

# **Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου**

*Σχολή Διοίκησης Επιχειρήσεων*

**Σχολή Οικονομικών Επιστημών και Διοίκησης**

## **Μεταπτυχιακή Διατριβή**



*Αμφιλεγόμενες Τακτικές Εταιρικής Διακυβέρνησης*

*Σπάλας Παναγιώτης*

**Επιβλέπων Καθηγητής**

*Χρήστος Αλεξάκης*

*Μάιος 2018*



## Περίληψη

Στόχος της εκπόνησης της διατριβής αυτής είναι η περιγραφή των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ανά τον κόσμο καθώς και οι σχέσεις που αναπτύσσονται μεταξύ των διαπλεκόμενων μερών μέσα σε ένα τέτοιο σύστημα. Αν και ο στόχος κάθε εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους της, οι ομάδες που αποτελούν την εταιρία έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση των δικαιωμάτων τους και την ικανοποίηση των αναγκών τους. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης είναι ευρέως γνωστό ανά τον κόσμο και κατά την πορεία της λειτουργίας μίας εταιρίας, αναπτύσσονται διάφορες αμφιλεγόμενες τακτικές εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίες επιδιώκουν την επίτευξη των επιμέρους στόχων αυτών των ομάδων μέσα στην εταιρία. Για όλα αυτά θα αναπτύξουμε λεπτομερώς σε αυτήν την εργασία.

## **Summary**

The aim of the conduction of this dissertation is not only to describe the systems of the corporate governance of a company on an international level but also the relations developed among the entangled parts in this particular system. Even if the ultimate goal of any company is to maximize its profit, the groups that constitute the company itself aim to the maximizing of their rights and the gratification of their needs. The representation issue is common knowledge globally thus at the course of a company's function, several ambiguous governance methods of individual parties are developed aiming to support their individual goals. All the above are to be considered and examined through this dissertation.

## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή και τους γονείς μου για την στήριξη τους.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>Εισαγωγή: Ιστορική ανάδρομη έως τη σύγχρονη οικονομική επιστήμη, τους managers</b> .....	7
<b>Εταιρική Διακυβέρνηση</b> .....	12
1.1 Ορίζοντας την εταιρική διακυβέρνηση.....	12
1.2 Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.....	13
<b>Ιδιοκτησία και έλεγχος</b> .....	16
2.1 Η ιδιοκτησία και ο έλεγχος.....	16
2.2. Σχήματα εφαρμογής της ιδιοκτησίας και του ελέγχου.....	16
2.2.1 Αδύναμος έλεγχος με πολυμετοχική δομή.....	17
2.2.2 Δυνατός έλεγχος και πολυμετοχική δομή.....	18
2.2.3 Μη ισχυρός έλεγχος και συγκεντρωμένη ιδιοκτησία.....	18
2.2.4 Ισχυρός έλεγχος με συγκεντρωμένη ιδιοκτησία.....	19
2.3 Πυραμίδες ιδιοκτησίας και καταχρηστική άσκηση ελέγχου.....	19
2.4 Τρόποι άσκησης ελέγχου σε πολυμετοχικές εταιρίες και οφέλη ελέγχου.....	21
<b>Κατηγοριοποίηση Συστημάτων της Εταιρικής Διακυβέρνησης</b> .....	23
3.1 Ταξινόμηση συστημάτων της εταιρικής διακυβέρνησης.....	23
<b>Άσκηση Εξουσίας από τους Μετόχους στους Managers</b> .....	29
4.1 Επιβολή πειθαρχίας στους Managers.....	29
4.1.1 Η αγορά του εταιρικού ελέγχου ως μέσο πειθαρχίας.....	30
4.1.2 Η μερισματική πολιτική ως μέσο πειθαρχίας.....	31
4.1.3 Το Διοικητικό Συμβούλιο ως μέσο πειθαρχίας.....	31

4.1.4 Οι θεσμικοί επενδυτές ως μέσο πειθαρχίας.....	35
4.1.5 Η ενεργή συμμετοχή των μετόχων ως μέσο πειθαρχίας.....	36
4.1.6 Οι αμοιβές που λαμβάνουν οι managers ως μέσο πειθαρχίας.....	36
<b>Η Συμμετοχή των Υπαλλήλων σε ένα Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....</b>	<b>39</b>
5.1 Η συμμετοχή των εργαζομένων στην ιδιοκτησία.....	39
5.2 Όταν παραβιάζεται η εμπιστοσύνη των εργαζομένων .....	40
<b>Επίλογος.....</b>	<b>41</b>
<b>Βιβλιογραφία.....</b>	<b>42</b>

# Εισαγωγή:

## Ιστορική αναδρομή έως τη σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα, τους managers.

Το 1929 το κραχ του χρηματιστήριου οδήγησε στη μεγάλη ύφεση της δεκαετίας του 1930. Για να ξεφύγουν από την ύφεση οι κυβερνήσεις παγκοσμίως ανέπτυξαν προγράμματα για την αναθέρμανση της οικονομίας. Ίσως το πιο διάσημο εξ αυτών να ήταν του πρόεδρου της Αμερικής, Franking Roosevelt, που λεγόταν New Deal. Στις ΗΠΑ, επειδή οι εμπορικές τράπεζες σημείωναν μεγάλες αποτυχίες έγινε διαχωρισμός μεταξύ των εμπορικών τραπεζών που θα εξιδανικεύονταν στη χρηματοπιστωτική διαμεσολάβηση και στα συστήματα πληρωμών και στις επενδυτικές τράπεζες που θα ασχολιόντουσαν κυρίως με την αγορά αξιών. Η Μεγάλη ύφεση δυστυχώς οδήγησε στο Β' Παγκόσμιο Πόλεμο. Όμως, ο πόλεμος τέλειωσε και οι συμμαχικές δυνάμεις το καλοκαίρι του 1944 αποφάσισαν στο Bretton Woods των ΗΠΑ το οικονομικό σύστημα που θα επακολουθήσει στην υφήλιο. Ιδρύθηκε το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Διεθνής Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης ή αλλιώς η Παγκόσμια τράπεζα. Κυρίως, αυτό που συμφωνήθηκε στο Bretton Woods, ήταν η σύνδεση των ισοτιμιών με την τιμή του χρυσού. Μετά το τέλος του Β' παγκοσμίου πολέμου, οι δυο υπερδυνάμεις πολιτικής εξουσίας στον πλανήτη ήταν οι ΗΠΑ και η Σοβιετική Ένωση.



Με το πέρας του πολέμου, στην περίοδο που ακολούθησε, δημιουργήθηκε το κράτος πρόνοιας και οι εργαζόμενοι απολάμβαναν περισσότερα προνόμια και δικαιώματα στην δουλειά τους. Οι επαγγελματίες managers έπρεπε να έρχονται αντιμέτωποι με τους εργαζόμενους στον οικονομικό οργανισμό μέσω ισχυρών συνδικάτων. Στη ναζιστική γερμανία επικρατούσε ένα ισχυρό καθεστώς εργοδοκρατίας το οποίο οι Σύμμαχοι άλλαξαν και δημιούργησαν ένα σύστημα συνδιαχείρισης μεταξύ εργαζομένων και managers μέσω της παρουσίας των συνδικάτων στα διοικητικά συμβούλια. Αυτό συνέβη διότι οι εργοδότες ήταν αυτοί που τροφοδοτούσαν τον Χίτλερ και στήριζαν την κυβέρνηση του, και γι αυτό δεν αποτελεί και έκπληξη που η συνδιαχείριση τέθηκε σε ισχύ στις βιομηχανίες χάλυβα και άνθρακα, στρατηγικών δηλαδή κοιτασμάτων.

Η Δύση γνώρισε μεγάλη οικονομική άνθιση στη δεκαετία του 1960, όμως από τη επομένη δεκαετία το σύστημα Bretton Woods κλονίστηκε. Ο πόλεμος στο Βιετнам δημιούργησε τεράστιο εμπορικό έλλειμμα για τις ΗΠΑ και η κυβέρνηση των ΗΠΑ αποφάσισε να τυπώσει δολάρια, γεγονός που οδήγησε σε πληθωρισμό. Ο πρόεδρος Νixon λόγω του πληθωρισμού αποφάσισε ότι πλέον δε θα γίνεται μετατροπή των δολαρίων σε χρυσό. Με την πετρελαϊκή κρίση το 1973 και 1974 το σύστημα Bretton Woods είχε γκρεμιστεί ολοκληρωτικά και τα κυριότερα διεθνή νομίσματα έγιναν εφεξής κυμαινόμενα. Ο στασιμοπληθωρισμός χτύπησε την πόρτα των ανεπτυγμένων χωρών. Η τιμή του πετρελαίου αυξήθηκε και η κεντρική τράπεζα αύξησε τους μισθούς οδηγώντας σε άνοδο του πληθωρισμού. Αυτό συνέβη γιατί υπήρχε πίστη στο Κευνσιανό σύστημα, ότι δηλαδή με την δυναμική παρέμβαση του κράτους σε περίοδο ύφεσης θα γινόταν ανάκαμψη της οικονομίας. Ο υψηλός όμως πληθωρισμός οδήγησε στην αποτυχία αυτών των ενεργειών και οι Κευνσιανες οικονομικές πολιτικές απέτυχαν.

Αυτή η αποτυχία ήταν που αποτέλεσε το γόνιμο έδαφος νέων αντιλήψεων και ιδεών. Αναδείχτηκε λοιπόν ο νεοφιλελευθερισμός. Το κίνημα του νεοφιλελευθερισμού πιστεύει πως αυτό στο οποίο απέτυχε η κυβέρνηση να κάνει τη δεκαετία του 1970 μπορεί να το κάνει πολύ καλύτερα η αγορά από μόνη της. Δεν χρειάζεται παρεμβατισμός του κράτους στην οικονομία και τα άτομα είναι ικανά από μόνα τους να κάνουν τις βέλτιστες επιλογές για την οικονομική άνθιση. Αυτό που ακλούθησε τις επόμενες δεκαετίες ήταν η χρηματιστικοποίηση ή αλλιώς η παγκοσμιοποίηση. Η παγκοσμιοποίηση έχει δυο διαφορετικά αλλά συσχετιζόμενα φαινόμενα. Το πρώτο ήταν ότι οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες παίζουν σε παγκόσμια κλίματα το ρολό-κλειδί που κατείχαν πριν τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο οι οικονομίες της βιομηχανίας

και το δεύτερον ότι παράγονται χρηματοοικονομικά προϊόντα για κάθε στοιχείο που παράγει χρηματορροή.

Το 1970 το Συντηρητικό Κόμμα κέρδισε τις εκλογές στην Αγγλία και η Margaret Thatcher πήρε την κυβέρνηση στα χεριά της. Ένα χρόνο αργότερα, το 1980, ο Reagan, από το κόμμα των δημοκρατικών έγινε Πρόεδρος της Αμερικής. Και οι δυο τους θέλησαν να απελευθερώσουν την αγορά. Το κόμμα της Thatcher με ένα μανιφέστο κατάργησε όλα τα εμπόδια του κράτους στην επιχειρηματικότητα. Στη συνέχεια, έκανε τα συνδικάτα αδύναμα με νόμους που θέσπισε τη δεκαετία του 1980 και εξαφάνισε τα προνόμια που είχαν κατακτήσει έως τότε. Μέχρι την παραίτηση της M.Thatcher τα συνδικάτα είχαν μειώσει τα μελή τους κατά το ένα τρίτο και από τότε και μετά, η μείωση συνεχίστηκε.

Οι ιδιωτικοποιήσεις που έκανε η M.Thatcher έφεραν τεράστια έσοδα σε σχέση με την αξία των κρατικών οργανισμών που δοθήκαν σε ιδιώτες. Το ηνωμένο βασίλειο με αυτήν την κίνηση για ιδιωτικοποιήσεις κρατικής περιουσίας έγινε η πρώτη χώρα στην Ευρώπη που ακλουθούσε αυτήν την πολιτική. Το 1981 η British Aerospace όπως και η Rolls-Royce ήταν εταιρίες που μπήκαν στο πρόγραμμα αυτό των ιδιωτικοποιήσεων. Η πολιτική αυτή συνεχίστηκε και από τους συντηρητικούς αφού ιδιωτικοποιήθηκε και η British Rail από τον John Major τη δεκαετία του 1990. Οι στόχοι του προγράμματος αυτού ήταν η αναζωογόνηση της μετοχικής βάσης και η συμμετοχή των εργαζομένων στις μετοχές των επιχειρήσεων. Παρόλο τους στόχους αυτούς που τεθήκαν, στην πραγματικότητα δεν επετεύχθησαν.

Στην άλλη μεριά του ατλαντικού, στις ΗΠΑ, ακολουθήθηκε μια οικονομική κατεύθυνση που ονομάζεται «οικονομικά της προσφοράς». Ο Ronald Reagan ήταν πεπεισμένος πως αυτή η σχολή σκέψης θα έφερνε μεγάλη οικονομική άνθιση. Αυτό θα γινόταν καταργώντας όλα τα εμπόδια που υπήρχαν για την πρόσφορα, δηλαδή φορολογία και νόμους. Επίσης, ο πληθωρισμός έπρεπε να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα και αυτό το επιτύγχανε γιατί έλεγχε ποσό χρήμα διοχετευόταν στην αγορά από την κεντρική τράπεζα. Η οικονομικές αυτές τακτικές ονομαστήκαν αργότερα Reagonomics.

