**

Η εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης βελτιώνει το σύστημα ιεραρχίας και ευθυνών καθώς και ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απάτης, αναδεικνύοντας πιθανές προβληματικές περιοχές της επιχείρησης πριν την εμφάνισή τους. (Τραυλός, 2003) Επίσης, βελτιώνει τη διαδικασία και τη ροή λήψης αποφάσεων μέσω της οποίας μία ορθά συγκροτημένη διοίκηση και ένα ανεξάρτητο διοικητικό συμβούλιο δημιουργούν ένα επιχειρησιακό περιβάλλον, όπου:

- η διοίκηση θα είναι πλήρως ενημερωμένη όσον αφορά τις καταστάσεις και τις παραμέτρους λειτουργίας της ίδιας της επιχείρησης,
- η λήψη αποφάσεων θα πραγματοποιείται με κύριο κριτήριο τους πραγματικούς εμπορικούς σκοπούς της επιχείρησης για τη μεγιστοποίηση του κέρδους,
- θα λειτουργούν μηχανισμοί, με σκοπό την αποφυγή της έκθεσης σε καταστάσεις παρανομίας ή μη συμμόρφωσης,
- η αποζημίωση και η επιβράβευση στο εσωτερικό της επιχείρησης θα είναι περισσότερο αντικειμενικές, παρέχοντας με αυτόν τον τρόπο μεγαλύτερα κίνητρα στο προσωπικό της καθώς και στα στελέχη της με απώτερο σκοπό τη βελτίωση της αποδοτικότητάς τους.

#### ο **Ευκολότερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές**

Οι επιχειρήσεις, οι οποίες εφαρμόζουν σωστά την εταιρική διακυβέρνηση, χαρακτηρίζονται από το εξωτερικό περιβάλλον ως φιλικές προς τους επενδυτές.

Επίσης, οι ίδιοι οι επενδυτές δείχνουν εμπιστοσύνη και πίστη στην ικανότητά τους να παράγουν τις απαιτούμενες αποδόσεις, χωρίς να έρχονται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα των μετόχων. Σε μια διαφανή και ανοιχτή επιχείρηση, οι επενδυτές θεωρούν ότι μπορούν να κερδίσουν από τη λειτουργική δραστηριότητά της και όχι

απλώς από τη μεταβολή της αξίας των μετοχών τους, με αποτέλεσμα να επιλέγουν τη μακροχρόνια τοποθέτησή τους σε αυτήν. Σε αναπτυσσόμενες οικονομίες, η προηγηθείσα παράμετρος αποκτά μεγαλύτερη βαρύτητα, διότι είναι μεγαλύτερη η ανάγκη προσέλκυσης καλύτερης και υψηλότερης ποιότητας επενδυτών καθώς και υψηλής κεφαλαιακής συγκέντρωσης επενδύσεων, οι οποίες βέβαια είναι δυσκολότερο να επιτευχθούν σε περιβάλλον αβεβαιότητας. (Ξανθάκης, et al., 2003)

#### ο **Βελτίωση της εικόνας και της φήμης μιας επιχείρησης**

Η διαφάνεια, η νομιμότητα και η αποτελεσματική λειτουργία μιας επιχείρησης δημιουργούν στην ουσία την υπεραξία της. Η εμπιστοσύνη του κοινού, των επενδυτών και των κρατικών μηχανισμών έχουν ως αποτέλεσμα την ισχυροποίηση της επιχειρηματικής της θέσης καθώς και την αύξηση της εμπιστοσύνης στα προϊόντα και στις υπηρεσίες της. Επίσης, καθιστούν την επιχείρηση ελκυστικότερο φορέα για εργασιακή απασχόληση και τέλος, της εξασφαλίζουν ομαλότερη συνεργασία με όλους τους εποπτικούς και κρατικούς φορείς.

Σε εθνικό επίπεδο, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί βασικό συστατικό της ενδυνάμωσης της οικονομικής ανάπτυξης και της αποτελεσματικότητας, καθώς και κύρια παράμετρο για τη δημιουργία εμπιστοσύνης εκ μέρους των επενδυτών. Όσες από τις επιχειρήσεις εμφανίζουν αρτιότερη εικόνα εταιρικής διακυβέρνησης, γίνονται ταυτόχρονα ελκυστικότερες με αποτέλεσμα τη βελτίωση του επιπέδου ανταγωνιστικότητας. (Μούζουλας, 2003)

## **1.7 Νομοθετικό Πλαίσιο**

Ο πρώτος νόμος που δημιουργείται στη χώρα μας και έχει ως σκοπό την λήψη κάποιων μέτρων εταιρικής διακυβέρνησης είναι ο 2190/1920, που αποτελεί και τον βασικό νόμο λειτουργίας των ΑΕ στην Ελλάδα. Όσον αφορά την εταιρική διακυβέρνηση ο νόμος αυτός προβλέπει ότι οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου είναι έγκυρες εφόσον λαμβάνονται με απόφαση της πλειοψηφίας των μελών του. Λόγω όμως των ιδιαίτερων συνθηκών και εξελίξεων που διαμορφώθηκαν στην ελληνική οικονομία με την πάροδο των δεκαετιών, ο νόμος αυτός δεν επαρκούσε καθώς δεν αναφερόταν αποκλειστικά στην εταιρική διακυβέρνηση αλλά αναφερόταν σε αυτήν αποσπασματικά.

Η λειτουργία πολλών οικογενειακών επιχειρήσεων στις οποίες τα μέλη της οικογένειας κατέχουν την πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου, η έλλειψη επενδυτικής κουλτούρας των Ελλήνων επενδυτών, ο μεγάλος αριθμός των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο της χρηματιστηριακής έκρηξης που κράτησε ως το 1999 και τέλος η ανεπάρκεια εποπτικών αρχών, αποτελούν βασικά προβλήματα λόγω της έλλειψης επαρκούς νομοθεσίας για την εταιρική διακυβέρνηση.

Από το 1998 έως και το 2002 γίνεται μία σειρά προσπαθειών για τη δημιουργία νομοθετικού πλαισίου με σκοπό την αντιμετώπιση των ανωτέρω προβλημάτων αλλά και αυτών που θα επέρχονταν εάν δεν υπήρχαν κάποιοι βασικοί κανόνες ελέγχου των εταιριών. Έτσι το 1998 εκδίδονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης και ύστερα από μια σειρά συνεδριών και συνδιασκέψεων, το 1999 οδηγούν στην έκδοση του Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης του οποίου οι συστάσεις για τις εισηγμένες εταιρίες δεν ήταν υποχρεωτικές. Οι συστάσεις αυτές αφορούσαν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μετόχων αλλά αναφέρονταν και σε θέματα εσωτερικού ελέγχου και γνωστοποίησης πληροφοριών. Επίσης, το 1999 έχουμε και την έκδοση των OECD Principles of Corporate Governance, με τις οποίες θα ασχοληθούμε αναλυτικά στη συνέχεια της εργασίας. Σημαντικό να αναφέρουμε ότι οι συστάσεις του Κώδικα βασίζονταν στις αρχές του OECD.

Το 2000 εκδίδεται ο κανονισμός 5/204/2000 από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο οποίος δημιουργεί τα κριτήρια συμπεριφοράς και λειτουργίας για τις εισηγμένες εταιρίες και καθορίζει τα δικαιώματα αλλά και τις υποχρεώσεις όσων συμμετέχουν στη διοίκηση τους (μέτοχοι, μέλη ΔΣ, ανώτατη διοίκηση) και έχει ως σκοπό την μείωση εταιρικών προβλημάτων που μπορεί να δημιουργηθούν από την έλλειψη σωστού εσωτερικού ελέγχου.

Από το 1998 έως και το 2001 παρατηρείται έντονα μία νομοθετική δραστηριότητα ως προς την εταιρική διακυβέρνηση, με αποκορύφωση το 2002 και την έκδοση του νόμου 3016 που αναφέρεται αποκλειστικά σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης σε εισηγμένες ανώνυμες εταιρίες και καθορίζονται υποχρεωτικοί κανόνες συμπεριφοράς για τις εταιρίες αυτές. Στη συνέχεια έχουμε την δημιουργία συμπληρωματικών νόμων ως προς τον 3016, τους νόμους 3091 και 3156 που στηρίζουν ακόμα περισσότερο το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι ο 3156/2003 είναι ο πρώτος νόμος που καθιστά υποχρεωτική την δημιουργία υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου στις μη εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (*L.G. Spanos, "Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications", 2005*)

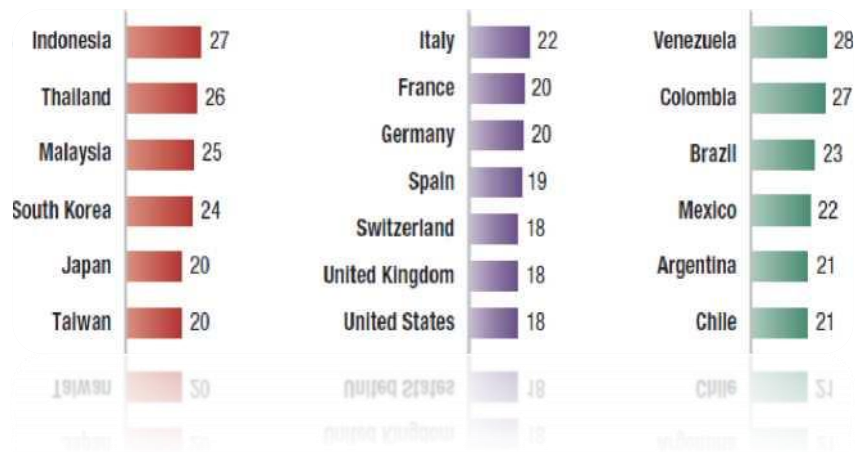
## 1.8 Εταιρική Διακυβέρνηση και Αξιοπιστία των Επιχειρήσεων

Η εφαρμογή ενός συστήματος κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης αποτελεί βασικό κριτήριο επιλογής επενδύσεων σε κινητές αξίες από τους θεσμικούς επενδυτές.

Οι μέτοχοι γίνονται όλο και περισσότερο ενεργοί παγκοσμίως επειδή πιστεύουν ότι καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση θα τους φέρει υψηλότερες ανταμοιβές.

Το επιχείρημα αυτό επιβεβαιώνεται και από σχετική μελέτη της εταιρείας συμβούλων McKinsey. Ο McKinsey διεξήγαγε τρεις διαφορετικές έρευνες σε Ασία, Ευρώπη και Ηνωμένες Πολιτείες, και Λατινική Αμερική για να ερευνήσει πως οι μέτοχοι αντιλαμβάνονται και αξιολογούν την εταιρική διακυβέρνηση στις αναπτυσσόμενες και ανερχόμενες αγορές.

Πάνω από 200 θεσμικοί επενδυτές έλαβαν μέρος στις έρευνες, το 80% των οποίων είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερα την τιμή της μετοχής μιας καλά οργανωμένης εταιρίας που εφαρμόζει τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.



Πηγή: McKinsey investor opinion survey, 1999-2000

Το καταβαλλόμενο premium που προτίθενται να πληρώσουν διαφέρει από χώρα σε χώρα. Αξιοσημείωτο γεγονός αποτελεί ότι το καταβαλλόμενο premium διακυβέρνησης από τους μεμονωμένους επενδυτές κυμαίνεται από 18% για μετοχές μίας αμερικάνικης ή μίας βρετανικής εταιρίας σε σχέση με αντίστοιχες εταιρίες που παρουσιάζουν παρόμοια οικονομικά αποτελέσματα και μπορεί να φτάσουν και έως 27% ή 28% για μετοχές εταιριών που έχουν την έδρα τους σε χώρες της Ασίας ή της Λατινικής Αμερικής. Αυτό συμβαίνει επειδή οι οικονομικές αναφορές σε Ασία και Λατινική Αμερική, για παράδειγμα, είναι περιορισμένες και λιγότερο ποιοτικές.

Η καταβολή αυτής της υπεραξίας βασίζεται στην πεποίθηση βελτιωμένης εταιρικής αποδοτικότητας και μειωμένου κινδύνου, των εταιρειών που ακολουθούν ορθούς

κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, στο μέτρο που αυτοί οι κανόνες λειτουργούν είτε ως αποτρεπτικό μέσο αρνητικών καταστάσεων είτε ως μέσο επιτυχούς και αποτελεσματικής διευθέτησης αυτών. Σαν αποτέλεσμα οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι επενδύσεις τους είναι καλύτερα προστατευμένες από εταιρίες καλά οργανωμένες. Στην Ευρώπη και στις Ηνωμένες Πολιτείες, από την άλλη πλευρά, τα οικονομικά πρότυπα είναι υψηλά με αποτέλεσμα η εταιρική διακυβέρνηση να είναι λιγότερο σημαντική.

Σημαντικό ρόλο παίζουν στην επιλογή μετοχών και διάφορα ψυχολογικά θέματα της αγοράς αφού η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί κεντρικό αντικείμενο συζήτησης σήμερα σε όλους σχεδόν τους επενδυτικούς κύκλους.

Ανάλογες διαπιστώσεις έγιναν σε Ευρώπη και Αμερική και από άλλες εταιρίες. Η εταιρεία Russell Reynolds Associates, διαπίστωσε ότι περίπου 50% των Ευρωπαίων επενδυτών και 61% των επενδυτών στις ΗΠΑ έχουν αποφασίσει είτε να μην επενδύουν σε μετοχές εταιριών είτε να μειώσουν τις επενδύσεις τους σε μετοχές εταιριών που χαρακτηρίζονται από ανεπαρκές καθεστώς λογοδοσίας και διαφάνειας (*Corporate Governance in the New Economy, 2000: International Survey of Institutional Investors*)

## 1.9 Εταιρική διακυβέρνηση και η σύγχρονη επιχείρηση

Ο τρόπος με τον οποίο διοικούνται οι επιχειρήσεις και το κατά πόσο είναι υπολογές για τις πράξεις τους διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας στις κεφαλαιαγορές. Αρχικά, στο Ηνωμένο Βασίλειο, επιτροπή υπό τον Sir A. Cadbury διετύπωσε κανόνες και αρχές καλής εταιρικής διακυβέρνησης. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

Στο πλαίσιο αυτό, και ο ΟΟΣΑ το 1999 παρουσίασε μία σειρά Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης, οι οποίες καλύπτουν πέντε βασικές πλευρές της εταιρικής διακυβέρνησης, ήτοι, (i) τα δικαιώματα των μετόχων, (ii) η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, (iii) ο ρόλος των εταίρων, (iv) γνωστοποίηση και διαφάνεια και (v) οι ευθύνες του Διοικητικού Συμβουλίου.

Οι Αρχές του ΟΟΣΑ, στοχεύουν πρωτίστως στο να βοηθήσουν τις κυβερνήσεις των κρατών-μελών του να αξιολογήσουν και βελτιώσουν το νομικό, θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που επηρεάζει την εταιρική διακυβέρνηση. Επιπλέον, αποτελούν ένα αποτελεσματικό καθοδηγητικό όργανο για τα χρηματιστήρια, τους



επενδυτές, τις επιχειρήσεις και κάθε άλλο φορέα που παίζει ρόλο στην ανάπτυξη καλής εταιρικής διακυβέρνησης.

Στη χώρα μας, καθώς τα περιθώρια άσκησης εθνικής οικονομικής πολιτικής έχουν περιοριστεί σημαντικά λόγω της μεταβίβασης τους σε υπερεθνικό επίπεδο (πχ συναλλαγματική και νομισματική πολιτική), το κύριο εργαλείο άσκησης πολιτικής έγκειται σε αυτές που στοχεύουν στη βελτίωση της παραγωγικής βάσης και ανταγωνιστικότητας (διαρθρωτικές πολιτικές).

Με άλλα λόγια, οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες φαίνεται να παίζουν ολοένα και κρίσιμότερο ρόλο στον προσδιορισμό της ανταγωνιστικής θέσης των επιχειρήσεων στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον. Στο πλαίσιο αυτό, το είδος των διαφόρων μορφών διακυβέρνησης που αναπτύσσονται σε μια εταιρεία, προσδιορίζει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα των οικονομικών επιδόσεων και προοπτικών της.

Το μέγεθος και η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου από αυτή του διευθύνοντος συμβούλου, η αναλογία των εκτελεστικών προς τα μη εκτελεστικά μέλη, ο αριθμός των ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών), η ύπαρξη μηχανισμών που να διασφαλίζουν ότι τα δικαιώματα των μετόχων, και δη των μετόχων μειοψηφίας, προστατεύονται αποτελεσματικά, η επαρκής αποκάλυψη πληροφοριών από την εταιρεία, ο βαθμός κοινωνικής υπευθυνότητας που επιδεικνύει, αποτελούν παραμέτρους που σε μεγάλο βαθμό προσδιορίζουν το είδος και την ποιότητα των σχέσεων και διαδικασιών που αναπτύσσονται στο εσωτερικό μιας εταιρείας, μεταξύ των διαφόρων μερών (μέτοχοι, διοικητικό συμβούλιο, διευθυντικά στελέχη, λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη). Αποτελούν ταυτόχρονα κρίσιμους παράγοντες στη διαδικασία λήψης απόφασης από τους επενδυτές και κυρίως τους θεσμικούς. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

Πολλές χώρες έχουν συστήσει επιτροπές οι οποίες έχουν προτείνει μια σειρά πρακτικών καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Στη χώρα μας, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, συνέστησε ειδική Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, η οποία διατύπωσε μία σειρά αρχών και πρακτικών για τη σύγχρονη και αποδοτική εταιρική διακυβέρνηση. (Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999)

Οι πρωτοβουλίες αυτές μπορούν να συμβάλουν στη διαμόρφωση ενός πλαισίου συμπεριφοράς και λειτουργίας των επιχειρήσεων ικανού να ανταποκριθεί στις αυξημένες απαιτήσεις του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιούνται και να ενισχύσει τη διαφάνεια και την αξιοπιστία των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών.



Ιδιαίτερα στην Ελλάδα, είναι ανάγκη να ανοίξει ένας δημόσιος διάλογος μεταξύ όλων των ενδιαφερομένων μερών για την εταιρική διακυβέρνηση, ώστε να αναδειχθεί η κρισιμότητά της στην αναδιάρθρωση και το μετασχηματισμό του χρηματοοικονομικού και παραγωγικού συστήματος της χώρας. Ήδη οι αρμόδιες αρχές έχουν αναλάβει σημαντικές πρωτοβουλίες στην κατεύθυνση αυτή. Βεβαίως, η εφαρμογή ενιαίων πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης για όλες τις επιχειρήσεις δεν είναι πάντα εύκολη.

