



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:

«ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ»

ΙΩΑΝΝΗΣ – ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΦΑΡΜΑΚΗΣ

ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2015

Επιβλέπων καθηγητής: Επικ. καθηγητής Δ. Κυριαζής

Μέλη Επιτροπής: Αναπλ. καθηγητής Εμ. Τσιριτάκης

Επικ. καθηγητής Π. Σταϊκούρας

Επικ. καθηγητής Δ. Κυριαζής

Περίληψη

Το συνεχώς μεταβαλλόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον, λόγω της παγκοσμιοποίησης των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης, σε συνδυασμό με τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα που ξέσπασαν ανά τον κόσμο κατά τις τελευταίες δεκαετίες, υπογράμμισαν πόσο αναγκαία είναι η εφαρμογή αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης. Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να διερευνήσει λεπτομερώς την αλληλεπίδραση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και εξαγορών.

Αρχικά, θα γίνει μια ανάλυση των βασικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, και της στρατηγική σημασίας των Σ&Ε. Στη συνέχεια θα διερευνήσουμε το αν και κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση καταφέρνει, το βασικό της σκοπό, την εξάλειψη του κόστους αντιπροσώπευσης, φαινόμενο το οποίο εντείνεται σε περιόδους εξαγορών.

Προκειμένου να το επιτύχουμε αυτό, θα προβούμε σε επισκόπηση των παλαιότερων και πιο πρόσφατων εμπειρικών μελετών που έχουν διεξαχθεί πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα. Τέλος, θα αποδώσουμε τα συμπεράσματα της μελέτης για το πως οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, δηλαδή το διοικητικό συμβούλιο, η αποζημίωση της εκτελεστικής διοίκησης και η αγορά εταιρικού ελέγχου συνολικά, επιδρούν στις αποφάσεις για εξαγορές και αν τελικά, οι τελευταίες συνεισφέρουν θετικά στις αποδόσεις των μετόχων.

Λέξεις κλειδιά: εταιρική διακυβέρνηση, χρηματοοικονομική επίδοση, διοικητικό συμβούλιο, εκτελεστική αποζημίωση, αγορά εταιρικού ελέγχου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1 - Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή	5
--------------------	---

Κεφάλαιο 2 – Εταιρική διακυβέρνηση

2.1 Ιστορική αναδρομή	8
2.1.1 Η Έκθεση Cadbury	8
2.1.2 Ο νόμος Sarbanes – Oxley	11
2.2 Εννοιολογική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης	13
2.3 Βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης	15
2.4 Βασικές ομάδες συμφερόντων στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης	18
2.5 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης	20
2.5.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)	20
2.5.2 Η Θεωρία Κοστών Συναλλαγής (Transaction Costs Theory)	22
2.6 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης	23
2.6.1 Το Αγγλοσαξωνικό ή εξωτερικό σύστημα	23
2.6.2 Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα	24
2.7 Ο νόμος 3016/2002 στην Ελλάδα	25

Κεφάλαιο 3 - Συγχωνεύσεις και εξαγορές

3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις	28
3.2 Έννοιες – ορισμοί	29
3.3 Είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών	32
3.4 Ανάλυση και κατηγοριοποίηση των κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών	40
3.5 Νομοθετικό πλαίσιο - Νομοθετικές ρυθμίσεις	43
3.5.1 Ευρωπαϊκό Νομικό Πλαίσιο	44

3.5.2 Ελληνικό Νομικό Πλαίσιο	45
3.6 Λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών	47
3.7 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και κίνδυνοι των Σ&Ε: Το Παράδειγμα των Τραπεζών	50
3.8 Καθοριστικοί παράγοντες για την αποτυχία και επιτυχία των Σ&Ε	53
3.9 Μέθοδοι αξιολόγησης των Σ&Ε	55
Κεφάλαιο 4 - Επισκόπηση μελετών	
4.1 Μελέτες με αντικείμενο τον προσδιορισμό του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost)	57
4.2 Επισκόπηση εμπειρικών μελετών	59
4.2.1 Μελέτες που επικεντρώνονται στην επίδραση της εκτελεστικής αποζημίωσης στις εξαγορές	59
4.2.2 Μελέτες που διερευνούν την επίδραση της σύνθεσης του ΔΣ στις εξαγορές	64
4.2.3 Μελέτες που διερευνούν τη μεταβαλλόμενη φύση της αγοράς εταιρικού ελέγχου σε ΗΠΑ και ΗΒ	67
Κεφάλαιο 5 – Συμπεράσματα	
5.1 Συμπεράσματα	72
Βιβλιογραφία	76

Κεφάλαιο 1 - Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή

Η σωστή και αποτελεσματική πορεία των επιχειρήσεων επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες, τόσο εσωτερικούς όσο και εξωτερικούς. Ωστόσο, οι ενδοεπιχειρησιακοί παράγοντες επηρεάζουν ολοένα και περισσότερο τον καθορισμό της ανταγωνιστικής θέσης μιας επιχείρησης ή ενός οργανισμού μέσα στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο ανήκουν και δραστηριοποιούνται.

Οι εξαγορές οδηγούν σε σημαντικές μετατοπίσεις πόρων τόσο εντός κλάδου όσο και διακλαδικά, αλλά και διασυνοριακά, με αποτέλεσμα να καθορίζουν το επιχειρηματικό περιβάλλον παγκοσμίως. Ενδεικτικά να αναφέρουμε ότι το 2007 κατά την κορύφωση του τελευταίου κύματος εξαγορών, εταιρίες παγκοσμίως ξόδεψαν συνολικά πάνω από \$ 4 τρις, ή αλλιώς πάνω από 7,5 % του παγκόσμιου ΑΕΠ, σε εξαγορές.

Η ολοκλήρωση μιας προσεχτικά σχεδιασμένης εξαγοράς είναι δυνατόν να δημιουργήσει σημαντική αξία για τις εμπλεκόμενες εταιρίες, βελτιώνοντας τη λειτουργική αποδοτικότητα και εξασφαλίζοντας πολλά ακόμα οφέλη από τις συνέργιες που δημιουργούνται. Αντιθέτως, κακές αποφάσεις εξαγορών μπορούν να αποφέρουν μηδενικές ή αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους ή ακόμα και να καταστρέψουν βιώσιμες επιχειρήσεις και τα στελέχη τους να τις πληρώσουν με την απώλεια των θέσεών τους. Οπότε εύκολα τεκμαίρεται ότι οι εξαγορές έχουν την τάση να εντείνουν τις εγγενείς συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών και μετόχων (Golubov, Travlos and Petmezas, 2013)

Έτσι, λοιπόν, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι εσωτερικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης, συγκεκριμένα το διοικητικό συμβούλιο και η αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών, είναι σε θέση να μετριάσει το κόστος αυτών των συγκρούσεων (agency cost) και να επηρεάσει τις επιδόσεις μιας επιχείρησης κατόπιν αποφάσεων μείζονος στρατηγικής σημασίας, όπως μια εξαγορά ή συγχώνευση.

Σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι η διερεύνηση ακριβώς αυτής της αλληλεπίδρασης μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και εξαγορών. Αρχικά λοιπόν, στο κεφάλαιο που ακολουθεί θα αναλύσουμε την εταιρική διακυβέρνηση και τους μηχανισμούς εφαρμογής της. Αφού αποδώσουμε τον ορισμό του συγκεκριμένου όρου στη συνέχεια θα προβούμε σε μία σύντομη ιστορική αναδρομή. Το κεφάλαιο πρόκειται να ολοκληρωθεί με τις βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης, τα συστήματα που την διέπουν καθώς και το νομοθετικό πλαίσιο που ισχύει περί εταιρικής διακυβέρνησης σε ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο και Ελλάδα.

Στη συνέχεια προχωρώντας στο τρίτο κεφάλαιο, θα αναφερθούμε διεξοδικά στον τομέα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Συγκεκριμένα, αφού δώσουμε των ορισμούς των συγκεκριμένων εννοιών, θα αναφερθούμε στις διακρίσεις και τις κατηγορίες καθώς και στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Σ&Ε, ενώ κλείνοντας το συγκεκριμένο κεφάλαιο θα κάνουμε λόγο για τα κίνητρα που οδηγούν τις διοικήσεις των επιχειρήσεων σε μία τέτοιου είδους απόφαση.

Ακολούθως, στο τέταρτο κεφάλαιο θα γίνει μία επισκόπηση των βασικότερων και πιο πρόσφατων μελετών που διερευνούν την αλληλεπίδραση μεταξύ

εταιρικής διακυβέρνησης και εξαγορών. Μια μερίδα των μελετών αυτών διερευνά την επίδραση των πολιτικών αποζημιώσεων των CEOs και των λοιπών διοικητικών στελεχών στα κίνητρα και τις επιδόσεις των εξαγορών και αφετέρου μια άλλη μερίδα μελετών εστιάζει την έρευνα της στο πως επηρεάζουν επιμέρους χαρακτηριστικά στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου τις αποφάσεις για εξαγορές (αριθμός ανεξάρτητων μελών, διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου του Δ.Σ. και CEO, συμμετοχή ατόμων στο Δ.Σ. με πολλαπλές θέσεις σε διοικητικά συμβούλια, κ.τ.λ.) .

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο, έχοντας μελετήσει διεξοδικά τις ανωτέρω έρευνες, θα παρουσιάσουμε τα συμπεράσματα μας σχετικά με το αν οι προαναφερθέντες μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης συνεισφέρουν τελικά στην υλοποίηση εξαγορών που μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων .

Κεφάλαιο 2 – Εταιρική διακυβέρνηση

2.1 Ιστορική αναδρομή

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης συναντάται πρώτη φορά τον 17ο αιώνα στο επιχειρηματικό περιβάλλον των ΗΠΑ. Η εμφάνιση της οικονομίας της αγοράς αποτέλεσε την αρχή για την εφαρμογή συστημάτων ελέγχου και εξειδίκευσης της παραγωγής με απώτερο σκοπό την αύξηση της απόδοσης στην παραγωγική δραστηριότητα. Οι μελέτες που γίνονταν εκείνη την περίοδο στο ζήτημα της εταιρικής διακυβέρνησης σε συνδυασμό με τα ιστορικά γεγονότα που έλαβαν χώρα παγκοσμίως είχαν σαν αποτέλεσμα να αποκτήσει περισσότερο πολιτική διάσταση.

Στη συνέχεια, κατά τον 18ο και 19ο αιώνα, η ιστορία της Αγγλοσαξονικής διακυβέρνησης πρότεινε εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ως αποτελεσματικότερους από οποιαδήποτε εξωτερικό κυβερνητικό κανονισμό για την μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης (agency problem) και τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης.

2.1.1 Η Έκθεση Cadbury (Cadbury Report)

Ο προβληματισμός που υπήρξε σχετικά με την αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης στις Η.Π.Α. στάθηκε η αφορμή για τη σύνταξη της έκθεσης Cadbury (Cadbury report), σκοπός της οποίας είναι η ενίσχυση των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης στη Βρετανία.

Αναλυτικότερα, αφορμή για τη δημιουργία της έκθεσης στάθηκαν τα σκάνδαλα που ξέσπασαν το 1991 στις εταιρείες MGN, Poly Peck και BCCI. Έτσι λοιπόν, σε επιτροπή που συστάθηκε τον Μάιο του 1991 από το Financing Reporting Council και το London Stock Exchange (LSE) προέκυψε το Cadbury Report (1992). Στο σημείο αυτό να επισημάνουμε, ότι αρχικά, το Cadbury Report δεν ήταν νόμος ή κώδικας αλλά αποτελούσε παρότρυνση για κανόνες καλής συμπεριφοράς από μέρους των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια, το LSE έμμεσα το κατέστησε υποχρεωτικό για τις επιχειρήσεις. Κύριος στόχος της έκθεσης ήταν να εξετάσει και να αναλύσει από χρηματοοικονομικής απόψεως την πορεία των εταιρειών καθώς και να προτείνει μέτρα τα οποία θα συνέβαλαν στην αποτελεσματικότερη εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης.

Η επιτροπή ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες διοικούνται και ελέγχονται. Το διοικητικό συμβούλιο διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην εφαρμογή της εταιρικής διακυβέρνησης καθώς είναι υπεύθυνο για την θέσπιση και την υλοποίηση των στόχων, την επίβλεψη των διευθυντικών στελεχών και την αναφορά στους μετόχους σχετικά με την πορεία της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά ο ρόλος των μετόχων μιας εταιρείας έγκειται στον ορισμό των διευθυντικών στελεχών που θα εξασφαλίσουν τη σωστή διαχείριση της εταιρείας.

Στόχος της επιτροπής ήταν αφενός να συμπεριλάβει προτάσεις σχετικά με τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου και αφετέρου να διασφαλίσει τα δικαιώματα των θεσμικών επενδυτών. Προκειμένου να καταστεί αυτό εφικτό θέσπισε ορισμένες αρχές:

- ✚ Το Διοικητικό Συμβούλιο κάθε εταιρείας θα έπρεπε να συνέρχεται συχνά και να ασκεί πλήρη και αποτελεσματικό έλεγχο της εταιρείας και των διευθυντικών στελεχών της. Επίσης, θα πρέπει να υπάρχει ένας αποδεκτός διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων της ανώτατης διοίκησης, η οποία θα διασφαλίζει την ισορροπία μεταξύ της δύναμης και της δικαιοδοσίας της. Εξίσου σημαντική είναι και η ύπαρξη μη εκτελεστικών μελών, αναγνωρισμένης αξίας ώστε να έχουν σημαντικό βάρος στις αποφάσεις του συμβουλίου.
- ✚ Σχετικά με τα μη εκτελεστικά μέλη, η έκθεση αναφέρει πως θα πρέπει να διακατέχονται από ανεξάρτητη κρίση στις αποφάσεις τους για θέματα στρατηγικής, απόδοσης και κανόνων πειθαρχίας. Η πλειοψηφία τους πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τη διοίκηση και απαλλαγμένη από επιχειρηματικές δραστηριότητες ή άλλου είδους σχέσεις που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αντικειμενική τους κρίση.
- ✚ Σε ότι αφορά τα εκτελεστικά μέλη, η έκθεση ορίζει ότι τα συμβόλαιά τους δε θα πρέπει να ξεπερνούν τα τρία έτη χωρίς τη συναίνεση των μετόχων. Οι αμοιβές του Προέδρου καθώς και των υψηλόμισθων μελών του ΔΣ θα πρέπει να είναι γνωστές και να καθορίζονται από προτάσεις επιτροπής η οποία θα αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη. Σημαντική παράμετρος είναι ο διαχωρισμός του μηνιαίου μισθού με τα bonus που προκύπτουν από την απόδοσή τους.

- ✚ Τέλος, η έκθεση αναφέρει τα σημεία αναφοράς και ελέγχου υπογραμμίζοντας το καθήκον του ΔΣ να παρουσιάζει μία ισορροπημένη εικόνα της εταιρείας. Το ΔΣ είναι υποχρεωμένο να εγκαθιδρύσει μία επιτροπή ελέγχου που θα αποτελείται από τρία μη εκτελεστικά μέλη τα οποία θα έχουν συγκεκριμένα και σαφή πεδία ελέγχου στα καθήκοντα των μελών του ΔΣ, θα ορίζουν τον εξωτερικό ελεγκτή με τον οποίο θα διασφαλίζουν μία απρόσκοπτη συνεργασία και θα ελέγχουν τις εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πριν την υποβολή τους στο ΔΣ.

Στο σημείο αυτό είναι σκόπιμο να αναφερθεί πως σε κανένα σημείο της έκθεσης δεν γίνεται λόγος για το ρόλο, τη θέση και τη διασφάλιση των δικαιωμάτων των εργαζομένων στην επιχείρηση, παράμετροι οι οποίες φαίνονται να λαμβάνονται για πρώτη φορά υπόψη στο νόμο περί εταιρειών (Companies Act, 2006), στον οποίο μεταξύ των καθηκόντων των μελών του ΔΣ για την προάσπιση του εταιρικού σκοπού συμπεριλαμβάνεται η υπεύθυνη επαγγελματική συμπεριφορά των εργαζομένων και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών (πιστωτές, πελάτες) προς την εταιρεία καθώς και η προαγωγή των εργαζομένων.