Τη δεκαετία του 1970 και 1980 σημειώθηκε μεγάλη απελευθέρωση στις χρηματαγορές στις ΗΠΑ. Η απελευθέρωση της πρωτομαγιάς το 1975 άλλαξε το σύστημα των προμηθειών στα χρηματιστήρια και από σταθερό μετατράπηκε σε διαπραγματεύσιμο. Επίσης, μέσω των Αμερικανικών Πιστοποιητικών Κατάθεσης Μετοχών (ADRs) έγινε

δυνατή η συμμετοχή στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ αλλοδαπών εταιριών μέσω μια διαδικασίας με μεσάζοντα, που ήταν συνήθως μια αμερικανική τράπεζα. Η πρωτομαγιά έφερε μεγάλη κίνηση στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ και το 1986 το Χρηματιστήριο του Λονδίνου για να αντιδράσει σε αυτά τα γεγονότα αναγκάστηκε και αυτό να ακλουθήσει τις αλλαγές. Οι μεταρρυθμίσεις που έγιναν αποκαλέστηκαν Big Bang. Η σημαντικότερη μεταρρύθμιση ήταν η παύση της ελαχίστης προμήθειας που αφορούσαν συναλλαγές μετοχών. Μια ακόμη σημαντική αλλαγή τη δεκαετία του 1980 και 1990 που έγινε στο Big Bang ήταν η μεταβολή της νομικής μορφής των κτηματικών τραπεζών από συνεταιριστικές σε μετοχικές εταιρίες. Εκείνη την περίοδο υπήρχε αρνητική προδιάθεση για τις εταιρίες συνεταιριστικού χαρακτήρα γιατί θεωρούνταν αναποτελεσματικές και δεν μπορούσαν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο.

Οι σοβιετικοί από την άλλη, το 1985 με επικεφαλής τον Leonid Brezhnev προέβησαν και αυτοί σε μεταρρυθμίσεις. Οι πολιτικές perestroika (μεταρρύθμιση) και glasnost (διαφάνεια) που έγιναν οδήγησαν στη μεγάλη επανάσταση και διέλυσαν την Σοβιετική Ένωση λίγα χρόνια αργότερα, στο τέλος της δεκαετίας του 1980. Αυτό που συνέβη τότε, ήταν μια απόδειξη ότι ο κομμουνισμός και ο σοσιαλισμός δεν αποτελούν σοβαρή πολιτική τακτική και ανέδειξαν τον καπιταλισμό ως πιο βιώσιμο και αποτελεσματικό σύστημα. Η Κίνα που ήταν και αυτή κομμουνιστική χώρα, με ένα πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων έδωσε το δικαίωμα στους managers να αποφασίζουν για ορισμένα θέματα χωρίς να ζητούν την γνώμη της κυβέρνησης. Το χρηματιστήριο της Σεντζεν και της Σαγκάης συστάθηκαν το 1990 και 1991 αντίστοιχα και μια δεκαετία αργότερα, η κεφαλαιοποίηση τους ισοδυναμούσε με το 45% του ΑΕΠ. Η Κίνα αν και κομμουνιστική χώρα μέχρι το 1980, από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, οι κοινοπραξίες, οι δημοτικές επιχειρήσεις και οι μετοχικές επιχειρήσεις συστάθηκαν και άλλαξαν την κατεύθυνση προς τον σοσιαλισμό. Η Κίνα με ηγέτη τον Deng Xiaoping θέλησε να γίνει σοσιαλιστική χώρα αλλά δεν ήταν έτοιμη να παραδώσει την ελευθερία της ιδιοκτησίας στους πολίτες. Όμως με την ανάπτυξη του πολιτικού και ακαδημαϊκού λόγου, η κυβέρνηση παρέδωσε αυτό το δικαίωμα στους πολίτες για να αισθάνονται ότι διοικούνται δίκαια. Η αίσθηση αυτή της δικαιοσύνης έμελε να γίνει η ουσιαστική και μονή διάφορα του σοσιαλιστικού συστήματος από το καπιταλιστικό αφού τα συστήματα αυτά πλέον δεν διέφεραν σε τίποτα άλλο μετά το δικαίωμα στην ιδιοκτησία.

Στην Ευρώπη, το 1992 με την Ενιαία Ευρωπαϊκή Πράξη οι χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν πια ελεύθερες να διακινούν κεφάλαια, να μετακινούνται οι πολίτες των

κρατών με την ταυτότητα τους. Η απελευθέρωση αυτή στην αγορά εργασίας αλλά και στην οικονομική αγορά ήταν τεράστια. Το 1999 στις ΗΠΑ καταργήθηκε ο νομός Grass-Steagall που είχε εφαρμοστεί από το 1933 με έναν νέο νόμο, του Gramm-Leach-Bliley ο οποίος επέτρεψε στις τράπεζες να μην είναι υποχρεωμένες να διαχωρίζουν την δραστηριότητα τους στην αγορά αξιόγραφων ή στις εμπορικές συναλλαγές αλλά να μπορούν να συναλλάσσονται και στις δυο αυτές δραστηριότητες. Αυτό το γεγονός της παύσης δηλαδή του διαχωρισμού των τραπεζών πιστεύεται από μια μερίδα οικονομολόγων πως επέφερε την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008.

Τα χρόνια που διανύουμε μετά την κρίση του 2008 έκαναν τα κράτη παγκοσμίως να γνωρίσουν τεράστιες περικοπές των κρατικών δαπανών και η συμμετοχή του κράτους στην οικονομία έγινε παρά πολύ μικρή. Παρότι ο ρόλος της κυβέρνησης στην οικονομία είναι πλέον μικρός, οι επιχειρήσεις σημείωσαν μεγάλη αύξηση στην εφαρμογή ορθής δεοντολογίας και εταιρικών πρακτικών προς την νομοθεσία διότι θέλησαν να εξαλείψουν την ανεξέλεγκτη κατάχρηση εξουσίας των managers.

Συμπερασματικά, το καπιταλιστικό σύστημα που αναδείχτηκε από τις αποτυχίες των άλλων συστημάτων, δίνει στις μεγάλες επιχειρήσεις την διαμόρφωση και τον έλεγχο της οικονομίας. Οι managers και οι τακτικές εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθούν μπορούν να δώσουν αξία στην κοινωνία, στο κράτος, στο περιβάλλον, στις αξίες και στην ζωή αλλά και να καταστρέψουν όλα αυτά. Δεν είναι λίγες οι φορές που ακούμε ότι η διάλυση μια μεγάλης εταιρίας φέρνει ντόμινο στην αγορά και προκαλεί ύφεση. Όποτε, στη σημερινή οικονομική πραγματικότητα, ο manager είναι το παν.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Εταιρική Διακυβέρνηση

### 1.1 Ορίζοντας την εταιρική διακυβέρνηση

Εταιρική διακυβέρνηση είναι μια υπόθεση που γίνεται για το ποιος είναι ο βασικός ρόλος λειτουργίας της επιχείρησης. Πάνω στην υπόθεση αυτή στηρίζονται οι περισσότεροι ορισμοί. Παρόλα αυτά, το νομικό σύστημα της χώρας, η πολιτική κατεύθυνση της κυβέρνησης, η κουλτούρα και το εκλογικό σύστημα επηρεάζουν την εταιρική διακυβέρνηση και τον σκοπό της εταιρίας. Οι Andrei Shleifer και Robert Vishny δίνουν τον παρακάτω ορισμό:

«Εταιρική διακυβέρνηση είναι οι τρόποι με τους οποίους οι χρηματοδότες της επιχείρησης βεβαιώνονται ότι θα λάβουν απόδοση από την επένδυσή τους.» (Shleifer & Vishny, 1997)

Ο ορισμός αυτός υποθέτει πως ο βασικός ρόλος της επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μέτοχων και των δανειστών. Η αιτιολόγηση αυτής της θέσης είναι το γεγονός ότι οι μέτοχοι αναλαμβάνουν τον υπολειμματικό κίνδυνο και ότι οι υπόλοιπες ενδιαφερόμενες ομάδες σε περίπτωση χρηματοοικονομικής δυσχέρειας θα φύγουν με ολόκληρο ή με ένα τμήμα του επενδυμένου κεφαλαίου τους. Σε αντιδιαστολή με αυτήν την έκφραση της εταιρικής διακυβέρνησης έρχεται η Sarah Worthington, η οποία νομικά δε βρίσκει τίποτα το ουσιώδες που να κάνει τον μέτοχο να προτρέψει στην μεγιστοποίηση της επένδυσής του. Ερχόμενος να συμπληρώσει αυτήν την άποψη ο Paddy Ireland, υποστηρίζει πως η επένδυση του μετόχου που μετουσιώνεται σε εταιρικά περιουσιακά στοιχεία ανήκει πλέον στην κοινή περιουσία της εταιρίας και όχι στον ίδιο, καθώς αποτελεί «το προϊόν συλλογικής εργασίας πολλών γενεών». Στην Αμερική και στην Βρετανία, ο ορισμός των Heifer και Vishny αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την νοοτροπία των επιχειρήσεων όμως δεν συμβαίνει το ίδιο και στην

ηπειρωτική Ευρώπη. Έξω από το άγγλο-αμερικανικό στερεότυπο εταιρικής διακυβέρνησης λαμβάνονται υπόψη και οι υπόλοιπες ενδιαφερόμενες ομάδες συμφερόντων. Χαρακτηριστική αν και πριν 50 χρόνια είναι η δήλωση διευθύνοντα σύμβουλου της Volkswagen AG: «Γιατί πρέπει να με ενδιαφέρουν οι μέτοχοι τους οποίους βλέπω μια φορά το χρόνο στη γενική συνέλευση. Είναι πολύ πιο σημαντικό να ενδιαφέρομαι για τους εργαζόμενους που τους βλέπω κάθε μέρα.», (Kohlhausen, 1994). Οι επιχειρήσεις δέχονται πιέσεις να δρουν με γνώμονα εκτός από το κέρδος και το κοινωνικό συμφέρον χωρίς όμως μακροπρόθεσμα να επηρεάζεται το συμφέρον των μετοχών. Αυτή είναι η αρχή της πρωτοκαθεδρίας των μετοχών (Principle of shareholder primacy). Τελικά, ορίζοντας σε ένα ευρύτερο επίπεδο, η εταιρική διακυβέρνηση αναλαμβάνει να αμβλύνει τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ:

- α) των μετόχων, δανειστών και του διοικητικού συμβούλιου της εταιρίας
- β) των μετοχών και όλων των άλλων ομάδων συμφερόντων της επιχείρησης
- γ) των μετόχων μειοψηφίας και των μετόχων πλειοψηφίας

## 1.2 Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης

Κάθε εταιρία, στην αρχή είναι μικρού μεγέθους όπου την ιδιοκτησία της την κατέχει εξ ολοκλήρου ο ιδρυτής της ή οι ιδρυτές της ( δυο ή τρεις το πολύ συνήθως). Ως εκ τούτου, ο ιδρυτής της είναι και διευθύνον στέλεχος της εταιρίας. Συνεπώς, κάθε προσπάθεια που κάνει ο ιδρυτής της για επιπλέον κέρδη θα τα απολαμβάνει ο ίδιος. Αυτό αποτελεί ένα τέλειο κίνητρο για σκληρή εργασία για εκείνον. Όταν η εταιρία ύστερα αρχίζει και αναπτύσσεται, οι ανάγκες για χρηματοδότηση και ρευστότητα αυξάνονται και ο επιχειρηματίας θα πρέπει ή να εισάγει την εταιρία στο χρηματιστήριο ή να καταφύγει σε δανεισμό, δηλαδή πρέπει να αναζητήσει εξωτερικά κεφάλαια. Από τη στιγμή που η εταιρία εξασφαλίζει εξωτερικά κεφάλαια, ο επιχειρηματίας αλλάζει κίνητρα. Πλέον, τα κέρδη που θα αποκομίσει από την εργασία του δεν θα πηγαίνουν εξ ολοκλήρου σε εκείνον, οπότε δεν θα είναι πλέον το ίδιο διατιθέμενος να καταβάλει σκληρή προσπάθεια στην εργασία του. Όσο το μέγεθος της εταιρίας αυξάνεται τόσο θα αυξάνεται και ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και έλεγχου. Όταν έρθει το στάδιο

όπου ο επιχειρηματίας θα πουλήσει και τις εναπομείναντες μετοχές του, η εταιρία θα έχει προσλάβει managers να τη διοικούν. Τότε, οι managers θα αποτελούν εντολοδόχους των ιδιοκτών της εταιρίας που θα πρέπει εκείνοι με τις εξειδικευμένες γνώσεις τους να διοικούν την εταιρία για λογαριασμό των εντολών. Αυτός ο καταμερισμός εργασίας που προκύπτει από τις παραπάνω σχέσεις και διαχωρίζει ταυτόχρονα την ιδιοκτησία από τον έλεγχο της εταιρίας αποτελεί τη σύγχρονη μορφή της επιχείρησης και δημιουργεί το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (Adolf Berle & Gardiner Means, 1932).

Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης αναλύεται στον ηθικό κίνδυνο, δηλαδή στην ανεύθυνη συμπεριφορά και ενέργειες ενός εντολοδόχου αφού υπογράψει το συμβόλαιο για να διοικεί την εταιρία όπως ακριβώς του ζητεί ο εντολέας, αλλά να δρασει με γνώμονα τα δικά του συμφέροντα τα όποια ενδέχεται να βλάψουν τον εντολέα και επίσης στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Η ασυμμετρία στην πληροφόρηση σημαίνει ότι ο εντολέας και ο εντολοδόχος έρχονται σε επαφή με διαφορετικές πληροφορίες και έχουν διαφορετική πραγματικότητα των περιστάσεων στο μυαλό τους. Ακόμη και μετά ένα γεγονός, ο εντολέας δεν είναι πάντα σίγουρος αν για μια αποτυχία το φταίξιμο ήταν του εντολοδόχου ή άλλων τυχαίων περιστατικών. Αν και τα δυο μέρη είχαν την ίδια πληροφόρηση τότε δεν θα υπήρχε ηθικός κίνδυνος, όμως αυτό είναι αδύνατο, (Michael Jensen and William Meckling, 1976). Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης έχει δυο μέρη για τους μέτοχους. Τις πρόσθετες αμοιβές που πρέπει να παρέχουν στους managers και το χτίσιμο της αυτοκρατορίας ή αλλιώς το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών. Όσον αφορά το πρώτο σκέλος, οι μέτοχοι πληρώνουν τα επιπλέον κόστη στο να παρέχουν προνομία, παροχές σε είδος και χρήματα στους Managers ώστε να τους παρακινούν να εργάζονται προς όφελος τους και να μην τα χάσουν όταν ενδεχομένως απολυθούν. Όσον αφορά το δεύτερο σκέλος, οι managers επιδιώκουν να διοικούν μια τεραστία εταιρία για κοινωνικό και επαγγελματικό γόητρο ενώ οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την μεγιστοποίηση των μετοχών τους. Το πρόβλημα αυτό ξεκάνει από το γεγονός ότι οι Managers δεν θέλουν να αποδίδουν τις ελεύθερες ταμειακές ροές στους μέτοχους όταν δεν έχουν κάποιο επενδυτικό σχέδιο με θετική ΚΠΑ. Οι μέτοχοι από την άλλη, μπορούν να έχουν πρόσβαση και να θέλουν να επενδύσουν τα κεφάλαια τους σε αλλά επενδυτικά σχέδια.

Ένα άλλο πρόβλημα αντιπροσώπευσης είναι όταν η επιχείρηση κατέχει πολλά δανειακά κεφάλαια. Όταν το χρέος φτάσει σε ένα πολύ μεγάλο σημείο τότε οι μέτοχοι μπορεί να

αποφασίσουν να χρηματοδοτήσουν ένα επενδυτικό σχέδιο με πολύ μεγάλο κίνδυνο και πολύ μεγάλη απόδοση. Αν το σχέδιο αποτύχει τότε το μεγαλύτερο μέρος της ζημιάς θα το επωμιστεί ο δανειστής ενώ αν το σχέδιο επιτύχει το κέρδος θα είναι για τους μέτοχους αφού θα αποπληρώσουν το χρέος που είχαν και θα απολαμβάνουν πλέον μεγαλύτερες απολαβές από τη μετοχή τους. Βέβαια, οι δανειστές γνωρίζοντας αυτό το πρόβλημα συνήθως διασφαλίζονται με διάφορους τρόπους ώστε να μην χάσουν τα λεφτά τους σε κάθε περίπτωση.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

## Ιδιοκτησία και Έλεγχος

### 2.1 Η ιδιοκτησία και ο έλεγχος

Το δικαίωμα στις ταμειακές ροές αποτελεί την έννοια της ιδιοκτησίας. Αυτό το δικαίωμα εξασφαλίζει στον κάτοχο τους μια αναλογική εν δυνάμει απαίτηση στα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης και στα περιουσιακά της στοιχεία εφόσον αυτή ρευστοποιηθεί, και είναι υπολειμματική. Η απαίτηση αυτή ονομάζεται επίσης και δικαίωμα pro rata. Ο ορισμός του έλεγχου προκύπτει από την κατοχή δικαιωμάτων έλεγχου. Τα δικαιώματα αυτά είναι ουσιαστικά το δικαίωμα ψήφου στις τακτικές και έκτακτες γενικές συνελεύσεις. Τα προβλήματα που διαμορφώνονται μέσα σε μια εταιρία καθορίζονται από τον τρόπο άσκησης του έλεγχου. Επιπροσθέτως, στην Ευρωπαϊκή ένωση και σε πολλές ακόμη χώρες του κόσμου οι μέτοχοι είναι υποχρεωμένοι να δηλώνουν την κατοχή δικαιωμάτων έλεγχου αλλά αυτό δεν συμβαίνει και για τα δικαιώματα ιδιοκτησίας. Όποτε, αν και είναι εύκολο να εντοπίσει κάποιος ποιος ασκεί τον έλεγχο σε μια εταιρία δεν είναι εξίσου εύκολο να αντιληφθεί κάποιος καρπώνεται τις ταμειακές ροές.

### 2.2 Σχήματα εφαρμογής της ιδιοκτησίας και του ελέγχου

Ο έλεγχος εφαρμόζεται ενδεικτικά αδύναμα ή ισχυρά και αντίστοιχα η ιδιοκτησία μπορεί να είναι συγκεντρωμένη ή μη. Όταν η ιδιοκτησία δεν είναι συγκεντρωμένη τότε έχουμε πολυμετοχική δομή. Οπότε, με βάση τα παραπάνω προκύπτουν τέσσερις συνδυασμοί μεταξύ ελέγχου και ιδιοκτησίας.

Όταν εφαρμόζεται η πολυμετοχική δομή τότε η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση είναι πολύ πιθανό να είναι ενεργή. Όσοι περισσότεροι οι μέτοχοι τόσο

περισσότερη και η ρευστότητα των μετοχών. Το θετικό που προκύπτει από την ενεργή αγορά είναι η εύκολη μεταβίβαση των μετοχών από τον έναν επενδυτή στον άλλο καθώς υπάρχει αυξημένη ζήτηση. Η ρευστότητα της μετοχής οδηγεί σε χαμηλό κόστος κεφαλαίου και ενισχύει την εμπορεύσιμη αξία της. Το χαμηλό κόστος κεφαλαίου συνεπάγεται περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες. Καθώς η μετοχή είναι πολύ εμπορεύσιμη η πολυμετοχική εταιρία είναι ευάλωτη σε μια εξαγορά. Αυτό το γεγονός πιέζει τους managers να αποδίδουν στο ρολό της διοίκησης της εταιρίας και να μεγιστοποιούν την αξία της μετοχής γιατί σε αντίθετη περίπτωση, οι πτώσεις στην τιμή της μετοχής μπορεί να επιφέρουν μια εχθρική εξαγορά και αυτό να συντελέσει στην αντικατάσταση τους από άλλους managers. Όταν ο έλεγχος είναι συγκεντρωμένος και η ιδιοκτησία επίσης, τότε υπάρχει ένας μέτοχος με ισχυρό κίνητρο να επιβλέπει τις ενέργειες της διοίκησης και να καθιστά βέβαιο πως η επιχείρηση πορεύεται για την υλοποίηση των στόχων και των συμφερόντων των μετόχων της. Παρόλα αυτά, από την εφαρμογή πολυμετοχικής δομής και συγκεντρωτικού ελέγχου προκύπτουν και μειονεκτήματα. Σε μια πολυμετοχική επιχείρηση υπάρχει συνήθως το πρόβλημα της εποπτείας της διοίκησης από τους μέτοχους που δεν μπορούν να ασκήσουν επαρκώς έλεγχο. Το πρόβλημα αυτό έχει διατυπωθεί ως το πρόβλημα του λαθρεπιβάτη (Grossman, 1980). Πιο συγκεκριμένα, όταν σε μια εταιρία υπάρχει πολύ μεγάλος αριθμός μετόχων, είναι πολύ δύσκολο κάποιος να εποπτεύσει την διοίκηση. Αν όμως κάποιος το επιθυμήσει τότε τα χρήματα που θα καταβάλει και η προσπάθεια του για να το επιτύχει είναι πολύ πιθανό να ξεπεράσουν την αναλογία pro rata που κατέχει. Συνεπώς ένας μικρός μέτοχος δεν έχει επαρκή κίνητρα για να προβεί σε τέτοια ενεργεία. Αυτό το γεγονός οδηγεί στην πολύ μικρή ή και καθόλου εποπτεία των managers. Το κόστος που προκύπτει για τους μέτοχους μειοψηφίας μπορεί να είναι μεγάλο καθώς ο μεγαλομέτοχος είναι πολύ πιθανό να ζητήσει από τους managers εκμεταλλεόμενος την επιρροή που έχει να προβούν σε ενέργειες που θα ωφελήσουν αποκλειστικά αυτόν και θα βλάψουν τους υπόλοιπους μέτοχους. Συμπερασματικά, κάθε πιθανός συνδυασμός οδηγεί σε διαφορετικά προβλήματα στην εταιρική διακυβέρνηση και σε διαφορετικά επίπεδα σύγκρουσης συμφερόντων μέσα στην οικονομική μονάδα. Παρακάτω θα γίνει η ανάλυση των συνδυασμών.

## 2.2.1 Αδύναμος έλεγχος με πολυμετοχική δομή

Ο συνδυασμός αυτός συναντάται πολύ συχνά στη Βρετανία και στην Αμερική. Τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από αυτόν τον συνδυασμό είναι η μεγαλύτερη ρευστότητα και η μεγαλύτερη πιθανότητα για εχθρική εξαγορά, πράγμα το οποίο ωφέλει την αγοραία αξία της επιχείρησης. Το μειονέκτημα αυτού του μοντέλου είναι το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου. Η μειωμένη εποπτεία από τους μέτοχους μειοψηφίας οδηγεί στη σύγκρουση τους με την διοίκηση και τους μέτοχους πλειοψηφίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας δομής είναι η επιχείρηση The Coca Cola Company.

## **2.2.2 Δυνατός έλεγχος και πολυμετοχική δομή**

Τα θετικά χαρακτηριστικά που προσκομίζει η επιχείρηση από τον συνδυασμό ισχυρού ελέγχου και πολυμετοχικής δομής είναι δυο. Αφενός, η πολυμετοχικότητα προσφέρει μια ενεργή αγορά και αφετέρου υπάρχει ένας μέτοχος που ελέγχει τη διοίκηση ώστε να πράττει προς συμφέρον των μετόχων. Ουσιαστικά αυτός ο συνδυασμός ελέγχου και ιδιοκτησίας δε διαφέρει με την προηγούμενη περίπτωση, καθότι είναι αρκετά πιθανό ο ελέγχων μέτοχος να καταχραστεί την εξουσία του προς ίδιο συμφέρον και εναντία στο συμφέρον των μετόχων μειοψηφίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας επιχείρησης είναι η BBS AG η οποία δραστηριοποιείται στη βιομηχανία εξαρτημάτων. Η εταιρία αυτή έχει δυο ειδών μετοχές, αυτές με δικαίωμα ψήφου και αυτές που παρέχουν εγγυημένο μέρος αλλά όχι δικαίωμα ψήφου. Κάθε μετοχή με δικαίωμα ψήφου ισοδυναμεί με μια ψήφο στις συνελεύσεις. Οι δυο τύποι αυτοί μετοχών αποτελούν το 50% και 50% αντίστοιχα του συνόλου των μετοχών. Ο ιδρυτής της εταιρίας, ελέγχει το 62,5% των μετοχών με δικαίωμα ψήφου άρα είναι ο ελέγχων μέτοχος (Georgen, 2015).

## **2.2.3 Μη ισχυρός έλεγχος και συγκεντρωμένη ιδιοκτησία**

Αυτός ο συνδυασμός συναντάται υπερβολικά σπάνια. Το πιο πιθανό είναι να τον συναντήσει κάποιος σε εταιρίες με έδρα την Ελβετία οι οποίες έχουν και όριο ψήφων στο καταστατικό τους. Μια γνωστή εταιρία που έχει σε εφαρμογή ένα τέτοιο σύστημα

είναι η Nestle SA. Το όριο ψήφων εμποδίζει τους μεγαλομέτοχους να έχουν μεγάλη επιρροή στην επιχείρηση οπότε και προστατεύονται οι μέτοχοι μειοψηφίας. Ωστόσο, δεν είναι δυνατό να εμποτευθεί εύκολα καθώς η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη. Επίσης υπάρχει σε αντιδιαστολή με την πολυμετοχική εταιρία, χαμηλή ρευστότητα και υψηλότερο κόστος κεφαλαίου (Nestle SA, 2010).

## 2.2.4 Ισχυρός έλεγχος με συγκεντρωμένη ιδιοκτησία

Στον συνδυασμό αυτό απορρέει ένα έντονο κίνητρο από τον μεγαλοϊδιοκτήτη της εταιρίας να εμποτεύει επαρκώς την διοίκηση. Βεβαία, όπως έχει αναφερθεί και στις προηγούμενες περιπτώσεις, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας συντελεί σε μειωμένη ρευστότητα και υψηλότερο κόστος κεφαλαίου. Επίσης μια επιθετική εξαγορά είναι μάλλον αδύνατη. Παράδειγμα τέτοιας εταιρίας είναι η AUDI AG. Η αυτοκινητοβιομηχανία της Volkswagen κατέχει το 99% των ψήφων της AUDI AG. Το υπόλοιπο 1% ανήκει σε μικρομέτοχους.

## 2.3 Πυραμίδες ιδιοκτησίας και καταχρηστική άσκηση ελέγχου

Σε πολλές εισηγμένες επιχειρήσεις στον κόσμο αυτός που ελέγχει τελικά την εταιρία είναι ένας μέτοχος ή αρκετά ολίγοι μέτοχοι. Αυτοί συνήθως οι μέτοχοι πλειοψηφίας είναι είτε κυβερνήσεις, είτε άλλες επιχειρήσεις, είτε οικογένειες κτλ. Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ των managers και των μετοχών έρχεται σε δεύτερη μοίρα σε αυτήν την περίπτωση εταιρίας με πολυμετοχική δομή και συγκεντρωμένο έλεγχο. Το κύριο πρόβλημα εταιρικής διακυβέρνησης που προκύπτει είναι η καταχρηστική συμπεριφορά των μετόχων πλειοψηφίας και των μετόχων μειοψηφίας. Οι τρόποι με τους οποίους που θα μπορούσε ένας μεγαλομέτοχος να πράξει ιδιοτελώς είναι αρκετοί. Ενδεικτικά όμως οι σημαντικότεροι είναι οι δόλιες συναλλαγές ( tunneling ), η ενδοθηλιακή τιμολόγηση (transfer pricing), η δημιουργία εσωτερικού πολέμου μέσα στην επιχείρηση ( infighting) και η ευνοιοκρατία (nepotism).