Κάθε επιχείρηση θα πρέπει να υιοθετεί πρακτικές σύμφωνα με τις ανάγκες της, όπως αυτές προσδιορίζονται από τη φύση της δραστηριότητάς της, το μέγεθος της κλπ.

Στη χώρα μας, στο βαθμό που έχουν διατυπωθεί οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, θα ήταν χρήσιμη η δημιουργία δεικτών αξιολόγησης και κατάταξης των εισηγμένων εταιρειών με βάση την προσαρμοστικότητά τους στις αρχές αυτές. Τέτοιοι δείκτες θα μπορούσαν να αποτελέσουν χρήσιμο εργαλείο καθοδήγησης των επενδυτικών αποφάσεων των θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, ενισχύοντας περαιτέρω τη διαφάνεια των επιχειρήσεων και την αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς.

## 1.10 Πηγές προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης

### α. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών

Η σχετική βιβλιογραφία αναφέρει τις παρακάτω μορφές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011) (Τραυλός, 2003)

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, κ.λπ.).
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τον συνολικό κίνδυνο. Η σχετική απόκλιση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων.

Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα, να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.

- έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρότι συμβάλλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

#### **β. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών Εδώ η σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές:**

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

#### **γ. Συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων και μικρομετόχων**

Στις κεφαλαιαγορές της Ηπειρωτικής Ευρώπης, Ιαπωνίας και πολλών άλλων χωρών, το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εισηγμένων σε χρηματιστήρια εταιριών διαφέρει σημαντικά από το αντίστοιχο των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Η βασική ειδοποιός διαφορά είναι η ύπαρξη, στις πρώτες χώρες, αρκετών εταιριών οικογενειακής μορφής και η συνύπαρξη ενός μικρού αριθμού μεγαλομετόχων, που συνήθως αποτελούν και την κορυφαία διευθυντική ομάδα της επιχείρησης, με μία μεγάλη ομάδα μικρομετόχων. Σε αυτές τις κεφαλαιαγορές το πρόβλημα

επικεντρώνεται κυρίως στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων, που μπορεί να πάρει τις εξής μορφές:

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

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

Συμπερασματικά, η διεθνής βιβλιογραφία εντοπίζει σημαντικά προβλήματα στη λειτουργία των επιχειρήσεων τόσο στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς μετοχικού κεφαλαίου, όσο και στις περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικού κεφαλαίου σε λίγους μεγαλομετόχους. Συνεπώς, τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που βασίζονται τόσο σε πολυμετοχικά σχήματα, όπως στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όσο και σε μεγαλομετόχους, όπως στην Ηπειρωτική Ευρώπη, την Ιαπωνία και αλλού, έχουν ανάγκη βελτίωσης. (Foerster & Huen, 2004)

### **1.11 Η αναγκαιότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης**

Η αναγκαιότητα θέσπισης συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης πηγάζει από τη σχέση εντολέα – εντολοδόχου που υφίσταται κυρίως ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, μετόχους και πιστωτές και μεγαλομετόχους και μικρομετόχους. Σε κάθε σύστημα που ο εντολέας παραχωρεί αρμοδιότητες σε κάποιον άλλο φορέα, τον εντολοδόχο, να αναλαμβάνει πρωτοβουλίες και δραστηριότητες επ' ονόματί του, τα συμφέροντα του εντολοδόχου συνήθως αποκλίνουν από τα συμφέροντα του εντολέα. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων- διευθυντικών στελεχών εμφανίζεται με τις εξής μορφές:

- Ανάλωση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά.
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου.
- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων-πιστωτών εμφανίζεται με τις εξής μορφές:

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

Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μεγαλομετόχων- μικρομετόχων εμφανίζεται ως εξής:

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

## Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Επισκόπηση για την Εταιρική Διακυβέρνηση

Μετά από την παραπάνω ανάλυση γίνεται κατανοητό ότι μέσω των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης οι εποπτικές αρχές, οι κυβερνήσεις των διαφόρων χωρών και διάφοροι διεθνείς οργανισμοί έχουν σκοπό να προστατεύσουν τους μετόχους των εταιριών ενθαρρύνοντας τη διαφάνεια και την ομαλή λειτουργία του οικονομικού συστήματος.

Το ερώτημα που προκύπτει όμως, είναι αν και οι επιχειρήσεις από την πλευρά τους έχουν κίνητρα να υιοθετήσουν το πλαίσιο που προτείνεται από τις αρχές. Ποιά είναι δηλαδή τα οφέλη των επιχειρήσεων από την υιοθέτηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης; Θα βελτιωθεί η αποδοτικότητα της εταιρίας; Θα αυξηθεί η κεφαλαιοποίηση της; Θα γίνει πιο ανταγωνιστική η εταιρία;

Το παραπάνω θέμα έχει αναλυθεί από την επιστημονική κοινότητα, όμως οι προσεγγίσεις και η μέθοδος ανάλυσης ποικίλουν. Στην πλειονότητά τους βέβαια αναφέρονται στη σχέση εφαρμογής των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης και χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας.

Οι Karhoff, Malatesta και Walkling, (1996), εξέτασαν κατά πόσο προτάσεις των επενδυτών για εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης σε εταιρίες που αντιμετώπιζαν προβλήματα κερδοφορίας βελτίωσαν την αποδοτικότητά τους. Από την έρευνά τους δεν προέκυψε κάποιος συσχετισμός ανάμεσα στην εφαρμογή διαφόρων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και στη βελτίωση των αποτελεσμάτων και της κερδοφορίας. (Karhoff, et al., 1996)

Οι Carleton, Nelson και Weisbach (1998) σε έρευνά τους ανέλυσαν κατά πόσο λειτούργησαν αποτελεσματικά οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρίας σε περιπτώσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι στο 95% των περιπτώσεων, οι συμφωνίες επιτυγχάνονταν και οριστικοποιούνταν πριν τη σχετική επίσημη ψηφοφορία των μετόχων, η οποία προβλέπεται από τις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης. (Carleton, et al., 1998)

Μία έρευνα της Mckinsey & Co (2002) έδειξε ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν κάποιο premium για την απόκτηση μεριδίου σε κάποια εταιρία με υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ και η αποτίμηση των εταιριών εξαρτάται εξίσου από τα χρηματοοικονομικά μεγέθη και τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Για παράδειγμα οι γερμανοί θεσμικοί επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα premium της τάξεως του 20% για μία εταιρία με

καλή εταιρική διακυβέρνηση, σε σχέση με την ίδια εταιρία αλλά με κακή εταιρική διακυβέρνηση. (McKinsey & Co, 2000)

Ο Gibson (2002) εξέτασε κατά πόσο είναι αποτελεσματική η εφαρμογή κάποιων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στις αναπτυσσόμενες αγορές σε σχέση με ότι συμβαίνει στις Η.Π.Α. Για την έρευνά του εξέτασε ένα δείγμα 1.200 εταιριών προερχόμενες από 8 μεγάλες αναπτυσσόμενες αγορές, και κατέληξε ότι ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι πιθανότερο να απολυθεί όταν η απόδοση της εταιρίας δεν είναι η αναμενόμενη, ενώ στις περιπτώσεις που υπάρχει ένας μέτοχος που κατέχει μεγάλο τμήμα της εταιρίας, το προηγούμενο συμπέρασμα δεν ισχύει απαραίτητως. Επίσης, διαπίστωσε ότι η υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης δεν βελτιώνει την αποδοτικότητα των εταιριών. (Gibson, 2002)

Ο Schmidt (2003) εξέτασε την επίδραση που έχουν οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης στη διοχέτευση κεφαλαίων από τους αποταμιευτές προς τους επενδυτές και στη συνέχεια προς τις επιχειρήσεις στην οικονομία της Γερμανίας. Κατέληξε ότι ο τρόπος λειτουργίας του γερμανικού συστήματος ευνόησε τα προηγούμενα χρόνια τους ενεργούς επενδυτές και το γενικότερο επενδυτικό κοινό. (Schmidt, 2003)

Οι Bauer, Gunster, Otten (2003) ανέλυσαν τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με την απόδοση των μετοχών, την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας και τη λειτουργική απόδοση των 300 εταιριών που περιλαμβάνονται στο δείκτη FTSE Eurotop 300 για το 2000 και 2001. Από την ανάλυσή τους προέκυψε ότι υπάρχουν σημαντικές διαρθρωτικές διαφορές ανάμεσα στις χρηματιστηριακές αγορές της Αγγλίας και της Ευρωζώνης.

Για την ανάλυσή τους χρησιμοποίησαν το δείκτη Deminor's Corporate Governance Ratings, για τις μετοχές του FTSE Eurotop 300, ο οποίος αποτελείται από στοιχεία τα οποία μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εξής:

- Δικαιώματα και υποχρεώσεις των μετόχων.
- Αμυντικοί μηχανισμοί έναντι εξαγορών.
- Διάρθρωση και λειτουργία του ΔΣ.
- Διαφάνεια διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης.

Σημαντικές διαφορές παρουσιάζονται στους μέσους όρους του δείκτη συγκριτικά για κάθε χώρα, ενώ μικρές είναι οι διαφορές ανά κλάδο. Για την ανάλυση χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες Tobin's Q, ROE και Καθαρό Περιθώριο Κέρδους.

Όσον αφορά τις αγγλικές εταιρίες δεν προέκυψε σχέση ανάμεσα στο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών, αλλά προέκυψε

ότι επιτεύχθηκαν υπεραποδόσεις στις περιπτώσεις εφαρμογής ενός πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης μηδενικού κόστους για την εταιρία. Σύμφωνα με τους συγγραφείς τα αποτελέσματα αυτά υποδεικνύουν ότι οι εταιρίες βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της προσαρμογής στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ μακροχρόνια αυτό πρέπει να σημαίνει υψηλότερη κεφαλαιοποίηση για τις εταιρίες που έχουν υιοθετήσει ένα καλό πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης.

Όσον αφορά στις αγορές της Ευρωζώνης οι υπεραποδόσεις σε αντίστοιχες περιπτώσεις ήταν πολύ χαμηλότερες, αλλά παρατηρήθηκε υψηλότερη συσχέτιση ανάμεσα στο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών. Οι παρατηρήσεις αυτές σύμφωνα με τους συγγραφείς μπορεί να οφείλονται στο γεγονός ότι το αντίκτυπο της εφαρμογής πολλών αρχών εταιρικής διακυβέρνησης έχει ήδη ενσωματωθεί και αντικατοπτρίζεται στις τιμές των μετοχών.

Οι Drobetz, Schillhofer και Zimmermann (2003) εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και στην απόδοση γερμανικών μετοχών, εστιάζοντας σε μία μόνο αγορά, με ενιαίο νομοθετικό πλαίσιο, το οποίο αποτέλεσε και την πρωτοτυπία της έρευνάς τους. Με αυτόν τον τρόπο πέτυχαν να απομονώσουν ορισμένα ιδιαίτερα στοιχεία που επηρεάζουν την ανάλυση και σχετίζονται με τα ενδογενή χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας, πρόβλημα το οποίο προέκυπτε κατά την ανάλυση εταιριών προερχόμενες από διαφορετικές οικονομίες. Για την έρευνά τους χρησιμοποίησαν τις μετοχές του δείκτη DAX 100 και τον δείκτη beta κάθε εταιρίας. (Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., 2003)

Από την ανάλυση προέκυψε θετική σχέση ανάμεσα στο δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης τον οποίο ανέπτυξαν και στην αποτίμηση των εταιριών, ενώ προέκυψε αρνητική σχέση ανάμεσα στο δείκτη και στη μερισματική απόδοση των εταιριών, το οποίο είναι σύμφωνο και με την agency theory. Παρατήρησαν ότι η δόμηση ενός χαρτοφυλακίου με εταιρίες με υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να αποφέρει 12% μεγαλύτερα κέρδη από ένα χαρτοφυλάκιο εταιριών με χαμηλό δείκτη.

Οι συγγραφείς προχώρησαν ένα βήμα παραπέρα διατυπώνοντας κάποιες προτάσεις σχετικά με τη διαμόρφωση κάποιων επενδυτικών πολιτικών που να λαμβάνουν υπόψη τους τα ευρήματά τους:

Τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν ένα ακόμα παράγοντα ρίσκου, ο οποίος πρέπει να αξιολογηθεί κατά την ανάπτυξη του μοντέλου τιμολόγησης κεφαλαιακών αγαθών (CAPM).



Η ύπαρξη ενός νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης σε μία οικονομία, αποτελεί μία καλή βάση για την ανάπτυξη αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης στις εταιρίες.

Η σημασία που έχει αποκτήσει το αντικείμενο της εταιρικής διακυβέρνησης, έχει προκαλέσει το ενδιαφέρον πολλών θεσμικών επενδυτών.

Οι Aggarwal, Erel, Stulz και Williamson (2007), εξέτασαν την αποδοτικότητα των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης των αμερικανικών εταιριών. Από την έρευνά τους προέκυψε ότι μόλις το 8% του δείγματος των μη-αμερικανικών επιχειρήσεων διέθετε ποιοτικότερο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης από το δείγμα των αμερικανικών. Το σημαντικό όμως συμπέρασμα αυτής της έρευνας ήταν ότι επισημάνθηκε η θετική συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας του συστήματος και της αξίας της εταιρίας. (Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R.,, 2007)

Οι Durnev και Kim (2003) εξετάζοντας διάφορες παραμέτρους εταιρικής διακυβέρνησης και διαφάνειας 859 εταιριών από 27 χώρες χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των βοηθητικών μεταβλητών (*instrumental variables*), συμπέραναν ότι εταιρίες με δυνατότητες ανάπτυξης, ανάγκες για εξωτερική χρηματοδότηση και καλές ταμειακές ροές έχουν καλά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και διαφανείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Για χώρες οι οποίες δεν είναι και τόσο φιλικές προς τους επενδυτές ο συσχετισμός αυτός είναι ακόμα πιο σημαντικός. (Durnev & Kim, 2003)

Σε μια από τις σημαντικότερες έρευνες σχετικά με το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης, οι Gompers, Ishii, και Metrick (2003) παρουσίασαν την επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στην απόδοση των επιχειρήσεων κατά τη δεκαετία του 1990. Διαπίστωσαν ό,τι οι μετοχές με υψηλές αποδόσεις σχετίζονταν με επιχειρήσεις στις οποίες οι μέτοχοι απολάμβαναν ισχυρά δικαιώματα. Οι επιχειρήσεις αυτές παρουσίασαν για τη δεκαετία αυτή, αποδόσεις 8,5% υψηλότερες από τις υπόλοιπες, αμφισβητώντας με αυτόν τον τρόπο την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (*efficient market hypothesis*), αφού τέτοια χαρτοφυλάκια θα μπορούσαν να έχουν διαμορφωθεί με βάση τα δημοσιευμένα στοιχεία των επιχειρήσεων. Οι παραπάνω κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με ισχυρά δικαιώματα μετόχων έχουν υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, παρουσιάζουν υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων, μεγαλύτερη αύξηση πωλήσεων, χαμηλότερες κεφαλαιουχικές δαπάνες και υψηλότερο λειτουργικό περιθώριο κέρδους.

Η παραπάνω ανάλυση όμως παρουσιάζει κάποια μειονεκτήματα αφού τα αποτελέσματα μπορεί να σχετίζονται μόνο με τη συγκεκριμένη περίοδο και να μην

είναι επαναλαμβανόμενα όπως διατύπωσαν οι Core, Guay και Rusticus (2005). Η ύπαρξη κάποιου μετόχου με ισχυρά δικαιώματα μπορεί να σχετίζεται με κάποιο άλλο παράγοντα κινδύνου και τέλος η εταιρική διακυβέρνηση και η απόδοση της μετοχής να αποτελούν ενδογενές χαρακτηριστικό της εταιρίας εγείροντας το ζήτημα της αντίστροφης επίδρασης. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία υποδεικνύει ότι υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης, της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης, της μετοχικής σύνθεσης και της εταιρικής διακυβέρνησης. Για αυτό το λόγο τα παραπάνω στοιχεία πρέπει πάντοτε να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση του θέματος της εταιρικής διακυβέρνησης.

Σε πιο πρόσφατες μελέτες έχουν εξεταστεί εναλλακτικά μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε να εξετασθεί η σχέση αυτών με τις επιδόσεις των εταιριών. Οι Gompers, Ishii και Metrick (2003) ανέπτυξαν ένα σταθμισμένο δείκτη της εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελούμενο από 24 επιμέρους παρατηρήσεις σχετικά με την ύπαρξη ή μη στοιχείων όπως *poison pills*, *golden parachutes*, λειτουργία διακεκριμένων συμβουλίων, κανόνων υπερπλειοψηφίας και ιδιαίτερων κανονισμών ψηφοφορίας. Ειδικότερα, εξέτασαν την ύπαρξη διατάξεων σχετικά με τις τακτικές καθυστέρησης σε περιπτώσεις επιθετικής εξαγοράς, τα δικαιώματα των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις, την προστασία των εκτελεστικών οργάνων απέναντι στους μετόχους, τη νομοθεσία της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρία και τέλος άλλους αμυντικούς μηχανισμούς σε περίπτωση πρότασης επιθετικής εξαγοράς. Αυτά τα στοιχεία συσχετίστηκαν με το δείκτη *book to market*, το μέγεθος της εταιρίας, την εμπορευσιμότητα των μετοχών, το δείκτη *Tobin's q*, τη μερισματική απόδοση, την απόδοση της μετοχής και την αύξηση των πωλήσεων κατά τα προηγούμενα 5 έτη και τέλος τα ποσοστά συμμετοχής των θεσμικών επενδυτών στη μετοχική σύνθεση των εταιριών.

Οι Bebchuk, Cohen και Ferrell (2004) υποδεικνύουν ότι ορισμένες από τις 24 παρατηρήσεις είναι πιο σημαντικές ενώ κάποιες συσχετίζονται μεταξύ τους. Επομένως, κατέληξαν στην ανάπτυξη ενός δείκτη που περιλαμβάνει 6 παρατηρήσεις - 4 παρατηρήσεις αφορούν στα δικαιώματα των μετόχων και 2 αφορούν στην αντιμετώπιση επιθετικών εξαγορών. (Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., 2004)

Οι Caylor, Brown (2004) δημιούργησαν ένα δείκτη με 52 παρατηρήσεις που αφορούν σε στοιχεία εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα, αυτές αναφέρονται στη διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου, στην ύπαρξη εταιρικών διαδικασιών, στο καταστατικό της εταιρίας, στις αποζημιώσεις των εκτελεστικών διευθυντών και του Διοικητικού Συμβουλίου και στη μετοχική σύνθεση. (Brown, L., Caylor, M., 2006)

Επίσης, πολλοί ερευνητές εστιάζουν σε κάποιο επιμέρους χαρακτηριστικό της εταιρικής διακυβέρνησης όπως τη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (Hermalin, Weisbach 2000, 2004), το μετοχικό κεφάλαιο που ανήκει σε μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Bhagat, Carey, Elson 1999), τη διαφοροποίηση των προσώπων, τα οποία κατέχουν τις θέσεις του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου (Brickley, Coles, Jarrell 1997).