2.1.2 Ο Νόμος Sarbanes – Oxley (Sarbanes – Oxley Act)

Ένας αυστηρότερος νόμος σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση σε σύγκριση με το ευρωπαϊκό καθεστώς, ψηφίστηκε τον Ιούλιο του 2002 από την κυβέρνηση των Η.Π.Α. και είναι ο Sarbanes – Oxley Act (2002) γνωστός και ως Sarbox ή SOX.

Ο εν λόγω ομοσπονδιακός νόμος αποτέλεσε τη σημαντικότερη αλλαγή στην νομοθεσία περί τίτλων των ΗΠΑ από τη δεκαετία του 1930. Εισηγήαγε ένα πλαίσιο εξασφάλισης της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων και διασφάλισης της υπεύθυνης εταιρικής διακυβέρνησης. Η αιτία ήταν τα σκάνδαλα που ξέσπασαν το 2000 σε μεγάλες εταιρείες όπως η Enron, WorldCom, Adelphia καθώς και οι εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό κλάδο των Ηνωμένων Πολιτειών, οι οποίες κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και την αξιοπιστία των ελεγκτικών εταιρειών. Το περιεχόμενο του νόμου είναι το ακόλουθο:

- Η δημιουργία της επιτροπής ελέγχου των εταιρειών που παρέχουν υπηρεσίες ελεγκτών σε εισηγμένες εταιρείες, της Public Company Accounting Oversight Board.
- Οι διευθύνοντες σύμβουλοι ή γενικοί διευθυντές των εισηγμένων σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ εταιρειών να πιστοποιούν εγγράφως ότι οι γνωστοποιήσεις σε ορισμένα από τα υποβαλλόμενα προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών δελτία δεν παρέχουν σημαντικά λάθη ή παραλείψεις.
- Οι επιτροπές ελέγχου θα πρέπει να αποτελούνται από ανεξάρτητα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τα οποία θα υπόκεινται σε ειδικές διατάξεις για το διορισμό των ελεγκτών.

- Οι εταιρείες θα πρέπει να γνωστοποιούν σε συνεχή βάση πληροφορίες σχετικές με την κεφαλαιακή διάρθρωση και την πορεία της επιχείρησης. Κάθε δελτίο που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών και περιλαμβάνει οικονομικά αποτελέσματα θα πρέπει να εμπεριέχει γνωστοποιήσεις για όλες τις διορθώσεις που γίνονται από τους ορκωτούς ελεγκτές.
- Τέλος, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, οι ορκωτοί ελεγκτές και τα ανώτερα στελέχη θα υφίστανται βαρύτερες ποινές σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με την κείμενη νομοθεσία.

Ο συγκεκριμένος νόμος έχει διχάσει τους ερευνητές και έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών ακαδημαϊκών συζητήσεων. Αρκετοί υποστηρικτές του νόμου θεωρούν πως είναι απαραίτητος και διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην αγορά κεφαλαίου και στην ενίσχυση του ελέγχου των εταιρικών λογιστικών καταστάσεων. Αντιθέτως, πολλοί υποστηρίζουν ότι το κόστος εφαρμογής, η πολυπλοκότητα και η αυστηρότητα του λειτουργεί κατευναστικά στον συναγωνισμό των Ηνωμένων Πολιτειών με τις υπόλοιπες αγορές κεφαλαίου.

2.2 Εννοιολογική προσέγγιση της εταιρικής διακυβέρνησης

Με τον όρο εταιρική διακυβέρνηση νοούνται εκείνα τα συστήματα που έχουν ως βασικό στόχο τη διασφάλιση της αποτελεσματικής και διαφανούς διοίκησης που μεγιστοποιούν την αξία της οικονομικής μονάδας φροντίζοντας παράλληλα για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των

πιστωτών. Ο ΟΟΣΑ (1999) ορίζει ως εταιρική διακυβέρνηση το σύστημα με το οποίο ελέγχονται και παρακολουθούνται οι εταιρείες.

Σύμφωνα με τον La Porta et al (2000), η εταιρική διακυβέρνηση ασχολείται με τους μηχανισμούς που προστατεύουν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών ενάντια στις επιζήμιες ενέργειες της διοίκησης. Οι Schiffrin και Barroway (2007) θεωρούν πως η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται σε πολιτικές, σε διαδικασίες και σε δομές με τη βοήθεια των οποίων το διοικητικό συμβούλιο μίας επιχείρησης μπορεί να επιβλέπει και να διαχειρίζεται τις δραστηριότητες της εταιρείας προς όφελος των μετόχων της.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ορίζει την εταιρική διακυβέρνηση ως ένα σύνολο πρακτικών που υιοθετεί μια επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει την αποδοτική της λειτουργία, την προστασία των μετόχων της αλλά και το σύνολο αυτών που έχουν μόνιμα συμφέροντα στην εταιρεία.

Ένας άλλος ορισμός είναι αυτός που έχει δοθεί από τον Ν. Γ. Τραυλό (2003) σύμφωνα με τον οποίο ως εταιρική διακυβέρνηση νοείται ένα σύνολο νομικών, θεσμικών και εθιμικών ρυθμίσεων οι οποίες πρέπει να χαρακτηρίζουν τη δραστηριότητα κυρίως των εισηγμένων στα χρηματιστήρια εταιρειών αλλά και των υπολοίπων. Επίσης, θεωρείται πως απαντά σε βασικά ερωτήματα όπως ποιος και πως ελέγχει τις δραστηριότητες των εταιρειών καθώς και ποιος ελέγχει και σε ποιους κατανέμονται τα οφέλη, αλλά και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την εταιρική διακυβέρνηση.

2.3 Βασικές αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης

Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί στην ουσία έναν τρόπο μέσω του οποίου μπορεί να αντιμετωπισθεί το βασικό πρόβλημα του εντολέα-εντολοδόχου (agency problem). Το συγκεκριμένο πρόβλημα σχετίζεται με το πώς θα πρέπει να επιλέγονται μέσα σε έναν οργανισμό οι ικανότεροι διαχειριστές της εταιρείας καθώς και με ποιον τρόπο θα είναι αξιόπιστοι και θα λογοδοτούν στους μετόχους. Καθώς οι μέτοχοι και οι διαχειριστές μπορεί να έχουν αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα μέσα σε μια εταιρεία το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης οφείλει να διασφαλίζει ότι τα συμφέροντα αυτά ευθυγραμμίζονται κατά το δυνατό ώστε να επιτυγχάνεται το άριστο επίπεδο αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας.

Από όλα τα παραπάνω καθίσταται σαφές πως ο τρόπος με τον οποίο διοικούνται οι επιχειρήσεις αλλά και το κατά πόσο αυτές είναι υπόλογες για τις πράξεις τους διαδραματίζει σπουδαίο ρόλο στην εμπέδωση κλίματος εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας στις αγορές. Υπό το πρίσμα αυτό, επομένως, ο ΟΟΣΑ (OECD 1999) παρουσίασε μία σειρά Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης οι οποίες καλύπτουν πέντε βασικούς πυλώνες της εταιρικής διακυβέρνησης και είναι οι ακόλουθες

Τα δικαιώματα των μετόχων

Πρέπει να προστατεύεται και να διευκολύνεται η άσκηση δικαιωμάτων των μετόχων καθώς και οι τελευταίοι θα πρέπει να ενημερώνονται συνεχώς σε αποφάσεις που μπορεί να αφορούν σημαντικές αλλαγές όπως είναι η έκδοση

πρόσθετων μετοχών. Αναλυτικότερα, τα βασικά δικαιώματα των μετόχων θα πρέπει να περιλαμβάνουν το δικαίωμα:

- Της διασφάλισης των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας
- Της μεταβίβασης των μετοχών
- Της συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων
- Της συμμετοχής στα κέρδη της επιχείρησης

Σημαντικό είναι επίσης να αναφερθεί πως αναγνωρίζεται στους μετόχους το δικαίωμα αποτελεσματικής συμμετοχής και ψηφοφορίας στις γενικές συνελεύσεις των μετόχων καθώς και ενημέρωσης που αφορούν τους κανόνες που διέπουν τις γενικές συνελεύσεις. Κατ' επέκταση οι μέτοχοι θα πρέπει να ενημερώνονται έγκαιρα για την ημερομηνία, τον τόπο διεξαγωγής καθώς και για θέματα που θα συζητηθούν κατά τη διάρκεια των συνελεύσεων. Τέλος, απαραίτητη προϋπόθεση αποτελεί η διευκόλυνση της συμμετοχής των μετόχων στη συζήτηση των εταιρικών θεμάτων όπως η εκλογή νέων μελών, ο προσδιορισμός της πολιτικής αμοιβών των μελών του διοικητικού συμβουλίου και της διοίκησης.

Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Θα πρέπει να διασφαλίζεται η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων μειοψηφίας και των αλλοδαπών μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα για αποτελεσματική αποζημίωση σε περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων τους. Όλοι οι μέτοχοι της ίδιας κατηγορίας θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως

ίσοι. Επίσης, όλοι οι επενδυτές θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα για πρόσβαση σε πληροφορίες.

Ο ρόλος των συμμετεχόντων στην εταιρική διακυβέρνηση

Θα πρέπει να αναγνωρίζονται τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται από το νόμο ή μέσω αμοιβαίων συμφωνιών και να ενθαρρύνεται η ενεργή συνεργασία ανάμεσα στις επιχειρήσεις και στους συμμετέχοντες, με σκοπό τη δημιουργία αξίας και εργασιακών θέσεων καθώς και τη διατήρηση ισχυρών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, θα πρέπει να υπάρχει σεβασμός για τα δικαιώματα των συμμετεχόντων που κατοχυρώνονται είτε βάσει του νόμου είτε βάσει αμοιβαίων συμφωνιών. Στην περίπτωση παραβίασης των δικαιωμάτων των συμμετεχόντων που προστατεύονται από το νόμο θα πρέπει να προβλέπεται η δυνατότητα αποζημίωσής τους. Οι συμμετέχοντες πρέπει να έχουν έγκαιρη και τακτική πρόσβαση σε αξιόπιστη πληροφόρηση αναφορικά με τις διαδικασίες στις οποίες συμμετέχουν. Ακόμα, κρίνεται απαραίτητη η δυνατότητα για ελεύθερη επικοινωνία μεταξύ των συμμετεχόντων του διοικητικού συμβουλίου προκειμένου να είναι σε θέση να συζητήσουν τους προβληματισμούς τους.

Γνωστοποίηση και διαφάνεια

Είναι σημαντικό να διασφαλίζεται η έγκαιρη και ακριβής γνωστοποίηση για όλα τα θέματα που αφορούν την επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων της οικονομικής της κατάστασης, της απόδοσής της, της ιδιοκτησίας της και της διακυβέρνησής της. Ουσιαστικά θα πρέπει να συμπεριλαμβάνεται πληροφόρηση σχετικά με θέματα που αφορούν τους στόχους της εταιρείας,

τις συναλλαγές, την πολιτική αποδοχών των μελών του διοικητικού συμβουλίου, τα λειτουργικά και οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης και άλλα.

Ευθύνες του διοικητικού συμβουλίου

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, το πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της επιχείρησης, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διοίκησης από το διοικητικό συμβούλιο καθώς και την υποχρέωση λογοδοσίας του συμβουλίου απέναντι στους μετόχους και την επιχείρηση.

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου οφείλουν να ενεργούν με σύνεση και να μην παραβιάζουν τους κανόνες ηθικής. Θα πρέπει να είναι πλήρως ενημερωμένα πριν προβούν σε οποιαδήποτε ενέργεια και λάβουν κάποια σημαντική απόφαση. Συγκεκριμένα, θα πρέπει να καθοδηγεί και να αναθεωρεί την στρατηγική, να ελέγχει την αποτελεσματικότητα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, να επιλέγει, να ανταμείβει και να ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών.

2.4 Βασικές ομάδες συμφερόντων στο σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης

Σύμφωνα με το Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007) οι ομάδες συμφερόντων που συμμετέχουν σε ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης είναι οι ακόλουθες:

Οι μέτοχοι

Είναι οι πλεονασματικές οικονομικές μονάδες που επενδύουν τα κεφάλαιά τους αγοράζοντας μετοχές σε μία εταιρεία και φυσικά αναμένουν μία απόδοση για την επένδυσή τους αυτή.

Το διοικητικό συμβούλιο

Εκλέγεται από τη γενική συνέλευση εκφράζει την πλειοψηφία των μετόχων, ορίζει τα διευθυντικά στελέχη και ελέγχει την απόδοση της διοίκησης χωρίς όμως να επεμβαίνει στις καθημερινές διοικητικές αποφάσεις.

Τα διευθυντικά στελέχη

Το σύνολο των εκτελεστικών στελεχών, είναι επιφορτισμένα με την ευθύνη της ομαλής και κερδοφόρας πορείας της εταιρείας.

Οι εργαζόμενοι

Ενδιαφέρονται για τη διαφάνεια, την προώθηση της αποτελεσματικότητας και τη διατήρηση της εταιρείας σε τροχιά ανάπτυξης ώστε αυτή να είναι κερδοφόρα και να διασφαλίσει τις θέσεις εργασίας τους και τα εισοδήματά τους.

Οι πιστωτές

Απαιτούν την επιστροφή κεφαλαίων που δάνεισαν καθώς και τους νόμιμους τόκους.

Οι προμηθευτές

Επιθυμούν την ομαλή πορεία της λειτουργίας της εταιρείας

🚧 Το κράτος

Στοχεύει σε μία υγιή και αειφόρο οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη χωρίς εταιρικά σκάνδαλα και χρεοκοπίες με όλες τις δυσάρεστες συνέπειες που προκαλούν.

2.5 Θεωρίες εταιρικής διακυβέρνησης

2.5.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Theory)

Οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με το εν λόγω αντικείμενο είναι οι Berle και Means (1932), οι οποίοι έθεσαν το κλασικό πρόβλημα της αντιπροσώπευσης (agency problem), δηλαδή το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου σε μεγάλες επιχειρήσεις και τη διερεύνηση των συνεπειών. (Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2007)

Το βασικό θέμα της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης, η οποία εστιάζει στο εσωτερικό της επιχείρησης, είναι η κατανόηση της λήψης αποφάσεων και του ελέγχου σε επιχειρήσεις, όπου είναι δυνατό να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στον εντολέα (principal) που δίνει εντολές και τον αντιπρόσωπο (agent) που τις δέχεται. Η βασική σχέση αντιπροσώπευσης δημιουργείται μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων μιας επιχείρησης, όμως επεκτείνεται και στις σχέσεις ανάμεσα σε διοίκηση, πιστωτές και συμμετέχοντες μιας επιχείρησης (πελάτες, εργαζόμενοι, κράτος, κτλ).

Δύο βασικά προβλήματα πιθανά να προκύψουν στη σχέση μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου:

- Το πρώτο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν α) δημιουργείται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ εντολέα και αντιπροσώπου και β) είναι δύσκολος ο έλεγχος της Διοίκησης (αντιπρόσωπος)
- από την πλευρά των μετόχων (εντολέας), δηλαδή κατά πόσο η διοίκηση επιδιώκει το συμφέρον των μετόχων και δεν εμφανίζονται φαινόμενα καιροσκοπισμού (opportunism).

Σε μία ιδεατή κατάσταση θα μπορούσε κανείς να φανταστεί ότι οι δυνάμεις της αγοράς θα είχαν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις την ελαχιστοποίηση του κόστους τους και την υιοθέτηση μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης, οι οποίοι θα τους διευκόλυναν στη συγκέντρωση εξωτερικών κεφαλαίων με το ελάχιστο δυνατό κόστος. Συνοπτικά, ο ανταγωνισμός θα οδηγούσε στην επίλυση του προβλήματος της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Παρόλο, όμως, που ο ανταγωνισμός αποτελεί μια ισχυρή δύναμη διατυπώνονται αμφιβολίες αναφορικά με το γεγονός ότι από μόνος του μπορεί να δώσει λύση στο πρόβλημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Το συγκεκριμένο σενάριο θα ήταν λογικό εάν οι επιχειρηματίες είχαν τη δυνατότητα για μίσθωση κεφαλαίου και εργασίας κάθε στιγμή σε τιμές ανταγωνιστικές, με αποτέλεσμα να μην τους απομένουν πόροι για διαχείριση.