Ένα παράδειγμα δόλιας συναλλαγής είναι το εξής. Υπάρχει ένας μέτοχος που κατέχει εξ ολοκλήρου το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας A και επίσης έχει αγοράσει το 51% της εταιρίας B. Στην εταιρία B το υπόλοιπο 49% είναι μέτοχοι μειοψηφίας. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, στις πολυμετοχικές εταιρίες με συγκεντρωμένο τον έλεγχο δεν μπορεί να υπάρξει εποπτεία από τους μικρομέτοχους. Οπότε, ο μεγαλομέτοχος, γνωρίζοντας αυτήν την κατάσταση προβαίνει στο να κλέψει ένα ευρώ από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας A που διακατέχει στο ενεργητικό της. Υστέρα, μεταφέρει το 1 ευρώ στην εταιρία B και αποκομίζει καθαρό κέρδος 0,49 ευρώ, αφού το υπόλοιπο 51% του ανήκε έτσι κι αλλιώς. Οι μικρομέτοχοι θα ζημιωθούν κατά 0,49 ευρώ.

Στην περίπτωση των ενδοομιλικών συναλλαγών, ο μέτοχος πωλεί ένα προϊόν ή μια υπηρεσία της εταιρίας του B στην εταιρία A πάνω από την τιμή της αγοράς, δηλαδή την υπερτιμολογεί. Ως αποτέλεσμα είναι να απολαμβάνει τα επιπλέον ευρώ μέσω της εταιρίας του B ενώ να υποχρεώνει το επιπλέον κόστος να το πληρώνουν οι μικρομέτοχοι της εταιρίας A που ασκεί τον έλεγχο.

Όσο μικρότερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας του μετόχου σε μια εταιρία αλλά ταυτόχρονα έχει τη δυνατότητα να μπορεί να ασκήσει τον έλεγχο στην εταιρία αυτή, τόσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη που μπορεί να αποκομίσει από αμφισβητούμενες πρακτικές. Ένας τρόπος για να το επιτύχει αυτό είναι η μόχλευση του ελέγχου. Αυτή τη φορά ο μεγαλομέτοχος μεταβιβάζει το μερίδιο που κατέχει στην εταιρία A σε μια άλλη εταιρία την Γ στην οποία κατέχει το 51% των μετόχων και οι υπόλοιποι μέτοχοι είναι μέτοχοι μειοψηφίας. Οπότε κάνεις στην εταιρία Γ δεν μπορεί να αμφισβητήσει τις αποφάσεις του. Η πλειοψηφική συμμετοχή είναι το κλειδί στις πυραμίδες ιδιοκτησίας. Τώρα ο μεγαλομέτοχος προβαίνει στην κλοπή 1 ευρώ της εταιρίας A και αποκομίζει κέρδος  $1 - 0,26 = 74$  λεπτά του ευρώ. Αυτό συμβαίνει διότι ο μεγαλομέτοχος κλέβει 49 λεπτά καθαρά από την εταιρία A και  $49 * 51\% = 24,99$  λεπτά του ευρώ από την εταιρία Γ. Και αυτό γιατί οι μικρομέτοχοι της Γ κατέχουν τον 51% της εταιρίας A από την οποία κλέβονται 49 λεπτά. Ο μεγαλομέτοχος ουσιαστικά καταχράστηκε δυο εταιρίες, με την δεύτερη να κάνει τον ενδιάμεσο (Georgen, 2015).

Μια ακόμη καταχρηστική συμπεριφορά των μεγαλομετόχων είναι η ευνοιοκρατία. Οι μεγαλομέτοχοι στελεχώνουν την εταιρία με ανθρώπους που ανήκουν στο στενό τους περιβάλλον και απορρίπτουν άξιους ανθρώπους που θα απέδιδαν περισσότερο προς

τον σκοπό της εταιρίας. Ένα παράδειγμα αυτής της συμπεριφοράς είναι η εταιρία British Broadcasting Group Plc. η οποία δεν διέθετε κάποιο τμήμα που να όριζε ποιος εργαζόμενος της να κάλυπτε διοικητικές θέσεις. Έτσι, ο μεγαλομέτοχος της εταιρίας Rupert Murdoch ο οποίος ασκούσε και καθήκοντα διευθύνοντα σύμβουλου στην εταιρία, ανέθεσε στον γιο του να αντικαταστήσει έναν διευθύνοντα σύμβουλο. Τότε, κάποιοι επενδυτές εξέφρασαν την δυσαρέσκεια τους και έκαναν κριτική για την πρακτική αυτή της εταιρίας και επίσης προέβαλαν τις ανησυχίες τους για την πορεία της εταιρίας. Ακούγοντας της ανησυχίες αυτές, έθεσε αναπληρωτή πρόεδρο του διοικητικού συμβούλιου το λόρδο Rothschild (Saeed Shah , 2003).

Τέλος, όσον αφορά την δημιουργία εσωτερικού πολέμου μέσα στην επιχείρηση, είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της βεντέτας δυο αδερφώνω που είχαν ιδρύσει ένα εργοστάσιο με υποδήματα στην γερμανία. Τα αδέρφισα Adolf και Rudolf Dassler χώρισαν την εταιρία τους και έφτιαξαν δυο διαφορετικά εργοστάσια παπουτσιών στην ίδια περιοχή. Πρόκειται για τις εταιρίες Puma και Adidas (Shinozawa ,2010). Το φαινόμενο αυτό δεν γίνεται ηθελημένα αλλά μπορεί να σπαταλήσει πολύ χρόνο και πόρους από την εταιρία.

## **2.4 Τρόποι άσκησης ελέγχου σε πολυμετοχικές εταιρίες και οφέλη ελέγχου**

Εκτός από την πυραμίδα ιδιοκτησίας που αναλύθηκε πιο πάνω, υπάρχουν κι άλλοι τρόποι άσκησης ελέγχου σε μια πολυμετοχική εταιρία. Ένας από αυτούς λέγεται ψήφοι μέσω αντιπρόσωπου. Οι ψήφοι μέσω αντιπρόσωπου είναι μετοχές που τις έχουν καταθέσει στις τράπεζες διάφοροι πελάτες και οι τράπεζες αναλαμβάνουν να ψηφίσουν για λογαριασμό τους. Οπότε όταν μια τράπεζα έχει επενδύσει σε κάποια επιχείρηση και αυτή έρχεται και καταθέτει μετοχές στην τράπεζα, τότε αυτόματα η τράπεζα αυξάνει την ένταση του ελέγχου που ασκεί στην συγκεκριμένη εταιρία. Ένα άλλο μοτίβο ψήφου μέσω αντιπρόσωπου είναι μετοχές που το δικαίωμα άσκησης ψήφου ασκείται από τους managers της εταιρίας. Ένας ακόμη τρόπος άσκησης ελέγχου σε πολυμετοχικές εταιρίες είναι ο συνασπισμός ψήφων. Αυτό συμβαίνει όταν κάποιοι μέτοχοι συνασπίζονται μαζί και ψηφίζουν κατά τον ίδιο τρόπο ώστε να ικανοποιήσουν τα κοινά συμφέροντα τους.

Όταν υπάρχει ισχυρός έλεγχος σε μια πολυμετοχική εταιρία το κλασικό κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ των Managers και των μετόχων ελαχιστοποιείται. Από αυτό

### Μεταπτυχιακό στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

το γεγονός επωφελούνται όλοι οι μέτοχοι. Αντίθετα ζημιώνονται οι μικρομέτοχοι από το προσωπικό όφελος που προσπαθεί να αποκομίσει ο μεγαλομέτοχος και το όφελος αυτό είναι μη μετρήσιμο.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

## Κατηγοριοποίηση Συστημάτων της Εταιρικής Διακυβέρνησης

### 3.1 Ταξινόμηση συστημάτων της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η πρώτη φορά που επιχειρήθηκε να γίνει ταξινόμηση των συστημάτων που αναπτύχθηκαν από τον καπιταλισμό ήταν από τους John Hicks και Alfred Chandler Jr. (Hicks J., 1969), (Chandler A, 1984). Ο Hicks αναλύοντας τον καπιταλισμό κατέληξε στο συμπέρασμα πως στην οικονομία διαμορφώνονται οι οικονομίες με βάση την αγορά (market based economies) και με βάση τις τράπεζες (bank based economies). Όταν η οικονομία έχει βάση την αγορά τότε αυτό που παρατηρείται είναι ότι οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται από την αγορά αξιόγραφων, η οποία δε κεφαλαιαγορά είναι ιδιαίτερα αναπτυγμένη. Στις οικονομίες με βάση τις τράπεζες, οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούνται κυρίως από τις τράπεζες και η κεφαλαιαγορά δεν είναι τόσο ανεπτυγμένη. Εμπειρικά μελετώντας, ο Colin Mayer, επισήμανε πως στην Γαλλία, την Ιαπωνία και την Γερμανία οι οικονομίες των χωρών αυτών στηρίζονται στο σύστημα των τραπεζών ενώ αυτό δεν συμβαίνει για τη Βρετανία και τις ΗΠΑ (Mayer, 1988). Η ιστορία των χωρών αυτών έπαιξε σημαντικό ρόλο στην υιοθέτηση του οικονομικού τους συστήματος. Η ιστορία και η παλαιότερη νομοθεσία επίσης έχουν σμιλέψει και τον τρόπο που ασκείται η εταιρική διακυβέρνηση στην έκαστη χώρα (Roe, 1994). Κάθε χώρα είχε μια νομοθεσία η οποία έβαζε περιοριστικά όρια στις συναλλαγές και στον τρόπο των συναλλαγών που μπορούσε να εφαρμόσει κάθε τράπεζα. Η νομοθεσία αυτή αποτέλεσε τη βάση για το αν τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης θα εξελισσόταν σε συστήματα με βάση την αγορά ή σε συστήματα με βάση τις τράπεζες. Για παράδειγμα, στην Αμερική με τον νόμο Glass-Steagall που ψηφίστηκε το 1933 και τον νόμο των Συμμετοχικών Τραπεζικών Εταιριών που ψηφίστηκε το 1956 οι



τράπεζες δεν εντρεπόντουσαν να διακρατούν στο ενεργητικό τους μετοχές από βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις. Και ενώ στις τράπεζες δεν επιτρεπόταν καθόλου η κατοχή τέτοιων μετοχών, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί σαν τα συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούσαν να αποκτήσουν τέτοιες μετοχές μέχρι ένα όριο, ώστε να αποφθεχθεί ο έλεγχος των εταιριών από θεσμικούς επενδυτές. Στη Βρετανία ισχύει κάτι παρόμοιο, ενώ στη Γαλλία στην Ιαπωνία και την Γερμανία οι τράπεζες μπορούν να αποκτήσουν μετοχές από βιομηχανικές επιχειρήσεις, και έτσι μπορούν με τις ψήφους μέσω αντιπρόσωπου να ασκήσουν έλεγχο στις εταιρίες αυτές.

Ο Douglas Diamond, θεωρεί πως όταν οι τράπεζες αποκτούν μετοχές από εμπορικές και βιομηχανικές εταιρίες, μπορούν να ασκήσουν εποπτεία σε αυτές τις εταιρίες και αυτό το γεγονός επωφελές για την αγορά γιατί με χαμηλό κόστος, το χρέος παρακολουθείται πολύ πιο εύκολα από τις τράπεζες αν ήταν το χρέος αξιόγραφο και το κατείχε ένα μεγάλο κοινό (Diamond, 1984). Οι τράπεζες εμποδίζουν με τα μέσα που διαθέτουν την ανάπτυξη μιας αγοράς χρεογράφων, διότι μπορούν να περιορίσουν τις διαθέσιμες μετοχές και χρεόγραφα στην αγορά, και επίσης είναι σε θέση να ορίσουν τις επενδύσεις που μπορεί να κάνει ένας ιδιώτης. Αυτό γιατί σε μια οικονομία με βάση τις τράπεζες ο ιδιώτης αποταμιεύει τα λεφτά του ή τα επενδύει σε ομολόγα ενώ αν υπήρχε ισχυρή κεφαλαιαγορά θα τα επένδυσε σε μετοχές. Αυτό σημαίνει πως μια τράπεζα με ισχυρή θέση στην οικονομία όταν της το επιτρέπει η νομοθεσία μπορεί να διαμορφώσει ένα εθνικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (Allen & Gale (2000)).