Οι Beiner, Drobetz, Schmid, Zimmermann (2004) σε ένα δείγμα ελβετικών εταιριών, επιβεβαίωσαν τη θετική σχέση ανάμεσα στο επίπεδο εφαρμογής των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και στο δείκτη Tobin's Q, βασιζόμενοι σε στοιχεία τα οποία σχετίζονται με τη δέσμευση των εταιριών για υιοθέτηση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, τα δικαιώματα των μετόχων, τη διαφάνεια, την εκτελεστική διοίκηση και τις διαδικασίες ελέγχου της εταιρίας. Εκτός όμως από αυτά τα «παραδοσιακά» θέματα, εξέτασαν τη διάρθρωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, την ύπαρξη μεγάλων ανεξάρτητων επενδυτών τη χρηματοοικονομική μόχλευση, το μέγεθος και τη σύνθεση του ΔΣ. Η ιδιαιτερότητα της έρευνάς τους βασίζεται στο ότι η ανάλυση έγινε για μια οικονομία η οποία έχει υιοθετήσει ένα ενιαίο κανονιστικό πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης και για διαφορετικούς μηχανισμούς διακυβέρνησης.

Οι Συριόπουλος και Θεοτοκάς (2007) εξέτασαν την επίδραση που είχαν οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης στην περίπτωση της εξαγοράς της Stelmar Shipping από την OSG, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη ακατάλληλων δομών εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να καταστήσει μία εταιρία στόχο επιθετικής εξαγοράς. Οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να επηρεάσουν την αξία μιας εταιρίας μέσω:

- Των αναμενόμενων ταμιακών ροών που προκύπτουν για τους επενδυτές.
- Το κόστος κεφαλαίου, δηλαδή το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης.

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού μοντέλου εταιρικής διακυβέρνησης γενικά είναι αναμενόμενο να παρουσιάσει θετική συσχέτιση με τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας εταιρίας, τη τιμή της μετοχής της και κατ'επέκταση την αποτίμηση της εταιρίας. Οι εταιρίες με αδύναμους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται να είναι λιγότερο αποτελεσματικές στην επίτευξη υψηλών οικονομικών αποτελεσμάτων και στη μεγιστοποίηση της αξίας τους. Βέβαια, οι άσχημες οικονομικές επιδόσεις αυξάνουν σημαντικά τον κίνδυνο μιας επιθετικής εξαγοράς. Οι Morek, Schleiferm Vishny (1989) και ο Weisbach (1993) παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις, οι οποίες υπόκεινται σε επιθετικές - εχθρικές προσφορές εξαγοράς παρουσιάζουν χαμηλότερες επιδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες

του κλάδου. Επίσης σε περιπτώσεις περιορισμένων μηχανισμών ελέγχου εταιρικής διακυβέρνησης, υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις ανάμεσα στα συμφέροντα των διαχειριστών - διευθυντικών στελεχών και των μετόχων όπως παρατήρησαν οι Fama και Jensen (1983).

Το τελικό συμπέρασμα το οποίο προέκυψε, ήταν ότι εταιρίες με υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης και εξέλιξης, μετατρέπονται σε μέσο επίτευξης υψηλών αποδόσεων για τους μεγαλομετόχους και στη συνέχεια στόχος επιθετικής εξαγοράς όταν δεν υπάρχει ένας αποτελεσματικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι Black, Kim, Jang, Park (2008) εξέτασαν το κατά πόσο και με ποιό τρόπο επηρεάζεται η κεφαλαιοποίηση μιας εταιρίας από την εφαρμογή μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Προηγούμενες έρευνες σε αναδυόμενες αγορές παρουσίασαν στοιχεία που υποστηρίζουν τη συσχέτιση εταιρικής διακυβέρνησης και κεφαλαιοποίησης.

Για την έρευνά τους οι παραπάνω ανέπτυξαν ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελούμενο από 5 επιμέρους δείκτες σχετικούς με τη διάρθρωση του ΔΣ, τη μετοχική σύνθεση, τη διαφάνεια, τα δικαιώματα των μετόχων και τις διαδικασίες που ακολουθεί το ΔΣ. Για τη συγκέντρωση των στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν ερωτηματολόγια. Εδώ τα κυριότερα προβλήματα που αντιμετωπίστηκαν ήταν το ενδεχόμενο αντίστροφης επίδρασης των μεταβλητών, η έλλειψη κάποιων δεδομένων, ο βαθμός ουσιαστικής υιοθέτησης των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και τέλος ο κίνδυνος παράλειψης κάποιας σημαντικής παραμέτρου.

Η έρευνα των παραπάνω επιβεβαίωσε την ύπαρξη σημαντικής συσχέτισης ανάμεσα στο επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης και στην κεφαλαιοποίηση του δείγματος εισηγμένων κορεατικών εταιριών για την περίοδο 1998-2004, ενώ παράλληλα απέδειξε ότι οι εταιρίες με υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης παρουσιάζουν και υψηλότερο δείκτη Tobin's q. Αυτό το στοιχείο επηρεάζεται κατά κύριο λόγο από τη διάρθρωση του ΔΣ, τη μετοχική σύνθεση και τη διαφάνεια στη λήψη αποφάσεων. Λιγότερο σημασία παρουσιάζουν οι δείκτες των δικαιωμάτων των μετόχων και των διαδικασιών του ΔΣ.

Για τις εταιρίες με υψηλό δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης προέκυψαν τα εξής:

- Η εταιρική απόδοση επηρεάζεται από διακυμάνσεις στη συνολική κερδοφορία του κλάδου.
- Το μέγεθος των επενδύσεων είναι χαμηλότερο, αλλά επηρεάζεται περισσότερο από την κερδοφορία και τις δυνατότητες ανάπτυξης.

- Η αύξηση των πωλήσεων είναι χαμηλότερη. Η αποδοτικότητα επηρεάζεται σημαντικά από τις ευκαιρίες ανάπτυξης.
- Η διάρθρωση του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει την αποδοτικότητα της εταιρίας.
- Η μερισματική απόδοση είναι υψηλότερη και επηρεάζεται σημαντικά από την κερδοφορία.

Ο La Rocca (2007), εξέτασε τη σχέση εταιρικής διακυβέρνησης με τη χρηματοοικονομική διάρθρωση και την κεφαλαιοποίηση των εταιριών, τονίζοντας την περιπλοκότητα του αντικειμένου λόγω της αλληλεπίδρασης μεταξύ των παραπάνω στοιχείων. Ως εταιρική διακυβέρνηση ορίζει:

Το σύστημα σύμφωνα με το οποίο κατανέμεται η ευθύνη λήψεως των αποφάσεων μέσα σε μία εταιρία, ώστε να αντιπροσωπεύονται όλοι οι μέτοχοι (Lazzari 2001, Zingales και Rajan 1998).

Οι κανονισμοί και οι πρακτικές, οι οποίες χρησιμοποιούνται για να προστατέψουν τους μετόχους από τυχόν καιροσκοπικές συμπεριφορές της διοίκησης (Shleifer, Vishny 1997).

Η συμμετοχή της διοικητικών στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, η παρουσία ανεξάρτητων και μη-εκτελεστικών στελεχών στο ΔΣ, η παρουσία θεσμικών επενδυτών, η αποτελεσματικότητα του οικονομικού συστήματος και του θεσμικού πλαισίου στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία, αποτελούν σημαντικές παραμέτρους της εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίες αν αναλυθούν σε συνάρτηση με το ρόλο της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης της εταιρίας μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητός ο τρόπος με τον οποίο οι εταιρίες αναπτύσσονται και δημιουργούν αξία για τους μετόχους τους.

Η έρευνα αυτή κατάφερε να προσδιορίσει τις σχέσεις ανάμεσα στη:

- Χρηματοοικονομική διάρθρωση και την κεφαλαιοποίηση των εταιριών με τη μεσολάβηση της εταιρικής διακυβέρνησης.
- Χρηματοοικονομική διάρθρωση και την κεφαλαιοποίηση των εταιριών με μία μετριοπαθή διαχείριση του κεφαλαίου (capital governance moderation).
- Εταιρική διακυβέρνηση και τη χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρίας.

Ο συγγραφέας τονίζει ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης μπορούν να δημιουργήσουν εταιρική αξία αν χρησιμοποιηθούν κατάλληλα εσωτερικά, ενώ και σε επίπεδο αγοράς και ανταγωνισμού μπορούν να επηρεάσουν την αποδοτική χρήση των πόρων που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον της εταιρίας.

Οι Moyer, Rao, Baliga (1996) εξέτασαν την επίδραση που έχει στην αποδοτικότητα της εταιρίας, η ανάθεση των καθηκόντων του Προέδρου του ΔΣ και του Διευθύνοντος Συμβούλου σε διαφορετικά πρόσωπα. Η έρευνα έδειξε ότι η παραπάνω πρακτική δεν έχει άμεση σχέση με την απόδοση της εταιρίας, αλλά ούτε και η αγορά εκλαμβάνει διαφορετικά μηνύματα από μία τέτοια κίνηση. Παρόλα αυτά απέδειξαν ότι η διαφοροποίηση αυτών των ρόλων συνοδεύεται από υψηλότερη μακροχρόνια απόδοση για την εταιρία.

Η Klein (1998) εξέτασε τη σχέση ανάμεσα στη διάρθρωση του ΔΣ, της Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου, της Επιτροπής Αποζημιώσεων και της Επιτροπής Διορισμών με την απόδοση των εταιριών. Προέκυψε ότι η διάρθρωση αυτών δεν επηρεάζει σημαντικά την απόδοση των εταιριών. Επίσης συμπέρανε ότι η συμμετοχή του Διευθύνοντος Συμβούλου σε διάφορες επιτροπές βελτιώνει την αποδοτικότητα της εταιρίας, το οποίο υπονοεί ότι οι εταιρίες με μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μη-εκτελεστικών μελών στο ΔΣ παρουσιάζουν χειρότερα αποτελέσματα από εταιρίες όπου εκτελεστικά όργανα συμμετέχουν και στη διοίκηση της εταιρίας.

Οι Millstein και MacAvoy (2004) στην έρευνά τους τονίζουν ότι:

- Πρέπει να διαχωρίζεται ο ρόλος του Διευθύνοντος Συμβούλου του ΔΣ και του Προέδρου και Εκτελεστικού Διευθυντή της εταιρίας.
- Η ροή πληροφοριών προς τα μέλη του ΔΣ βελτιώνεται με συχνές συναντήσεις, ώστε να εξασφαλιστεί η καλύτερη δυνατή ενημέρωσή τους.
- Ο Διευθύνων Σύμβουλος πρέπει να διαθέτει δικούς του συνεργάτες και συμβούλους.
- Το ΔΣ πρέπει να έχει απευθείας συνεργασία με διευθυντές σε διάφορα επίπεδα της ιεραρχίας της διοίκησης.

Κάποια σημαντική καινοτομία στην έρευνά τους ήταν ότι εξέτασαν τη λειτουργία του ΔΣ όχι τόσο από οργανωτικής άποψης, αλλά από άποψη συμπεριφοράς και επικοινωνίας με την υπόλοιπη εταιρία. Τέλος συμπέραναν θετική συσχέτιση μεταξύ του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης και των εταιρικών αποδόσεων.

Οι Bhagat και Black (1999), ανέλυσαν ένα δείγμα 957 αμερικανικών εισηγμένων εταιριών για το 1991. Στη μελέτη τους, χρησιμοποίησαν σαν ανεξάρτητες μεταβλητές το ποσοστό των ανεξάρτητων και το ποσοστό των εκτελεστικών μελών του ΔΣ, και σαν εξαρτημένες την απόδοση του κεφαλαίου (ROA) και την απόδοση της μετοχής όπως αυτή προσδιορίζεται από το δείκτη Tobin's Q. Η έρευνά τους προσδιόρισε αρνητική σχέση ανάμεσα στον αριθμό των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ και στην απόδοση των εταιριών. Παράλληλα προσδιόρισαν ότι τα ΔΣ στα οποία η πλειοψηφία



των μελών είναι ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, συμπεριφέρονται διαφορετικά από τα ΔΣ στα οποία η πλειψηφία αποτελείται από εκτελεστικά μέλη, σε βαθμό μάλιστα που να επηρεάζεται και η κεφαλαιοποίηση των εταιριών. Ένα σημαντικό συμπέρασμα της έρευνάς τους ήταν ότι η σύνθεση του ΔΣ μπορεί να εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρίας, αλλά και την αγορά στη οποία δραστηριοποιείται.

Οι Hermalin, Weisbach (2001) συμπέραναν σε μία έρευνά τους, σε αμερικανικές εταιρίες, την ύπαρξη αρνητικής σχέσης ανάμεσα στον αριθμό των μελών του ΔΣ και στην αποδοτικότητα της εταιρίας

Οι Alonso, Palenzuela, Iturriaga (2005) εξέτασαν ένα δείγμα 450 εταιριών από 10 χώρες, από το οποίο προέκυψε αρνητική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος του ΔΣ και στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών, σημαντικές διαφορές ανάμεσα στο αγγλο-σαξονικό μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης και το ευρωπαϊκό ενώ τέλος δεν προέκυψε κάποια σχέση ανάμεσα στον αριθμό των ανεξάρτητων μη-εκτελεστικών μελών του ΔΣ και στην κεφαλαιοποίηση των εταιριών.

Λίγο αργότερα οι Bhagat και Black (2002) , εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του αριθμού των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ ενός δείγματος αμερικανικών εταιριών και της απόδοσης των εν λόγω εταιριών και δεν μπόρεσαν να καταλήξουν στη διατύπωση κάποιου σημαντικού συμπεράσματος. Αντιθέτως κατέληξαν ότι η αύξηση του ποσοστού ανεξάρτητων μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ μιας εταιρίας με χαμηλή κερδοφορία δεν έχει θετική επίδραση στα κέρδη της, αφού μία τέτοια κίνηση μπορεί να επηρεάζει αρνητικά άλλες παραμέτρους των δραστηριοτήτων της. Παρόλα αυτά παρατήρησαν ότι πολλές εταιρίες με μειωμένη απόδοση προβαίνουν σε αύξηση των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ με στόχο την βελτίωση της κατάστασης.

Οι Lehn, Petro και Zhao (2003) εξέτασαν 81 εταιρίες που είχαν συνεχή παρουσία στα χρηματιστήρια από το 1937 μέχρι το 2000 και συμπέραναν ότι τόσο το μέγεθος του ΔΣ όσο και η σύνθεσή του επηρεάζει θετικά το μέγεθος της εταιρίας, αλλά αρνητικά τις δυνατότητες ανάπτυξης της. Τέλος τα αποτελέσματά τους επιβεβαιώνουν την άποψη ότι το μέγεθος και η σύνθεση του ΔΣ εξαρτώνται από ενδογενείς παράγοντες της εταιρίας και εξυπηρετούν την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας.

Ακόμα πιο πρόσφατα οι Bhagat και Bolton (2007) κατέληξαν στα εξής:

Ο διαχωρισμός Διευθύνοντος Συμβούλου και Προέδρου του ΔΣ επιδρά θετικά στη λειτουργική αποδοτικότητα της εταιρίας.

Η συμμετοχή ανεξάρτητων, μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ των εταιριών επηρεάζει αρνητικά την απόδοσή τους.



Η συμμετοχή των μελών του ΔΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συσχετίζεται θετικά με την απόδοσή της, αφού αυτοί έχουν κίνητρο να αναμιγνύονται ενεργά στις σημαντικές αποφάσεις της εταιρίας. Σύμφωνα με τους συγγραφείς εκεί πρέπει να εστιαστεί η προσπάθεια για τη βελτίωση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης.

Ο βαθμός εφαρμογής ενός ποιοτικού πλαισίου μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης δεν προεξοφλεί την μελλοντική υψηλή απόδοση της μετοχής.

Σε περιπτώσεις χαμηλής αποδοτικότητας της εταιρίας, η πιθανότητα αλλαγής της διοίκησης σχετίζεται θετικά με το μέγεθος συμμετοχής των μελών του ΔΣ στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας.

Κανένας μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης δεν συσχετίζεται με τη μελλοντική χρηματιστηριακή απόδοση μιας εταιρίας.

Για την ανάλυσή τους διαμόρφωσαν ένα δείκτη εταιρικής διακυβέρνησης, αφού συγκέντρωσαν στοιχεία σχετικά με τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ, τη συμμετοχή του ΔΣ στο μετοχικό κεφάλαιο, την ύπαρξη διαφορετικού προσώπου για τις θέσεις του Διευθύνοντος Συμβούλου και του Προέδρου του ΔΣ, τον αριθμό των μελών του ΔΣ, τη λειτουργία προγράμματος stock option κα.

Στη συνέχεια ανέπτυξαν ένα σύστημα παράλληλων εξισώσεων το οποίο εξετάζει την αλληλεξάρτηση μεταξύ εταιρικής απόδοσης (ROE, ROA, Tobin's q), χρηματοοικονομικής διάρθρωσης (leverage long term debt to total assets), μετοχικής σύνθεσης και εταιρικής διακυβέρνησης των επιχειρήσεων. Τα παραπάνω στοιχεία χρησιμοποιήθηκαν είτε σαν βοηθητικές είτε σαν κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές ώστε να αποφευχθεί το πρόβλημα της αντίστροφης επίδρασης.