Όμως, στην πραγματικότητα το παραγωγικό κεφάλαιο είναι εξειδικευμένο και μακροχρόνια δεσμευμένο με αποτέλεσμα οι επιχειρηματίες να μην μπορούν

να το μισθώνουν ανά πάσα στιγμή. Επομένως, οι χρηματοδότες χρειάζονται επιβεβαίωση ότι όντως θα πάρουν τα χρήματά τους πίσω με κάποια απόδοση. Αυτή τη διασφάλιση προσφέρουν οι μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης (Shleifer and Vishny, 1997).

2.5.2 Η Θεωρία Κοστών Συναλλαγής (Transaction Costs Theory)

Το κλασικό πρόβλημα κόστους συναλλαγής αφορά τη λήψη απόφασης από τις επιχειρήσεις για την επιλογή ιδιοπαραγωγής προϊόντων (in-house production) σύμφωνα με τις ανάγκες τους ή την προμήθειά τους από την αγορά. Ως κόστος συναλλαγής εννοούμε το αρχικό κόστος διαπραγμάτευσης μιας συμφωνίας καθώς και το κόστος υποστήριξης και τελικής υπογραφής της ή πιο γενικά «το κόστος συνεννοήσεων με άλλους πέραν της τιμής». Επίσης στο κόστος συναλλαγής περιλαμβάνουμε και το κόστος τροποποίησης διαφόρων συμφωνιών για την αντιμετώπιση γεγονότων που δεν έχουν προβλεφθεί από τη συμφωνία, που είναι αρκετά σημαντικό.

Η θεωρία του κόστους συναλλαγής δε συσχετίζεται ιδιαίτερα με την Εταιρική Διακυβέρνηση. Πράγματι, χρησιμοποιείται ευρέως για την εξήγηση οικονομικών προβλημάτων όπου δίδεται ιδιαίτερη βαρύτητα στην εξειδίκευση κεφαλαίου, η οποία όμως δεν αποτελεί τον σημαντικότερο παράγοντα σε προβλήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο κρισιμότερος παράγοντας είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ Διοίκησης και μετόχων. Παρόλα αυτά, το μεθοδολογικό πλαίσιο της συγκεκριμένης θεωρίας έχει πολλά να προσφέρει στη μελέτη της Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Οι οργανισμοί, όπως και τα άτομα, προσπαθούν να μειώσουν το κόστος συναλλαγών, καθώς και το κόστος παραγωγής, με μέσα όπως η πρόσληψη περισσότερων εργαζομένων, η κάθετη ολοκλήρωση, η επιλογή προμηθευτών και διανομέων, η είσοδος σε νέες αγορές, η εξαγορά άλλων επιχειρήσεων, ακόμη και η δημιουργία μονοπωλίων.

2.6 Συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Η ύπαρξη ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, στο εσωτερικό μιας επιχείρησης καθώς και στην οικονομία γενικότερα, συμβάλλει στη δημιουργία εμπιστοσύνης, η οποία είναι απαραίτητη για την σωστή λειτουργία της αγοράς. Συνέπεια αυτού, το κόστος κεφαλαίου είναι χαμηλότερο και οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να κατανέμουν τους πόρους τους με πιο ορθολογικό τρόπο. Περαιτέρω, η έλλειψη ισχυρών συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με αποτελέσματα ερευνών, παρατηρείται αποθάρρυνση των επενδυτών να προσφέρουν κεφάλαια στις επιχειρήσεις σε χώρες με ασθενή συστήματα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

2.6.1 Το Αγγλοσαξωνικό ή εξωτερικό σύστημα

Στο αγγλοσαξωνικό σύστημα (shareholder-based system) κυριαρχούν τα εξής βασικά χαρακτηριστικά: Μεγάλη διασπορά μετοχικών κεφαλαίων, δραστήρια αγορά εταιρικού ελέγχου (σε περιπτώσεις εχθρικών εξαγορών), υψηλή ρευστότητα κεφαλαιαγορών και βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας, Το νομικό σύστημα των χωρών αυτών είναι από τα ισχυρότερα σε ολόκληρη την υφήλιο.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ ισχυρής Διοίκησης και αδύναμων μετόχων. Βασικό μηχανισμό συμμόρφωσης της Διοίκησης προς τα συμφέροντα των μετόχων αποτελεί η κεφαλαιαγορά, ενώ βασικό μηχανισμό ελέγχου της Διοίκησης από τους μετόχους η αγορά εταιρικού ελέγχου (market for corporate control). Η επέμβαση των πιστωτών είναι περιορισμένη, ενώ παρατηρείται μία τάση συγκέντρωσης μετοχών από θεσμικούς επενδυτές. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων επιτελείται διαμέσου της ίδιας της αγοράς. Μπορεί να ειπωθεί ότι, ο κυρίαρχος ρόλος των πιστωτών που παρατηρείται στη Γερμανία και στην Ιαπωνία, στις ΗΠΑ αντιστοιχεί στο ρόλο των διαφόρων συνταξιοδοτικών οργανισμών, οι οποίοι επενδύουν τα διαθέσιμά τους κεφάλαια σε επιχειρήσεις με βασικό κριτήριο τα οφέλη που θα αποκομίσουν, κυρίως σε βραχυχρόνια βάση.

Όσον αφορά στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, τα μέλη προέρχονται έξω από την επιχείρηση (non-executive directors). Τέλος, δημιουργείται έντονος ανταγωνισμός, ο οποίος σε συνδυασμό με τη λειτουργία της αγοράς θεωρούνται ότι επαρκούν για την εναρμόνιση των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης, η οποία φυσικά οδηγεί σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

2.6.2 Το Ευρωπαϊκό ή εσωτερικό σύστημα

Στο εσωτερικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης (stakeholder - based system) κυριαρχούν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά: υψηλή συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας, χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών και μακροπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας. Η χαμηλότερη ρευστότητα κεφαλαιαγορών αντιδρά αρνητικά στους επενδυτές, εφόσον οδηγεί στον

περιορισμό διαθεσίμων κεφαλαίων. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούνται μεταξύ μεγαλομετόχων και αδυνάμων μετόχων.

Επίσης, οι εχθρικές εξαγορές αποτελούν σπανιότερο φαινόμενο, ενώ ο ρόλος των τραπεζών είναι περισσότερο ενισχυμένος. Ειδικότερα, οι τράπεζες αποτελούν το κύριο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, γεγονός που δικαιολογεί τη συμμετοχή τους στη Διοίκηση των τελευταίων στην προσπάθειά τους για διασφάλιση των συμφερόντων τους ως χρηματοδότες. Επειδή, το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών είναι συγκεντρωμένο ή στα χέρια των ιδρυτών ή στα χέρια χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αναπτύσσονται μακροχρόνιες σχέσεις μεταξύ εταιρών και Διοίκησης, οι οποίες οδηγούν σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Δίνεται βαρύτητα σε επενδύσεις με μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα, σε αντίθεση με το αγγλοσαξωνικό σύστημα, όπου κυριαρχεί ο βραχυπρόθεσμος επενδυτικός ορίζοντας.

2.7 Ο νόμος 3016/2002 στην Ελλάδα

Το 2002 η Ελληνική Βουλή ψήφισε το Νόμο 3016, ο οποίος εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας Ανωνύμων Εταιριών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους, σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά που λειτουργεί στη χώρα μας.

Ο Νόμος ορίζει πως πρώτηστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αποτελεί η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρίας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, τα μέλη του ΔΣ απαγορεύεται να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της εταιρίας.

Περαιτέρω, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν εγκαίρως να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντα τους, που προκύπτουν από συναλλαγές της εταιρίας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρίας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων, η οποία ανακλύπτει την άσκηση των καθηκόντων τους. Επίσης, ο Νόμος αναφέρεται στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, προβλέποντας τη συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών.

Περαιτέρω, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δυο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, εκτός αν στο Διοικητικό Συμβούλιο μετέχουν εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Επιπλέον, τα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρία, ή με συνδεδεμένα με αυτή πρόσωπα.

Επιπλέον, ο Νόμος ορίζει ότι οι αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη καθορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο, ενώ οι αμοιβές και λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθορίζονται βάσει του Κ.Ν. 2190/1920 και είναι ανάλογες με τον χρόνο που τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Το σύνολο των αμοιβών και των αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αναφέρεται σε ξεχωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων των οικονομικών καταστάσεων.

Σε γενικές γραμμές, ο ν. 3016/ 2002 θεωρείται από τους παράγοντες της χρηματαγοράς ότι αποτελεί στέρεο βήμα προς την σωστή κατεύθυνση. Συγκεκριμένα, οι διατάξεις του προωθούν περαιτέρω την διαφάνεια στις

συναλλαγές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρία καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Δεν υπάρχει αμφιβολία πως οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κεφάλαιο 3 - Συγχωνεύσεις και εξαγορές

3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2008 έχει οδηγήσει σε οικονομικά αδιέξοδα σχεδόν κάθε χώρα και σε μεγαλύτερο βαθμό τις χώρες της Ευρώπης. Ο έντονος ανταγωνισμός που κυριαρχεί σε συνδυασμό με το αβέβαιο οικονομικό περιβάλλον ωθούν κάθε επιχείρηση ή οργανισμό στον επαναπροσδιορισμό των στόχων, στην υιοθέτηση νέων στρατηγικών και γενικά στην αναδιάρθρωση της δομής και της οργάνωσής τους. Στη σημερινή εποχή, η επιβίωση και η ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων στις διεθνείς αγορές συνδέονται άρρηκτα με την επένδυση στην ποιότητα, την υιοθέτηση καινούριων τεχνολογιών, τις στρατηγικές συμμαχίες αλλά και με την έμφαση στο ανθρώπινο δυναμικό. Ξεκινώντας από την Αμερική τη δεκαετία του 80', οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές εξαπλώθηκαν γρήγορα ανά τον κόσμο κατά τις υπόλοιπες δεκαετίες. Για παράδειγμα, σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποιήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα την χρονική περίοδο 1995-2000 πραγματοποιήθηκαν 2.153 συγχωνεύσεις και εξαγορές πιστωτικών ιδρυμάτων στην Ευρώπη (European Central Bank, 2000).

Η νέα παγκοσμιοποιημένη οικονομία χαρακτηρίζεται από ταχύτατες εξελίξεις στους τομείς της τεχνολογίας, της πληροφορικής και των επικοινωνιών, οι οποίες με τη σειρά τους οδηγούν σε υψηλά επίπεδα ανταγωνισμού και απαιτούν από τις επιχειρήσεις ορθολογικές και καινοτόμες αντιδράσεις. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές θεωρούνται από πολλούς ως υγιές επακόλουθο ανάπτυξης της αγοράς που συμβάλει στην οικονομική αποτελεσματικότητα και ανταγωνιστικότητα της οικονομίας στο διεθνή χώρο. Τα πλεονεκτήματα

που εμφανίζουν οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, όπως η μείωση του κόστους παραγωγής, η ενίσχυση του μεριδίου αγοράς, η εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας αλλά και η αύξηση της απόδοσης των επιχειρήσεων αποτελούν τους λόγους για τη δημιουργία ευνοϊκών συνθηκών στην τοπική και διεθνή αγορά. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές συνδέονται με σοβαρές εξελίξεις στην απασχόληση και στο περιεχόμενο των εργασιακών σχέσεων του προσωπικού των εμπλεκόμενων επιχειρήσεων. Εντούτοις, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές δεν συνεπάγονται πάντοτε βέβαιη επιτυχία στην αγορά των επιχειρήσεων, γι' αυτό το λόγο θα πρέπει να αξιολογούνται βάσει του τελικού τους αποτελέσματος.

3.2 Έννοιες - ορισμοί

Ο όρος συγχώνευση (merger) δηλώνει την ένωση δύο επιχειρήσεων είτε με απορρόφηση της πιο μικρής από αυτές είτε με την δημιουργία μίας νέας οικονομικής μονάδας, στην οποία και μεταβιβάζονται τα περιουσιακά στοιχεία των εταιριών. Αποτελεί κυρίως μία πράξη επένδυσης. Συνήθως, αλλά όχι πάντα πρόκειται για επιχειρήσεις παρόμοιου μεγέθους όπου καμία δεν επιθυμεί να αποκτήσει επιθετικά την άλλη, λειτουργούν αυτοβούλως και επιθυμούν αμοιβαία τη συγχώνευση. Η μία ή και οι δύο συναλλασσόμενες επιχειρήσεις παύουν να υπάρχουν και ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους σε άλλη επιχείρηση, η οποία είτε προϋπάρχει είτε δημιουργείται για τον σκοπό της συνένωσης. Η μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων γίνεται έναντι ανταλλάγματος για τους μετόχους της επιχείρησης που λύεται και μεταβιβάζει τα περιουσιακά στοιχεία. Οι μέτοχοι λοιπόν της επιχείρησης που παύει να υφίσταται αποκτούν ένα συγκεκριμένο

αριθμό μετοχών της νέας επιχείρησης, ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατείχαν αρχικά.

Ο όρος εξαγορά (acquisition) δηλώνει πως μια επιχείρηση (εξαγοράζουσα) αγοράζει εξ' ολοκλήρου (ολική) ή κατά το μεγαλύτερο ποσοστό (μερική) μια άλλη επιχείρηση (εξαγοραζόμενη) μετατρέποντάς την σε θυγατρική επιχειρηματική μονάδα μέσα στο χαρτοφυλάκιό της.

Ο εξαγοραστής (acquirer), σύμφωνα με τους Hawawini και Swary (1990), αποκτά τον έλεγχο της διοίκησης και των περιουσιακών στοιχείων μιας άλλης επιχείρησης η οποία αποτελεί τον δέκτη της προσφοράς ή τον στόχο. Επομένως, η στρατηγική εξαγοράς αποτελεί μια επένδυση υπό συνθήκες αβεβαιότητας η οποία θα πραγματοποιηθεί μόνο εάν δημιουργήσει θετική καθαρή παρούσα αξία για τους μετόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Στην περίπτωση που μεταβιβαστεί όλο το σύνολο των μετοχών, συνεπάγεται πως η εξαγοράζουσα επιχείρηση έχει απορροφήσει όλες τις δραστηριότητες της εξαγορασθείσας, συνεχίζοντας τη χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση μόνο των δικών της μετοχών (δηλαδή της εξαγοράζουσας).

Αντιθέτως, σε περίπτωση που εξαγοραστεί μόνο ένα τμήμα της επιχείρησης-στόχου, τότε εκείνη εξακολουθεί να διατηρεί τη νομική της υπόσταση αλλά συγχρόνως δεν είναι ανεξάρτητη αφού ελέγχεται από την εξαγοράζουσα επιχείρηση. Η στρατηγική της εξαγοράς μπορεί να διεξαχθεί είτε με την καταβολή μετρητών, είτε με την απόκτηση μετοχών της εξαγοράζουσας επιχείρησης, είτε με συνδυασμό και των δύο.

Και στις δύο περιπτώσεις, αποκτάται ο έλεγχος της επιχείρησης. Παρόλο που οι δύο έννοιες έχουν διαφορετικό εννοιολογικό περιεχόμενο, ουσιαστικά,

χρησιμοποιούνται για να δηλώσουν το ίδιο πράγμα: τη συνένωση δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κάτω από την ίδια διοίκηση, έλεγχο, οικονομικούς στόχους και συμφέροντα. Η διάκριση έγκειται μόνο στον τρόπο μεταβίβασης των περιουσιακών στοιχείων.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Financial Reporting Standards) από τον Μάρτιο του 2004 όλες οι εταιρικές συνενώσεις θεωρούνται εξαγορές. Στην περίπτωση που η εξαγοραζόμενη επιχείρηση δε συμφωνεί με τους όρους της αγοράς, τότε γίνεται λόγος για <<επιθετική εξαγορά>>. Η εταιρία που επιθυμεί να πραγματοποιήσει την εξαγορά στοχεύει στην αύξηση του μεριδίου της στην αγορά.