Μια άλλη προσέγγιση της οικονομίας έγινε από τον Mayer και τον Franks. Οι συγκεκριμένοι δεν όρισαν την οικονομία από τον τρόπο που έβρισκε αυτή χρηματοδότηση. Η προσέγγιση έγινε μέσω του λεγομένου συστήματος insider και outsider. Το σύστημα insider χαρακτηρίζεται από την πολυπλοκότητα στην δομή που αναπτύσσεται η ιδιοκτησία και τον συγκεντρωμένο έλεγχο, ο οποίος έλεγχος επιτυγχάνεται από πυραμίδες ιδιοκτησίας. Στα συστήματα αυτά, υπάρχει ένας μεγαλομέτοχος ο οποίος είναι κατά κύριο λόγο αυτός που ίδρυσε την εταιρία. Ο μέτοχος αυτός που διακρατεί την πλειοψηφία των μετοχών ασκεί την εποπτεία στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας και επηρεάζει άμεσα τις αποφάσεις του. Καθότι υπάρχει ένας μεγαλομέτοχος, οι εχθρικές εξαγορές είναι πολύ σπάνιες. Το χρηματιστήριο επίσης δεν είναι ιδιαίτερα ενεργό σε αυτήν την περίπτωση. Το μοντέλο αυτό συναντάται πολύ συχνά στην Ηπειρωτική Ευρώπη και λέγεται inside γιατί ακριβώς ο έλεγχος ασκείται εκ των έσω της εταιρίας. Από την άλλη μεριά, το σύστημα outsider, ορίζεται από

αναπτυγμένα χρηματιστήρια, πολυμετοχικότητα και έλεγχο και μια δραστήρια αγορά αξιόγραφων. Τον έλεγχο της διοίκησης αναλαμβάνουν οι εξωτερικοί παρατηρητές, που περιμένουν μια πτώση της τιμής της μετοχής για να προβούν σε εχθρική εξαγορά. Αυτό ασκεί πίεση στους managers οι όποιοι για να μην αντικατασταθούν, προσπαθούν να παίρνουν αποφάσεις με γνώμονα τους μέτοχους που εκπροσωπούν, μετριάζοντας έτσι το πρόβλημα εντολοδόχου-εντολέα. Αυτά τα συστήματα είναι πολύ κοινά στην Βρετανία και τις Ηνωμένες Πολυτίμες Αμερικής. Λέγονται outsiders γιατί ο έλεγχος ασκείται έξω από την εταιρία.

Η ιστορία υποστηρίζεται από τον Roe & Bedchuck διαμορφώνει την εταιρική διακυβέρνηση σε εθνικό επίπεδο. Αποκαλούν την θεωρία τους «πορεία ιστορικής εμπειρίας». Πιο συγκεκριμένα θεωρούν πως, πρώτον, το παρελθόν παρέχει δομές στην εταιρική διακυβέρνηση και εκεί στηρίζεται αυτή και τώρα και δεύτερον, πως η ιστορική εμπειρία των κανόνων που ήταν σε ισχύ συντέλεσαν τη βάση για τους κανόνες του τώρα. Γενικότερα, πιστεύουν πως το παρελθόν είναι πολύ ισχυρό στη διαμόρφωση της εταιρικής διακυβέρνησης κάθε χώρας, διότι οι εξαρτήσεις από τους κανόνες της κοινωνίας είναι πολύ δύσκολο να ξεπεραστούν και ακόμη και αν οι νέοι κανόνες είναι πολύ πιο αποτελεσματικοί, αν θίγονται τα συμφέροντα ισχυρών οικονομικών παραγόντων σε μια χώρα τότε η μεταρρύθμιση αυτή θα αποτύχει και δεν θα εφαρμοστεί (Roe & Bedchuck, 1999).

Οι διαφορές στην εταιρική διακυβέρνηση και στην ανάπτυξη των χρηματιστηρίων μπορούν να ταξινομηθούν και με βάση τους νομούς περί ιδιοκτησίας. Σε μια οικονομία, όταν υπάρχει μείωση της αβεβαιότητας που νιώθει ο επενδυτής μέσω της προστασίας που του παρέχεται από το νομικό πλαίσιο της χώρας, τότε το επακόλουθο αυτού είναι η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Η ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς θα επιφέρει και ανάπτυξη της οικονομίας. Όταν παρέχεται προστασία στους επενδυτές τότε υπάρχει και διαθέσιμη ρευστότητα προς χρηματοδότηση επενδύσεων. Η προστασία των επενδυτών έχει επίσης αντίκτυπο στις σχέσεις τους με τους Managers. Οι συγκρούσεις μεταξύ τους θα είναι σε έναν ελεγχόμενο βαθμό και αν το επιβάλλει η κατάσταση, οι επενδυτές μπορούν να καταφύγουν στα όργανα της δικαιοσύνης της χώρας ώστε να διεκδικήσουν την προστασία που τους παρέχει ο νόμος. Όταν το καθεστώς έχει διαμορφωθεί στην προστασία του επενδυτή, τότε και η διοίκηση των εταιριών θα είναι πιο πρόθυμη στο να μοιράζει μερίσματα και θα αποφεύγει να διακριτή ελεύθερες ταμειακές ροές για το κτίσιμο της αυτοκρατορίας τους. Οι νομοί διαχωρίζονται στους

νομούς κοινού δικαίου και στους νομούς αστικού δικαίου που αναφέρονται στην προστασία των επενδυτών. Το κοινό δίκαιο στηρίζεται σε αποφάσεις δικαστών που εκδικάζουν περιπτώσεις υποθέσεων και έπειτα βγαίνει νομολογία πάνω στη συγκεκριμένη περίπτωση. Το αστικό δίκαιο, που ξεκίνησε στην αρχαία Ρώμη, βασίζεται σε άρθρα όπου εκεί στηρίζονται οι αποφάσεις των δικαστών. Η ερμηνεία που κάνει ο εκάστου δικαστής διαμορφώνει και την απόφαση. Το κοινό δίκαιο υπερτερεί έναντι του αστικού δικαίου και αυτό γιατί ένας καλά πληροφορημένος manager μπορεί πάντα να στηριχτεί σε έναν παλαιό νομικό κώδικα και να παρεκτρέψει την συμπεριφορά του ώστε να καταχραστεί τους μέτοχους. Ενώ στις περιπτώσεις που βγαίνει νομολογία, οι Managers δεν μπορούν να είναι τόσο εφευρετικοί.

Ενώ το κοινό δίκαιο χρησιμοποιείται σε ΗΠΑ και Βρετανία καθώς επίσης και στις χώρες που έχει αποικιοκρατήσει η Βρετανία. Από την άλλη μεριά, το αστικό δίκαιο χρησιμοποιείται στις υπόλοιπες χώρες και έχει γίνει διαχωρισμός του στο γαλλικό ή λατινικό, στο σκανδιναβικό και γερμανικό εθνικό δίκαιο. Επίσης, έχει γίνει μια μελέτη για 49 χώρες για να διαπιστωθεί με βάση το δίκαιο που χρησιμοποιείται ποσό προστατευμένοι είναι οι επενδυτές στις χώρες αυτές (La Porta, 1997).

Η κοινωνική ειρήνη σε εθνικό επίπεδο καθορίζεται από το πολίτευμα της χώρας και τις πολιτικές που ακόλουθη. Ως εκ τούτου, η πολιτική επηρεάζει και την εταιρική διακυβέρνηση. Η διάκριση μεταξύ συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ Ευρώπης και ΗΠΑ ερμηνεύεται από αυτόν τον παράγοντα της πολιτικής. Στην Ευρώπη, επειδή οι εργαζόμενοι απολαμβάνουν μεγαλύτερη προστασία από το κράτος σε σχέση με τους επενδυτές, η κοινωνική ειρήνη είναι πιο έντονη συγκριτικά με τις ΗΠΑ. Οι απολύσεις στην Ευρώπη γίνονται δυσκολότερα όσον αφορά τους εργαζόμενους και οι άνεργοι δικαιούνται άψιλο επίδομα. Η διοίκηση της εταιρίας αποτρέπεται από το να ικανοποίηση μόνο τα συμφέροντα των μετόχων γιατί η κοινωνική κατακραυγή για υπέρογκο πλούτο είναι μεγάλη από τις χαμηλότερες κοινωνικές τάξεις. Οι εξαγορές εμποδίζονται από εργατικά σωματεία γιατί αυτές θα επιφέρουν απολύσεις.

Συμπερασματικά, σε συστήματα κοινωνικής πρόνοιας, το κράτος δικαίου παραμερίζει την οικονομική αποτελεσματικότητα. Αποτέλεσμα αυτού του καθεστώτος είναι ο έλεγχος να είναι συγκεντρωμένος καθώς το ίδιο ισχύει και για την ιδιοκτησία. Αυτό συμβαίνει γιατί έτσι μπορούν να ελέγχονται και η διοίκηση της εταιρίας αλλά και οι εργαζόμενοι της. Σε αντίθεση με τα παραπάνω είναι οι χώρες που υπερασπίζονται τα

δικαιώματα του επενδύτη περισσότερο από αυτά του εργαζομένου. Το σύστημα των εταιριών είναι πολυμετοχικό σε αυτές τις περιπτώσεις.

Μια άλλη προσέγγιση πάνω στο πως επηρεάζεται η εταιρική διακυβέρνηση είναι το εκλογικό σύστημα. Την θεωρία αυτή ανέπτυξαν ο Pagano & Volpin. Η θεωρία τους στηρίζεται στη διαφορά του αναλογικού συστήματος και του πλειοψηφικού συστήματος εκλογών και αναλύει τρεις ομάδες συμφερόντων μέσα στην οικονομία: τη διοίκηση των επιχειρήσεων, τους υπάλληλους και τους μέτοχους. Πιο συγκεκριμένα, οι μέτοχοι αποκτούν εισόδημα από τα κέρδη των επιχειρήσεων τους, οι Managers εργάζονται για λογαριασμό των μετόχων, ελέγχουν την εταιρία αλλά δεν τους ανήκει και οι εργαζόμενοι τέλος συνασπίζονται στη ίδια κατηγορία με τους Managers γιατί δουλεύουν για λογαριασμό τρίτων. Οπότε, οι προτιμήσεις τους συγκλίνουν με αυτές των managers και αυτό διότι συμφέρει και τις δυο ομάδες αυτές συμφερόντων να υπάρχουν ασθενέστερα δικαιώματα για τους μέτοχους. Τα ασθενέστερα δικαιώματα των μετόχων συντελούν στην αύξηση της δύναμης της διοίκησης της εταιρίας και επίσης σε περίπτωση που η εταιρία δεν είναι τόσο αποδοτική όσο θα περίμεναν οι μέτοχοι τότε με ασθενέστερα δικαιώματα δε θα μπορούσαν να απολύσουν εύκολα τους εργαζόμενους, και συγκεκριμένα τους λιγότερο αποδοτικούς. Οι μέτοχοι από την άλλη μεριά έχουν τελείως διαφορετικές προτιμήσεις μεταξύ τους. Η ανάλυση της θεωρίας συνεχίζει σημειώνοντας ότι, όταν το εκλογικό σύστημα στηρίζεται στην πλειοψηφία, το κόμμα που θέλει να κερδίσει πρέπει να κερδίσει την πλειοψηφία στις εκλογικές περιφέρειες. Η περιφέρεια που είναι κλειδί για τη νίκη του κόμματος είναι αυτή των εισοδηματιών, δηλαδή των μετόχων, τουλάχιστον αυτό υποστηρίζει η θεωρία αυτή. Απόρροια αυτού είναι το κόμμα πρέπει να αναβαθμίσει τα δικαιώματα των επενδυτών. Όμως, σε ένα εκλογικό σύστημα που στηρίζεται στην αναλογία, ο νικητής των εκλογών είναι αυτός που θα αποκτήσει τις περισσότερες ψήφους. Άρα σε ένα τέτοιο σύστημα τα πολιτικά κόμματα θα δώσουν έμφαση στον λαό, στους πολλούς δηλαδή. Οπότε, είναι επακόλουθο το κόμμα να ευνοήσει τα δικαιώματα των εργαζομένων και όχι των επενδυτών.

Συμπερασματικά, τα συστήματα χωρών με αναλογικό εκλογικό σύστημα, εστιάζουν στα δικαιώματα των εργαζομένων και τα συστήματα πλειοψηφίας εστιάζουν στην ικανοποίηση των συμφερόντων των επενδυτών. Τέλος, σημειώνεται ότι το νομικό πλαίσιο της κάθε χώρας έρχεται δεύτερο σε σχέση με το εκλογικό σύστημα αυτής και

έτσι ερμηνεύεται καλύτερα το κατά ποσό είναι τελικός προστατευμένοι οι επενδυτές (Pagano & Volpin, 2005).

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

## Άσκηση Εξουσίας από τους Μετόχους στους Managers

### 4.1 Επιβολή πειθαρχίας στους Managers

Πιο πάνω έγινε η ταξινόμηση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης ανάλογα με διάφορες οπτικές. Τώρα, θα συζητηθούν διάφορες τεχνικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οι τεχνικές εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρουν ανάλογα με το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που επικρατεί. Επιλέγεται να αναλυθεί το σύστημα Insider outsider και αυτό γιατί θεωρείται πως είναι η πιο ουδέτερη ταξινόμηση συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Το σύστημα αυτό δεν αναφέρει ότι είναι ανώτερο σε σχέση με αλλά συστήματα και επίσης στο σύστημα αυτό εμπεριέχονται οι έννοιες της ιδιοκτησίας και του ελέγχου και το πρόβλημα εντολοδόχου που προκύπτει λόγο αυτού.

Όλα τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζονται από τον ανταγωνισμό των προϊόντων και υπηρεσιών στην αγορά. Αυτό συμβαίνει γιατί όταν μια επιχείρηση δεν αποδίδει τότε αναγκάζεται αν συνεχίσει έτσι, να κλείσει. Οπότε, ο ανταγωνισμός που υπάρχει σε διεθνές επίπεδο, ωθεί την διοίκηση της εταιρίας να εκμεταλλευτεί τους πόρους της αποτελεσματικά ώστε να παραμένει στην αγορά και να μην χάσουν οι managers το εισόδημα τους που είναι βιοποριστικό. Το πώς επηρεάζει ο ανταγωνισμός τη συμπεριφορά της διοίκησης των εταιριών αναλύει μέσω του μοντέλου του ο Hermalin, ο οποίος αναφέρει ότι οι κύριοι παράγοντες επιρροής των managers από τον ανταγωνισμό της αγοράς είναι η πληροφόρηση για την αγορά, οι στρατηγικές αποφάσεις με τις οποίες ενεργούν οι managers, το πώς ο ανταγωνισμός επηρεάζει το εισόδημα τους και τέλος ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν σε κάθε επιχειρηματική ενεργεία λόγω του ανταγωνισμού (Hermalin, 1992).