Οι παραπάνω, σε άλλη έρευνα τους μαζί με την Romano (2007), διατύπωσαν αμφιβολίες για το κατά πόσο η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να ποσοτικοποιηθεί με ένα δείκτη. Ισχυρίζονται ότι κάτι τέτοιο είναι δύσκολο, αφού δε μπορούν να αποτυπωθούν οι ιδιαιτερότητες κάθε εταιρίας, κάθε κλάδου και κάθε οικονομίας μέσα σε ένα δείκτη. Καταλήγουν ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να υποδεικνύουν ότι ο βαθμός εφαρμογής ενός πρότυπου συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζει θετικά την απόδοση μίας εταιρίας, αφού οι ιδιαιτερότητες κάθε κλάδου και κάθε εταιρίας εμποδίζουν αυτήν την απλούστευση. Επίσης, μετά από ανάλυση των πιο σημαντικών ερευνών κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι:

Κανένας από τους δείκτες που έχει αναπτυχθεί στην υπάρχουσα βιβλιογραφία δεν παρουσιάζει συνεπή αποτελέσματα - προβλέψεις- εταιρικής απόδοσης, αφού σε κάποιες περιπτώσεις μία και μόνο παράμετρος είναι αρκετή για τη διαμόρφωση

προβλέψεων όπως για παράδειγμα το ποσοστό των μετοχών των ανεξάρτητων μελών του ΔΣ.

Όλοι οι δείκτες έχουν διαμορφωθεί με βάση την ιδέα ότι όλες οι παράμετροι εταιρικής διακυβέρνησης που προσμετρούνται, είναι συμπληρωματικής φύσεως και όχι υποκατάστατες η μία της άλλης.

Τέλος, με βάση τα παραπάνω ευρήματα τονίζουν ότι οι εποπτικές αρχές δε μπορούν να επιβάλλουν ένα πρότυπο μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης, αλλά πρέπει απλώς να επιβάλλουν ένα καθεστώς διαφάνειας που να επιτρέπει στους επενδυτές να διαμορφώνουν τα δικά τους συμπεράσματα και απόψεις.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικά ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία σχετίζονται με τη μετοχική σύνθεση των εταιριών. Αυτά είναι το φαινόμενο της αντικατάστασης - substitution effect - και το φαινόμενο της απαλλοτρίωσης - expropriation effect - σύμφωνα με τους Morck, Shleifer και Vishny (1988). Με βάση το πρώτο, συγκέντρωση ελέγχου από τους βασικούς μετόχους οδηγεί στην εφαρμογή αυστηρών μηχανισμών ελέγχου και μειώνει τη σημασία και το όφελος άλλων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Ενώ με βάση το δεύτερο, η συγκέντρωση ελέγχου από τους βασικούς μετόχους αυξάνει τον κίνδυνο καταπάτησης των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας.

Όπως προαναφέρθηκε, οι βασικοί μέτοχοι μπορεί να έρθουν σε αντιπαράθεση με τους μετόχους μειοψηφίας σε αρκετές περιπτώσεις, αφού οι πρώτοι εκτός από τα έσοδα των μερισμάτων και την αύξηση της τιμής της μετοχής αναζητούν και άλλους τρόπους αύξησης των εσόδων τους. Οι Dennis και McConnell (2003) ξεχωρίζουν δύο βασικούς τρόπους με τους οποίους οι μέτοχοι χρησιμοποιούν το εταιρικό σχήμα για ίδιο όφελος. Ο πρώτος αναφέρεται στο φαινόμενο του tunneling, η θεωρία του οποίου αναπτύχθηκε από τους Johnson, La Port, Lopez και Shleifer (2000), όπου έχουμε τη μετακύλιση εσόδων και κερδών από την εταιρία στους βασικούς μετόχους. Ο δεύτερος αναφέρεται στις περιπτώσεις όπου οι βασικοί μέτοχοι είναι σε θέση να τοποθετήσουν στις διοικητικές θέσεις, άτομα προσωπικής τους επιλογής, τα οποία λειτουργούν κάτω από τις οδηγίες τους, Burkhardt, Panunzi και Shleifer (2002).

Οι Bhagat, Carey και Elson (1999) και McConnell και Servaes (1990) προσδιόρισαν θετική σχέση ανάμεσα στην απόδοση της διοίκησης της εταιρίας και στο μέγεθος του μετοχικού κεφαλαίου το οποίο κατέχουν τα μέλη του ΔΣ της εταιρίας σε ένα δείγμα 1.700 εταιριών από το δείκτη S&P . Τα σημαντικότερα ευρήματα της έρευνάς τους για την περίοδο 1992 - 1996 συνοψίζονται στα εξής:

- Οι μεγαλύτερες εταιρίες είναι πιο πιθανό να παραχωρήσουν στα στελέχη τους μετοχές, σε σχέση με τις μικρότερες στα πλαίσια ενός σχεδίου stock option.

- Δεν υπάρχει σχέση ανάμεσα στη χρηματιστηριακή απόδοση της μετοχής και στην ύπαρξη σχεδίου αποζημίωσης με stock options.
- Υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην ύπαρξη σχεδίου αποζημίωσης με stock options σε στελέχη και στις δυνατότητες ανάπτυξης μιας εταιρίας.
- Η αξία των μετοχών που διαθέτουν κατά μέσο όρο τα μέλη του ΔΣ συσχετίζεται θετικά με τις δυνατότητες ανάπτυξης της εταιρίας.
- Υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις ιστορικές αποδόσεις μιας εταιρίας και στην αξία των μετοχών που διαθέτουν κατά μέσο όρο τα μέλη του ΔΣ.
- Υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις μελλοντικές πωλήσεις μίας εταιρίας και στην κατά μέσο όρο αξία των μετοχών των μελών του ΔΣ.
- Τόσο η απόδοση της εταιρίας όσο και η αξία των μετοχών που διαθέτουν κατά μέσο όρο τα μέλη του ΔΣ είναι χρήσιμα για την κατανόηση των περιπτώσεων αλλαγής του εκτελεστικού διευθυντή.

Με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία η αύξηση της συγκέντρωσης του ελέγχου των εταιριών, σε σχέση με το ποσοστό συμμετοχής στην κερδοφορία, και κατ'επέκταση η μείωση της διασποράς του μετοχικού κεφαλαίου συνεπάγεται και τη μείωση της αξίας των εταιριών. Ο Lins (2003) εξετάζοντας 18 αναπτυσσόμενες αγορές συμπέρανε ότι ο διαχωρισμός των δικαιωμάτων μεταξύ δικαιωμάτων στα κέρδη και δικαιωμάτων ελέγχου σχετίζεται αρνητικά με την αξία των εταιριών. Ο Volpin (2002) διατύπωσε ότι η ανώτατη διοίκηση στην Ιταλία, χάνει μέρος της δύναμής της όταν οι βασικοί μέτοχοι κατέχουν ποσοστό δικαιωμάτων στα κέρδη της εταιρίας μικρότερο του 50%. Επίσης ο Joh (2000) παρατηρεί ότι οι βασικοί μέτοχοι κορεατικών εταιριών ασκούν πιο αποτελεσματική διοίκηση όταν κατέχουν και αντίστοιχο ποσοστό επί των κερδών. Επίσης, οι Gorton και Schmid (2000) συμπεραίνουν ότι οι συμμετοχή τραπεζικών οργανισμών στο μετοχικό κεφάλαιο εταιριών έχει θετική επίπτωση στην αποδοτικότητά τους.

Οι Becht, Bolton και Roell (2002) σε έρευνά τους διατυπώνουν την επιτακτική ανάγκη για έλεγχο και περιορισμό της παρεμβατικότητας των κυρίων μετόχων, με σκοπό την προστασία των μικρότερων μετόχων.

Ο Goergen (2007) εκφράζει τους προβληματισμούς του σχετικά με την δραστικότητα και τη σημασία που έχουν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζονται σε διάφορες χώρες, αφού σε πολλές περιπτώσεις παρόμοια μέτρα τα οποία λαμβάνονται σε διαφορετικές χώρες έχουν διαφορετικά αποτελέσματα. Ο συγγραφέας αναλύει το αγγλο-αμερικανικό μοντέλο διακυβέρνησης το οποίο χαρακτηρίζεται από μεγάλο αριθμό μετόχων και διασποράς της ιδιοκτησίας, χρηματαγορές με υψηλή ρευστότητα και επιθετικές κινήσεις εξαγοράς σε σχέση με το μοντέλο της κεντρικής Ευρώπης το οποίο χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη

μεγάλων βασικών μετόχων, με μακροχρόνιο επενδυτικό πρόγραμμα και σταθερότητα. Τα κυριότερα θέματα τα οποία θίγει η έρευνά του είναι:

- Ο διαχωρισμός του ρόλου των βασικών μετόχων και των διοικητικών στελεχών.
- Ο ρόλος των μετόχων στη διαδικασία ελέγχου της εταιρίας.

Η αλληλεξάρτηση των επιμέρους μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και η επίδρασή τους στη λειτουργία της εταιρίας.

Τονίζει ότι η όλη προσπάθεια ανάπτυξης των κατάλληλων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης βρίσκεται ακόμη σε πρώιμο στάδιο αφού δεν υπάρχει πλήρης κατανόηση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων τους.

Οι Giroud, Mueller (2008) εξέτασαν το πώς επηρεάζει η εταιρική διακυβέρνηση την απόδοση των εταιριών σε έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον, και κατά πόσο ο ανταγωνισμός περιορίζει τη διοικητική αναποτελεσματικότητα.

Στην ανάλυσή τους εξέτασαν την επίδραση που είχε η εφαρμογή 30 νόμων (business combination laws), οι οποίοι αφορούν σε δικαιώματα των βασικών μετόχων προς την εταιρία (π.χ. αγοραπωλησία παγίων, εξαγορές και συγχωνεύσεις, κα), σε εταιρίες που δραστηριοποιούνταν σε ανταγωνιστικές και μη-ανταγωνιστικές αγορές. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι τέτοιοι νόμοι αδρανοποιούν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, δημιουργούν θέματα αναποτελεσματικότητας της διοίκησης και κατ' επέκταση μειωμένης αποδοτικότητας της εταιρίας. Σε αγορές που η ανταγωνιστικότητα είναι μειωμένη η πτώση είναι ακόμα μεγαλύτερη, ενώ σε ανταγωνιστικές αγορές η αποδοτικότητα των εταιριών παραμένει στα ίδια επίπεδα.

## **2.1 Βασικές θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης**

### **2.1.1 Η Θεωρία της αντιπροσώπευσης**

Σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory), η οποία αρχικά εδραιώθηκε από το έργο του Adam Smith (1776) και στη συνέχεια στους σύγχρονους καιρούς από αυτό των Berle and Means (1932), οι επιχειρήσεις μπορούν να θεωρηθούν ως ένα πλέγμα συμβολαίων μεταξύ των κατόχων των πόρων αυτής. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης αναφέρεται στη σχέση που υπάρχει μεταξύ δύο μερών σε μια επιχείρηση, αφενός δηλαδή του κυρίου (principal) ή αλλιώς εντολέα και αφετέρου του αντιπροσώπου (agent) ή αλλιώς εντολοδόχου.

Συγκεκριμένα, με τη θεωρία αντιπροσώπευσης προσδιορίζεται η σχέση όπου ο εντολέας αναθέτει συγκεκριμένη εργασία και συγκεκριμένες αρμοδιότητες και εξουσίες, μέσα στα πλαίσια δράσης μιας οικονομικής οντότητας, στον αντιπρόσωπο.

Η ανάθεση εργασίας σε τρίτο πρόσωπο από τον εντολέα, στον εντολοδόχο, ενέχει ορισμένα πιθανά μειονεκτήματα-προβλήματα (principal-agent problem) τα οποία δε μπορούν να παραβλεφθούν. Αναλυτικότερα, ο αντιπρόσωπος μπορεί να μη δρα προς την επιδίωξη των βέλτιστων συμφερόντων του κυρίου ή να δρα μερικώς προς αυτά. Αυτό μπορεί να εκφραστεί μέσα στη σχέση αντιπροσώπευσης είτε με την κατάχρηση της εξουσίας από τον αντιπρόσωπο για τον προσπορισμό χρηματικών ή άλλων ατομικών επιδιώξεων είτε με την απόκλιση των απόψεων που μπορεί να υφίσταται, μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου όσον αφορά την εκτίμηση του ρίσκου.

Υπάρχει περίπτωση ο αντιπρόσωπος να θεωρεί ότι δεν πρέπει ή ότι πρέπει να εκτεθεί σε ορισμένα ρίσκα επειδή τα θεωρεί ακατάλληλα ή κατάλληλα αντίστοιχα (moral hazard), σε αντίθεση με την άποψη του κυρίου όπου θα τα έπαιρνε ή όχι για την επιδίωξη των καλύτερων συμφερόντων του και για την επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη Θ.- Δρυμπέτα Ε., οι ιδιοκτήτες και οι αντιπρόσωποι υιοθετούν καιροσκοπική συμπεριφορά με την έννοια ότι μπορεί να αλλάξουν τη συμπεριφορά τους ανάλογα με τις συνθήκες του περιβάλλοντος και με γνώμονα κυρίως το ίδιο συμφέρον τους και όχι αυτά που έχουν κληθεί να προστατίσουν. (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

Βασικό πρόβλημα που εντοπίζεται στη σχέση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης (asymmetric information) που αυτοί έχουν εξαιτίας του διαφορετικού επιπέδου πρόσβασης που ο καθένας έχει μέσα στην επιχείρηση και στις πληροφορίες που αυτή παράγει με τον κίνδυνο της δυσμενούς επιλογής (adverse selection). Αυτό σημαίνει πως ο κύριος έχει διαφορετική πληροφόρηση, συνήθως μικρότερη, για ζητήματα που αφορούν την επιχείρηση σε αντίθεση με τον αντιπρόσωπο όπου συνήθως έχει καλύτερη πληροφόρηση.

Όταν προκύπτει σχέση αντιπροσώπευσης στις επιχειρήσεις, εμφανίζεται η τάση αύξησης του κόστους αντιπροσώπευσης (agency costs). Κόστος αντιπροσώπευσης θεωρείται το κόστος που πραγματοποιείται προκειμένου να διατηρηθεί μια αποτελεσματική σχέση αντιπροσώπευσης, δηλαδή προκειμένου να μειωθεί το δυνητικό χάσμα που υπάρχει, είτε σε πληροφοριακό επίπεδο είτε σε επίπεδο δράσης της διοίκησης, μεταξύ του εντολέα και του εντολοδόχου. Το κόστος αντιπροσώπευσης περιλαμβάνει το κόστος με το οποίο προσπαθούν να

ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των ενδιαφερομένων μερών της αντιπροσώπευσης.

Πρωταρχικός σκοπός της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι η διατήρηση και ενίσχυση της αξίας και η προστασία των μετόχων και ως εκ τούτου η εταιρική δομή διαμορφώνεται σε πλαίσια για την εξυπηρέτηση αυτού του σκοπού. Το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης αποτελεί τη γέφυρα που θα ευθυγραμμίσει τα συμφέροντα μεταξύ των ιδιοκτητών και των αντιπροσώπων της επιχείρησης μέσα από τον έλεγχο και την εποπτεία των αποφάσεων της εκτελεστικής διοίκησης.

Συνήθως, στη δομή και στην καθημερινή πρακτική μιας επιχείρησης ή ενός οικονομικού οργανισμού ο εντολέας είναι ο μέτοχος ή οι μέτοχοι και ο αντιπρόσωπος είναι η εκτελεστική διοίκηση της εταιρίας (management). Η σχέση αντιπροσώπευσης όμως μπορεί να έχει ισχύ και να αναφέρεται και σε άλλες σχέσεις όπως είναι αυτή του εργοδότη με τον εργαζόμενο, της επιχείρησης με τους πιστωτές της, τους μετόχους που συγκεντρώνουν την πλειοψηφία των μετοχών με τους μετόχους μειοψηφίας (minority shareholders) και άλλες σχέσεις.

### **2.1.2 Η θεωρία του κόστους συναλλαγών**

Η θεωρία του κόστους συναλλαγών (Transaction cost theory) ή όπως αναφέρει ο Williamson O.E. (1975) και οικονομικά της διακυβέρνησης ή οικονομικά του οργανισμού και η οποία αναπτύχθηκε από τον ίδιο τον Williamson O.E. (1975), σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης που θεωρεί την επιχείρηση ως ένα πλέγμα συμβολαίων, θεωρεί την επιχείρηση ως μια δομή και αναφέρεται στο κόστος που απαιτείται για την παροχή κάποιου αγαθού ή υπηρεσίας μέσω της αγοράς αντί να παρέχεται από την ίδια την επιχείρηση ή γενικότερα στο κόστος που προκύπτει για την πραγματοποίηση μιας οικονομικής συναλλαγής.

Η θεωρία του κόστους συναλλαγών προϋποθέτει ότι οι επιχειρήσεις προσπαθούν αφενός να ελαχιστοποιήσουν το κόστος ανταλλαγής πόρων με το εξωτερικό τους περιβάλλον και αφετέρου προσπαθούν να μειώσουν το γραφειοκρατικό κόστος μέσα στην επιχείρηση. Οι εταιρίες επομένως “ζυγίζουν” το κόστος ανταλλαγής πόρων με το γραφειοκρατικό κόστος που πραγματοποιείται σε εσωτερικό επίπεδο. Όταν το εξωτερικό κόστος των συναλλαγών είναι υψηλότερο από τις εσωτερικές γραφειοκρατικές δαπάνες της εταιρίας, αυτή θα αναπτυχθεί επειδή θα είναι σε θέση να ασκεί της δραστηριότητές της σε χαμηλότερες τιμές σε σχέση με το αν αυτές πραγματοποιούνταν στην αγορά. Εάν ωστόσο τα γραφειοκρατικά κόστη για



το συντονισμό της δραστηριότητας είναι υψηλότερα από το εσωτερικό κόστος των συναλλαγών, η εταιρία θα συρρικνωθεί. Σύμφωνα με τον Ronald Coase (1937), κάθε εταιρία θα επεκταθεί, εφόσον οι δραστηριότητές της εταιρίας μπορούν να πραγματοποιηθούν φθηνότερα μέσα στην εταιρία παρά π.χ. από εξωτερική ανάθεση δραστηριοτήτων σε εξωτερικούς παρόχους στην αγορά.