Ωστόσο, η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να αντιδράσει στην όλη διαδικασία επιλέγοντας έναν από τους παρακάτω τρόπους (Patrick A. Gaughan, 2007):

- 1) Αυξάνοντας το μετοχικό της κεφάλαιο.
- 2) Μέσω αποεπενδύσεων, δηλαδή στρέφοντας την προσοχή της μόνο σε δραστηριότητες παρεμφερείς με το αντικείμενο δραστηριότητας της επιχείρησης.
- 3) Τροποποιώντας το εταιρικό της καταστατικό.
- 4) Προβαίνοντας σε συγχώνευση με άλλη εταιρία, η οποία εμφανίζεται φιλική προς το διοικητικό συμβούλιο της πρώτης.
- 5) Διαμορφώνοντας αρνητικό κλίμα για τις μετοχές ή τα μεγέθη της επιθετικής εταιρίας.

3.3 Είδη συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η μέθοδος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών αποτελεί τμήμα μιας μακροπρόθεσμης στρατηγικής σχεδιασμού. Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω, πρόκειται για στρατηγικές επέκτασης, οι οποίες στοχεύουν στη βελτίωση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων (Sudi Sudarsanam, 2003).

Η ταύτιση εξαγοράς και συγχώνευσης εξαρτάται από το πώς λειτουργούν οι εξής παράγοντες:

- α) η στρατηγική και οι στόχοι της εξαγοράζουσας εταιρίας,
- β) η συμβατότητα της κουλτούρας και των διαδικασιών, διοικητικές πρακτικές,
- γ) το κοινωνικό και οικονομικό πλαίσιο στη χώρα που γίνεται η εξαγορά, αλλά και διεθνώς.

Ωστόσο, και οι δύο αποτελούν συμφωνίες στις οποίες μια επιχείρηση αποκτά τον έλεγχο μιας άλλης ή άλλων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 περί Ανωνύμων Εταιριών, εμφανίζονται τρεις βασικοί τρόποι ενοποίησης των επιχειρήσεων (Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, 2001).

i) Με εξαγορά της μίας από την άλλη

Στην προκειμένη περίπτωση γίνεται μεταβίβαση του συνόλου ή του μεγαλύτερου μέρους της ιδιοκτησίας της εξαγοραζόμενης επιχείρησης στην εξαγοράζουσα, είτε με την καταβολή μετρητών είτε με την αγορά και ανταλλαγή μετοχών.

ii) Με απορρόφηση της μίας από την άλλη

Όταν μια επιχείρηση αναλαμβάνει το σύνολο ή τμήμα των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού μιας άλλης μικρότερης επιχείρησης, τότε γίνεται λόγος για απορρόφηση. Για την ολοκλήρωση της διαδικασίας τα στάδια που ακολουθούνται είναι αρχικά η εκκαθάριση της απορροφημένης εταιρίας, έπειτα γίνεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης που πραγματοποιεί την απορρόφηση και τέλος πραγματοποιείται ανταλλαγή των τίτλων της μικρής επιχείρησης με μετοχές της μεγάλης.

iii) Με σύσταση νέας εταιρίας (συγχώνευση)

Συγχώνευση θεωρείται η ένωση δύο ή περισσότερων νομικά ανεξάρτητων εταιριών σε μια νέα καινούρια επιχειρηματική οντότητα. Συνήθως οι αρχικές εταιρίες διατηρούν την αρχική τους ταυτότητα. Μέσω αυτής της διαδικασίας δύναται να μειωθεί το κόστος παραγωγής ή διανομής και να βελτιωθεί η αποδοτικότητα.

Αποτέλεσμα μιας εξαγοράς δεν είναι πάντοτε η συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Επομένως οι εξαγορές μπορούν να κατηγοριοποιηθούν με βάσει τα ακόλουθα κριτήρια (DePamphilis, 2001):

1) Το είδος της εξαγοραζόμενης επιχείρησης:

Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση είναι εισηγμένη και εξαγοραστεί από κάποια μη εισηγμένη τότε υλοποιείται συγχρόνως με την εξαγορά και ιδιωτικοποίηση της πρώτης.

2) Τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης:

Κάθε επιχείρηση θέτει τους δικούς της επιχειρηματικούς και οικονομικούς στόχους μερικοί εκ των οποίων μπορεί να είναι η αύξηση του μεγέθους της, η ενίσχυση της θέσης της στην αγορά, η είσοδος σε νέα αγορά, η διαφοροποίηση των προϊόντων/υπηρεσιών της και διάφοροι άλλοι.

3) Την προέλευση της εξαγοράζουσας επιχείρησης:

Υπάρχει περίπτωση η επιχείρηση που θα εξαγοραστεί να είναι ξένη, πολυεθνική, να έχει την έδρα της σε άλλη χώρα ή να είναι εγχώρια.

Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο ανήκουν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, είναι δυνατό να οδηγήσουν σε οριζόντια ολοκλήρωση, κάθετη ολοκλήρωση και διαφοροποίηση η οποία με τη σειρά της μπορεί να διακριθεί σε συσχετισμένη και ασυσχέτιστη.

Οι τρόποι με τους οποίους μπορεί να πραγματοποιηθεί η οριζόντια ολοκλήρωση είναι οι εξής:

- **Κάθετη συγχώνευση (vertical merger):**

Μία κάθετη συγχώνευση διενεργείται μεταξύ επιχειρήσεων που λειτουργούν σε διαφορετικά στάδια στην παραγωγική διαδικασία για την παραγωγή του προϊόντος, δηλαδή επιχειρήσεων που έχουν σχέση αγοραστή-προμηθευτή. Ανάλογα με την κατεύθυνση προς την οποία πραγματοποιείται η συγχώνευση έχουμε την ολοκλήρωση προς τα εμπρός ή προς τα κάτω (forward integration), και την ολοκλήρωση προς τα πίσω ή προς τα πάνω (backward integration). Η κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός δηλώνει τη διατήρηση των κερδών μέσα στην επιχειρηματική οντότητα, χωρίς την ταυτόχρονη διαρροή τους προς τους μεσάζοντες της παραγωγικής διαδικασίας. Μέσω της

κάθετης συγχώνευσης προς τα πίσω δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να ασχοληθεί με δραστηριότητες που προηγούνταν της παραγωγικής διαδικασίας. Με την κάθετη ολοκλήρωση μπορεί να επιτευχθεί υψηλή ποιότητα στα προϊόντα/υπηρεσίες, ισχυροποίηση της θέσης της νέας επιχείρησης, μεγαλύτερη ευελιξία της παραγωγής στις μεταβολές της ζήτησης καθώς και βελτίωση της αποδοτικότητας-παραγωγικότητας της επιχείρησης. Ωστόσο, η συγκεκριμένη μορφή συγχωνεύσεων δεν παρατηρείται στον τραπεζικό τομέα λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων των τραπεζικών ιδρυμάτων.

- **Οριζόντια συγχώνευση (horizontal merger):**

Αποτελεί έναν συνδυασμό ανταγωνιστών που δραστηριοποιούνται στην ίδια γεωγραφική αγορά και στον ίδιο κλάδο. Οι εταιρίες παράγουν το ίδιο προϊόν, πωλούν στους ίδιους σχεδόν πελάτες και αγοράζουν από τους ίδιους προμηθευτές. Θεωρείται, η πιο “επικίνδυνη” μορφή συγχώνευσης, καθώς είναι η πιο πιθανή να δημιουργήσει μονοπωλιακό ανταγωνισμό. Παρόλα αυτά, οι οριζόντιες συγχωνεύσεις έχουν τις μεγαλύτερες πιθανότητες δημιουργίας πλούτου. Επιχειρήσεις με παρόμοιες επιχειρηματικές δραστηριότητες και παρόμοια στοιχεία ενεργητικού μπορούν να επωφεληθούν από οικονομίες κλίμακας και οικονομίες εύρους, συνδυάζοντας τους πόρους τους.

Επίσης, όταν ο ανταγωνισμός είναι αδύναμος, το αποτέλεσμα μιας οριζόντιας συγχώνευσης μπορεί να είναι η αυξημένη δύναμη αγοράς (market power). Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η εταιρία που προκύπτει από τη συγχώνευση να έχει τη δυνατότητα να διαμορφώνει ελεύθερα τις τιμές όπως αυτή θέλει. Έτσι, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για μονοπωλιακό ανταγωνισμό. Τέτοιου

είδους συγχωνεύσεις αντιμετωπίζουν σήμερα κλάδοι όπως ο τραπεζικός, ο κλάδος των εταιριών πετρελαίου, των φαρμακευτικών προϊόντων και των εταιριών ψυχαγωγίας.

Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις μπορούν να διακριθούν περαιτέρω σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη περίπτωση ανήκει μια επιχείρηση που συγχωνεύεται ή εξαγοράζει μια άλλη η οποία παράγει τα ίδια προϊόντα αλλά σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, ενώ η δεύτερη υποκατηγορία υποδηλώνει τη συνένωση μιας επιχείρησης με μια άλλη που παράγει ένα παρόμοιο αλλά όχι το ίδιο προϊόν.

- **Διαγώνιος, διακλαδική ή ανομοιογενής συγχώνευση (conglomerate merger):**

Στο συγκεκριμένο είδος συγχώνευσης, οι εταιρίες παράγουν προϊόντα διαφορετικού είδους, χρησιμοποιούν διαφορετική τεχνολογία παραγωγής και στοχεύουν σε διαφορετικό καταναλωτικό κοινό. Οι επιχειρήσεις δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση. Το είδος αυτό παρατηρείται όταν οι ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις επιθυμούν την είσοδό τους σε μια νέα αγορά για χρηματοοικονομικούς σκοπούς. Συμβαίνει επομένως, όταν η μητρική επιχείρηση επεκτείνεται σε άλλα επιχειρηματικά πεδία. Το αποτέλεσμα των διακλαδικών συγχωνεύσεων είναι η δημιουργία ενός ομίλου ετερογενών επιχειρήσεων.

Κάθε θυγατρική λειτουργεί αυτόνομα από τις υπόλοιπες του ομίλου, ωστόσο εξαρτάται από την μητρική. Μέσω του συγκεκριμένου είδους συγχώνευσης μπορεί να εξασφαλιστεί η διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου και η μείωση του κόστους κεφαλαίου που προκαλείται από την επέκταση της

επιχείρησης. Μπορεί να διακριθεί είτε σε ανομοιογενή συγχώνευση επέκτασης προϊόντων, όπου προσπαθεί να επεκτείνει τη διάθεση του προϊόντος που παράγει ή να διαφοροποιήσει την παραγωγή της, είτε σε ανομοιογενή συγχώνευση επέκτασης αγορών, όπου προσπαθεί να επεκτείνει τον χώρο δράσης της.

- **Ομοιογενής συγχώνευση ή συγκεντρωτική ενοποίηση (concentric merger):**

Αυτή η μορφή συγχώνευσης πραγματοποιείται μεταξύ επιχειρήσεων που δεν παράγουν ίδια αλλά παρόμοια προϊόντα, χρησιμοποιούν παρόμοια τεχνολογία παραγωγής και τεχνικές μάρκετινγκ, οι δραστηριότητές τους, δηλαδή, αλληλοσυμπληρώνονται. Τα κύρια κίνητρα μιας τέτοιας συγχώνευσης είναι η επιθυμία των συγχωνευθέντων επιχειρήσεων να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους και όχι να μειώσουν το κόστος τους εκμεταλλευόμενοι οικονομίες κλίμακας.

Εναλλακτική μορφή ανάπτυξης μιας επιχείρησης αποτελεί η **κάθετη ολοκλήρωση** (Σακελλής Ε., 2001). Η επιχείρηση που συμμετέχει στην ολοκλήρωση αυτή, είναι υπεύθυνη για τη μεταποίηση, παράγοντας στην ουσία οτιδήποτε της είναι απαραίτητο για να καθετοποιήσει την παραγωγική της διαδικασία. Η μεταποίηση αποτελεί μια αλληλουχία μετασχηματισμών προκειμένου μία ή περισσότερες ύλες να μετατραπούν σε τελικό προϊόν. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση καταφέρνει σταδιακά να ανεξαρτητοποιηθεί από τους προμηθευτές της, με αποτέλεσμα να απαλλάσσεται από τον κίνδυνο να αντιμετωπίσει προβλήματα κόστους και μη έγκαιρης προμήθειας των πρώτων

υλών και κατ' επέκταση εξασφαλίζεται πως η κερδοφορία της δεν θα επηρεαστεί σημαντικά.

Επιπροσθέτως, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να διακριθούν με βάση τη διαδικασία πραγματοποίησής τους και τη στάση της διοίκησης (management) της επιχείρησης-στόχου. Συνεπώς, υπάρχουν οι φιλικές συγχωνεύσεις όπου οι όροι της συμφωνίας καθορίζονται από κοινού από τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στη συγχώνευση, οι φιλικές εξαγορές κατά τις οποίες μία επιχείρηση αγοράζει μια άλλη μικρότερου μεγέθους, με τη σύμφωνη γνώμη του διοικητικού συμβουλίου της δεύτερης και τέλος οι εχθρικές ή επιθετικές εξαγορές όπου η διοίκηση της επιχείρησης-στόχου δεν εγκρίνει την προταθείσα εξαγορά και η μεγαλύτερη επιχείρηση απευθύνεται άμεσα στους μετόχους της πρώτης μέσω χρηματιστηρίου, αυξάνοντας συγχρόνως το αντίτιμο για να τους προσελκύσει περισσότερο.

Σύμφωνα με έρευνα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με τις διακρίσεις των συγχωνεύσεων και εξαγορών στον τραπεζικό κλάδο προέκυψε πως ανάλογα με την εθνικότητα των συναλλασσόμενων επιχειρήσεων εντοπίζονται α) οι εγχώριες ή εθνικές συγχωνεύσεις/εξαγορές, β) οι διεθνείς ή διασυνοριακές και γ) τα χρηματοοικονομικά συγκροτήματα (www.ecb.europa.eu)

1) Εγχώριες ή εθνικές

Ο μεγαλύτερος αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρατηρείται στα πιστωτικά ιδρύματα της εθνικής τραπεζικής βιομηχανίας. Ωστόσο, υπάρχουν και περιπτώσεις που σημειώνονται συμφωνίες μεταξύ μικρών τραπεζών. Η τάση όμως των τελευταίων ετών θέλει τις συνενώσεις των μεγάλων

τραπεζικών ιδρυμάτων να αυξάνουν με γρήγορους ρυθμούς, επηρεάζοντας τις εθνικές αγορές και στοχεύοντας στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας.

Μέσω των εγχώριων συγχωνεύσεων και των εξαγορών μπορούν να αποφευχθούν οι εχθρικές εξαγορές, ενώ οι συμμετέχουσες τράπεζες από την πλευρά τους εκμεταλλευόμενες τις συνέργειες που προκύπτουν από το μέγεθος και τη διαφοροποίηση, πραγματοποιούν μειώσεις στο κόστος με την ελάττωση των υποκαταστημάτων και μειώσεις στον αριθμό του ανθρωπίνου δυναμικού. Στην περίπτωση ενός συνδυασμού μεγάλων τραπεζών παρατηρείται αναδιάρθρωση του πιστωτικού συστήματος. Αναλυτικότερα, αυτό συνεπάγεται πως οι τράπεζες προβαίνουν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ενώ ταυτόχρονα επιζητούν αύξηση των κερδών τους και μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών τους.

2) Διεθνείς ή διασυνοριακές

Οι εξελίξεις των τελευταίων ετών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στην οικονομία των χωρών γενικότερα έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των διεθνών συγχωνεύσεων και εξαγορών στην ευρύτερη περιοχή του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου (ΕΟΧ), με τον αριθμό των εξαγορών να επισκιάζει αυτόν των συγχωνεύσεων. Στόχος των περισσότερων ευρωπαϊκών τραπεζών είναι η επέκτασή τους στις αναδυόμενες αγορές, όπου τα περιθώρια κέρδους φαντάζουν υψηλότερα, στη Λατινική Αμερική, στη Νότιο-Ανατολική Ασία και στην Ανατολική Ευρώπη, επιτυγχάνοντας με τον τρόπο αυτό οικονομίες κλίμακας και φάσματος. Οι οικονομίες κλίμακας δίνουν τη δυνατότητα στην τράπεζα που προκύπτει από τη συγχώνευση να λειτουργήσει αποδοτικότερα και να βελτιώσει την παραγωγική της ικανότητα,

ενώ οι οικονομίες φάσματος από την πλευρά τους, της επιτρέπουν να επεκτείνει την παραγωγική της δραστηριότητα και σε άλλους τομείς. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τη μείωση του κόστους στις διασυνοριακές συμφωνίες, είναι μικρότερα από τα αντίστοιχα των εγχώριων συγχωνεύσεων και εξαγορών, λόγω των διοικητικών και υποστηρικτικών εργασιών που εντοπίζονται σε εθνικό επίπεδο.