Αναλυτικότερα, όταν ο ανταγωνισμός είναι έντονος ( σχεδόν τέλειος ) το εισόδημα που μπορεί να αποκομίσει η επιχείρηση είναι περιορισμένο. Ως εκ τούτου, πρέπει να γίνει

μια πολύ αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων της επιχείρησης από τη διοίκηση. Οπότε μια μείωση του εισοδήματος της εταιρίας μπορεί να επιφέρει μείωση σε μόνους ή σε προνομία που απολάμβανε μέχρι τότε ο manager. Οι στρατηγικές αποφάσεις που παίρνουν οι managers λόγω του ανταγωνισμού ενδέχεται να προβούν ολέθριες για αυτούς αν αποτύχουν. Όσον αφορά την πληροφόρηση, η κατάσταση είναι διφορούμενη. Η αύξηση της πληροφόρησης συνεπάγεται μικρότερο κόστος στο πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου όμως από την άλλη η αυξημένη πληροφόρηση για τον εντολοδόχο μπορεί να τον υποκινήσει να αναλάβει μια δράση η οποία δεν χρειάζεται μεγάλη προσπάθεια εκ μέρους του. Όμως αυτό δεν είναι και απολυτό γιατί η αυξημένη πληροφόρηση μπορεί να τον αναγκάσει να επιλέξει μια δράση που απαιτεί πολύ μεγάλη προσπάθεια σε σχέση με μια άλλη που θα επέλεγε χωρίς την πληροφόρηση ώστε το αποτέλεσμα να του αποδώσει παραπάνω οφέλη συγκριτικά με την πρώτη επιλογή. Τέλος, ο ανταγωνισμός είναι υπεύθυνος για την πίεση της τιμής των προϊόντων και των υπηρεσιών προς τα κάτω. Συνεπώς, τα κέρδη της εταιρίας θα είναι λιγότερα όσο μεγαλύτερος είναι ο ανταγωνισμός. Έτσι, ο Manager δεν έχει επαρκή κίνητρα για να εργαστεί σκληρά. Ταυτόχρονα όμως, ο ανταγωνισμός είναι υπεύθυνος για την ανάληψη ενεργειών από τη διοίκηση για καινοτομίες και αλλαγές που θα μειώσουν το κόστος και να καταστήσουν την εταιρία βιώσιμη και υγιή.

Όπως καταλαβαίνουμε το πλαίσιο στο οποίο κινείται αυτή η θεωρία δεν είναι απολυτό. Ωστόσο, η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι η αποτελεσματικότητα της εργασίας των Managers επηρεάζεται θετικά από τον ανταγωνισμό. Παρόλα αυτά, δεν είναι σίγουρο αν η αύξηση του ανταγωνισμού θα βελτιώνει πράγματι την απόδοση των Managers. Συμπερασματικά, ο ανταγωνισμός της αγοράς λειτουργεί σαν ένα υποκατάστατο για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης ( Nickell, 1997).

### **4.1.1 Η αγορά του εταιρικού ελέγχου ως μέσο πειθαρχίας**

Όπως αναφέρθηκε ο ανταγωνισμός αποτελεί υποκατάστατο μηχανισμού πειθαρχίας για την διοίκηση μιας εταιρίας. Σε ένα σύστημα Insider υπάρχουν διάφοροι τρόποι όπου ένας μέτοχος επιβάλλει την πειθαρχία στους managers. Ένας τέτοιος τρόπος είναι η αγορά του εταιρικού ελέγχου. Ουσιαστικά πρόκειται για την περίπτωση όπου η διοίκηση μιας εταιρίας δεν καταφέρνει να ανταποκριθεί επαρκώς στους στόχους της, η

τιμή της μετοχής πέφτει και γίνεται αντικείμενο εξαγοράς. Ο νέος επενδύτης θα διορίσει νέο διοικητικό συμβούλιο και η εταιρία θα επιστρέψει σε θετική πορεία. Βεβαία, δεν έχει διευκρινιστεί για τον μηχανισμό αυτό επιβολής της πειθαρχίας προς τη διοίκηση αν είναι όντως απόλυτα αποτελεσματικός καθώς δεν έχει αποσαφηνιστεί αν εταιρίες που δεν έχουν εξαγοραστεί αν έχουν υψηλότερη ή χαμηλότερη αποδοτικότητα με αυτές που έχουν εξαγοραστεί. Τέλος, ο μηχανισμός αυτός είναι ακριβός και συμβαίνει σπάνια. Παράδειγμα τέτοιας εξαγοράς είναι η περίπτωση της Vodafone Plc. που αγόρασε την Mannesmann AG.

## **4.1.2 Η μερισματική πολιτική ως μέσο πειθαρχίας**

Ένας άλλος μηχανισμός πειθαρχίας της διοίκησης στο σύστημα insider είναι η μερισματική πολιτική που ακόλουθη η κάθε εταιρία. Αναλυτικότερα, τα μερίσματα αποτελούν ελεύθερες ταμειακές ροές της εταιρίας και αποδίδοντας αυτές στους μέτοχους μειώνεται το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου καθώς ο μέτοχος σαν εισοδηματίας είναι ικανοποιημένος. Όμως, με αυτόν τον τρόπο χάνονται διαθέσιμα κονδύλια για επενδύσεις και η εταιρία είναι περισσότερο πιθανό να ζητήσει δανεισμό. Ως εκ τούτου η διοίκηση αποφασίζει πάντα μια βέλτιστη κατά τον δυνατό λύση στο πρόβλημα που παρουσιάζεται. Ουσιαστικά, όταν ζητηθεί εξωτερική χρηματοδότηση τότε μια εταιρία μπαίνει στο μικροσκόπιο από τον εξωτερικό επενδύτη και επιθυμεί να είναι σίγουρη για την απόδοση της εταιρίας. Οπότε ελέγχει σε περιόδους μειωμένης απόδοσης από τη διοίκηση αν τα μερίσματα λειωνόντουσαν. Δηλαδή, είναι πολύ σημαντικό μια εταιρία ανεξάρτητα από το αν τα κέρδη της είναι μειωμένα ή όχι να διατηρεί μια σταθερή απόδοση μερισμάτων. Αν και η μερισματική πολιτική είναι ιδιαίτερα πιο σημαντική στο σύστημα outsider, και στο σύστημα Insider είναι αποτελεσματική σε έναν βαθμό.

## **4.1.3 Το Διοικητικό Συμβούλιο ως μέσο πειθαρχίας**

Όλες οι εταιρίες έχουν διοικητικά συμβούλια. Στις ΗΠΑ και στη Βρετανία καθώς και σε χώρες της Ευρώπης οι εταιρίες έχουν συμβούλιο μιας βαθμίδας. Τα συμβούλια μια βαθμίδας απαρτίζονται από εκτελεστικά και μη στελέχη. Το επιτελείο ανήκει στα εκτελεστικά στελέχη ενώ οι διευθυντές ανήκουν στην κατηγορία των μη εκτελεστικών



στελεχών. Εκτός, από τα συμβούλια μιας βαθμίδας υπάρχουν χώρες που εφαρμόζουν συμβούλια με δυο βαθμίδες. Το ένα συμβούλιο είναι τα εκτελεστικά στελέχη και το άλλο συμβούλιο συντελείται από την εποπτική αρχή. Στο συμβούλιο των εποπτικών στελεχών εκτός από τους απεσταλμένους των μετόχων μπορούν να συμμετοχών και εκπρόσωποι εργατικών σωματείων ή και άλλων εν γένει ομάδων συμφερόντων. Τέτοια συμβούλια δυο βαθμίδων υπάρχουν στην γερμανία στην Νορβηγία καθώς και στην Κινά. Από την άλλη μεριά, το εκτελεστικό συμβούλιο συντελείται από τους Managers και τον διευθύνοντα σύμβουλο καθώς και τον πρόεδρο. Πρέπει να σημειωθεί ότι στην Βρετανία στα συμβούλια τα μη εκτελεστικά όργανα εκπροσωπούν όλους τους μέτοχους ανεξαιρέτως. Η τακτική αυτή ονομάζεται «προσέγγιση ίσων αποστάσεων» (arm's length approach) , ενώ στις άλλες χώρες κάθε ομάδα συμφέροντος εκπροσωπείται ανοιχτά και ξεχωριστά και διεκδικεί τα συμφέροντα της. Όπως είναι φυσικό, υπάρχει μια τριβή μεταξύ των συστημάτων για το πιο είναι πιο αποτελεσματικό. Οι μεν υποστηρίζουν ότι όταν τα συμβούλια είναι δυο διασφαλίζεται η ανεξαρτησία των εκτελεστικών από τα μη εκτελεστικά στελέχη και η επιχείρηση συμπεριφέρεται πιο αξιόπιστα. Όμως, αυτό στην πράξη δεν συμβαίνει γιατί αυτό που έχει παρατηρηθεί είναι τα μη εκτελεστικά στελέχη να έχουν εργαστεί στο παρελθόν για την εταιρία και να έχουν σχέση δηλαδή με τους παράγοντες μέσα στην επιχείρηση, άρα δεν είναι ανεξάρτητα. Οι δε υποστηρίζουν ότι τα μη εκτελεστικά συμβούλια έχουν έλλειψη πληροφόρησης για το τι συμβαίνει στην εταιρία και στην αγορά και είναι υπεύθυνα για λάθος εισηγήσεις που οδηγούν στην πτώση της εταιρίας. Όπως και να είναι τα πράγματα τα σοβαρά ερωτήματα που τίθενται από την ισχύουσα κατάσταση είναι τα εξής: Είναι σωστό ο διευθύνων σύμβουλος να έχει και τη θέση του πρόεδρου; Επίσης, κατά ποσό επηρεάζει η δομή του συμβουλίου τα αποτελέσματα του οργανισμού; Ποτέ απολύεται ένας manager ; και τέλος τι είναι αυτό που θα συντελέσει στην μετατροπή της δομής του συμβουλίου; Κατ' αντιστοιχία θα αναπτυχτούν τα θέματα που προκύπτουν.

Κατ αρχάς, για το αν είναι θεμιτό να έχει το ίδιο πρόσωπο και θέση πρόεδρου και διευθύνοντα σύμβουλου υπάρχουν κάποιοι που υποστηρίζουν πως ναι και άλλοι πως όχι. Αναλυτικότερα, η διπλή ιδιότητα είναι στοιχειό ηγεσίας. Όταν απαιτείται μια σημαντική απόφαση για την επιχείρηση η διπλή ιδιότητα εξασφαλίζει μια αποφασιστικότητα στη διοίκηση. Σε αντιδιαστολή, αν το πρόσωπο του διευθύνοντα σύμβουλου και του πρόεδρου σε τέτοιες καταστάσεις μπορεί να προκαλέσει

αντιπαράθεσις και αδυναμία λήψης απόφασης. Αυτό μεταγενέστερα μπορεί να οδηγήσει σε αντιπαλότητα και εχθρικό κλίμα μεταξύ των δυο αυτών προσώπων, πράγμα αρνητικό για την επιχείρηση. Επίσης, η διαφορετικότητα στα πρόσωπα μπορεί να γεννήσει μια κατάσταση που να μην δύναται να υπάρξει ένας κοινός εκπρόσωπος. Αυτοί όμως που είναι αρνητικά προσκείμενοι στο να ανατίθεται στο ίδιο πρόσωπο ο διπλός ρόλος, υποστηρίζουν πως όταν δεν βρίσκεται κάποιος άλλος στο διοικητικό συμβούλιο εξίσου ισχυρός, τότε η διπλή ιδιότητα μπορεί να οδηγήσει σε καταχρηστική συμπεριφορά. Τέλος, δεν έχει νόημα να εποπτεύει κάποιος τον εαυτό του, που στην περίπτωση της διπλής ιδιότητας αυτό ουσιαστικά συμβαίνει, γιατί ο πρόεδρος εποπτεύει τους συμβούλους και επίσης έχει και ρολό της ηγεσίας στο διοικητικό συμβούλιο. Στις Ηνωμένες πολιτείες της Αμερικής δεν υπάρχει ομόφωνη απόφαση ως προς την διπλή ιδιότητα, αν πρέπει να ακολουθητέοι ή όχι αυτή η τακτική. Όμως, στη Βρετανία, με την έκθεση Cadbury του 1992 προτιμούν τον διαχωρισμό των ρόλων. Πάντως, όποιο μοντέλο και να ακολουθείται, στην πράξη η απόδοση και η αξία της εταιρίας παραμένει ανεπηρέαστη από το γεγονός αυτό.