### **2.1.3 Το υπόδειγμα των ενδιαφερόμενων μερών- εταιρών**

Σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης βρίσκεται το υπόδειγμα των εταιρών (Stakeholder model). Παραπάνω αναφέρθηκε πως η διατήρηση και ενίσχυση της αξίας των μετόχων αποτελεί βασική προτεραιότητα της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Το υπόδειγμα των εταιρών λειτουργεί σε ένα ευρύτερο πεδίο εφαρμογής και λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα μιας ευρύτερης ομάδας ενδιαφερομένων όπως είναι οι πελάτες οι εργαζόμενοι οι πιστωτές οι προμηθευτές, οι κυβερνήσεις, οι τοπικές κοινότητες και άλλες ομάδες ενδιαφερομένων. Δίνεται δηλαδή έμφαση, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και οι ιδιοκτήτες αυτής δε θεωρούνται οι μόνοι που μπορούν να διαχειριστούν την περιουσία της.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα των εταιρών, η διακυβέρνηση των επιχειρήσεων δεν ανήκει μόνο στο διοικητικό συμβούλιο, στο management ή ακόμη και στους μετόχους αυτής, αλλά ανήκει και σε μια ευρύτερη ομάδα ενδιαφερομένων όπως είναι οι πελάτες, οι εργαζόμενοι, οι πιστωτές, οι προμηθευτές, οι κυβερνήσεις, οι τοπικές κοινότητες και άλλες ομάδες ενδιαφερομένων. Όπως αναφέρει ο Vinten G. (2002), οι επιχειρήσεις που επιλέγουν να αγνοήσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη μπορεί να βρεθούν να είναι στόχος πιέσεων από καταναλωτές και boycottage. Στο υπόδειγμα των εταιρών τα συστατικά στοιχεία των διοικητικών συμβουλίων των επιχειρήσεων προέρχονται από μια ευρύτερη και αντιπροσωπευτική βάση ενδιαφερομένων.

Στο Γερμανικό μοντέλο επί παραδείγματι ορισμένες ομάδες ενδιαφερομένων, όπως είναι οι εργαζόμενοι, κατοχυρώνονται από το νόμο για να μπορούν να συνδιοικήσουν με το διοικητικό συμβούλιο για τη λήψη αποφάσεων επί των θεμάτων της επιχείρησης. Σύμφωνα με τη Mallin C. (2010), μια αιτιολογία για την αποτελεσματική προνομιούχα μεταχείριση των μετόχων έναντι των άλλων ομάδων ενδιαφερομένων είναι ότι οι πρώτοι είναι οι παραλήπτες του υπολοίπου των αδέσμευτων ταμιακών ροών (είναι το κέρδος που απομένει όταν άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, όπως οι πιστωτές, έχουν πληρωθεί). Αυτό σημαίνει πως οι μέτοχοι έχουν κεκτημένο ενδιαφέρον στο να προσπαθήσουν να διασφαλίσουν ότι οι



πόροι της επιχείρησης χρησιμοποιούνται με το μέγιστο αποτέλεσμα, το οποίο ως αντίκρισμα θα έχει όφελος και στην κοινωνία ως σύνολο.

Το βασικότερο πρόβλημα που εντοπίζεται στο υπόδειγμα των εταίρων έγκειται στη δυσκολία να οριστούν οι τρόποι με τους οποίους θα ικανοποιηθούν τα συμφέροντα όλων των ομάδων ενδιαφερομένων ταυτόχρονα. Δεν υπάρχουν, δηλαδή, προκαθορισμένες διαδικασίες ή προκαθορισμένα “τέλεια συμβόλαια” που να ικανοποιούν ταυτόχρονα το πλήθος των ομάδων ενδιαφερομένων. Ένα άλλο πρόβλημα που εντοπίζεται στο υπόδειγμα των εταίρων είναι πως εξαιτίας της ευρύτητας της βάσης του διοικητικού συμβουλίου καθίσταται δύσκολη και πολλές φορές αδύνατη η σύγκλιση απόψεων όσον αφορά τις αποφάσεις και τις ενέργειες των διαχειριστών (management) με αποτέλεσμα να είναι δύσκολο ή αδύνατο να δοθεί μια σαφής κατεύθυνση για τη διαχείριση και τη διοίκηση των εταιριών.

#### **2.1.4 Θεωρία της επιτροπείας-επιμελητείας**

Οι θεωρίες που περιγράφησαν παραπάνω και ειδικότερα η θεωρία αντιπροσώπευσης έχει ως αφετηρία το ατομικό συμφέρον ορισμένων ατόμων ή άλλων ομάδων ενδιαφερομένων. Σύμφωνα με τους Donaldson και Davis (1991) και Davis et al. (1997), η θεωρία της επιτροπείας έχει σημαντικές διαφορές με τη θεωρία αντιπροσώπευσης. Η σημαντικότερη από όλες είναι ότι αναγνωρίζει άλλα, πλην της οικονομικής ιδιοτέλειας, κίνητρα για τις ενέργειες των στελεχών.

Η θεωρία της επιτροπείας (Stewardship theory) όπου αναπτύχθηκε πρώτα από τους Donaldson and Davis (1991) και σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, δε λαμβάνει υπόψη τυχόν ιδιοτελείς συμπεριφορές για την ικανοποίηση ατομικών συμφερόντων τόσο από τους ιδιοκτήτες όσο και από τους διαχειριστές μιας επιχείρησης, αλλά οι διαχειριστές (εκτελεστική διοίκηση) επιδιώκουν να ικανοποιήσουν και να επιτύχουν μη οικονομικούς σκοπούς όπως το να ικανοποιήσουν την αίσθηση του καθήκοντος, να έχουν μια καλή φήμη, μια καλή δουλειά, ένα αίσθημα ικανοποίησης από το έργο και τη δουλειά που επιτελούν και υιοθετούν αλτρουιστικές συμπεριφορές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι διευθυντές να κάνουν καλά τη δουλειά τους, να μεγιστοποιούν τα κέρδη των επιχειρήσεων και να επιτυγχάνουν μια ικανοποιητική απόδοση για τους μετόχους. Αυτά, τα επιδιώκουν όχι για ίδιο όφελος αλλά γιατί αισθάνονται μια ισχυρή υποχρέωση και έντονο καθήκον απέναντι στην επιχείρηση και θεωρούν τον εαυτό τους ως μέλος ενός συνόλου, της επιχείρησης, αντί να θεωρούν ότι είναι μεμονωμένα άτομα ούτως ώστε να δρουν για το ατομικό τους συμφέρον. Σύμφωνα με τους Dulewicz και Herbert

(2004), η θεωρία της επιτροπείας υπονοεί ότι δεν υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των στελεχών- αντιπροσώπων και των ιδιοκτητών- εντολέων και για να είναι επιτυχής μια οργάνωση απαιτείται μια δομή στην οποία ο συντονισμός μπορεί να γίνει περισσότερο αποδοτικός. Σύμφωνα με τους Donaldson and Davis (1991), στη θεωρία της επιτροπείας, οι διαχειριστές είναι καλοί επίτροποι των εταιριών και με επιμέλεια εργάζονται να επιτύχουν υψηλά επίπεδα εταιρικών κερδών και αποδόσεις για τους μετόχους.

### 2.1.5 Θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης

Η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης (Managerial Hegemony Theory) ή των στελεχών η οποία αρχικά αναπτύχθηκε από τον Mace (1971) και έπειτα από τον Vance (1983) και τους Lorsch και MacIver (1989), αναφέρεται στην εξασθένιση των μεθόδων και των δομών εποπτείας, ελέγχου και γενικότερα της οργάνωσης των επιχειρήσεων όσον αφορά τις αποφάσεις και τη δράση της εκτελεστικής διοίκησης και με αυτό τον τρόπο κυρίαρχες μονάδες εξουσίας καθίστανται τα στελέχη της επιχείρησης.

Το πρόβλημα του εντολέα- εντολοδόχου δεν υφίσταται αφού οι σχέσεις εξουσίας είναι τέτοιες που θεωρείται άμεσο επακόλουθο να μην καθίσταται εφικτή η ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και διοικούντων.

Η θεωρία της ηγεμονίας βρίσκεται σε αντίθεση το υπόδειγμα των ενδιαφερομένων μερών. Εντός της επιχείρησης, μέσα από τη σύγκρουση συμφερόντων, μία ομάδα ενδιαφερομένων υπερισχύει όλων και η οποία λαμβάνει τα επακόλουθα πλεονεκτήματα, μερικά από τα οποία δύναται να είναι η λεπτομερέστερη πληροφόρηση όσον αφορά τις λειτουργίες και τη δράση της επιχείρησης, η συμμετοχή στη διοίκηση της ίδιας της επιχείρησης και άλλα σημαντικά πλεονεκτήματα.

Αυτό δημιουργεί και το πρόβλημα της επιλογής των στελεχών να παραποιούν ανεμπόδιστα τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης που διοικούν, να παραπληροφορούν τους ενδιαφερόμενους και με αυτό τον τρόπο να οικειοποιούν μεγάλα ποσά χρημάτων.

Παρόλα αυτά η θεωρία της ηγεμονίας της διοίκησης δε βρήκε μεγάλη εφαρμογή και αντίκρισμα στο σύνολο των θεωριών που επηρέασαν την ανάπτυξη της εταιρικής

διακυβέρνησης για μια σειρά λόγων. Σύμφωνα με τους Λαζαρίδη Θ.- Δρυμπέτα Ε., οι λόγοι που οδήγησαν στην υποβάθμιση της θεωρίας αυτής είναι: (Λαζαρίδης & Δρυμπέτας, 2011)

- 1) Η οξύτητα της σύγκρουσης μεταξύ της θεωρίας της αντιπροσώπευσης και αυτής των ενδιαφερομένων μερών,
- 2) η σύγκρισή της με αυτή της θεωρίας της αντιπροσώπευσης με την οποία παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες,
- 3) το γεγονός ότι αναπτύχθηκε κατά το χρονικό διάστημα που αδιαμφισβήτητος ηγέτης στη θεωρία ήταν η φιλελεύθερη σχολή σκέψης που προέβαλλε έντονα τη θεωρία της αντιπροσώπευσης και
- 4) εστιάζει περισσότερο στο αποτέλεσμα της σχέσης αντιπροσώπευσης των μετόχων από τα επαγγελματικά στελέχη και όχι στη σχέση αυτή καθαυτή.

## **Κεφάλαιο 3: Οι Ναυτιλιακές επιχειρήσεις και η Εταιρική Διακυβέρνηση**

Οι εξελίξεις στον κλάδο της ναυτιλίας κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών έχουν οδηγήσει όχι μόνο στην αύξηση της ζήτησης αλλά και την απαίτηση από τις εταιρείες να αποδείξουν ότι έχουν κατάλληλες δομές διακυβέρνησης και διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, σε συνδιασμό με την αυστηρή νομοθεσία και τις απαιτήσεις συμμόρφωσης.

Παρόλο που οι πιέσεις είναι μεγαλύτερες για τις δημόσιες εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες, οι ιδιωτικοί φορείς έχουν έρθει επίσης προ των πυλών για την ενίσχυση των πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης που ασκούν, την καθιέρωση αποτελεσματικών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου ώστε να αποδείξουν ότι έχουν εφαρμόσει κατάλληλες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου, καθώς και διαδικασιών για τη διαχείριση συμμόρφωσης με τους εκάστοτε κανονισμούς, όρους και ρυθμιστικές προδιαγραφές. (PwC, 2014)

Τα διαφορετικά κίνητρα και η ασυμμετρία πληροφόρησης οδηγεί σε ανησυχία σχετικά με την αξιοπιστία της πληροφορίας.

### **3.1 Η Εταιρική διακυβέρνηση και σύγχρονη επιχείρηση - Γενικά**

Τα τελευταία χρόνια στον κόσμο των επιχειρήσεων η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα από τα πιο σημαντικά θέματα. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας προϋποθέτει μια συνεχή επενδυτική δραστηριότητα με χαμηλό κόστος χρηματοδότησης. Στις μέρες μας όλο και περισσότερες επιχειρήσεις αλλά και κυβερνήσεις από όλο τον κόσμο αντιλαμβάνονται την αξία της δημιουργίας εταιρικής διακυβέρνησης και σπεύδουν να την ενσωματώσουν % <στις επιχειρηματικές δραστηριότητες τους και στον τρόπο λειτουργίας τους.

Η αναγκαιότητα για την θέσπιση αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης προέρχεται κυρίως από το γεγονός ότι η ανάπτυξη κάθε χώρας βασίζεται στην επένδυση μεγάλων κεφαλαίων στις επιχειρήσεις. Έτσι όπως διαμορφώνονται στο πλαίσιο του διεθνή ανταγωνισμού οι ανάγκες των επιχειρήσεων για επενδυτικά κεφάλαια δεν μπορούν πλέον να ικανοποιηθούν με βάση τους

παραδοσιακούς τρόπους χρηματοδότησης. Αυτό οδηγεί τις επιχειρήσεις να αναζητούν μετοχικά κεφάλαια χαμηλού κόστους μέσω των κεφαλαιαγορών με την προσφορά νέων μετοχικών τίτλων διαπραγματεύσιμων στο χρηματιστήριο. Με αποτέλεσμα να δημιουργείται η ανάγκη εξασφάλισης υψηλού βαθμού εντιμότητας, υπευθυνότητας και διαφάνειας της διακυβέρνησης τους, ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων τους. Κάτι τέτοιο απαιτεί, όπως είναι φυσικό, περισσότερο αποτελεσματική, επαρκή και υπεύθυνη διοικητική οργάνωση της εταιρίας, στοιχεία που εξασφαλίζει η ύπαρξη συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη πλευρά οι επενδυτές θα εμπιστευθούν τα κεφάλαια τους μόνο σε επιχειρήσεις που διαθέτουν σχετικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που να μπορούν να εξασφαλίσουν μια ικανοποιητική απόδοση των κεφαλαίων και να τους προστατεύουν από πιθανή εκμετάλλευση τους από τους επιχειρηματίες και επένδυση των κεφαλαίων τους σε επενδυτικά σχέδια χαμηλής απόδοσης.

Στη σημερινή εποχή η ολοένα αυξανόμενη προσφορά μετοχικών τίτλων των επιχειρήσεων προς το ευρύ επενδυτικό κοινό συντελεί στην αλλαγή του χαρακτήρα της ιδιοκτησίας τους. Η πολυμετοχική σύνθεση είναι πλέον κύριο χαρακτηριστικό της ιδιοκτησίας των σύγχρονων επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Η πολυμετοχικότητα έχει ως αποτέλεσμα την δημιουργία επαγγελματιών διαχειριστών (managers) των εταιριών και τον διαχωρισμό μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου.

Αυτός ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου των εταιριών προκαλεί την εμφάνιση ενός σημαντικού προβλήματος που πηγάζει από την δυνατότητα οι επαγγελματίες διαχειριστές να κυβερνούν την επιχείρηση, στο πλαίσιο της εξουσίας που τους παρέχεται για το δικό τους κέρδος και όχι για το κέρδος των ιδιοκτητών και των μετόχων της εταιρίας.

Οι μέτοχοι από την πλευρά τους αναζητούν την μεγιστοποίηση των κερδών τους από τις μετοχές, ενώ οι διοικούντες (managers) από την άλλη πλευρά ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής με σκοπό να ικανοποιήσουν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες (Agency Theory). Ο Adam Smith αναφέρει στον Πλούτο των Εθνών (1776), το να είναι οι διοικούντες μιας εταιρίας διαχειριστές στα λεφτά των άλλων, και όχι στα δικά τους, δεν μπορείς να περιμένεις ότι θα ενδιαφερθούν για αυτά με τον ίδιο ζήλο. Αυτή η συμπεριφορά των επαγγελματιών managers δημιουργεί ένα επιπλέον κόστος για τον περιορισμό της. Θα μπορούσαμε λοιπόν να πούμε ότι το πρόβλημα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η αποτελεσματική αντιμετώπιση αυτών των αντικρουόμενων συμφερόντων με σκοπό το γενικό συμφέρον της εταιρίας και

των μετόχων. Η επίλυση αυτού του προβλήματος βασίζεται σε μεγάλο βαθμό πρώτον στον ακριβή καθορισμό του ρόλου, των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων που έχουν όλοι οι συμμετέχοντες στην διοίκηση της εταιρίας και δεύτερον στην εφαρμογή αποτελεσματικών συστημάτων ελέγχου και παρακολούθησης ολόκληρης της επιχείρησης με σκοπό την βελτιστοποίηση των πόρων της.

Την τελευταία δεκαετία η σημασία της ύπαρξης αποτελεσματικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης αποκτά ιδιαίτερη σημασία. Ιδίως μετά από την κατάρρευση επιχειρηματικών κολοσσών όπως είναι οι Enron (2001), η World Com (2002), Tyco (2002), Parmalat (2003), Ahold (2003) κλπ. κάτω από το βάρος οικονομικών σκανδάλων. Από την έρευνα που ακολούθησε της κατάρρευσης αποδείχτηκε ότι οι εταιρίες αυτές συστηματικά παραποιούσαν τα οικονομικά τους στοιχεία διαπράττοντας λογιστικές απάτες. Τα στελέχη των εταιριών αυτών κατάφεραν με διάφορους λογιστικούς και σύνθετους διοικητικούς τρόπους με off-shore εταιρίες κλπ όχι μόνο να αποκρύπτουν από τους επενδυτές τα τεράστια ελλείμματα αλλά και να παρουσιάζουν εικονικά κέρδη. Αυτήν την κατάσταση την διευκόλυνε σε μεγάλο βαθμό η ανυπαρξία ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το αποτέλεσμα φυσικά ήταν να αποκαλυφθεί η απάτη και μέσα σε ένα βράδυ οι εταιρίες αυτές να καταρρεύσουν σαν χάρτινος πύργος. Οι επιπτώσεις της αποτυχίας των συγκεκριμένων εταιριών ήταν πολλές. Χιλιάδες επενδυτές από όλον τον κόσμο έχασαν τα χρήματα τους και χιλιάδες εργαζόμενοι στις εταιρίες αυτές έχασαν την δουλειά τους.

Εκ των υστέρων κοιτώντας τα αίτια που οδήγησαν στην κατάρρευση αυτών των οικονομικών κολοσσών μπορούμε με σιγουριά να εντοπίσουμε την έλλειψη αποτελεσματικών μηχανισμών ελέγχου και την προφανή ανεπάρκεια των διοικητικών συμβουλίων να εφαρμόσουν τέτοιου είδους ελεγκτικούς μηχανισμούς. Αυτό οδήγησε τους διεθνείς οργανισμούς και τις κυβερνήσεις να αντιληφθούν την σημαντικότητα της θέσπισης μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης που στόχο είχαν να αυξήσουν και πάλι την εμπιστοσύνη των επενδυτών.

Όπως είναι φυσικό αυτό επηρέασε όλους τους τομείς της επιχειρηματικής δραστηριότητας άρα και η ναυτιλία δεν θα μπορούσε να αποτελεί εξαίρεση.