3) Χρηματοοικονομικά συγκροτήματα

Μέσω των χρηματοοικονομικών συγκροτημάτων πραγματοποιείται η σύσταση ενός ομίλου εταιριών, ο οποίος δραστηριοποιείται σε διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς τομείς και η κυρίαρχη εταιρία μπορεί να είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα, ένας ασφαλιστικός οργανισμός ή γενικά κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

3.4 Ανάλυση και κατηγοριοποίηση των κυμάτων συγχωνεύσεων και εξαγορών

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) ιστορικά κάνει τη εμφάνισή του κατά κύματα (mergers waves) (Golubov, Petmezas, Travlos, 2012). Δυο μεγάλες θεωρίες εξηγούν γιατί οι Σ&Ε λαμβάνουν χώρα κατά κύματα. Η νεοκλασική θεωρία (Mitchell and Mulherin (1996), Harford (2005)) υποστηρίζει ότι οι Σ&Ε λαμβάνουν χώρα κατά κύματα γιατί οι εταιρείες σε συγκεκριμένους κλάδους αντιδρούν αναλόγως στη μεταβολή των οικονομικών συνθηκών (απορύθμιση αγορών, ανάδειξη νέων τεχνολογιών ή υποκατάστατων προϊόντων και υπηρεσιών). Η δεύτερη θεωρία (Shleifer and Vishny (2003), Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004)) υποστηρίζει ότι οι εκτιμήσεις της αγοράς (market valuations) ωθούν σε Σ&Ε. Η χώρα με το

μεγαλύτερο ιστορικό Σ&Ε είναι η Η.Π.Α, με ιστορία 100 ετών και πλέον, ενώ ακολουθεί το Ηνωμένο Βασίλειο με ιστορία 50 χρόνων, κυρίως από την δεκαετία του 1960. Στην ΕΕ η ιστορία των Σ&Ε ξεκινά ουσιαστικά από τα μέσα της δεκαετίας του 80.

Παρακάτω παρουσιάζεται αναλυτικότερα η εξέλιξη των κυμάτων (Κυριαζής, 2007):

- **1890 έως 1905:** Το πρώτο κύμα Σ&Ε εκδηλώθηκε αποκλειστικά στις ΗΠΑ στο δευτερογενή τομέα, με τη δημιουργία μεγάλων βιομηχανικών μονοπωλίων που επικρατούν ακόμα και σήμερα.
- **Δεκαετία 1920:** Παρατηρούνται συγχωνεύσεις με κύριο στόχο την κάθετη ολοκλήρωση, οι οποίες αν και δε δημιούργησαν μονοπώλια, οδήγησαν σε ολιγοπωλιακές καταστάσεις. Αυτή η χρονική περίοδος χαρακτηρίζεται από εκμετάλλευση εθνικών πόρων, μαζική παραγωγική δραστηριότητα και ανάπτυξη της έρευνας και της τεχνολογίας στον βιομηχανικό τομέα.
- **Δεκαετία 1960:** Κατά τη διάρκεια αυτής της χρονικής περιόδου σημειώνεται σημαντική αύξηση της παραγωγής, έντονη διαφοροποίηση των προϊόντων, διασπορά του επιχειρηματικού κινδύνου και εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικά επιχειρηματικά πεδία.

- **Δεκαετία 1980 (μέχρι το 1989):** Εντοπίζονται διεθνείς συμμαχίες και επιθετικές εξαγορές και για τον λόγο αυτό αποκαλείται “περίοδος της μανίας των συγχωνεύσεων”. Το χαρακτηριστικό της οικονομίας εκείνης της περιόδου ήταν η βαθιά ύφεση, η οποία επηρέαζε τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών και καθιστούσε αδύνατη τη δημιουργία εκ νέου μιας επιχείρησης.
- **Δεκαετία 1990 (1993 – 2000):** Βασικά γνωρίσματα της εποχής είναι η έντονα παγκοσμιοποιημένη οικονομία καθώς και οι νομοθετικές αλλαγές στις εταιρικές συγκεντρώσεις και τα μονοπώλια. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν τη μεγέθυνσή τους προκειμένου να ανταποκριθούν στην νέα πραγματικότητα.
- **Δεκαετία 2000 (2003 – 2007):** Η συγκεκριμένη περίοδος χαρακτηρίζεται από προσφορές εξαγορών τοις μετρητοίς (cash bids) και τοποθετήσεις από μέρους ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity funds).

Το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων, το οποίο εντείνεται διεθνώς με καλπάζοντα ρυθμό μεταμορφώνοντας το διεθνές οικονομικό και επιχειρησιακό περιβάλλον, δεν άφησε ανεπηρέαστη και την Ελλάδα. Ο ολοένα αυξανόμενος ανταγωνισμός στο νέο ευρωπαϊκό και διεθνές πεδίο, ωθεί τις ελληνικές επιχειρήσεις στη δημιουργία μεγάλων βιώσιμων οικονομικών μονάδων, οι οποίες είναι ικανές να ανταπεξέλθουν στον διεθνή ανταγωνισμό. Η συγχώνευση μικρών και μεσαίων ελληνικών εταιριών και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί σήμερα μονόδρομο, εάν επιθυμούν να επιβιώσουν και να εδραιώσουν τη θέση τους μέσα στο συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον.

Ωστόσο, στο σημείο αυτό πρέπει να τονισθεί πως μετά από κάθε εξαγορά και συγχώνευση, η χρηματιστηριακή αγορά δημιουργεί μια πλασματικά υπερτιμημένη αξία των μετοχών των επιχειρήσεων και υπεραισιόδοξες προβλέψεις για κερδοφόρες συμμαχίες. Αυτό οφείλεται στον εξισορροπητικό μηχανισμό που διαθέτει η αγορά του χρηματιστηρίου και μεταβάλλει οτιδήποτε μετατοπίζει την ισορροπία των πραγμάτων.

Αναλυτικότερα αλλάζει τις τιμές και κυρίως εκείνες των μετοχών, στοχεύοντας έτσι στην αποφυγή επιπρόσθετων συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τα προηγούμενα συνεπάγονται πως τα κύματα των συγχωνεύσεων και εξαγορών είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε οικονομική αποτυχία, εάν γίνει αντιληπτή η πραγματική αξία των συνεργειών, η οποία σαφέστατα θα είναι μικρότερη.

3.5 Νομοθετικό πλαίσιο - Νομοθετικές ρυθμίσεις

Στο τέλος του 1989, συμφωνήθηκε η Νομοθεσία Συγχωνεύσεων Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (European Communities Merger Regulation), η οποία εφαρμόστηκε από την 1^η Ιανουαρίου του 2002. Η συγκεκριμένη νομοθεσία αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές για κράτη-μέλη εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά και κράτη που εδρεύουν εκτός αυτής, εμπορεύονται όμως σε χώρες της ΕΕ. Σύμφωνα με το άρθρο 2 της συγκεκριμένης νομοθεσίας, οποιοδήποτε είδος συνένωσης εταιριών το οποίο περιορίζει τον θεμιτό ανταγωνισμό, θεωρείται ασύμβατο με την κοινή ευρωπαϊκή αγορά. Επομένως, στόχος είναι η εναρμόνιση και η ομαλή συνεργασία μεταξύ των κοινοτικών αγορών. Αρμόδιο όργανο για τον έλεγχο της τεχνικής των

συγχωνεύσεων και εξαγορών αλλά και την υιοθέτηση οποιασδήποτε ανταγωνιστικής πολιτικής είναι η Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού.

3.5.1 Ευρωπαϊκό Νομοθετικό Πλαίσιο

Η σύνοδος κορυφής της ΕΕ αποφάσισε τον Ιούνιο του 1993 πως η είσοδος νέων κρατών-μελών στην Ευρωπαϊκή Ένωση, απαιτεί την θέσπιση μιας σειράς κριτηρίων και κανονισμών προκειμένου τα κράτη-μέλη να εγγυώνται τη δημοκρατία, το κράτος δικαίου, τη προστασία των ανθρωπίνων δικαιωμάτων, καθώς και τη σύσταση υπηρεσιών που να εφαρμόζουν τη νομοθεσία της ΕΕ.

Η νομιμότητα των συγχωνεύσεων και των εξαγορών γίνεται με τη βοήθεια του κανονισμού με αριθμό 802/2004 της Επιτροπής, ο οποίος εκδόθηκε και δημοσιεύτηκε στην επίσημη εφημερίδα της ΕΕ τον Απρίλιο του 2004. Εν συνεχεία, υπέστη ορισμένες τροποποιήσεις και σύμφωνα με την τελευταία τονίζεται η αναγκαιότητα κοινοποίησης της συγχώνευσης από κοινού από τα εμπλεκόμενα μέρη.

Συνοπτική κοινοποίηση

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ακολουθεί μία συγκεκριμένη διαδικασία για να ελέγχει τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές. Αρχικά πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, τα εμπλεκόμενα μέρη θα πρέπει να έρθουν σε επαφή με την Επιτροπή, ώστε η τελευταία να εξετάσει εάν πληρούνται οι απαραίτητες προϋποθέσεις για τη συνένωση. Οι ευρωπαϊκές κεφαλαιουχικές εταιρίες αντιμετωπίζουν έναν μεγάλο αριθμό νομικών και διοικητικών δυσχερειών εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ως προς τις διασυνοριακές συγχωνεύσεις. Οι δυσκολίες αυτές μπορούν να επιλυθούν με τη βοήθεια της

οδηγίας 2000/56. Η τελευταία, περιλαμβάνει διατάξεις οι οποίες έχουν ως στόχο τη διατήρηση των δικαιωμάτων συμμετοχής των εργαζομένων σε περίπτωση διασυννοριακών συγχωνεύσεων και δεν επηρεάζει την εφαρμογή της νομοθεσίας για τον έλεγχο των συνενώσεων μεταξύ των επιχειρήσεων.

3.5.2 Ελληνικό Νομοθετικό Πλαίσιο

Κάθε επιχείρηση πριν προβεί σε συγχώνευση ή εξαγορά, είναι υποχρεωμένη να εξετάσει εκ των προτέρων κατά πόσο η δυνητική συνένωση έρχεται αντιμέτωπη με τις αντιδράσεις των εποπτικών αρχών για θέματα ανταγωνισμού. Ο ολοένα και αυξανόμενος αριθμός των συγχωνεύσεων και εξαγορών, έχει οδηγήσει στην έκδοση προεδρικών διαταγμάτων και την ψήφιση νόμων προς εναρμόνιση των κοινοτικών οδηγιών με το Ελληνικό Δίκαιο. Τα ειδικά μέτρα που λαμβάνει η νομοθεσία με σκοπό την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και τρίτων, κρίνουν απαραίτητη τη δημοσίευση μιας περίληψης της συμφωνίας της συνένωσης σε κάποια ημερήσια οικονομική εφημερίδα.

Η Ελληνική Επιτροπή Ανταγωνισμού (ΕΕΑ) αποτελεί μια μη κερδοσκοπική αρχή η οποία ασκεί έλεγχο στις μεθόδους των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Στελεχώνεται από έντεκα μέλη με τριετή θητεία, η οποία δύναται να ανανεωθεί ακόμα μια φορά. Σύμφωνα με τον ν.3373/2005 καθορίζεται το πεδίο στο οποίο δραστηριοποιείται η ΕΕΑ, ενώ παράλληλα υπογραμμίζεται πως η συγκέντρωση εταιριών επιτυγχάνεται στις περιπτώσεις όπου δύο ή περισσότερες αυτόνομες επιχειρήσεις συγχωνεύονται με οποιονδήποτε τρόπο ή όταν δύο ή περισσότερα πρόσωπα που ελέγχουν ήδη μια επιχειρηματική

οντότητα αποκτούν τον έλεγχο του συνόλου ή τμήματος μιας άλλης ή άλλων επιχειρήσεων.

Οι νομοθετικές διατάξεις που διέπουν τις Σ&Ε ανωνύμων εταιρειών είναι:

- Τα άρθρα 68-80 του Κ.Ν. 2190/1920, τα οποία αφορούν σε Σ&Ε με τους εξής τρεις τρόπους:
 1. Με απορρόφηση εταιρείας (απορροφώμενη) από την απορροφώσα
 2. Με λύση των υπό συγχώνευση εταιρειών και σύσταση νέας εταιρείας
 3. Με εξαγορά μιας ή περισσότερων εταιρειών από άλλη εταιρεία
- Το Ν.Δ. 1297/1972
- Τα άρθρα 1-5 του Ν. 2166/1993
- Το άρθρο 54 του Ν. 4172/2014
- Ο ν. 3461/ 2006, με τον οποίο προσαρμόζεται η υφιστάμενη νομοθεσία προς τις διατάξεις της υπ' αριθμ. 2004/25/ΕΚ Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004, σχετικά με τις Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Κινητών Αξιών.

Εισηγμένες εταιρίες

Σύμφωνα με την οδηγία 25/2004 της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κρίνεται απαραίτητη η υποβολή δημόσιας πρότασης για όλες τις μετοχές μιας εταιρίας εισηγμένης στο χρηματιστήριο. Οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρίας μπορούν να επιλέξουν σαν αντάλλαγμα είτε τίτλους, είτε μετρητά, ενώ η τιμή εξαγοράς ανά μετοχή δεν μπορεί να είναι μικρότερη από το μέσο όρο της τιμής κλεισίματος της μετοχής το τελευταίο εξάμηνο.

3.6 Λόγοι πραγματοποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις σε εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι ποικίλοι και περίπλοκοι. Μπορεί να προέρχονται είτε από ενδογενείς επιδιώξεις των επιχειρήσεων (στρατηγικές, χρηματοοικονομικές ή άλλες) είτε από εξωγενείς παράγοντες, από το περιβάλλον και τις αλλαγές που αυτό υφίσταται.

Οι οικονομικές θεωρίες υποστηρίζουν ότι τα κίνητρα των Σ&Ε είναι κατά βάση οικονομικά. Ως πρωταρχικό κίνητρο θεωρείται η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, η οποία προϋποθέτει ότι για να επιβιώσουν οι επιχειρήσεις σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον προωθούν στόχους μεγιστοποίησης κερδών που εκφράζουν τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Σύμφωνα με τον Manne H.G.(1965), οι Σ&Ε συμβάλλουν στην επίτευξη του εν λόγω στόχου, αν και μόνο αν δημιουργήσουν συνέργειες. Έτσι, στις Σ&Ε η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μπορεί να προέλθει είτε μέσω της αύξησης της αποτελεσματικότητας (efficiency gains) είτε από την αύξηση της δύναμης στην αγορά (increase in market theory). Η αυξημένη αποτελεσματικότητα επιτυγχάνεται μέσω της επίτευξης λειτουργικών, διοικητικών και χρηματοοικονομικών συνεργειών.

Οι λειτουργικές συνέργειες μπορούν να προκύψουν από τις οικονομίες κλίμακας και στοχεύουν στην εξοικονόμηση του λειτουργικού κόστους, προωθώντας με τον τρόπο αυτό την ανάπτυξη των επιχειρήσεων τόσο σε

επίπεδο κλάδου όσο και σε αγοράς. Σύμφωνα με τους Brealey και Myers (2002), υπάρχουν τέσσερις τύποι λειτουργικής συνέργειας:

- **Οικονομίες κλίμακας**

Οι οικονομίες κλίμακας αφορούν κυρίως τις οριζόντιες και ανομοιογενείς Σ&Ε και είναι δυνατό να ελαφρύνουν μία έντονα ανταγωνιστική αγορά. Οι διαχειριστές των εταιριών ελπίζουν σε οικονομίες κλίμακας προκειμένου να καταφέρει η εταιρία τους να καλύψει τα σταθερά έξοδα μέσω του μεγαλύτερου όγκου παραγωγής και συνάμα να γίνει πιο ανταγωνιστική. Στον τραπεζικό τομέα εντοπίζεται το “αμυντικό κίνητρο” σύμφωνα με το οποίο η εξαγοράζουσα τράπεζα επιδιώκει να ισχυροποιήσει τη θέση της στην αγορά, έτσι ώστε να αποθαρρύνει μια πιθανή εξαγορά αυτής από κάποια άλλη ανταγωνίστριά της. Επίσης, υπάρχει και το “επιθετικό κίνητρο” όπου η επιχείρηση προβαίνει σε εξαγορά μιας άλλης επιχειρήσεως πριν αυτή καταστεί ανταγωνίστριά της και έτσι αποφεύγει την ισχυροποίηση της ανταγωνίστριας στην αγορά.