Στη συνέχεια, το ζήτημα του επηρεασμού των αποτελεσμάτων της επιχείρησης από τη δομή του διοικητικού συμβουλίου επισημαίνονται τα έξι. Είναι ενδεικτικό μετρό ο αριθμός ή κατ επέκταση η αναλογία των εποπτικών στελεχών για το ποσό ανεξάρτητα ενεργεί το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρίας. Όταν η αναλογία των εποπτικών στελεχών είναι μεγαλύτερη από αυτήν των εκτελεστικών στελεχών τότε τα συμβούλια διακρίνονται για τον ισχυρότερο βαθμό ανεξαρτησίας και είναι πιο αποτελεσματικά σε σχέση με αυτά που έχουν περισσότερα εκτελεστικά στελέχη. Όμως, οι μελέτες που έχουν γίνει επί αυτού του θέματος είναι σε πολύ πρώιμο στάδιο και όλα αυτά γράφονται με επιφύλαξη (Dedman, 2002). Τα προβλήματα των μελετών που έχουν γίνει είναι ότι τα εποπτικά στελέχη είναι "βαπτισμένα" ανεξάρτητα και αυτό από μόνο του δεν σημαίνει πως είναι κατ ανάγκη και ανεξάρτητα. Επίσης, η σχέση της απόδοσης της εταιρίας με την αναλογία εκτελεστικών και μη στελεχών δεν είναι εύκολα αποδείξιμη και απλώς αυτό που έχει παρατηρηθεί είναι ότι σε εταιρίες με χαμηλή απόδοση προστίθενται στο συμβούλιο επιπλέον εποπτικά στελέχη για να υπογραμμιστεί ο βαθμός πίεσης προς τη διοίκηση. Ένα οξύμωρο ζήτημα που προκύπτει από αυτό, είναι το γεγονός ότι στην Βρετανία οι κώδικες της ορθής πρακτικής της διακυβέρνησης της εταιρίας προωθούν έντονα την άποψη ότι τα μη εκτελεστικά στελέχη πρέπει να υπάρχουν απαραίτητα στην εταιρική διακυβέρνηση. Εδώ θα έπρεπε να σημειωθεί πως

υπάρχουν κάποιες υπόνοιες πως τα μη εκτελεστικά στελέχη οδηγούν σε πιο ορθή άσκηση της εταιρικής διακυβέρνησης από το γεγονός ότι παρατηρείται η αντικατάσταση εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβούλιου σε περιπτώσεις που η τιμή της μετοχής ή η λογιστική της τιμή βρίσκεται σε πτώση. Στον αντίλογο όμως, η απόλυση των στελεχών της διοίκησης δεν σημαίνει απαραίτητα πως το στέλεχος έπρεπε να διωχθεί από την εταιρία. Οι περιπτώσεις απολύσεων συμβαίνουν όταν όλες οι άλλες επιλογές έχουν χρησιμοποιηθεί και αποτύχει. Τέλος, ένα ακόμη γεγονός θετικό που έχει σημειωθεί για την ύπαρξη περισσότερων αναλογικά εποπτικών στελεχών είναι ότι σε περίπτωση εξαγοράς, η αξία της επιχείρησης αναθεωρείται γιατί τα στελέχη αυτά αρνούνται να προβούν στην εξαγορά άμεσα. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από την Βρετανία (Brickley, 1994). Ενώ τα στοιχεία που προκύπτουν δεν είναι ιδιαίτερα κατατοπιστικά για το αν τελικά υπάρχει σχέση μεταξύ της δομής του διοικητικού συμβούλιου και της απόδοσης της εταιρίας, Όμως αυτό που επισημαίνει η ακαδημαϊκή κοινότητα είναι ότι όσο πιο πολλοί είναι σε ένα συμβούλιο τόσο το χειρότερο είναι για να παρθεί μια απόφαση, άρα μειώνει και την αποδοτικότητα της εταιρίας. Τα πολλά άτομα συνεπάγονται πολλά πρωτόκολλα , διαδικασίες και η γραφειοκρατία που προκύπτει βλάπτει την εταιρία (Lipton, 1992). Επιπροσθέτως, ότι έχει να κάνει με τις μοχλευμένες εξαγορές, αυτό που έχει διαπιστωθεί είναι ότι όταν η εταιρία προβεί σε μοχλευμένη εξαγορά, τότε επιστρέφει στο χρηματιστήριο και το μέγεθος του συμβούλιου μειώνεται, άρα υπάρχει έμμεση νύξη ότι ο μικρότερος αριθμός ατόμων που απαρτίζουν ένα διοικητικό συμβούλιο συμβάλει στην αποτελεσματικότητά του. Υπάρχει και μια περίπτωση που η δομή του συμβούλιου δηλώνει την κακή πορεία της εταιρικής διακυβέρνησης, και συμβαίνει στις περιπτώσεις κλιμακωτών συμβουλίων. Για να εξασφαλίσουν τη θέση τους τα στελέχη σχηματίζουν τη συγκεκριμένη δομή, η οποία έχει απαγορευτικό στον αριθμό των στελεχών που μπορεί να αντικατασταθεί μέσα σε ένα έτος και αυτό ουσιαστικά επηρεάζει και την εξαγορά της εταιρίας, διότι όταν παίρνει η ιδιοκτησία σε νέο μέτοχο τότε αλλάζει και το διοικητικό συμβούλιο, πράγμα που σε αυτήν την περίπτωση δεν μπορεί να συμβεί. Άρα, η μέθοδος αυτή δηλώνει πως το συμβούλιο γνωρίζει την κακή κατάσταση της εταιρίας και λόγω αυτού αμύνεται σε εξαγορά ώστε τα στελέχη να προασπιστούν τη θέση εργασίας τους. Για να κλείσουμε με τη δομή της εταιρίας, υπάρχει μια τελευταία περίπτωση στελεχών , τα όποια δεν είναι στελέχη μόνο σε μια εταιρία αλλά σε πάνω από μια ταυτόχρονα. Αυτή η περίπτωση διοίκησης ονομάζεται αλληλοσυνδεόμενη διοίκηση και αποτελεί συμπαιγνία. Τα

στελέχη αυτά χαίρουν υψηλότερων αποδοχών από τα υπόλοιπα στελέχη (Hallock, 1997).

Το επόμενο ζήτημα, που αφορά για το ποτέ απολύεται ένας manager, ουσιαστικά αυτό προκύπτει υσττέρα από κακή απόδοση. Αυτό έχει παρατηρηθεί ανεξάρτητα συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης. Η κακή απόδοση σημαίνει τις περισσότερες φορές απόλυση. Παρόλα αυτά, η απόλυση ενός στελέχους της διοίκησης δεν είναι ορθή εταιρική τακτική και χρησιμοποιείται όταν όλες οι υπόλοιπες επιλογές έχουν αποτύχει. Στην πράξη, η απόλυση έρχεται όχι σε απλώς κακή απόδοση αλλά σε εξαιρετικά άσχημες περίπτωσης αναποτελεσματικότητας.

Στο τελευταίο ζήτημα που προκύπτει, για το τι συντελεί στην μετατροπή της δομής του διοικητικού συμβούλιου, επισημαίνεται μόνο για τις Ηνωμένες πολιτείες της Αμερικής τα έξι: Υπάρχουν δυο ειδών διευθυντές, οι εσωτερικοί και οι εξωτερικοί. Αυτοί που αναλύονται σε μεγαλύτερο βαθμό είναι οι εσωτερικοί και αυτό συμβαίνει όταν η απόδοση της εταιρίας είναι κακή. Επίσης, όταν κάποιο διευθύνων στέλεχος αποχωρήσει από την επιχείρηση, ένας εσωτερικός διευθυντής τον αντικαθιστά. Είναι αξιοσημείωτο, ότι στις περιπτώσεις που τη θέση του διευθύνοντος στελέχους που αποχώρησε την αναλάβει ένας εξωτερικός διευθυντής, κάποιοι εσωτερικοί διευθυντές αποχωρούν και αυτοί επειδή δεν πήραν την θέση. Τέλος, όταν μια εταιρία αποφασίσει να εισέρθει σε νέες αγορές τότε γίνεται αντικατάσταση των εσωτερικών στελεχών με εξωτερικά στελέχη (Hermalin, 1998).

#### **4.1.4 Οι θεσμικοί επενδυτές ως μέσο πειθαρχίας.**

Οι θεσμικοί επενδυτές, δεν είναι ακόμη ακριβές για το αν προσθέτουν ή όχι αξία για τους μέτοχους. Κάποιες μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι όταν υφίστανται θεσμικοί επενδυτές, τότε είναι πιο συνήθεις οι εναλλαγές των αμοιβών την διοίκησης η όποια είναι επακόλουθο της απόδοσης της. Από αυτήν τη σκοπιά, ασκούν μια θετική πίεση και μικραίνουν το κόστος στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (Hartzell, 2003). Άλλες μελέτες όμως υποστηρίζουν πως οι θεσμικοί επενδυτές βλάπτουν την πορεία της εταιρίας γιατί καθιστούν πιο πιθανό να υπάρχουν ανακριβείς οικονομικές αναφορές και επίσης μειώνουν τις δαπάνες της επιχείρησης και της στερούν μακροπρόθεσμα ανταγωνιστικότητα (Bhide, 1993). Ωστόσο, οι θεσμικοί επενδυτές δεν είναι πάντα ενεργοί μέτοχοι. Στις περιπτώσεις που είναι δρουν παρασκηνιακά και τα αποτελέσματα

είναι πολύ θετικά για την εταιρία Αυτό συμβαίνει διότι αν ενεργήσουν έντονα θα προκαλέσουν την προσοχή των μεσών μαζικής ενημέρωσης και αυτό θα βλάψει την πορεία της εταιρίας. Τέλος, κάνοντας μια θεωρητική αναθεώρηση των θεσμικών επενδυτών, προκύπτει η ερώτηση γιατί θα πρέπει να θεωρούνται οι θεσμικοί μέτοχοι ένας τρόπος λύσης του κόστους αντιπροσώπευσης αφού και οι ίδιοι στην τελική είναι και αυτοί μέτοχοι όπως και οι υπόλοιποι;

#### **4.1.5 Η ενεργή συμμετοχή των μετόχων ως μέσο πειθαρχίας**

Στην Βρετανία και στην Ευρώπη οι προτάσεις των μετόχων στη γενική συνέλευση των μετόχων είναι αρκετά σπάνια. Όμως, οπότε αυτές υπάρχουν τότε θα πρέπει να υλοποιηθούν από τη διοίκηση της εταιρίας. Το σήμα που στέλνετε προς την αγορά είναι αρνητικό, διότι ερμηνεύεται ως ένα μεγάλο πρόβλημα που υπάρχει στην εταιρία και το οποίο μάλλον δεν πρόκειται να λυθεί. Οι μέτοχοι μπορούν να συγκεντρώσουν πληρεξούσιους ώστε να έχουν πιο έντονη παρουσία στη γενική συνέλευση των μετόχων. Στην απέναντι μεριά του ατλαντικού, στις ΗΠΑ, η κουλτούρα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι διαφορετική και ως εκ τούτου το σήμα προς την αγορά είναι θετικό σε ανάλογες περίπτωσης παρέμβασης των μετόχων. Μια ακόμη διαφορά είναι ότι οι προτάσεις τους δεν είναι αναγκαίο να γίνουν αποδεκτές από τη διοίκηση της εταιρίας ( Renneboog, 2011).

#### **4.1.6 Οι αμοιβές που λαμβάνουν οι managers ως μέσο πειθαρχίας**

Οι μέτοχοι έχουν περιγράψει συγκεκριμένες συνθήκες όπου όταν αυτές εκπληρούνται ο Manager να απολαμβάνει επιπλέον αποδοχές. Οι χρηματικές απολαβές είναι πολύ σημαντικό κίνητρο ευθυγράμμισης των ενεργειών του manager με τις επιθυμίες των μετόχων. Μέσα στα πακέτα απολαβών περιλαμβάνονται και δικαιώματα απόκτησης μετοχών, πράγμα το οποίο είναι πολύ ορθό γιατί αν η διοίκηση φέρει κερδοφορία στην επιχείρηση μακροπρόθεσμα και εκπληρώσει κάποιους στόχους, οι μετοχές που θα

αποκτήσει ο manager θα έχουν πολύ μεγάλη αξία. Με αυτόν τον τρόπο η διοίκηση και ο μέτοχος ικανοποιούνται διπλά. Άλλες απολαβές που λαμβάνουν οι managers είναι σε ειδώς, όπως προνομία ή διαφορά οφέλη. Για παράδειγμα εταιρικό αυτοκίνητο, πακέτο διακοπών, τα έξοδα ενός πάρτη για τα γενέθλια των παιδιών του Manager, η πρόσληψη ενός συγγενικού προσώπου στην εταιρία. Όλα αυτά τα προνομία δεν θέλει με τίποτα να τα χάσει ο Manager οπότε αποτελούν ένα πολύ ισχυρό μέσο πειθαρχίας από τη διοίκηση.

Αν και ο σταθερός μισθός των managers διαφέρει από χώρα σε χώρα και από επιχείρηση σε επιχείρηση, δεν αποτελεί κύριο παράγοντα παρακίνησης τους από τους μέτοχους. Οι μεταβλητές αμοιβές όταν επιτυγχάνονται οι στόχοι είναι η κυρία μορφή χρηματοδότησης τους από την εταιρία. Παραδείγματος χάρη, ο μισθός ενός Manager στην Κίνα μπορεί να είναι 200.000 δολάρια ενώ στην Αμερική να μπορεί να φτάνει τα 2 εκατομμύρια δολάρια. Στις Ηνωμένες πολιτείες της Αμερικής, το πιο σύνηθες είναι η μεταβλητή αμοιβή να προσφέρεται σε stock options, ή σε κίνητρα σχεδίων που αφορούν το μακροπρόθεσμο μέλλον. Το ίδιο μοτίβο ακολουθητέα σε Σιγκαπούρη, Γαλλία, Καναδά, Κινά. Η διακύμανση της τελικής αμοιβής που απολαμβάνει ο manager με βάση τα παραπάνω, κυμαίνεται ανάλογα της απόδοσης του, ωστόσο παράγοντες όπως το μέγεθος της επιχείρησης και η μορφή του συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης ευθύνονται και αυτοί καθοριστικά για το τελικό ύψος της αμοιβής αυτής.