### **3.2 Ναυτιλιακές επιχειρήσεις**

Ως επιχείρηση χαρακτηρίζεται η οικονομική μονάδα που αποτελεί αυτοτελή και υπεύθυνη οργάνωση παραγωγικών συντελεστών και διαχείρισης συναλλαγών με τις

οποίες και επιδιώκει το μέγιστο δυνατό κέρδος το οποίο κατά κανόνα θα πρέπει να υπερβαίνει την αντίστοιχη συνήθη αμοιβή της διοικητικής ή εκτελεστικής εργασίας που επιτελείται σ' αυτήν. Κύρια χαρακτηριστικά γνωρίσματα μιας επιχείρησης τα οποία αποτελούν και τις αναγκαίες προϋποθέσεις είναι:

- Οικονομικά αυτοτελής μονάδα που προϋποθέτει μόνιμο συνδυασμό συντελεστών παραγωγής
- Η παραγωγή της απευθύνεται σε άγνωστο καταναλωτικό κοινό
- διαμορφώνεται σε ορισμένο κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηριζόμενο τόσο στην αποτίμηση του χρήματος όσο και στην επιδίωξη κέρδους

Η ναυτιλιακή βιομηχανία λειτουργεί ως παγκοσμιοποιημένη βιομηχανία σε ένα πολύπλοκο περιβάλλον. Η ναυτιλιακή επιχείρηση βρίσκεται σε μια σχέση αμφίδρομη με το περιβάλλον της καθώς καθορίζεται από αυτό αλλά ταυτόχρονα συμβάλλει με την δράση της στον καθορισμό του.

Στην ναυτιλιακή η μορφή του ανταγωνισμού με τον οποίο έρχονται αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις μπορεί να διαφέρει, ανάλογα με τις αγορές στις οποίες συμμετέχουν. Συνεπώς, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για να αξιολογήσουν τις προοπτικές ανάπτυξης τους θα πρέπει να εκτιμήσουν τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο τους και του ανταγωνιστικού πλαισίου που αυτές δημιουργούν καθώς αποτελούν πηγή ευκαιριών και απειλών. Επιπλέον, θα πρέπει να ελέγξουν τους πόρους και τις ικανότητες που οι ίδιες διαθέτουν και είναι πηγή των δυνατών σημείων και των αδυναμιών τους. Αυτό θα επιτευχθεί, εκτιμώντας, τόσο το εσωτερικό όσο και το εξωτερικό περιβάλλον τους.

Το εξωτερικό περιβάλλον περιλαμβάνει όλες τις δυνάμεις που επηρεάζουν την επιχείρηση, βρίσκονται έξω από αυτή και διαμορφώνουν το πλαίσιο στο οποίο αυτή καλείται να λειτουργήσει. (Γ. Θεοτοκάς, 2011).

Έτσι λοιπόν οι παράγοντες που επηρεάζουν το εξωτερικό περιβάλλον λειτουργίας της επιχείρησης, όπως οι σχέσεις των κρατών, το επίπεδο της τεχνολογίας, η παγκόσμια οικονομικο-κοινωνική κατάσταση καθορίζουν τα πλαίσια λειτουργίας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Αξίζει σ' αυτό το σημείο να αναφερθεί πως αρκεί η μεταβολή ενός παράγοντα του ευρύτερου περιβάλλοντος της επιχείρησης να αλλάξει ώστε οι επιπτώσεις του να επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα στους λοιπούς παράγοντες της επιχείρησης αλλάζοντας με αυτόν τον τρόπο το περιβάλλον λειτουργίας της επιχείρησης.

Ειδικότερα, θέλοντας να αναλυθεί το περιβάλλον λειτουργίας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως σημαντικότεροι παράγοντες



αυτού οι οποίοι δύναται να επηρεάσουν και τους λοιπούς, το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον της επιχείρησης, το οποίο περιλαμβάνει το οικονομικό-κοινωνικό, το παγκόσμιο αλλά και το τεχνολογικό περιβάλλον.

Εν συνεχεία, το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας και δραστηριοποίησης των πλοίων και των επιχειρήσεων, οι σημαίες στα οποία νηολογούνται τα πλοία, η κατάσταση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και η ρευστότητα που αυτά διαθέτουν συνθέτουν δυνάμεις που επιδρούν συνολικά στα πλαίσια λειτουργίας μιας ναυτιλιακής βιομηχανίας.

Συνεχίζοντας την ανάλυση του περιβάλλοντος μιας ναυτιλιακής επιχείρησης είναι σκόπιμο να εξεταστούν οι αγορές ναυπηγήσεων, οι αγορές μεταχειρισμένων πλοίων, οι αγορές διαλύσεων πλοίων, οι ναυλαγορές κλπ. Με αυτόν τον τρόπο δίνεται η δυνατότητα να καθοριστούν τα επίπεδα της προσφοράς και της ζήτησης των θαλάσσιων μεταφορικών υπηρεσιών.

Η ναυτιλιακή βιομηχανία αποτελεί ιδιαίτερη περίπτωση βιομηχανίας και για αυτόν τον λόγο η ανάλυσή της καθίσταται μια δαιδαλώδης διαδικασία.

Παρακάτω επιχειρείται η ανάλυση των χαρακτηριστικών της που τη διαφοροποιούν από τις λοιπές επιχειρήσεις.

#### • Ο παγκοσμιοποιημένος χαρακτήρας των αγορών

Η ναυτιλιακή βιομηχανία είναι μια παγκοσμιοποιημένη βιομηχανία καθώς αντλεί τους συντελεστές παραγωγής αλλά και προσφέρει τις υπηρεσίες της σε παγκόσμια βάση με αποτέλεσμα να λειτουργεί εντός περιβάλλοντος παγκόσμιου ανταγωνισμού.

Αναφορικά με τους συντελεστές παραγωγής, αρκεί να σκεφτούμε πως μια πλοιοκτήτρια εταιρεία έχει την δυνατότητα να αναζητήσει το φτηνότερο ναυτεργατικό δυναμικό από οπουδήποτε στον κόσμο αναζητώντας την ελαχιστοποίηση του λειτουργικού της κόστους (αρκεί να μην τίθενται περιορισμοί από την σημαία του πλοίου της, για την οποία σημειωτέων δίδεται η δυνατότητα επιλογής) γεγονός που δεν συναντάται σε άλλου είδους βιομηχανική δραστηριότητα ενώ συγχρόνως λόγω των υψηλών κεφαλαιουχικών απαιτήσεων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, εκείνες απευθύνονται στην διεθνή αγορά κεφαλαίου.

Αποτέλεσμα μάλλον λογικό λαμβάνοντας υπόψη τους αντικειμενικούς περιορισμούς των χαρτοφυλακίων των φορέων χρηματοδότησης και της ανάγκης επιμερισμού κινδύνου από την πλευρά αυτών. Έτσι λοιπόν, σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις της ξηράς οι οποίες αντλούν τα κεφάλαια τους κυρίως από την εθνική αγορά, οι

ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την κάλυψη των κεφαλαιουχικών τους αναγκών απευθύνονται στην διεθνή αγορά κεφαλαίου.

- **Η παράγωγος ζήτηση της ναυτιλίας**

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις καλύπτουν παράγωγο ζήτηση. Αυτό σημαίνει πως σε περιόδους ύφεσης ή οποιασδήποτε αρνητικής οικονομικής διαταραχής από την πλευρά της ζήτησης, μεταβάλλεται αντίστοιχα κι η ζήτηση για ναυτιλιακές υπηρεσίες με αποτέλεσμα τις έντονες διακυμάνσεις των ναύλων στις βασικές ναυλαγορές και κατ' επέκταση τις έντονες διακυμάνσεις στα έσοδα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Αποτέλεσμα αυτού οι ναυτιλιακές εταιρείες να ακολουθούν μια ισορροπημένη στρατηγική σχετικά με τις ναυλώσεις ώστε να δημιουργούν χαρτοφυλάκιο τέτοιο το οποίο θα αξιοποιεί αποτελεσματικά την συγκυρία μειώνοντας ταυτόχρονα τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν από ενδεχόμενη πτώση της ζήτησης ναυτιλιακών υπηρεσιών.

- **Ο παράγοντας πρόβλεψη**

Όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω, τα κέρδη των ναυτιλιακών επιχειρήσεων εξαρτώνται από πολλούς απρόβλεπτους παράγοντες οι οποίοι μπορούν να καθορίσουν σημαντικά την ζήτηση για θαλάσσιες υπηρεσίες μεταφοράς. Ως εκ τούτου, η ναυτιλιακή επιχείρηση δεν μπορεί να εκτιμήσει ούτε καν με μια σχετική ακρίβεια την μακροχρόνια πορεία της γεγονός που σαφέστατα την διαφοροποιεί από κάποια άλλη βιομηχανία ξηράς. Οι περιορισμοί στην πρόβλεψη λοιπόν αυξάνουν τον κίνδυνο που δυνητικά μπορεί να προκύψει από τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης και καθιστούν ως τον κρισιμότερο παράγοντα διά την επιτυχία της τα προσωπικά χαρακτηριστικά των υπευθύνων διά την λήψη των αποφάσεών της.

- **Απόσταση παραγωγικής μονάδας-γραφείου**

Η παραγωγική μονάδα κάθε ναυτιλιακής επιχείρησης (πλοίο) βρίσκεται και παράγει μακριά από την έδρα του. Αυτό όπως μπορεί να γίνει αντιληπτό θέτει σημαντικούς περιορισμούς στην διοίκηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και διαφοροποιεί την οργάνωση και διοίκησή τους από την οργάνωση και διοίκηση λοιπών επιχειρήσεων οι οποίες ναί μεν ίσως λειτουργούν αποκεντρωτικά αναφορικά με την διοικητική τους λειτουργία ώστε να επιτύχουν υψηλότερη αποδοτικότητα μέσω της ομαδικής εργασίας αλλά μπορούν συγχρόνως να διατηρήσουν έναν συγκεκριμένο αριθμό εργαζομένων για μεγάλα χρονικά διαστήματα γεγονός που δύσκολα μπορεί να επιτύχει μια ναυτιλιακή επιχείρηση η οποία αδυνατεί να προσφέρει εργασία σε μόνιμη βάση.

- **Συνύπαρξη & ανταγωνισμός επιχειρήσεων όλων των μεγεθών**

Στην ναυτιλία παρατηρείται έντονα το φαινόμενο της συνύπαρξης και του ανταγωνισμού των επιχειρήσεων όλων των μεγεθών και πολλές φορές διαφορετικών οργανωτικών και διοικητικών μεθόδων με διαφορετικές στρατηγικές, τακτικές και πολιτικές. Μία μικρή ναυτιλιακή επιχείρηση η οποία διαχειρίζεται ένα πλοίο, μπορεί να ανταγωνίζεται όλες τις επιχειρήσεις οι οποίες διαχειρίζονται πλοία αντίστοιχου τύπου τα οποία κινούνται στους ίδιους θαλάσσιους δρόμους.

Βέβαια το φαινόμενο αυτό φαίνεται να λαμβάνει μικρότερες διαστάσεις τα τελευταία έτη καθώς το μέγεθος της εταιρείας καθίσταται παράγοντας που συμβάλλει όλο και περισσότερο στην δημιουργία ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος καθώς οι μεγάλες σε μέγεθος ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να επενδύσουν στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού των πλοίων τους, γεγονός πολύ δυσκολότερο για μια ναυτιλιακή επιχείρηση η οποία διαχειρίζεται ένα ή δύο πλοία με ίδιο όμως μέσο κόστος.

- **Στρατηγικές που οδηγούν σε άμεσες αποδόσεις**

Παραπάνω αναφέρθηκαν οι τιμές των ναύλων των πλοίων οι οποίες ακολουθούν τις μεταβολές της ζήτησης για θαλάσσιες υπηρεσίες μεταφοράς. Έτσι λοιπόν έχει παρατηρηθεί, ναυτιλιακές επιχειρήσεις να αγοράζουν πλοία όταν οι τιμές των ναύλων είναι χαμηλές (χαμηλή τιμή ναύλων συνεπάγεται χαμηλή τιμή πλοίου και το αντίθετο) και να πωλούν τα πλοία τους όταν οι τιμές των ναύλων είναι υψηλές. Οι γρήγορες αποφάσεις και αξιοποιήσεις των ευκαιριών σχετικά με την πώληση και την διάρκεια ναύλωσης των πλοίων, καθιστούν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις επιτυχημένες και ανταγωνιστικές ή μη.

- **Ευελιξία στην αντιμετώπιση των συνθηκών της αγοράς**

Μια ακόμη ιδιαιτερότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων συνδέεται με την ευελιξία τους. Όπως έχει ήδη αναφερθεί οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις επηρεάζονται σημαντικά από περιόδους ύφεσης ή λοιπών αρνητικών οικονομικών διαταραχών οι οποίες επηρεάζουν την ζήτηση. Σε περιόδους παρατεταμένης ύφεσης λοιπών και εφόσον οι συνθήκες το επιτάσσουν, η ναυτιλιακή εταιρεία έχει την δυνατότητα είτε να μειώσει τα λειτουργικά της κόστη με αλλαγή σημαίας, είτε με αλλαγή του ναυτεργατικού της δυναμικού, είτε με μείωση της ταχύτητας του πλοίου ή και με άλλους τρόπους ή ακόμη και να παροπλίσει για ένα χρονικό διάστημα κάποιο ή κάποια πλοία της έως ότου η αγορά ανακάμψει και το πλοίο ξανά ριχθεί στην παραγωγική του δραστηριότητα. Αυτή η ευελιξία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, να διαμορφώνουν δηλαδή το μεταβλητό τους κόστος σε περιόδους ύφεσης κατά το δοκούν και κατά το

πώς το υπαγορεύουν οι συνθήκες δεν συναντάται σε καμία άλλη επιχείρηση δραστηριοποιούμενη στην ξηρά.

### 3.3 Πρότυπη Οργανωτική Διάρθρωση Ναυτιλιακής Εταιρίας

Για την επίτευξη των λειτουργικών στόχων της ναυτιλιακής εταιρίας, είναι απαραίτητη η ανάπτυξη μίας οργανωτικής δομής με βάση το λειτουργικό πρότυπο, η οποία θα μπορεί να εφαρμοστεί εύκολα, να αφομοιωθεί από την εταιρία και να υποστηρίξει τα εξής (Γουλιέλμος, 1999):

- Έγκαιρη εκτέλεση των εργασιών και μείωση των καθυστερήσεων που προκύπτουν από εσωτερικούς παράγοντες
- Οργανωτική ευελιξία για τη βέλτιστη λειτουργία της επιχείρησης
- Εσωτερική οργάνωση της επιχείρησης με βαθμιαία ανάθεση περισσότερων ευθυνών στους διευθυντές τμήματος, με τρόπο που θα προωθείται η αποκέντρωση στη λήψη αποφάσεων
- Διαμόρφωση της οργάνωσης με βάση τις κρίσιμες διαδικασίες της επιχείρησης και τις οργανωτικές μονάδες που εμπλέκονται σε αυτές. Κατ' αυτό τον τρόπο βελτιώνονται οι κύριες δραστηριότητες της εταιρίας και ενισχύονται τα επίπεδα ευθύνης και υπευθυνότητας των οργανωτικών μονάδων
- Διευκόλυνση και ενίσχυση της εσωτερικής και εξωτερικής επικοινωνίας των οργανωτικών μονάδων.
- Διευκόλυνση του συντονισμού των οργανωτικών μονάδων για την εξασφάλιση της βέλτιστης ποιότητας των δραστηριοτήτων και την επίτευξη αποτελεσμάτων.
- Λειτουργία μηχανισμών για την παρακολούθηση και τον έλεγχο των δραστηριοτήτων.
- Σωστή κατανομή του ανθρώπινου δυναμικού στα τμήματα και στις περιοχές που απαιτούν περισσότερη προσοχή.
- Βέλτιστη λειτουργία του μηχανισμού αξιολόγησης της απόδοσης των υπαλλήλων.
- Εμπιστοσύνη του προσωπικού ως προς την οργάνωση της εταιρίας.

### 3.4 Κύριες Επιχειρησιακές Διαδικασίες ναυτιλιακής εταιρίας

Παρακάτω παρουσιάζονται οι κύριες/επιχειρησιακές διαδικασίες που ακολουθεί μία ναυτιλιακή εταιρία:

- Συμβόλαια Ναυλώσεων (Chartering Contracts)

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις υποστηρικτικές ενέργειες για τη λεπτομερή διαμόρφωση των όρων και τη σωστή διατύπωση του ναυλοσύμφωνου. Εδώ περιλαμβάνεται ο λεπτομερής έλεγχος των συμβολαίων ναύλωσης προκειμένου να αποφευχθούν εσφαλμένες εκτιμήσεις και να παρασχεθούν στοιχεία για την καλύτερη διαχείριση των ταξιδιών.

- Επάνδρωση (Crewing)

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις ενέργειες για την επαρκή στελέχωση του στόλου. Πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο πλήρωμα, να καθοριστεί η αποζημίωση του πληρώματος, να αναπτυχθεί το σύστημα αξιολόγησης και τα πιστοποιητικά κατάρτισης και τέλος να εξασφαλισθεί η συνέχιση της συνεργασίας με το πιο κατάλληλο προσωπικό.

- Διαχείριση Δρομολογίων (Voyage Management)

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις υποστηρικτικές ενέργειες για τη προετοιμασία και τον προγραμματισμό των ταξιδιών, την επικοινωνία με τα πληρώματα των πλοίων και το γενικό έλεγχο και οριστικοποίηση των ταξιδιών.

- Προμήθειες (Purchasing)

Η διαδικασία προμηθειών περιλαμβάνει όλες τις ενέργειες για τον εφοδιασμό των πλοίων με καύσιμα, τρόφιμα και υλικά κατά τη διάρκεια ενός ταξιδιού, προκειμένου να καλυφθούν οποιεσδήποτε ανάγκες προκύψουν. Περιλαμβάνει τη διαμόρφωση του προγράμματος ανεφοδιασμού, την εξεύρεση προμηθευτών, την τυποποίηση των εντολών αγοράς, την έγκαιρη υποβολή προδιαγραφών, την εξασφάλιση των καλύτερων δυνατών τιμών, την παράδοση των προμηθειών στα κατάλληλα σημεία και τέλος τον έλεγχο των παραγγελιών.

- Αξιώσεις & αποζημιώσεις (Claims)

Η διαχείριση των αξιώσεων και των αποζημιώσεων περιλαμβάνει όλες εκείνες τις ενέργειες για τη συγκέντρωση των απαραίτητων εγγράφων και τη γενικότερη προετοιμασία για την αντιμετώπιση των περιπτώσεων όπου συντρέχουν αξιώσεις

υπέρ ή κατά της ναυτιλιακής εταιρίας, έλεγχος των εξελίξεων για κάθε περίπτωση, αρχειοθέτηση και ενημέρωση κάθε υπόθεσης.