- **Τιμολόγηση**

Οι Σ&Ε εξαιτίας του μειωμένου ανταγωνισμού οδηγούν σε υψηλότερες τιμές και υψηλότερο περιθώριο κέρδους για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις.

- **Σύμπραξη συμπληρωματικών στοιχείων και διαφορετικών λειτουργικών δυνάμεων**

Ορισμένες επιχειρήσεις προβαίνουν σε εξαγορά μιας άλλης, προκειμένου να χρησιμοποιήσουν καλύτερα τους ήδη υπάρχοντες πόρους.

- **Εξάπλωση σε νέες ή υπάρχουσες αγορές**

Ενδεικτικά μια επιχείρηση η οποία δραστηριοποιείται σε μια αναδυόμενη αγορά και χαρακτηρίζεται από αξιόλογο δίκτυο διανομής και ισχυρό εμπορικό σήμα (brand name) εξαγοράζεται από μια εταιρία παραγωγής προϊόντων.

Οι διοικητικές συνέργειες αναφέρονται στην κατανομή των αρμοδιοτήτων των διοικητικών μονάδων. Οι χρηματοοικονομικές συνέργειες συνεπάγονται αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης, ευκολότερη πρόσβαση σε κεφάλαια και τόνωση της οικονομίας της. Μέσω αυτού του είδους των συνεργειών επιτυγχάνεται σταθεροποίηση των κερδών και των ταμειακών ροών και αύξηση της δανειακής ικανότητας της επιχείρησης. Αυτή η δανειακή ικανότητα οφείλεται στο μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, όπως εμφανίζονται στον ενοποιημένο ισολογισμό.

Επίσης, μέσω της στρατηγικής των Σ&Ε επιδιώκεται η αποκόμιση κερδών από τη χρηματιστηριακή αγορά και η μείωση του δείκτη P/E. Να σημειωθεί ότι ο δείκτης P/E απεικονίζει την προστιθέμενη αξία (premium), το ποσό δηλαδή που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα που κερδίζει η επιχείρηση. Σύμφωνα με τη θεωρία της ασυμμετρίας της πληροφόρησης (information asymmetric hypothesis), οι συγχωνεύσεις προκαλούνται λόγω διαφορετικών εκτιμήσεων της αξίας των επιχειρήσεων που πηγάζουν από τη συμμετρική κατανομή των πληροφοριών στην αγορά. Σύμφωνα με αυτήν, εκείνο που προκαλεί τη διοίκηση της εξαγοράζουσας εταιρίας να κάνει προσφορά εξαγοράς για μια άλλη είναι ότι πιστεύει, βάσει προνομιακών πληροφοριών, ότι η εταιρία είναι υποτιμημένη από την αγορά.

Το γεγονός αυτό στέλνει ένα σήμα στην αγορά (signaling theory) ότι η πραγματική της αξία είναι μεγαλύτερη και άρα υπάρχουν περιθώρια για κέρδη.

Ειδικά φορολογικά κίνητρα (Peter H. Edey, 1999) για τις Σ&Ε προσφέρονται μέσω θεσμικών πλαισίων. Απώτερος στόχος είναι η δημιουργία ισχυρών οικονομικών μονάδων με έντονο το στοιχείο της ιδιωτικής πρωτοβουλίας. Τα φορολογικά κίνητρα προέρχονται είτε από την αλλαγή στο συντελεστή φορολογίας των κερδών, είτε από την αύξηση του ορίου των αποθεματικών ή από συνδυασμό και των δύο.

Άλλο κίνητρο μπορεί να αναφέρεται στις προσωπικές επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών για διατήρηση ή ενίσχυση των προνομίων που απολαμβάνουν, όπως το ισχυρό κύρος τους και οι αυξημένες αμοιβές. Αξιοσημείωτο είναι πως το συγκεκριμένο κίνητρο δεν εξυπηρετεί απαραίτητα και τα συμφέροντα των μετόχων.

3.7 Πλεονεκτήματα, μειονεκτήματα και κίνδυνοι των Σ&Ε: Το Παράδειγμα των Τραπεζών

Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση ενέτεινε τον ανταγωνισμό, ενίσχυσε τη διεθνοποίηση και οδήγησε σε μείωση του πλεονάζοντος προσωπικού των τραπεζών και του δαπανηρού δικτύου των υποκαταστημάτων της. Οι εξελίξεις και οι σημαντικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν στο κοινωνικοοικονομικό γίνεσθαι συνέβαλαν στην ραγδαία ανάπτυξη των Σ&Ε. Στη βιβλιογραφία τα οφέλη που προκύπτουν από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές χωρίζονται σε

δύο κατηγορίες: 1) σε εκείνα που αφορούν τη διοίκηση των τραπεζών, 2) σε εκείνα που αφορούν τους μετόχους των τραπεζών, οι οποίοι έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών τους.

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των Σ&Ε είναι τα ακόλουθα:

- Η μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετοχών (shareholder value). Ο νέος χρηματοοικονομικός όμιλος που προκύπτει αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή γίνεται ακόμη μεγαλύτερη εάν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Ωστόσο, οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα, καθώς σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδος της μετοχής θα παρατηρηθεί εάν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.
- Η αντιμετώπιση του ανταγωνισμού ο οποίος συνεχώς εντείνεται, με την προϋπόθεση πως ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και χαμηλότερα επιτόκια. Όλα αυτά όμως, προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.
- Η εξοικονόμηση κόστους που προκύπτει μπορεί να ανέλθει σε 15% και σε περιπτώσεις που οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται τα συγχωνευόμενα πιστωτικά ιδρύματα είναι παρεμφερείς μέχρι 25%.
- Η απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης αυξάνει τα κέρδη των πιστωτικών ιδρυμάτων. Οι τράπεζες διατηρούν ή αυξάνουν το περιθώριο των

επιτοκίων καταθέσεων και χορηγήσεων στην αγορά λιανικής, ενώ αδυνατούν να κάνουν το ίδιο στην αγορά χονδρικής, διότι οι πελάτες διαθέτουν εναλλακτικές επιλογές.

- Η ανάγκη δημιουργίας χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέων τεχνολογιών είναι αρκετές φορές δαπανηρή και συμφέρουσα σε μεγάλους μόνο ομίλους. Για παράδειγμα, η τηλεφωνική (phone banking) και διαδικτυακή τραπεζική (internet banking) παρουσιάζουν μεγαλύτερες οικονομίες κλίμακας από το παραδοσιακό δίκτυο μέσω υποκαταστημάτων.
- Νέα εργαλεία χρηματοοικονομικής διαχείρισης κινδύνου, όπως τα παράγωγα προϊόντα και τα στοιχεία εκτός ισολογισμού που παρέχουν εγγυήσεις, εφαρμόζονται με αποτελεσματικότερο τρόπο από μεγάλο μεγέθους πιστωτικά ιδρύματα.

Ωστόσο, στη διεθνή βιβλιογραφία παρουσιάζονται και μειονεκτήματα των Σ&Ε, τα σημαντικότερα εκ των οποίων είναι τα ακόλουθα:

- Διαχρονικά οι περισσότερες ακαδημαϊκές έρευνες έδειξαν πως μόνο το 20%-30% των Σ&Ε ήταν επιτυχημένες, ενώ το 60% ήταν αποτυχημένες.
- Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια γι' απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου

στην αγορά και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής τεχνολογίας και ποιότητας.

- Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργειες είναι εφάπαξ περικοπές.
- Το διοικητικό και διαχειριστικό κόστος που συνεπάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό. Υποστηρίζεται όμως, ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζεται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργειών.
- Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής όπως η ενοποίηση της διαφορετικής εταιρικής κουλτούρας των τραπεζών, των διαφορετικών μισθολογιών, επιδομάτων και παροχών και του διαφορετικού τρόπου υπηρεσιακής εξέλιξης.
- Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού στο 80% των Σ&Ε υπήρξε μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιήθηκε με απολύσεις προσωπικού.

3.8 Καθοριστικοί παράγοντες για την αποτυχία και επιτυχία των Σ&Ε

Η θετική έκβαση των εξαγορών και των συγχωνεύσεων δεν είναι δεδομένη. Τα προβλήματα για την επιτυχή υλοποίηση κυμαίνονται από νομικά και οικονομικά μέχρι προβλήματα που έχουν σχέση με τον ανθρώπινο παράγοντα, τις ομάδες διαχείρισης και την συγκυρία. Παρά το γεγονός ότι τα ποσοστά επιτυχίας των Σ&Ε διαφέρουν από οικονομία σε οικονομία ή από μελέτη σε μελέτη, όλες οι αναφορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ένα

μεγάλο ποσοστό των Σ&Ε, δεν επιτυγχάνει τους ουσιαστικούς στόχους που είχαν τεθεί από την αρχή.

Αναλυτικότερα η αξιολόγηση της εταιρίας-στόχου είναι συνήθως ανεπαρκής κυρίως λόγω της ακαταλληλότητας στον τρόπο υπολογισμού της αξίας στόχου, με αποτέλεσμα να εμφανίζονται υπερεκτιμημένα οφέλη ή κόστη σε σχέση με αυτά που αναμένονταν. Ωστόσο, αρκετές δυσκολίες παρατηρούνται και κατά την ενοποίηση των συμβαλλόμενων επιχειρήσεων. Η έντονη καθυστέρηση στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και η δύσκολη ταύτιση διαφορετικής φιλοσοφίας και κουλτούρας δημιουργούν προβλήματα στην προσπάθεια συνένωσης. Επιπροσθέτως, μια συνεργασία είναι δυνατό να μην αποδώσει καρπούς εάν βασίζεται αποκλειστικά στο κριτήριο της μεγέθυνσης, χωρίς περαιτέρω ορθολογική επενδυτική λογική και ξεκάθαρο όραμα.

Απεναντίας, για να θωρηθεί μία συνεργασία επιτυχημένη (Reuer, 2002) θα πρέπει να τηρούνται ορισμένες βασικές αρχές. Αυτό συνεπάγεται ότι προτού ολοκληρωθεί η διαδικασία της συνένωσης, θα πρέπει να έχει προηγηθεί μια διεξοδική έρευνα και ανάπτυξη καθώς και σωστός προγραμματισμός της επιχείρησης-στόχου. Κάτι τέτοιο όμως, μπορεί να συμβεί μέσω ικανών και έμπειρων στελεχών που είναι σε θέση να κρίνουν κατά πόση η επικείμενη συνένωση είναι συμφέρουσα ή όχι. Επίσης, η εταιρική κουλτούρα και φιλοσοφία της κάθε επιχείρησης καθώς και η κατάλληλη χρονική στιγμή (timing) αποτελούν παράγοντες που συμβάλουν καθοριστικά στην επιτυχή πορεία της συνένωσης.

Τέλος, ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στο στρατηγικό όραμα των επιχειρήσεων και στον έλεγχο των οικονομικών στοιχείων. Στο σημείο αυτό

πρέπει να υπογραμμιστεί, πως η ολοκλήρωση μιας συνεργασίας εξαρτάται άμεσα από ορισμένους ποσοτικούς παράγοντες που συμβάλουν στην διαμόρφωση των ειδικών όρων της σύμβασης. Ενδεικτικά, μερικοί από αυτούς είναι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, η λογιστική και πραγματική αξία της μετοχής, ο δείκτης ανταλλαγής μετοχών, η εταιρική κερδοφορία η οποία απεικονίζεται από το δείκτη τιμής προς μετοχή P/E και η μερισματική πολιτική.

3.9 Μέθοδοι αξιολόγησης των Σ&Ε

Στη βιβλιογραφία αναφέρονται τέσσερις μέθοδοι για την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων των Σ&Ε. Η πρώτη εκ αυτών είναι η λεγόμενη “μελέτη γεγονότος” όπου στηριζόμενη στη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών, εξετάζει πόσο γρήγορα προσαρμόζεται η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας σε ένα γεγονός, δηλαδή γίνεται υπολογισμός της επιπλέον απόδοσης. Βασικό πλεονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ο μελλοντικός της χαρακτήρας.

Εναλλακτική μέθοδο αξιολόγησης των Σ&Ε αποτελεί η λογιστική ανάλυση, βάσει της οποίας συγκρίνονται οι δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των εμπλεκόμενων εταιριών πριν και μετά τη συνένωση και παρατηρούνται τυχόν μεταβολές σε αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής απόδοσης. Μειονεκτήματα της συγκεκριμένης μεθόδου αποτελούν οι διαφορετικές λογιστικές πρακτικές που ενδεχομένως να χρησιμοποιούνται από τις εταιρίες και η αγνόηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Ένας άλλος τρόπος είναι η διεξαγωγή έρευνας στα διευθυντικά στελέχη. Περιλαμβάνει ένα ερωτηματολόγιο το οποίο κατατίθεται στα διευθυντικά στελέχη και η επιτυχία η μη των Σ&Ε κρίνεται από το βαθμό υλοποίησης των αρχικά επιδιωκόμενων στόχων. Ωστόσο, θεωρείται αρκετά υποκειμενική.

Τέλος, η μελέτη ενός μικρού δείγματος μέσω συνεντεύξεων σε διευθυντικά στελέχη και σε αναλυτές καταλήγει σε αξιόλογα συμπεράσματα για τις συνέπειες των Σ&Ε. Όμως, η απουσία κοινής βάσης καθιστά τη συγκεκριμένη μέθοδο λιγότερο αποτελεσματική.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κεφάλαιο 4 – Επισκόπηση μελετών

4.1 Μελέτες με αντικείμενο τον προσδιορισμό του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost)

Το κόστος αντιπροσώπευσης είναι δυνατό να μετριαστεί από την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων και της διοίκησης, μέσω συμβολαίων αποζημίωσης (compensation contracts) ή την κατοχή μετοχών, όπως επίσης ασκώντας άμεσο έλεγχο στην εκτελεστική διοίκηση. Τις τελευταίες δεκαετίες, μεγάλος αριθμός ερευνών ασχολήθηκε με το κόστος αντιπροσώπευσης ερευνώντας τη συσχέτιση της με διάφορους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι πρώτες μελέτες που ασχολήθηκαν με το ζήτημα της ευθυγράμμισης των συμφερόντων μεταξύ μετόχων και εκτελεστικής διοίκησης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα διευθυντικά στελέχη αγοραστριών εταιριών των οποίων η προσωπική περιουσία είναι συνδεδεμένη με την αξία της επιχείρησης, λαμβάνουν καλύτερες αποφάσεις για εξαγορές. Συγκεκριμένα, οι Lewellen, Loderer και Rosenfeld (1985) έδειξαν ότι οι αποδόσεις για τις αγοράστριες αυξάνονται όσο αυξάνεται η κατοχή μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη. Παρόλα αυτά, οι Hubbard και Palia (1995) έδειξαν ότι η παραπάνω σχέση μεταξύ αποδόσεων των αγοραστριών και κατοχής μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη είναι μη μονοτονική, καθώς σε υψηλά επίπεδα κατοχής μετοχών οι αποδόσεις πέφτουν. Επιπλέον, οι Tehranian, Travlos και Waagelein (1987) απέδειξαν ότι αγοράστριες που εφαρμόζουν μακροχρόνια προγράμματα αποζημιώσεων αποδίδουν καλύτερα σε σχέση με όσες δεν εφαρμόζουν αντίστοιχα προγράμματα. Επίσης, οι Datta, Inskadar-Datta και

Raman (2001) έδειξαν ότι διευθυντικά στελέχη με περισσότερες αποζημιώσεις βάσει μετοχικής απόδοσης (equity-based compensation), οι οποίες περιλαμβάνουν δικαιώματα προαίρεσης μετοχών (stock options), πραγματοποιούν καλύτερες εξαγορές.