Το μέγεθος της επιχείρησης είναι ένας παράγοντας που προβληματίζει πάνω στο σύστημα αυτό της πειθαρχίας μέσω των απολαβών. Αυτό συμβαίνει διότι το κρίσιμο αυτοκρατορίας από τους managers δεν εποφελει τους μέτοχους. Όμως το επίπεδο του μισθού του manager αυξάνεται αναλόγως. Εκεί προκύπτει το κλασικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Ο Zenner & Khorana, μελέτησαν τις επιπτώσεις που έχει στις αποδοχές η μεταβολή στο μέγεθος της επιχείρησης μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών. Παρατήρησαν ότι ένας Manager όταν προβαίνει σε εξαγορά ή σε συγχώνευση με άλλες επιχειρήσεις ο μισθός του αυξάνεται ενώ αντίθετα, ένα άλλος Manager ο οποίος εργάζεται σε μια επιχείρηση της οποίας το μέγεθος δεν αυξάνεται, τότε δεν αυξάνονται αντίστοιχα ούτε και οι αποδοχές του. Επίσης, στη μελέτη αυτή παρατηρήθηκε ότι μετά την εξαγορά, η απόδοση της εταιρίας είναι μειωμένη όπως και οι πώλησης αυτής, όμως οι απολαβές που λαμβάνει ο manager σε σχέση με πριν συνολικά έχουν αυξηθεί. Άρα ο manager αυξάνοντας το μέγεθος της εταιρίας, μπορεί να καταβάλει λιγότερη

προσπάθεια , να έχει χαμηλότερη απόδοση όμως μεγαλύτερο μισθό (Khorana & Zenner, 1998). Μια άλλη μελέτη που επιβεβαιώνει τα παραπάνω είναι αυτή του Jarred Harford ο οποίος παρατηρεί πως μετά από μια συγχώνευση η προγενέστερη κακή απόδοση που υπερνικάτε από τα κέρδη που προκύπτουν από τη συγχώνευση. Οπότε παρατηρείται το εξής οξύμωρο σε περιπτώσεις που δεν υπάρχει ισχυρό διοικητικό συμβούλιο, οι managers λαμβάνουν δυσανάλογα καλύτερες απολαβές μετά από μια συγχώνευση. Εν αντιθέσει, αν ο Manager σπαταλούσε τους πόρους για κεφαλαιουχικές δαπάνες και ανάπτυξη της επιχείρησης , οι απολαβές του θα είναι ανάλογες της επαγγελματικής επιτυχίας των επενδύσεων που θα έκανε. Άρα είναι ξεκάθαρο για έναν manager ότι για να έχει περισσότερες αποδοχές με λιγότερη προσπάθεια και κίνδυνο, πρέπει να κτίσει μια αυτοκρατορία ανεξάρτητα αν αυτό ζημιώνει τον εντολοδόχο του (Harford, 2007).

Ο Elston & Goldberg παρατήρησαν σε μελέτη τους ότι η σχέση ελέγχους και ιδιοκτησίας μπορούν να διαμορφώσουν τις απολαβές της διοίκησης. Συγκεκριμένα, στη Γερμανία , οι πολυμετοχικές εταιρίες με μη συγκεντρωμένο έλεγχο , τα στελέχη των επιχειρήσεων είχαν υψηλότερο μισθό από τις εταιρίες εκείνες που ο έλεγχος ήταν συγκεντρωμένος σε μέτοχους πλειοψηφίας (Elston & Goldberg, 2003). Στην Ισπανία μια άλλη μελέτη, επιβεβαιώνει την παραπάνω με τον αντίθετο τρόπο. Δηλαδή, παρατηρείται ότι στις εταιρίες όπου υπάρχει ένας μεγαλομέτοχος και η ιδιοκτησία η υπόλοιπη ανήκει σε μέτοχους μειοψηφίας, τότε ο μισθός του διευθύνοντα σύμβουλου είναι χαμηλό και αυτό γιατί έτσι υπονοείται πως ο μέτοχος πλειοψηφίας ασκεί τον έλεγχο και όχι ο manager (Gispert, 2003).

# Κεφάλαιο 5

## Η Συμμετοχή των Υπαλλήλων σε ένα Σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης

### 5.1 Η συμμετοχή των εργαζομένων στην ιδιοκτησία

Στις Η.Π.Α. με βάση τα στοιχεία του Εθνικού Κέντρου Εργαζομένων Μετόχων, σχεδόν ένας στους τρεις από τους εργαζομένους κατέχουν στην ιδιοκτησία τους μετοχές των επιχειρήσεων στις οποίες εργάζονται. Η αξία των συνολικών μετοχών που κατέχονται από τους εργαζομένους συνολικά ξεπερνά το ένα τρισεκατομμύριο δολαρίων Αμερικής (NCEO, 2010). Επίσης η μελέτη αυτή έχει στοιχεία πως στην Ευρώπη τα ανάλογα μεγέθη ιδιοκτησίας μετοχών από τους εργαζομένους είναι μεγαλύτερα σε σύγκριση με αυτά στην Αμερική.

Η κατοχή μετοχών από τους εργαζομένους έχει υποστηρικτές αλλά και κατακριτές. Ο Peter Drucker επιχειρηματολογεί υπέρ της ενθάρρυνσης κατοχής μετοχών από τους εργαζομένους των επιχειρήσεων που δουλεύουν σε αυτές διότι αυτό υποστηρίζει πως οι εργαζόμενοι έρχονται σε σύγκλιση με τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτό έχει ως συνέπεια την καλύτερευση της απόδοσης της εταιρικής διοίκησης. Επιπροσθέτως, επειδή οι εργαζόμενοι είναι ταυτόχρονα μέτοχοι και υπάλληλοι της οντότητας θα επιδιώξουν να εποπτεύσουν την διοίκηση καθώς η πληροφόρηση που θα διαθέτουν υπερτερεί σε σχέση των υπολοίπων μετόχων. Σε αντίθεση με τα παραπάνω, ο Michael Jensen έχει την άποψη πως η κατοχή μετοχών από τους υπαλλήλους εδραιώνει την θέση τους. Παρομοιάζει την κατάσταση αυτή με αυτή των managers που αποκτούν μετοχές. Η δύναμη που θα αποκτήσουν σταδιακά οι εργαζόμενοι θα οδηγήσει στην βελτίωση αυτών που λαμβάνουν από την επιχείρηση, όπως ο μισθός τους. Η



απομάκρυνση τους από την εταιρία θα είναι δυσκολότερη, οπότε όλα αυτά θα έχουν ως συνέπεια την μείωση της εταιρικής απόδοσης (Drucker, 1978).

Είναι αξιοσημείωτο ότι και οι δυο παραπάνω απόψεις στηρίζονται στο ότι η ιδιοκτησία μετοχών συνδέεται με το δικαίωμα ψήφου. Παρόλα αυτά, αυτό δεν ισχύει πάντα. Είναι πολύ σύνηθες να ασκείται το δικαίωμα της ψήφου των μετοχών των υπαλλήλων από τα εκτελεστικά στελέχη της επιχείρησης. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η αυτό που συμβαίνει σε κάποιες περιπτώσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο. Αμοιβαία κεφάλαια κατέχουν τις μετοχές υπαλλήλων, η διαχείριση των οποίων γίνεται από εκτελεστικά στελέχη της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα η κατοχή μετοχών από τους εργαζομένους ενισχύει την θέση της διοίκησης.

Τελικά, δεν υπάρχουν αρκετά στοιχεία ώστε να γνωρίζουμε αν υπάρχει θετική ή αρνητική συσχέτιση της κατοχής μετοχών από τους εργαζομένους με την απόδοση της παραγωγικότητας τους και της απόδοσης της διοίκησης. Από φορολογικής σκοπιάς, το πρόγραμμα αυτό είναι ανάλογο ενός συνταξιοδοτικού και έχει ως συνέπεια την φορολογική ελάφρυνση των εταιριών που το υιοθετούν. Ως εκ τούτου η εισαγωγή ενός τέτοιου προγράμματος από μια εταιρία, έχει θετική αντίδραση στο χρηματιστήριο αφού αναμένονται περισσότερα κέρδη καθώς και αύξηση της επίδοσης των υπαλλήλων. Τέλος, το πρόγραμμα αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί στρατηγικά από την εταιρία ενάντια σε μια μη επιθυμητή εξαγορά ή στην περίπτωση όπου η διοίκηση λαμβάνει πολλές προσφορές για εξαγορά, έτσι ώστε να επιτύχει με τη μείωση της προσφοράς μεγαλύτερη τιμή πώλησης.

## **5.2 Όταν παραβιάζεται η εμπιστοσύνη των εργαζομένων**

Έχει γίνει μια υπόθεση από τους Shleifer και Summers ότι η εμπιστοσύνη των εργαζομένων παραβιάζεται σε περιπτώσεις τόσο φιλικών όσο και εχθρικών εξαγορών. Αυτό επίσης ισχύει ακόμη και στην περίπτωση εξαγοράς που έκανε η διοίκηση της εταιρίας (Lichtenberg, 1990). Ενώ η προηγούμενη διοίκηση μπορεί να έχει υποσχεθεί ανταμοιβή στους εργαζομένους της, η νέα διοίκηση μπορεί να μπει στον πειρασμό να απολύσει υπαλλήλους, ειδικά αυτούς που είναι κοντά στην συνταξιοδότηση διότι θεωρούνται λιγότερο αποδοτικοί.

## Επίλογος

Η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει όλη την κοινωνία. Ενώ κάποιοι αγοράζουν άμεσα μετοχές χρηματιστηρίου ενώ άλλοι διακρατούν μετοχές από εταιρίες που εργάζονται. Είναι αξιοσημείωτο ότι ακόμη και κόσμος που δεν αγοράζει μετοχές έχει βιώσει τα αποτελέσματα στην οικονομία από σκάνδαλα τα οποία δημιουργούνται κατά καιρούς. Στην Ελλάδα όπου ζω, τα σκάνδαλα αυτά είναι πολλά είτε από εταιρίες είτε από την κυβέρνηση. Ως αποτέλεσμα της σημαντικότητας της εταιρικής διακυβέρνησης στην κοινωνία και την οικονομία, θα πρέπει να μας ενδιαφέρει όλους η διακυβέρνηση των εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αλλά και το πώς συμπεριφέρονται οι managers στις εταιρίες αυτές.

# Βιβλιογραφία

- Shleifer, A & R.W. Vishy, (1997) 'A survey of corporate governance' Journal of finance 52, 737-783
- Worthington S, (2001) 'Shares and shareholders: property, power and entitlement: Part I, Company Lawyer 22, 258-266
- Williamson O, (1984) 'Corporate governance', Yale Law Journal 93, 1197-1230
- Kohlhausen M, (1994) 'Der Wettbewerb um Aktionare und Eigenkapital'
- Berle A. & Means G, (1932) The modern corporation and private property
- Grossman S (1980) 'Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation', Bell Journal of economics 11, 42-64
- Georgen M. (2015) International Corporate Governance
- Nestle SA (2010) corporate governance report
- Shinozawa Y. (20010) 'Mutual vs proprietary ownership: An empirical study from the UK unit trust industry with a company product measure', Annals of Public and Cooperative Economics 81, 247-280
- Hicks J. (1969) A theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press
- Chandler A. (1984) Business History review 58, 473-503
- Mayer C. (1988) 'New issues in corporate finance', European Economic Review 32, 1167-1189
- Diamond D.W. (1984) 'Financial intermediation and delegated monitoring' Review of economic studies 51, 393-414
- Allen F. (2000) Comparing financial systems, Cambridge, MA: MIT Press
- Roe M. (1999) 'A theory of path dependence in corporate governance and ownership', Stanford Law Review 53, 127-170

- La Porta R. (1997) 'Legal determinants of external finance', *Journal of Finance* 52, 1131-1150
- Pagano M. & Volpin P (2005) 'the political economy of corporate governance', *American Economic Review* 95, 1005-1030
- Hermalin B.E, (1992) 'The effects of competition on executive behavior', *RAND journal of economics* 23, 350-365
- Nickell S. (2002) 'what makes firm perform well?' *European economic review* 41, 783-796
- Dedman E. (2002) 'Shareholder wealth effects of CEO departures: evidence from the UK', *Journal of corporate finance* 8, 81-104
- Brickley J.A. (1994) 'Outside directors and the adoption of poison pills', *Journal of financial economics* 35, 371-390
- Lipton M. (1992) 'Modest proposal for improved corporate governance' *Business Lawyer* 48, 59-78
- Hallock K. (1997) 'Reciprocally interlocking boards of direction and executive compensation' *Journal of financial and quantitative analysis* 32, 331-334
- Hermalin B. (1998) 'Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO' *American economic review* 88, 96-118
- Bhide A. (1993) 'The hidden costs of stock market liquidity', *Journal of financial economics* 34, 31-51
- Renneboog L. (2011) 'the role of shareholder proposals in corporate governance', *Journal of finance* 17, 167-188
- Khorana A. & Zenner M. (1998) 'Executive compensation of large acquirors in the 1980's', *Journal of corporate finance* 4, 209-240
- Harford J. (2007) 'Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEO's', *Journal of finance* 62, 917-949
- Drucker P.F. (1978), *the Future of industrial man. A Conservative approach*

Lichtenberg F.R. (1990) 'the effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior' journal of financial economics 27, 165-194

NCEO (2010) [www.nceo.org](http://www.nceo.org)