- **Διαχείριση Πλοίων (Vessels Management)**

Περιλαμβάνει όλες τις δραστηριότητες σχετικές με την τεχνική και μηχανολογική παρακολούθηση των πλοίων. Οι κατάλληλες διαδικασίες ελέγχου πρέπει να ακολουθηθούν για την τεχνική διαχείριση των σκαφών, προκειμένου να συμμορφωθούν με τους κανόνες που διέπουν την κάθε διαφορετική κατηγορία πλοίου. Επιπλέον αυτή η διαδικασία πρέπει να εξασφαλίσει την κατάλληλη λειτουργία του μηχανικού εξοπλισμού των σκαφών και της γενικής πλοϊμότητάς τους.

- **Διαχείριση Πιστοποιητικών (Certificates Management)**

Αναφέρεται στο σύστημα των διαδικασιών για την έγκαιρη εξασφάλιση όλων των απαραίτητων πιστοποιητικών από τις αρμόδιες αρχές ελέγχουν, τον προγραμματισμό και τη διενέργεια όλων των απαραίτητων ελέγχων και τέλος τη συμμόρφωση προς τις οδηγίες που προκύπτουν από τα παραπάνω.

- **Ασφάλεια & Ποιότητα (Safety & Quality)**

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει το συνεχή έλεγχο των τρεχόντων/εν αναμονή θαλασσιών νόμων και κανονισμών, ώστε να εξασφαλιστεί η έγκαιρη συμμόρφωση της εταιρίας προς αυτούς, όπως για παράδειγμα το Διεθνή Κώδικα Ασφαλούς Διαχείρισης (ISM code, 1994) του IMO και άλλους, για την ασφαλή λειτουργία των πλοίων και την αποφυγή ρύπανσης, Διεθνής Ναυτιλιακός Κύκλος, 1989.

- **Ασφαλίσεις (Insurance)**

Η ασφαλιστική διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις δραστηριότητες που είναι απαραίτητες για τη διαχείριση των ασφαλιστικών ζητημάτων όπως οι διαπραγματεύσεις για τους κύριους και δευτεροβάθμιους όρους της ασφαλιστικής κάλυψης (H&M, P&I, πλήρωμα) κ.λπ.

- **Υποστηρικτικές Διαδικασίες**

Παρακάτω παρουσιάζονται οι υποστηρικτικές διαδικασίες που ακολουθεί μία ναυτιλιακή εταιρία:

- **Λογιστική Παρακολούθηση (Accounting)**

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις λειτουργίες που σχετίζονται με την τήρηση των γενικών λογαριασμών, την τήρηση των λογαριασμών προμηθευτών, χρεωστών και πιστωτών, την τήρηση των λογαριασμών των τραπεζών, τη διενέργεια πληρωμών, την είσπραξη των ναύλων κα.

- **Διαχείριση Απαιτήσεων (Accounts Receivable)**

Περιλαμβάνονται όλες οι ενέργειες εσωτερικού ελέγχου και λογιστικής παρακολούθησης όλων των οικονομικών απαιτήσεων της εταιρίας. Η διαδικασία περιλαμβάνει τη συντήρηση ακριβών αρχείων απαιτήσεων και τη συγγραφή και διανομή τιμολογίων για τη βελτιστοποίηση των ταμειακών ροών.

- **Διαχείριση Υποχρεώσεων (Accounts Payable)**

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις ενέργειες εσωτερικού ελέγχου και λογιστικής παρακολούθησης όλων των οικονομικών υποχρεώσεων της εταιρίας.

- **Διαχείριση Διαθεσίμων (Treasury & Cash Management)**

Σε αυτή τη διαδικασία περιλαμβάνονται όλες οι ενέργειες διαχείρισης των χρηματικών διαθεσίμων και των επενδύσεων - τοποθετήσεων της εταιρίας με στόχο την καλύτερη κάλυψη των χρηματοοικονομικών αναγκών της εταιρίας αλλά και την επίτευξη θετικών αποδόσεων.

- **Διοικητικές Υπηρεσίες (Administrative Services)**

Εδώ περιλαμβάνονται όλες οι υποστηρικτικές υπηρεσίες που παρέχονται στα γραφεία της εταιρίας όπως η γραμματειακή υποστήριξη, η υποδοχή, οι εσωτερικές/εξωτερικές επικοινωνίες, οι υπηρεσίες ταχυδρομείου κ.λπ.

- **Διαχείριση Ανθρώπινου Δυναμικού (Human Resource Management):**

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει την πρόσληψη, την κατάρτιση και τη διαχείριση του προσωπικού ξηράς, τη διεκπεραίωση και τη διαχείριση μισθοδοτικών θεμάτων και τη διατήρηση σχετικών αρχείων.

- **Διαχείριση Πληροφοριακών Συστημάτων (IT Management)**

Αυτή η διαδικασία περιλαμβάνει όλες τις απαραίτητες δραστηριότητες για την παροχή επαρκούς πληροφοριακής υποστήριξης προς τις οργανωτικές μονάδες και τη σωστή διαχείριση των πληροφοριών.

- **Εσωτερικός Έλεγχος (Internal Audit)**

Αυτή η διαδικασία αναφέρεται στη διαμόρφωση σχολίων και συστάσεων με σκοπό την τροποποίηση των λειτουργικών μηχανισμών της εταιρίας προκειμένου να εξασφαλιστεί η αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων και η καλή λειτουργία των συστημάτων.



### 3.5 Πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης από ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες

Παρά τη σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης λίγη έμφαση έχει δοθεί από στον τομέα της ναυτιλιακής βιομηχανίας, καθώς η σχετική βιβλιογραφία παραμένει περιορισμένη. (Randoy, T., Down, J. and Jenssen, J.I., 2003)

Όσον αφορά την ελληνική ναυτιλία, η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας φέρνει στην επιφάνεια διάφορες μελέτες σχετικά με τις πτυχές που σχετίζονται με τη διαχείριση και τις στρατηγικές των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένης της έρευνας σχετικά με τις πτυχές του στρατηγικού σχεδιασμού (Kouforoulos, D., Lagoudis, I. and Pastra, A., 2005), της ανταγωνιστικότητας την επιχειρηματική φιλοσοφία των Ελλήνων πλοιοκτητών (Θεοτοκάς, 1998), την στρατηγική των επενδύσεων, τη σημασία του μεγάλου αριθμού των μικρών ναυτιλιακών εταιριών (Θανοπούλου και ο Θεοτοκάς, 2007), τις πτυχές της κοινωνικής ευθύνης (Φαφαλιού et al, 2006) και τα πλαίσια για την ανάλυση της επιτυχίας των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών. (Lagoudis, I. and Theotokas, I., 2007)

Ωστόσο, ο ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες φαίνεται να είναι μια πολύ ενδιαφέρουσα περίπτωση για ανάλυση, λόγω διαφόρων διαρθρωτικών χαρακτηριστικών που φαίνεται να έχουν. Η συντριπτική πλειονότητα των επιχειρήσεων είναι οικογενειακά ελεγχόμενες επιχειρήσεις που στηρίζουν την εσωτερική ένταξη τους σε μια ισχυρή εταιρική κουλτούρα.

Πρόκειται για εταιρείες κυρίως μικρού και μεσαίου μεγέθους που λειτουργούν ανταγωνιστικά στις διεθνείς αγορές εμπορευμάτων και συμμορφώνονται με πολλά πρότυπα σε σχέση με την εσωτερική τους διάρθρωση.

Είναι επίσης υποχρεωμένες να οργανώνουν και να ελέγχουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων για να εξασφαλίζουν ότι η λειτουργία τους είναι σύμφωνη με τα πρότυπα και τους κανόνες που ικανοποιούν τις προσδοκίες των πελατών τους όσον αφορά την ασφάλεια και την ποιότητα. Έχοντας όλα αυτά κατά νου, η έρευνα της εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική ναυτιλία θεωρείται ότι είναι μια δύσκολη εμπειρική άσκηση.

Παρακάτω θα παρουσιάσουμε μια έρευνα το δείγμα της οποίας αποτελείται από ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες με πέντε ή περισσότερα σκάφη που εδρεύουν στην Ελλάδα και δραστηριοποιούνται στις διεθνείς αγορές εμπορευμάτων.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι εταιρείες αυτές λειτουργούν ως υποκαταστήματα της μητρικής εταιρείας με έδρα σε τρίτες χώρες και δεσμεύονται με τις απαιτήσεις του Νόμου 89/67. Το νομοθετικό πλαίσιο δεν επιβάλλει απαιτήσεις ή περιορισμούς στην στη δομή της διακυβέρνησης των εταιριών. (Kouforoulos, et al., 2010)

Για την διεξαγωγή της έρευνας απεστάλησαν 179 δομημένα ερωτηματολόγια σε Διευθυντικά διοικητικά στελέχη ελληνικών ναυτιλιακών εταιρειών, τον Νοέμβριο του 2006, τα οποία συνοδεύονταν από μια προσωπική επιστολή.

Τα αποτελέσματα της έρευνας κατέγραψε τις τρέχουσες πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική ναυτιλιακή βιομηχανία, στα πλαίσια του Διοικητικού Συμβουλίου και των χαρακτηριστικών του, τη συμμετοχή του στη διαδικασία του στρατηγικού σχεδιασμού, τη σχέση του πλοίου με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και την διοίκηση.

Τα εμπειρικά ευρήματα της μελέτης αυτής αποκάλυψαν μια σειρά από κρίσιμα θέματα όσον αφορά στις πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης στην ελληνική ναυτιλιακή βιομηχανία. Οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες έχουν βρεθεί να είναι οικογενειακές ιδιοκτησίες, με το ιδρυτικό μέλος της οικογένειας κατέχει μια ηγετική θέση. (Lagoudis, I. and Theotokas, I., 2007)

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ελληνική ναυτιλία είναι μακράν η ηγετική ναυτική δύναμη του κόσμου, θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει το επιχείρημα της James (1999) ότι οι ελληνικές οικογενειακές επιχειρήσεις παρέχουν τα κατάλληλα κίνητρα για τους φορείς λήψης αποφάσεων να επενδύσουν σε ένα τρόπο που βελτιστοποιεί την απόδοση.

Οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες έχουν μικρό μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου που κυμαίνεται μεταξύ πέντε και επτά μελών. Μπορούν επίσης να παρουσιάζουν μια ισορροπημένη δομή ηγεσίας Διοικητικού Συμβουλίου και περισσότερο από το ήμισυ των επιχειρήσεων φάνηκαν να έχουν το ίδιο πρόσωπο ως Διευθύνων Σύμβουλο και πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει ότι τα διοικητικά συμβούλια είναι υπό σημαντική επιρροή από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, σύμφωνα με το Harrison et al. (1988), και έχουν μικρότερη ικανότητα να λαμβάνουν όλα τα μέτρα ελέγχου (Beatty και Zajac, 1994).

Το αποτέλεσμα αυτό είναι παρόμοιο με μελέτες του Harlaftis (1996) και Θεοτοκάς (1998), οι οποίοι παρουσιάζουν την οικογενειακή δομή των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. (Harlaftis, G. and Theotokas, I., 2004)

Η μη ανεξαρτησία των ελληνικών ναυτιλιακών διοικητικών συμβουλίων υποστηρίζεται περαιτέρω από τον αριθμό των εσωτερικών διευθυντών που αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 75 τοις εκατό του διοικητικού συμβουλίου, σε συνδυασμό με τον περιορισμένο αριθμό των εξωτερικών συνεργατών. Οι ναυτιλιακές εταιρείες φαίνεται να ευνοούν την άποψη ότι οι εκτελεστικοί διευθυντές μπορούν να ενισχύσουν την λήψη αποφάσεων, λόγω των γνώσεων που έχουν γύρω από τις ενδοεπιχειρησιακές λειτουργίες. (Hill, C. and Snell, S., 1988)

Έχει υποστηριχθεί ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερα ποσοστό εξωτερικών διευθυντών και με CEOs που ενεργούν ως πρόεδροι είναι πιο πιθανό να αντιμετωπίσουν αποτυχίες (Scherrer, 2003). Αυτό δεν φαίνεται να επιβεβαιώνεται στην περίπτωση των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών. Με βάση τα ευρήματα ότι για την πλειονότητα των επιχειρήσεων, η ηγεσία του Δ.Σ. δεν είναι ανεξάρτητη, καθώς ο Διευθύνοντας Σύμβουλος και ο Πρόεδρος είναι το ίδιο πρόσωπο, και ταυτόχρονα συμπίπτει να είναι μέλος της ιδρυτικής οικογένειας, θα μπορούσε κανείς να υποστηρίξει τη διαπίστωση της Mishra et al. (2001) πως όλοι αυτοί οι παράγοντες ενισχύουν τελικά την αξία της επιχείρησης.

Τα εμπειρικά ευρήματα δείχνουν ότι τα ελληνικά διοικητικά συμβούλια συμβάλλουν σημαντικά σε όλα τα στάδια της διαδικασίας στρατηγικού σχεδιασμού, από την ανάλυση στη διαμόρφωση και τελικά στην εφαρμογή. Η συχνότητα των συναντήσεων των συμβουλίων είναι επίσης μια ένδειξη της συμμετοχής τους στη διαδικασία ανάπτυξης στρατηγικής, που χαρακτηρίζει τις ναυτιλιακές εταιρίες, ιδίως εκείνων που δραστηριοποιούνται στις θαλάσσιες μεταφορές φορτίων και εμπορευμάτων.

Επιπροσθέτως, σύμφωνα με την έρευνα, τα διοικητικά συμβούλια σε ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες παρακολουθούν στενά τις ενέργειες και την απόδοση της διοίκησης. Ωστόσο τα Διοικητικά συμβούλια των ναυτιλιακών εταιριών φαίνεται να είναι διστακτικά στην αξιολόγηση του Διευθύνοντα Συμβούλου τους αλλά και στην δική τους απόδοση. Αυτό το εύρημα σχετίζεται με τον οικογενειακό χαρακτήρα των επιχειρήσεων και το γεγονός ότι δεν υπάρχει ανάγκη για ύπαρξη αυστηρών μηχανισμών ελέγχου, καθώς τα συμφέροντα της ιδιοκτήτριας οικογένειας εκπροσωπούνται από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και το Διοικητικό Συμβούλιο.

Επιπλέον, τα εμπειρικά ευρήματα αυτής της μελέτης δείχνουν ότι, αν το σύστημα διακυβέρνησης των ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών εξακολουθεί να διαρθρώνεται γύρω από οι ιδρυτική οικογένεια, θα υιοθετήσουν πιο δομημένα συστήματα διακυβέρνησης.

Ωστόσο, περαιτέρω έρευνα σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση είναι αναγκαία στο πλαίσιο μιας πιο συστηματικής και ολιστικής προσέγγισης.

Η εταιρική διακυβέρνηση είναι περισσότερο για την ενίσχυση των εταιρικών στρατηγικών επιλογών, καθώς αναγνωρίζει και ανταποκρίνεται στα ενδιαφέροντα και τις ανησυχίες των ενδιαφερόμενων μερών, την ανάπτυξη την ενίσχυση των διαχειριστικών αρμοδιοτήτων και δεξιοτήτων και, τελικά, την προστασία και τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Αυτή η έρευνα επισήμανε ορισμένα σημαντικά στοιχεία της εταιρικής διακυβέρνησης σε ένα δυναμικό τομέα ο οποίος δραστηριοποιείται σε διεθνές επίπεδο και ταυτόχρονα χαρακτηρίζεται από οικογενειακές επιχειρήσεις.

## Κεφάλαιο 4: Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εισηγμένων Ναυτιλιακών Εταιριών

Στόχος του παρόντος κεφαλαίου είναι να απαντηθεί το ερώτημα εάν οι ναυτιλιακές εταιρίες που εφαρμόζουν την εταιρική διακυβέρνηση επιτυγχάνουν καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα, δηλαδή είναι αποδοτικότερες, συγκριτικά με αυτές που δεν εφαρμόζουν τέτοιου είδους συστήματα.

Για τη έρευνα επιλέχθηκε ένα τυχαίο δείγμα 12 εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών σε χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και βασίστηκε σε δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία αυτών.

### 4.1 Εισηγμένες Ναυτιλιακές Εταιρίες και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες

Πίνακας 1 Δείγμα ναυτιλιακών εταιριών και χρηματοοικονομικοί δείκτες

12-								
A/A	COMPANY NAME	5-years average 2005-2010						months 2010
		ROE	ROA	ROIC	GROSS PROFIT MARGIN	NET PROFIT MARGIN	DEBT	
1	GENCO SHIPPING & TRADING	14.6 %	5.6 %	6.1 %	83.8 %	35.2 %	1.4 %	66.8 %
2	DOUBLE HULL TANKERS INC	18.1 %	5.6 %	6.1 %	75.8 %	27.1 %	1.96 %	52.3 %
3	FRONTLINE LTD	62.1 %	10.3 %	12.5 %	57.4 %	28.2 %	3.95 %	35.1 %
4	EUROSEAS LTD	6.1 %	4.2 %	4.7 %	64.9 %	17,0 %	0.28 %	23.4 %
5	EAGLE BULK SHIPPING INC	8.0 %	3.2 %	3.3 %	74.7 %	23.8 %	1.42 %	33.0 %
6	EXCEL MARITIME LTD	13,5%	3,2%	7,4%	46,5%	27,4%	0,81%	-7,2%
7	INTL SHIPHOLDING	13.0 %	5.6 %	7.9 %	23.1 %	9.5 %	0.65 %	18.7 %
8	TBS INT'L LTD	0,8%	0,5%	0,6%	43,0%	0,9%	0,31%	12,7%
9	TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD	14.2 %	5.2 %	5.7 %	55.9 %	26.2 %	1.49 %	34.1 %
10	DIANA SHIPPING INC	16.4 %	12.3 %	12.8 %	79.3 %	57.6 %	0.28 %	75.7 %
11	DRYSHIPS INC	3.6 %	1.5 %	2.3 %	77.0 %	9.1 %	0.60 %	78.5 %
12	STEALTHGAS INC.	4,9%	2,4%	2,7%	60,1%	13,8%	0,81%	43,7%

Πηγή: <http://www.forbes.com>

Η ανάλυση των δεικτών έχει γίνει από τον οίκο Forbes και είναι διαθέσιμοι στην ιστοσελίδα της εταιρίας στο διαδίκτυο, από την οποία βρήκαμε το μέσο όρο των χρηματοοικονομικών δεικτών των εταιριών που αναλύουμε για την τελευταία πενταετία και για τον δείκτη EBITDA το τελευταίο έτος.

Στον παραπάνω πίνακα εμφανίζεται ένα δείγμα 12 εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών και τα αποτελέσματα του κάθε δείκτη ξεχωριστά. Από αυτές 4 πληρούν τις βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, οι επόμενες 4 δεν τις εφαρμόζουν καθόλου και τέλος 4 εταιρίες εφαρμόζουν τις βασικές αρχές εθελοντικά.