Όσον αφορά παλαιότερες μελέτες που ασχολήθηκαν με τον εταιρικό έλεγχο, τα ευρήματα δείχνουν ότι η μεθοδική εποπτεία των αποφάσεων και δραστηριοτήτων της διοίκησης οδηγεί σε καλύτερες αποφάσεις για εξαγορές. Ο σημαντικότερος μηχανισμός για την άσκηση εταιρικού ελέγχου σε εισηγμένες εταιρείες είναι το διοικητικό συμβούλιο. Διοικητικά συμβούλια με μεγαλύτερη ανεξαρτησία, δηλαδή με περισσότερα ανεξάρτητα μέλη στη σύνθεσή τους, ασκούν καλύτερο εποπτικό έλεγχο και αυξάνουν τον πλούτο για τους μετόχους (Dahya και McConnell, 2007). Γίνεται, δε, σαφές ότι πολλοί ακόμα παράγοντες ως προς τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επιδρούν στον εποπτικό έλεγχο, όπως ο διαχωρισμός της θέσης του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου, η συμμετοχή μελών με πολλαπλές θέσεις σε διοικητικά συμβούλια, ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου, η κατοχή μετοχών από τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Κατ' επέκταση, αρκετές μελέτες ασχολήθηκαν με τη σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και των αποδόσεων από εξαγορές. Για παράδειγμα, οι Byrd και Hickman (1992) εξέτασαν δημόσιες προτάσεις για εισηγμένες εταιρείες και έδειξαν ότι οι αποδόσεις των εξαγορών αυξάνονται με την αύξηση του ποσοστού συμμετοχής ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό συμβούλιο.

Τέλος, η αγορά εταιρικού ελέγχου δρα ως μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης ως έσχατη λύση σε περιπτώσεις εταιριών που αντιμετωπίζουν

συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (agency conflicts) και οι οποίες γίνονται στόχοι εξαγορών, όπου τα διοικητικά στελέχη με ιδίων όφελος αντικαθίστανται από πιο αποτελεσματικά στελέχη (Martin and McConnell, 1991).

Στην επόμενη υποενότητα, θα πραγματοποιήσουμε μια αναλυτική επισκόπηση των πιο πρόσφατων μελετών, οι οποίες διερευνούν τις προαναφερθείσες επιδράσεις στις εξαγορές σε μια χρονική περίοδο κατά την οποία έχουν πραγματοποιηθεί σημαντικές αλλαγές στην αγορά εταιρικού ελέγχου σε ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο.

4.2 Επισκόπηση εμπειρικών μελετών

4.2.1 Μελέτες που επικεντρώνονται στην επίδραση της εκτελεστικής αποζημίωσης στις εξαγορές

Προτού προχωρήσουμε στην επισκόπηση των μελετών να διευκρίνησουμε ότι είναι κοινή πρακτική οι διευθύνοντες σύμβουλοι (CEOs) και τα στελέχη εισηγμένων επιχειρήσεων και οργανισμών να αμείβονται βάσει αποζημιώσεων κινήτρου (incentive compensations). Το συγκεκριμένο είδος αποζημιώσεων βασίζεται στις επιδόσεις του οργανισμού. Επίσης, τα προγράμματα αποζημιώσεων κινήτρου είναι σχεδιασμένα για να προσελκύουν και να διατηρούν στο ενεργητικό των επιχειρήσεων επιτυχημένα στελέχη και να ταυτίζουν τα συμφέροντα τους με αυτά των μετόχων. Έτσι, ένα διευθυντικό στέλεχος ενδέχεται να λαμβάνει την εξής αποζημίωση: έναν βασικό μισθό, ετήσια bonus, δικαιώματα προαίρεσης (stock options) και επιπλέον αποζημίωση (π.χ. προνομιούχες μετοχές κτλ). Η τελευταία μπορεί να συνδέεται με πολλούς δείκτες αποδοτικότητας (π.χ. τα καθαρά κέρδη, την

αξία της μετοχής, τα κέρδη ανά μετοχή), με πιο ευρέως διαδεδομένο αυτόν την μετοχική απόδοση (return on equity) (www.simplestudies.com)

Οι αποζημιώσεις βάσει μετοχικής απόδοσης (equity-based compensation), λοιπόν, έχουν καθιερωθεί ως κοινή πρακτική από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, καθώς θεωρήθηκε ότι μπορούν να ωθήσουν τους CEOs να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο και, άρα, να πραγματοποιήσουν επενδύσεις με μεγαλύτερες αποδόσεις για τους μετόχους.

Οι Ιλιουρλου και Coakley (2006) μελέτησαν την επίδραση των Σ&Ε στην αποζημίωση των μελών της εκτελεστικής διοίκησης (CEO και λοιπά στελέχη) της αγοράστριας επιχείρησης λαμβάνοντας ένα δείγμα 971 ολοκληρωμένων προσφορών εξαγοράς από 100 εταιρείες (αμερικανικές και αγγλικές) με έδρα το ΗΒ κατά τη περίοδο 1998-2001. Τα ευρήματα που προέκυψαν έδειξαν πως μεγαλύτερα και λιγότερο ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια ανταμείβουν με σημαντικά μεγαλύτερες επιπλέον αμοιβές (bonus) και ετήσιους μισθούς τους διευθύνοντες συμβούλους μετά την ολοκλήρωση μίας Σ&Ε. Επίσης, χωρίς οι εξεταζόμενες πληρωμές τοις μετρητοίς (cash pay) του δείγματος να συσχετίζονται με δείκτες διαχειριστικών ικανοτήτων ή αποδοτικότητας, τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν πως οι πληρωμές των CEOs και των λοιπών στελεχών στο Ηνωμένο Βασίλειο αυξάνονται ανάλογα με το μέγεθος της συμφωνίας και όταν συντελούνται ενδοκλαδικές εξαγορές. Αντίστοιχα στις εταιρείες των ΗΠΑ, τα στελέχη αμείβονται περισσότερο και αυτό εν μέρει εξηγείται από την επικράτηση των CEOs, οι οποίοι παράλληλα κατέχουν και τη θέση του προέδρου του Δ.Σ στις εταιρείες τους. Όπως αναφέρουν και ίδιοι οι ερευνητές το βασικό ζήτημα το οποίο αναδεικνύεται είναι ότι οι CEOs, και κατ' επέκταση και τα υπόλοιπα στελέχη, έχουν το κίνητρο να

χρησιμοποιήσουν τις Σ&Ε για ιδίων όφελος αντί για τη δημιουργία πλούτου για τους μετόχους.

Οι Harford and Kai Li (2007) ασχολήθηκαν και εκείνοι με τη σχέση μεταξύ εκτελεστικής αποζημίωσης και Σ&Ε, προσεγγίζοντας το ζήτημα από μια διαφορετική οπτική γωνία, εξετάζοντας ένα δείγμα 370 ολοκληρωμένων Σ&Ε από 361 εταιρείες κατά την περίοδο 1993 - 2000. Συγκεκριμένα, θέλησαν να διερευνήσουν ποια είναι η επίδραση των πολιτικών αποζημίωσης μετά από συγχωνεύσεις στα κίνητρα των CEOs να φέρουν εις πέρας μια συγχώνευση. Μέσω της έρευνάς τους λοιπόν κατέληξαν στο συμπέρασμα πως μετά την ολοκλήρωση μιας συγχώνευσης, οι απολαβές και ο συνολικός πλούτος των διευθυνόντων συμβούλων δεν παρουσιάζουν ευαισθησία σε αρνητικές αποδόσεις των μετοχών, ενώ ταυτοχρόνως ο πλούτος τους εξακολουθεί να αυξάνεται σε θετικές αποδόσεις. Το γεγονός αυτό οφείλεται, κατά τους ερευνητές, στη πρακτική που εφαρμόζεται από τις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι CEOs, πέραν της χρηματικής τους αποζημίωσης, να λαμβάνουν επιπλέον αποζημιώσεις βάσει μετοχικής απόδοσης (options and restricted stocks). Όπως τονίζεται, αυτός ο τρόπος αποζημίωσης για τους CEOs φαίνεται να αμβλύνει παρά να μετριάξει τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και εκτελεστικής διοίκησης. Συγχρόνως, όμως, κατέληξαν στη διαπίστωση ότι, παρόλο που η διαπραγματευτική δύναμη των CEOs μετά από την υλοποίηση εξαγορών είναι μεγαλύτερη σε σύγκριση με την πραγματοποίηση δαπανών σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό (CAPEX) ώστε να μπορούν να επιβάλλουν την αναπροσαρμογή των αποζημιώσεων τους, αγοράστριες εταιρείες που διαθέτουν διοικητικά συμβούλια προσηλωμένα στην εφαρμογή αυστηρού εταιρικού ελέγχου καταφέρνουν να διατηρούν μια

σχετική ευαισθησία της αποζημίωσης των CEO τους σε φτωχές αποδόσεις μετά από Σ&Ε.

Οι Croci and Petmezas (2013) θέλησαν να διερευνήσουν το αποτέλεσμα που επιφέρουν τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου (risk-taking incentives) στις εξαγορές. Η μελέτη τους έδειξε ότι τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου οδηγούν σε μεγαλύτερες επενδύσεις σε εξαγορές.

Το δείγμα τους των 6587 παρατηρήσεων (firm-year observations) αποτελείται από 2056 αγοράστριες/ εταιρείες, όλες εισηγμένες σε NYSE, NASDAQ και AMEX, οι οποίες πραγματοποίησαν 9789 προσφορές εξαγοράς (συνολικού τιμήματος άνω του \$ 1 εκ. η καθεμία), εκ των οποίων πραγματοποιήθηκαν τελικά 9003 κατά την χρονική περίοδο 1996 - 2010. Για τους σκοπούς της ανάλυσής τους, χρησιμοποίησαν το συντελεστή vega, ο οποίος μετρά την ευαισθησία ενός δικαιώματος προαίρεσης σε αλλαγές ως προς την μεταβλητότητα (volatility) του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Με άλλα λόγια, ο vega αναπαριστά το ποσό κατά το οποίο η τιμή ενός συμβολαίου δικαιώματος προαίρεσης (options contract) μεταβάλλεται σε συνάρτηση με την αλλαγή 1% στη μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου. Μεταβάλλεται όταν υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις της τιμής (increased volatility) του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και πέφτει καθώς τα δικαιώματα προαίρεσης πλησιάζουν στη λήξη. Η μεταβλητότητα μετρά το ύψος και την ταχύτητα με την οποία κινείται μια τιμή πάνω και κάτω (www.investopedia.com).

Απέδειξαν, λοιπόν, ότι CEOs με υψηλότερα vega σχετίζονται θετικά με δραστηριότητες Σ&Ε. Ακολουθώντας την ίδια μεθοδολογία, βρήκαν, επίσης,

πως CEOs με υψηλά *vega* παράγουν σχετικά μεγαλύτερες αποδόσεις σε περιόδους ανακοινώσεων προσφορών για εξαγορές.

Συμπερασματικά, οι Croci και Petmezas καταλήγουν ότι: α) τα κίνητρα ανάληψης κινδύνου προτρέπουν τους CEOs προς υλοποίηση εξαγορών, με απώτερο σκοπό τις μεγαλύτερες αποζημιώσεις β) η σύνδεση του πλούτου των στελεχών της διοίκησης με την εταιρική απόδοση βελτιώνουν τις επιλογές τους σε επενδύσεις Σ&Ε προς όφελος των μετόχων των εταιριών τους.

Η επίδραση που έχει η αποζημίωση βάσει μετοχικής απόδοσης στην ανάληψη κινδύνου από τα διευθυντικά στελέχη ήταν το αντικείμενο μελέτης για τους Boulton et al (2014). Συγκεκριμένα, διερεύνησαν το συγκεκριμένο ζήτημα μελετώντας της σχέση μεταξύ αποζημίωσης βάσει μετοχικής απόδοσης (*equity-based compensation*) και της τάσης της επιχείρησης για πραγματοποίηση εξαγορών. Επεξεργαζόμενοι ένα δείγμα από 1.723 εταιρείες των ΗΠΑ κατά την περίοδο 1993 – 2005, οδηγήθηκαν στο βασικό συμπέρασμα ότι η αποζημίωση βάσει μετοχικής απόδοσης των CEOs συνδέεται θετικά με τη διάθεση των CEOs για εξαγορές. Η περαιτέρω επεξεργασία των δεδομένων έδειξε, ακόμα, ότι η αποζημίωση βάσει μετοχικής απόδοσης συσχετίζεται τόσο με τον αριθμό όσο και με το μέγεθος των εξαγορών, όπως επίσης με την αγορά εταιρειών ιδιωτικών συμφερόντων και γενικά την χρήση των ιδίων κεφαλαίων (*equity*) ως μέσο πληρωμής. Επιπλέον, επανεξέτασαν τη σχέση μεταξύ της αποζημίωσης βάσει μετοχικής απόδοσης και των έκτακτων αποδόσεων που απολαμβάνουν οι αγοράστριες επιχειρήσεις κατά την περίοδο ανακοινώσεων εξαγορών, η οποία αποτέλεσε αντικείμενο μελέτης για πολλούς ερευνητές στο πρόσφατο παρελθόν (Masulis et al, 2007). Η βασική τους διαφοροποίηση ως προς τη μελέτη του

συγκεκριμένου ζητήματος έγκειται στο ότι εξέτασαν μια μεγαλύτερη χρονική περίοδο, λαμβάνοντας ένα πιο διευρυμένο δείγμα εταιρειών και εισάγοντας έναν νέο δείκτη (incentive ratio) ο οποίος λαμβάνει υπόψη την ευαισθησία της αποζημίωσης βάσει μετοχικής απόδοσης των CEO στις μεταβολές της αξίας των μετοχών της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης ορίζεται ως το μερίδιο της αποζημίωσης του CEO το οποίο προκύπτει από την αύξηση κατά 1% της αξία των μετοχών της εταιρείας λόγω της εφαρμογής ισχυόντων δικαιωμάτων προαίρεσης (option grants, exercisable and unexercisable options, and common stock). Τα ευρήματα της προαναφερθείσας ανάλυσης έδειξαν ότι οι έκτακτες αποδόσεις κατά τις περιόδους ανακοινώσεων εξαγορών συσχετίζονται αρνητικά με τον συγκεκριμένο δείκτη. Η αρνητική αυτή σχέση δείχνει ότι η επίδραση της αποζημίωσης βάσει μετοχικής απόδοσης δεν είναι θετική σε κάθε περίπτωση για τα συμφέροντα των μετόχων της αγοράστριας επιχείρησης.

4.2.2 Μελέτες που διερευνούν την επίδραση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στις εξαγορές

Οι Ahn et al (2011) στην εργασία που πραγματοποίησαν εξέτασαν τις επιπτώσεις στον πλούτο των μετόχων της κατοχής θέσεων σε πολλαπλά διοικητικά συμβούλια εταιρειών ταυτοχρόνως από μέρους των στελεχών τους κατά την χρονική στιγμή των ανακοινώσεων περί συγχωνεύσεων ή εξαγορών. Το δείγμα τους αποτελείται από 1207 παρατηρήσεις (συμφωνίες άνω του \$1 εκ., εταιρείες - στόχοι εισηγμένες ή μη, ολοκλήρωση συμφωνίας σε 1000 μέρες, αρχικά εξαγορά τουλάχιστον του 50% και στην συνέχεια πλήρης εξαγορά) κατά την περίοδο 1998 – 2003 στις ΗΠΑ. Βασιζόμενοι στη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory), υποστηρίζουν πως τα μέλη του

διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν την ποιότητα της διαχειριστικής εποπτείας και κατ' επέκταση επηρεάζουν τις συγκρούσεις στις αποφάσεις των εξαγορών.

Εφαπτήριο για την ανάπτυξη της συλλογιστικής τους είναι ότι τα άτομα που κατέχουν πολλαπλές θέσεις σε διοικητικά συμβούλια έχουν περιορισμένα περιθώρια συγκέντρωσης και χρόνου, στοιχεία τα οποία ενδέχεται να επηρεάσουν την ικανότητά τους να διαδραματίσουν χρήσιμο συμβουλευτικό ρόλο. Η αδυναμία τους αυτή αναμένεται να εκδηλωθεί εντονότερα κατά τη διάρκεια κρίσιμων στρατηγικών αποφάσεων, όπως οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές.