Σκοπός, από την ανάλυση των αποτελεσμάτων των ανωτέρω εταιριών, είναι να αποδείξουμε ότι οι εταιρίες που συμμορφώνονται και πληρούν τις βασικές προϋποθέσεις του ΟΟΣΑ είναι πιο αποδοτικές από αυτές που δεν εμφανίζουν εταιρική διακυβέρνηση στο εταιρικό τους προφίλ.

Η σύγκριση των δημοσιευμένων οικονομικών αποτελεσμάτων έγινε με ανάλυση αριθμοδεικτών.

### **RETURN ON EQUITY (ROE)**

Ξεκινώντας με τον πρώτο χρηματοοικονομικό δείκτη ROE όπως φαίνεται, η εταιρία Frontline Ltd είναι σημαντικά πιο αποδοτική με ποσοστό 62,1% καθώς τα ποσοστά των υπολοίπων κυμαίνονται σε χαμηλότερα επίπεδα. Δεδομένου ότι ο ROE χρησιμοποιείται για την σύγκριση της αποδοτικότητας πολλών εταιριών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, είναι εμφανές ότι οι εταιρίες με εταιρική διακυβέρνηση αλλά και αυτές που την εφαρμόζουν εθελοντικά είναι πιο αποδοτικές έναντι των εταιριών χωρίς εταιρική διακυβέρνηση. Αυτό παρατηρείται και από τα χαμηλά ποσοστά τους από 0,8% - 13,5%.

### **RETURN ON ASSETS (ROA)**

Όσον αφορά τον δείκτη ROA, παρατηρούμε ότι τα μεγαλύτερα ποσοστά ανήκουν στις εταιρίες που συμμορφώνονται με τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης. Από τα αποτελέσματα του δείκτη και εδώ η Frontline Ltd κατέχει αρκετά ικανοποιητικό ποσοστό 10,3%, ενώ σημαντικό είναι το ποσοστό της Diana Shipping Inc 12,3% καθώς ανήκει στις εταιρίες που εφαρμόζουν το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης εθελοντικά. Σύμφωνα με τον ROA, οι εταιρίες που εμφανίζουν καλύτερα ποσοστά είναι πιο αποδοτικές καθώς χρησιμοποιούν καλύτερα τις πηγές τους παράλληλα με τις ελεγχόμενες επενδύσεις. Όλο αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία καθαρών εσόδων.

### **RETURN ON INVESTED CAPITAL (ROIC)**

Αναλύοντας και τον τρίτο δείκτη οι εταιρίες Frontline Ltd και Diana Shipping Inc είναι πιο αποδοτικές καθώς εμφανίζουν τα μεγαλύτερα ποσοστά 12,5% και 12,8% αντίστοιχα. Και οι δύο εταιρίες πληρούν τις προϋποθέσεις της εταιρικής διακυβέρνησης. Πρακτικά, από τον δείκτη ROIC μετράμε την αποδοτικότητα των

εταιριών ως προς τις επενδύσεις κεφαλαίων. Σκοπός από τις επενδύσεις αυτές είναι να υπάρξουν επιστροφές, τότε μπορούμε να πούμε ότι μια εταιρία είναι πιο αποδοτική κατά τον ROIC.

### **GROSS PROFITMARGIN**

Άλλος ένας δείκτης που μας δείχνει την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης είναι το Gross Profit Margin. Συνήθως χρησιμοποιείται για τη σύγκριση μιας εταιρίας με τους ανταγωνιστές της. Παρατηρώντας λοιπόν το δείγμα μας τα υψηλότερα ποσοστά εμφανίζουν οι εταιρίες Genco Shipping & Trading και Diana Shipping Inc, εταιρίες με εταιρική διακυβέρνηση, με 83,8% και 79,3% αντίστοιχα. Επομένως, τα περιθώρια κέρδους των ανωτέρω εταιριών είναι μεγαλύτερα, έναντι αυτών με τα χαμηλότερα ποσοστά από 23,1% - 74,7% όπου κατέχουν εταιρίες που δεν εφαρμόζουν εταιρική διακυβέρνηση.

### **NET PROFIT MARGIN**

Το Net Profit Margin αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες αποδοτικότητας καθώς εμφανίζει τα καθαρά έσοδα μίας εταιρίας και χρησιμοποιείται για τη σύγκριση ομοειδών εταιριών. Κατά μέσο όρο μεγαλύτερα ποσοστά Net Profit Margin παρατηρούμε στις εταιρίες με εταιρική διακυβέρνηση. Η Diana Shipping Inc με ποσοστό 57,6% και εν συνεχεία η Genco Shipping & Trading με ποσοστό 35,2% είναι πιο κερδοφόρες, επομένως και πιο αποδοτικές, σε σχέση με τις εταιρίες χωρίς σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που εμφανίζουν αρκετά χαμηλά ποσοστά.

### **DEBT/EQUITY RATIO**

Όταν μελετάμε τα χρηματοοικονομικά στοιχεία μιας εταιρίας είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε το ποσοστό που κατέχουν οι μέτοχοι αλλά και αυτό των δανειστών της. Με τον δείκτη Debt/Equity δεν εξετάζουμε την αποδοτικότητα των εταιριών όπως κάναμε με τους προηγούμενους δείκτες αλλά κατά πόσο οι εταιρίες του δείγματος για την ανάπτυξή τους.

Χρησιμοποιούν ίδια ή ξένα κεφάλαια. Στατιστικά μιλώντας, σχεδόν οι μισές εταιρίες, είτε έχουν εταιρική διακυβέρνηση είτε όχι, εμφανίζουν ποσοστά μικρότερα του 1% κάτι που σημαίνει ότι ακολουθούν έναν πιο "ήρεμο" δρόμο μειώνοντας πιθανές διακυμάνσεις των εσόδων τους.



### **EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)**

Ο EBITDA, μας δείχνει με τη σειρά του εάν μια επιχείρηση είναι αποδοτική. Παρατηρούμε και εδώ υψηλά ποσοστά για τις εταιρίες με εταιρική διακυβέρνηση με κορυφαίες την Diana Shipping Inc και την Dryships Inc με ποσοστά 75,7% και 78,5% αντίστοιχα. Συχνά ο EBITDA χρησιμοποιείται ως λογιστικό τέχνασμα για να μεγαλώσει πλασματικά (dress up) τα κέρδη των επιχειρήσεων. Για τον λόγο αυτό οι επενδυτές εστιάζουν και σε άλλα μέτρα απόδοσης (performance measures) για να σιγουρευτούν ότι η επιχείρηση δεν προσπαθεί να κρύψει κάτι.

Συμπερασματικά, η σύγκριση των οικονομικών αποτελεσμάτων από την παραπάνω ανάλυση επιβεβαιώνει ότι οι εταιρίες που εφαρμόζουν συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και συμμορφώνονται με τις βασικές αρχές του ΟΟΣΑ έχουν καλύτερα οικονομικά αποτελέσματα από τις εταιρίες που δεν εφαρμόζουν. (Brown & Caylor, 2006)

Φυσικά οι ναυτιλιακές εταιρίες δεν μπορούν να διαφέρουν και πολύ από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που εδώ και χρόνια εφαρμόζουν επιτυχημένα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα οικονομικά αποτελέσματα της Diana Shipping, που εδώ και χρόνια εφαρμόζει τέτοιου είδους συστήματα με τα υψηλότερα στάνταρ την τοποθετούν στην κορυφή της αγοράς με μεγάλη διαφορά από τις υπόλοιπες ακολουθώντας την οι εταιρίες Genco Shipping & Trading και Frontline Ltd που επίσης εμφανίζουν ικανοποιητικά ποσοστά.

Συνοψίζοντας, η ύπαρξη μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στην σημερινή εποχή κρίνεται απολύτως απαραίτητη. Τα οφέλη από την ύπαρξη τέτοιων μηχανισμών είναι πολλά. Οι επιχειρήσεις αποκτούν ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια αφού καθίστανται περισσότερο αξιόπιστες και ανταγωνιστικές στα μάτια των επενδυτών οι οποίοι τους εμπιστεύονται ευκολότερα τα κεφάλαια τους αφού είναι σίγουροι για την καλή διαχείριση τους.

Η εισαγωγή ναυτιλιακών εταιριών Ελληνικών συμφερόντων στις οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ είναι μία ακόμη απόδειξη για την αύξηση των μεγεθών και την ποιοτική βελτίωση της Ελληνικής Ναυτιλίας σε επίπεδο ηλικίας των πλοίων αλλά και της εταιρικής οργάνωσης και διαφάνειας. (L.G. Spanos, 2005)

## Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα και Προτάσεις

Είναι φανερό, ότι η καλή εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να αποτελέσει ένα κρίσιμο συστατικό στην οικοδόμηση μιας υγιούς αγοράς και στην προσέλκυση μακροχρόνιων επενδυτικών κεφαλαίων. Οι ελληνικές επιχειρήσεις για να μπορέσουν να διακριθούν στο διεθνές ανταγωνιστικό περιβάλλον οφείλουν να αναδιαρθρώσουν τις εσωτερικές δομές οργάνωσης και λειτουργίας τους, με βάση διεθνώς αποδεκτές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι όποιες αλλαγές και προσαρμογές, πέρα από νομοθετικές ρυθμίσεις, οφείλουν να προωθηθούν από τις ίδιες τις επιχειρήσεις για το δικό τους συμφέρον. Σε κάθε περίπτωση, από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις αποφασίζουν να αντλήσουν κεφάλαια από το χρηματιστήριο και να αποκτήσουν μέτοχο μειοψηφίας, είναι υποχρεωμένες να προστατεύουν αποτελεσματικά τα δικαιώματα των μετόχων, δημιουργώντας τους κατάλληλους μηχανισμούς εταιρικής Σύμφωνα με το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης (ΕΣΕΔ) η υιοθέτηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την άνθηση της υγιούς επιχειρηματικής δραστηριότητας και κατά συνέπεια της ελληνικής οικονομίας.

- **Ανάγκη για ένα αποτελεσματικό θεσμικό πλαίσιο**

Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση ταρακούνησε τα θεμέλια της αγοράς, αναδεικνύοντας πλειάδα ερωτηματικών απέναντι στην αποτελεσματικότητα των πρακτικών διακυβέρνησης εισηγμένων εταιριών.

Στην Ελλάδα, η επερχόμενη βελτίωση της αποτελεσματικότητας του σχετικού πλαισίου θα σημάνει την άντληση του μέγιστου δυνατού οφέλους για την ανάκτηση της διεθνούς αξιοπιστίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και την περαιτέρω ενίσχυση της δυναμικής της, προκειμένου να ικανοποιηθεί η αυξανόμενη επιθυμία των εγχωρίων εκδοτριών εταιριών και των επενδυτών για πιο ενεργή δραστηριότητα στην πρωτογενή αγορά του χρηματιστηρίου. Για την επίτευξη του στόχου αυτού, απαιτείται επαρκής συμμόρφωση των εισηγμένων εταιριών με το σχετικό με την εταιρική διακυβέρνηση θεσμικό πλαίσιο και με τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

- **Στόχος η διαφάνεια και η ταύτιση αξιών και στρατηγικής**

Είναι γεγονός πλέον ότι η έξωθεν καλή μαρτυρία δεν μπορεί να είναι στόχος. Στόχος μπορεί να είναι η επένδυση στην αξιοπιστία και την εμπιστοσύνη, η διαφάνεια στις αποφάσεις, η ταύτιση αξιών και στρατηγικής. Στόχος, μπορεί να είναι η δημιουργία

αξίας για τους μετόχους, για τους συμμετέχοντες των αγορών και την κοινωνία σε μακροπρόθεσμη και διατηρήσιμη βάση.

Αν η επιχείρηση εφαρμόζει ανοικτή και διαφανή διακυβέρνηση, λαμβάνει πιο ποιοτικές αποφάσεις, γίνεται πιο ανταγωνιστική και πιο αποτελεσματική, άρα και πιο βιώσιμη. Οι δε μέτοχοι, είναι πιο πρόθυμοι να συνεχίσουν να επενδύουν στην εταιρεία, εφιστώντας παράλληλα την προσοχή των συμμετεχόντων στο ότι θα ήταν σφάλμα να ανταγωνιστούν με βάση το μισθολογικό κόστος. Αντίθετα θα πρέπει να ανταγωνιστούμε ως χώρα της Ευρώπης που διαθέτει θεσμική ανάπτυξη και κράτος δικαίου, ως μία αγορά κεφαλαίου που είναι συμβατή και αναγνωρίσιμη από τους διεθνείς επενδυτές. Και η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να συμβάλει τα μέγιστα στην ανάδειξη της ελκυστικότητας μιας επενδυτικής πρότασης.

Η εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης εξασφαλίζει το πλαίσιο συνεργασίας του Διοικητικού Συμβουλίου της κάθε εταιρείας με τους επενδυτές της, έτσι ώστε να δημιουργηθεί μακροπρόθεσμη αξία και να επιτευχθεί η ανάκαμψη ενώ, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ καθώς η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται παραδοσιακά στις σχέσεις μεταξύ της διοίκησης μίας επιχείρησης, του διοικητικού της συμβουλίου, των μετόχων της και, άλλων μερών, όπως για παράδειγμα εργαζομένων και αντιπροσώπων της.

Αφορά επίσης και τον τρόπο με τον οποίο καθορίζονται οι στόχοι της επιχείρησης, τα μέσα επίτευξής τους και τον έλεγχο της τήρησης των υιοθετούμενων κανόνων. Συμπερασματικά, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί υποσύνολο του πλαισίου που διέπει τον τομέα της κεφαλαιαγοράς και ειδικότερα τις εισηγμένες εταιρείες. Οι νέοι κανόνες εντάσσονται στην ευρύτερη προσπάθεια για την επανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και στη διασφάλιση του συστήματος.

Ως εκ τούτου, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί μέρος ενός ευρύτερου συστήματος και η εμβάθυνση της μελέτης των αλλαγών προϋποθέτει την ένταξή τους στο χρηματοπιστωτικό δίκαιο.

## Βιβλιογραφία

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., Williamson, R., 2007. *Do U.S. Firms have the Best Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation Between Corporate Governance and Shareholder Wealth*., s.l.: Charles A. Dice Center Working Paper No. 2006-25.
- Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., 2004. *What matters in Corporate Governance*. John Olin Center επιμ. s.l.:Harvard Law School.
- Blair, M., 1995. *Ownership and control: Rethinking Corporate Governance for the twenty-first century*. Washington D.C: The Brookings Institution.
- Brown, L., Caylor, M, 2006. Corporate Governance & Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, pp. 409-434.
- Brown, S. & Caylor, M., 2006. Corporate Governance & Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, pp. 409-434.
- Carleton, W., Nelson, J. & Weisbach, M., 1998. The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *Journal of Finance*, Τόμος 53.
- COFFEE, J. C., 1999. *The Future of History: The Prospects for Global Corporate Governance and its Implications*., s.l.: Northwestern University Law Review.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., 2003. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Finance N11/2003*, February.
- Durnev, A. & Kim, H., 2003. *To Steal or not to Steal*. s.l.:University of Michigan.
- Foerster, S. & Huen, B., 2004. Does corporate governance matter to Canadian investors?. *Canadian investment review*, 17(3), pp. 19-26.
- Gibson, M., 2002. *Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?*, Finance & Economics Discussion Series: Contemporary Corporate Governance Issues II Conference.
- Harlaftis, G. and Theotokas, I., 2004. European family firms in international business: British and Greek tramp shipping firms'. *Business History*, 46(2), pp. 219-255.
- Hill, C. and Snell, S., 1988. External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries'. *Strategic Management Journal*, Τόμος 6, pp. 577-590.
- John L. Colley, 2005. *What is corporate governance?,, 2005*. s.l.:McGraw-Hill Professional.
- Karpoff, J., Malatesta, P. & Walking, R., 1996. Corporate Governance and shareholder Initiatives: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*.

- Koufopoulos, D., Lagoudis, I. and Pastra, A., 2005. Planning practices in the Greek ocean shipping industry. *European Business Review*, 17(2), pp. 151-176.
- Koufopoulos, D., Lagoudis, I., Theotokas, I. & Syriopoulos, T., 2010. Corporate governance and board practices by Greek shipping management companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(3), pp. 261-278.
- L.G. Spanos, 2005. *Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications*, s.l.: s.n.
- Lagoudis, I. and Theotokas, I., 2007. Competitive advantage in the Greek shipping industry: a supply chain management approach'. Στο: *Maritime Transport: The Greek Paradigm, Research in Transportation Economics, Vol. 21*. London(Elsevier): s.n., pp. 95-120.
- McKinsey & Co, 2000. McKinsey Quarterly: Three Surveys on Corporate Governance. December.
- Mertzanis, H., 2002. Principles of corporate governance in Greece, An International Review. 9(2), pp. 89-100.
- Nestor, S. & Thompson, J., 2000. Corporate governance patterns in OECD Economies: is convergence under way?. *Journal of Accounting Research*, 32(2), pp. 193-228.
- Nobes, A. & Parker, Z., 1998. *Corporate International Accounting*. Hemel, England: Prentice Hall.
- PwC, 2014. *Shipping - Governance, Risk, Regulation & Compliance*. [Ηλεκτρονικό] Available at: <http://www.pwc.com/gr/en/shipping-services/governance.jhtml> [Πρόσβαση 20 5 2014].
- Randoy, T., Down, J. and Jenssen, J.I., 2003. Corporate governance and board effectiveness in maritime firms. *Maritime Economics and Logistics*, 5(1), pp. 40-54.
- Robert A.G. Monks, Nell Minow, 2011. *Corporate Governance*. s.l.:Blackwell Publishing.
- Schmidt, R., 2003. *Corporate Governance in Germany - The German Financial System*. Germany: Oxford University Press.
- Vivas, X., 2000. *Corporate Governance: Theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Weil, G. & Manges, L., 2001. *The Globalization of Corporate Governance*. New York: s.n.
- Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, 1999. *Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα, υπό το συντονισμό της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς - Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της*. Αθήνα: s.n.

Λαζαρίδης, Θ. & Δρυμπέτας, Ε., 2011. *Εταιρική Διακυβέρνηση. Διεθνής Πρακτική και Ελληνική Εμπειρία*. Αθήνα: Σοφία.

Μούζουλας, Σ., 2003. «*Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance)*». Αθήνα: Σάκκουλα.

Ξανθάκης, Μ., Τσιπούρη, Α. & Σπανός, Α., 2003. *Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοια και Μέθοδοι Αξιολόγησης*. Αθήνα: Παπαζήση.

Τραυλός, Ν. Γ., 2003. «Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα». *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, 1 2.