Για τους σκοπούς της ανάλυσής τους, κάνουν τις εξής δύο υποθέσεις. Καταρχήν, ότι στελέχη με περισσότερες θέσεις σε διοικητικά συμβούλια μπορεί να είναι πιο έμπειρα, να παρέχουν καλύτερες συμβουλευτικές υπηρεσίες, και να προσφέρουν καλύτερο έλεγχο. Αν η υπόθεση αυτή ευσταθεί, αυτά τα μέλη του Δ.Σ. θα μπορούσαν να συμβάλουν στην εξασθένιση του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost) και να αποθαρρύνουν εξαγορές επιζήμιες για την αξία των εταιρειών τους. Αυτή η υπόθεση ονομάζεται υπόθεση της φήμης (reputation hypothesis) και προβλέπει ότι η αντίδραση της αγοράς είναι πιο θετική (ή λιγότερο αρνητική) σε αγοράστριες εταιρείες των οποίων τα μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου κατέχουν θέσεις σε πολυάριθμα διοικητικά συμβούλια. Αντιθέτως, η υπόθεση του φόρτου εργασίας (busyness hypothesis), υποστηρίζει ότι στελέχη/μέλη πολλών διοικητικών συμβουλίων ταυτόχρονα μπορεί να είναι τόσο απασχολημένα ώστε να μην μπορούν να λειτουργήσουν ως αποτελεσματικοί ελεγκτές. Η ελλιπής αυτή παρακολούθηση μπορεί να

οδηγήσει σε σφοδρές συγκρούσεις αντιπροσώπευσης (agency conflicts), καθώς τα διευθυντικά στελέχη είναι ικανότερα στο να προωθήσουν το προσωπικό τους συμφέρον εις βάρος των μετόχων. Μια πολύ γνωστή επίπτωση συγκρούσεων αντιπροσώπευσης είναι η εξάντληση των ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flows) σε άχρηστες εξαγορές που καταστρέφουν την αξία της εταιρείας (Jensen, 1986). Με άλλα λόγια, η υπόθεση του φόρτου εργασίας προβλέπει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ του αριθμού των θέσεων σε διοικητικά συμβούλια από μέρους των στελεχών/ μελών και της αντίδρασης των χρηματιστηρίων (π.χ. όσο περισσότερες θέσεις κατέχουν, τόσο πιο αρνητική είναι η αντίδραση της αγοράς).

Εν κατακλείδι, τα εμπειρικά αποτελέσματα που εξήχθηκαν από τη μελέτη τους είναι στενά συνδεδεμένα με τη υπόθεση του φόρτου εργασίας. Αποδεικνύεται, λοιπόν, πως οι αγοράστριες εταιρείες των οποίων τα μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου κατέχουν θέσεις σε διοικητικά συμβούλια και άλλων εταιρειών, βιώνουν πιο αρνητικές έκτακτες αποδόσεις. Ωστόσο, η επιζήμια αυτή επίπτωση είναι σημαντική μόνο όταν ο αριθμός των θέσεων σε πολλαπλά διοικητικά συμβούλια υπερβεί ένα συγκεκριμένο όριο. Καταλήγουν λοιπόν, πως στελέχη, τα οποία κατέχουν θέσεις σε πολλαπλά διοικητικά συμβούλια ταυτοχρόνως, επιτρέπουν εξαγορές επιζήμιες για την αξία της εταιρείας όταν γίνονται πολυάσχολοι πέραν ενός σημείου (3 θέσεις/ μέλος), και η επίδρασή του φόρτου εργασίας τους στην επίδοση της εξαγοράς φαίνεται να είναι μη γραμμική.

Οι Sanjai Bhagat και Brian Bolton (2013) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και εταιρικής επίδοσης μετά την εφαρμογή του SOX (2002), ο οποίος ενισχύει το ρόλο των ανεξάρτητων

μελών του διοικητικού συμβουλίου με νέα καθήκοντα όπως η έγκριση των αποζημιώσεων των CEOs, η έγκριση διορισμού νέων μελών στο διοικητικό συμβούλιο, η υποχρέωση για τακτικές συνεδριάσεις. Στο μοντέλο τους χρησιμοποιούν 5 μεταβλητές (Independence, DirectorOwn, CEO-Duality, G-Index, E-Index) για τη μέτρηση της εταιρικής διακυβέρνησης και τον ROA (Return on Assets) ως βασική μεταβλητή για τη μέτρηση της λειτουργικής απόδοσης σε ένα δείγμα 13000 παρατηρήσεων από 1500 εταιρείες στις ΗΠΑ κατά τη περίοδο 1998-2007. Τα ευρήματά τους έδειξαν μια αλλαγή στη σχέση μεταξύ ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και εταιρικής απόδοσης. Συγκεκριμένα, βρήκαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και λειτουργικής απόδοσης κατά την περίοδο πριν το 2002 η οποία μεταβάλλεται σε θετική μετά το 2002. Η αλλαγή αυτής της σχέσης παρατηρήθηκε σε εταιρείες οι οποίες αύξησαν τον αριθμό των ανεξάρτητων μελών στο διοικητικό τους συμβούλιο. Τέλος, οι Bhagat et al εξέφρασαν την άποψη ότι εταιρείες των οποίων τα διοικητικά τους συμβούλια παρουσιάζουν μεγαλύτερη ανεξαρτησία (αλλά και κατοχή μετοχών από τα μέλη του Δ.Σ.) είναι λιγότερο πιθανό να επιδοθούν σε εξαγορές καταστροφικές για τον πλούτο των μετόχων της εταιρείας τους (value-destroying acquisitions).

4.2.3 Μελέτες που διερευνούν τη μεταβαλλόμενη φύση της αγοράς εταιρικού ελέγχου σε ΗΠΑ και ΗΒ

Οι Cosh και Guest (2007) εξέτασαν την μεταβαλλόμενη φύση της εταιρικής διακυβέρνησης στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τις τελευταίες δεκαετίες (από το 1980) και κατά πόσο αυτές οι αλλαγές είχαν αντίκτυπο στην αγορά εταιρικού ελέγχου του Ηνωμένου Βασιλείου. Τα απογοητευτικά αποτελέσματα για τους

μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων στη πλειοψηφία των εξαγορών που έλαβαν χώρα, η δημόσια δυσαρέσκεια για τις αποζημιώσεις υψηλόβαθμων στελεχών και τα μεγάλα εταιρικά σκάνδαλα που ξέσπασαν την δεκαετία του 1990 κατέστησαν αναγκαία την εφαρμογή μεταρρυθμίσεων για την άσκηση αποτελεσματικότερου εταιρικού ελέγχου. Η έκθεση Cadbury, μετά την δημοσίευσή της το 1992, συνέβαλε προς την κατεύθυνση αυτή μέσω των προτάσεων της για αλλαγές ως προς το μέγεθος, τη σύνθεση και τον ρόλο των διοικητικών συμβουλίων, τον ρόλο των θεσμικών μετόχων, την αμοιβή και τον διορισμό των στελεχών, και ποικίλες προτάσεις για νομοθετικές και λογιστικές ρυθμίσεις.

Σημαντική είναι η παρατήρηση τους ότι τα κύματα εξαγορών, τα οποία έλαβαν χώρα με αυξανόμενη ένταση τις τελευταίες δεκαετίες στο Ηνωμένο Βασίλειο, έμειναν ανεπηρέαστα από τις σημαντικές αλλαγές που συντελέστηκαν στην ιδιοκτησία του κεφαλαίου και την εταιρική διακυβέρνηση.

Επιπλέον, διαπιστώνουν ότι κύριοι παράγοντες για τις ισχνές μέσες αποδόσεις για τους μετόχους από αυτές τις εξάρσεις της δραστηριότητας των εξαγορών αποτέλεσαν ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας των επιχειρήσεων από τον έλεγχο, η μη ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων, καθώς και η αδυναμία των διοικητικών συμβουλίων να παρακολουθούν και να ελέγχουν τις στρατηγικές των ομάδων διοίκησης.

Επίσης, μέσω της μελέτης αποδεικνύουν ότι οι επιδόσεις των εξαγορών για τους μετόχους των αγοραστριών επιχειρήσεων (acquiring shareholders) παρουσιάζουν μικρά σημάδια βελτίωσης, με τη θετική πορεία των αποτελεσμάτων κερδοφορίας να εξαρτάται από την επιλογή του δείκτη

απόδοσης, παρά τις τεράστιες διαρθρωτικές αλλαγές που συντελέστηκαν τα τελευταία σαράντα χρόνια. Ταυτόχρονα, οι προαναφερθείσες αλλαγές στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και τις αποζημιώσεις των στελεχών δεν φαίνεται να έχουν μεγάλο αντίκτυπο στις αποδόσεις των εξαγορών. Αντίθετα, ακόμα φαίνεται να ευσταθεί η υπόθεση ότι δηλαδή οι επικεφαλές των μεγάλων επιχειρήσεων εξακολουθούν να επενδύουν σε εξαγορές πέρα από το σημείο κατά το οποίο η ευημερία των μετόχων τους μεγιστοποιείται (Mueller, 1969). Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι τόσο οι εκπρόσωποι των διοικήσεων όσο και οι εκπρόσωποι των μετόχων είναι υπέρ του δέοντος αισιόδοξοι σχετικά με τα κέρδη που μπορούν να καρπωθούν από εξαγορές και την υπεραξία (premiums) που μπορούν να αντέξουν να πληρώσουν. Τέλος, επισημαίνουν ότι είναι πιθανό τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (private equity funds) να αποτελούν έναν νέο παίκτη στην αγορά εταιρικού ελέγχου, έναν παίκτη για τον οποίο η αμοιβή για μια αποτελεσματική εξαγορά είναι μεγαλύτερη και πιο άμεση. Και προσθέτουν, ότι θα ήταν ειρωνεία αν αυτά τείνουν να γίνουν το μέσο για τη βελτίωση των αποδόσεων των εξαγορών, επισημαίνοντας τον ετερογενή χαρακτήρα των δραστηριοτήτων των private equity funds και το μάλλον φτωχό ιστορικό τους στην εταιρική διακυβέρνηση.

Η μελέτη των Masulis et al (2007) εξετάζει ευθέως την επίδραση των ATP μιας επιχείρησης πάνω στην αποδοτικότητα των επενδύσεών της, και ειδικότερα, την επίδραση των εξαγορών στον πλούτο των μετόχων. Το δείγμα τους αποτελείται από 3.333 ολοκληρωμένες εξαγορές, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από 1268 εταιρείες στις ΗΠΑ κατά την περίοδο 1990 – 2003. Στην μελέτη αυτή, λαμβάνονται υπόψη οι εξής τρεις παραδοχές:

1. Οι εξαγορές έχουν την τάση να εντείνουν τις εγγενείς συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών και μετόχων σε μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις (Berle and Means (1933), Jensen and Meckling (1976)).
2. Τα διευθυντικά στελέχη δεν πραγματοποιούν εξαγορές που μεγιστοποιούν πάντα τον πλούτο των μετόχων αλλά αρκετά συχνά προάγουν το προσωπικό τους συμφέρον εις βάρος των μετόχων.
3. Η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων είναι πιο σοβαρή σε επιχειρήσεις με περισσότερους ATPs, ή ισοδύναμα, σε επιχειρήσεις λιγότερο ευάλωτες σε εξαγορές.

Η βασική υπόθεση πάνω στην οποία βασίζουν την ανάλυσή τους είναι ότι διευθυντικά στελέχη που προστατεύονται από περισσότερους εσωτερικούς κανονισμούς περί πρόληψης εξαγορών (antitakeover provisions) είναι πιο πιθανό να επιδοθούν σε εξαγορές καταστροφικές για τον πλούτο των μετόχων, δεδομένου ότι είναι λιγότερο πιθανό να πειθαρχούν, σε ενέργειες που προστάζει η αγορά εταιρικού ελέγχου (market of corporate control).

Τα ευρήματα τους, λοιπόν, δείχνουν ότι αγοράστριες/εταιρείες με ενισχυμένους εσωτερικούς κανονισμούς περί πρόληψης εξαγορών (ATPs) βιώνουν σημαντικά χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις για τις μετοχές τους κατά την περίοδο ανακοινώσεων εξαγορών, γεγονός που υποστηρίζει την βασική τους υπόθεση. Επίσης, εξήγαν το συμπέρασμα ότι οι αγοράστριες που δραστηριοποιούνται σε κλάδους με μεγαλύτερο ανταγωνισμό ή αγοράστριες στις οποίες οι θέσεις του προέδρου και διευθύνοντος συμβούλου του

διοικητικού συμβουλίου διαχωρίζονται, απολαμβάνουν υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης εξαγορών.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κεφάλαιο 5 - Συμπεράσματα

5.1 Συμπεράσματα

Αντικείμενο μελέτης της παρούσας εργασίας είναι η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στις εξαγορές. Αφορμή για την ενασχόληση με το συγκεκριμένο ζήτημα είναι η τάση των εξαγορών να εντείνουν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών εντός των οργανισμών, καθιστώντας επιτακτική, ενδεχομένως περισσότερο παρά ποτέ άλλοτε, την άσκηση αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης.

Οι εξαγορές αποτελούν μια από τις πιο σημαντικές στρατηγικές αποφάσεις στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον. Αντίστοιχα, η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και οι εσωτερικοί μηχανισμοί αυτής έχουν αποτελέσει αντικείμενο πολλών ακαδημαϊκών μελετών, ιδιαίτερα κατά την τελευταία 20ετία, περίοδο κατά την οποία τα νομοθετικά πλαίσια περί εταιρικού ελέγχου αυστηροποιήθηκαν σε ΗΠΑ και Μ. Βρετανία, εξαιτίας των τεράστιων εταιρικών σκανδάλων που είδαν το φως της δημοσιότητας και του διεθνούς αντίκτυπού τους .

Ο νόμος Sarbanes – Oxley και η Έκθεση Cadbury, λοιπόν, ήρθαν να ισχυροποιήσουν τους κύριους σκοπούς της εταιρικής διακυβέρνησης που είναι η εξασφάλιση και η ενίσχυση της διαφάνειας, η έγκαιρη και έγκυρη ενημέρωση των επενδυτών, η ορθή και αποτελεσματική λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου, καθώς και να επαναπροσδιορίσουν τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις του.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, εξετάσθηκαν λεπτομερώς οι πιο σημαντικές εμπειρικές μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στις πιο πρόσφατες οι οποίες συμπεριλαμβάνουν στην ανάλυσή τους τις πιο πρόσφατες εξελίξεις, με σκοπό να διερευνηθεί με ποιο τρόπο τα διοικητικά συμβούλια και οι υφιστάμενες πολιτικές αποζημιώσεων της εκτελεστικής εξουσίας επιδρούν στα κίνητρα για εξαγορές, στη λειτουργική απόδοση και στις αποδόσεις των μετοχών σε περιόδους ανακοινώσεων εξαγορών για τις αγοράστριες εταιρείες (acquirer). Το σύνολο των μελετών χρησιμοποίησε δείγματα εταιρειών των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου, όπου η αγορά εταιρικού ελέγχου είναι αρκετά ώριμη και το επιχειρηματικό περιβάλλον αρκετά δεκτικό και ανοιχτό σε εξαγορές, και δεδομένα της περιόδου από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 μέχρι σχεδόν τα τέλη της πρώτης δεκαετίας του 2000.

Όσον αφορά, λοιπόν, το ρόλο που διαδραματίζουν τα διοικητικά συμβούλια, από τα ευρήματα των μελετών, καταρχήν συμπεραίνεται ότι διοικητικά συμβούλια με περισσότερα ανεξάρτητα μέλη στη σύνθεσή τους και των οποίων αρκετά μέλη έχουν στην κατοχή τους κοινές μετοχές είναι λιγότερο πιθανόν να καταφύγουν σε καταστροφικές για τον πλούτο των μετόχων εξαγορές. Επιπλέον, τεκμαίρεται ότι εταιρείες, στις οποίες το ίδιο πρόσωπο δεν κατέχει ταυτοχρόνως τις θέσεις του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντος συμβούλου, επιτυγχάνουν υψηλότερες έκτακτες αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοινώσεων εξαγορών. Επίσης, αγοράστριες εταιρείες των οποίων μέλη στο διοικητικό συμβούλιο κατέχουν αντίστοιχες θέσεις και σε άλλες εταιρείες, επιτυγχάνουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις σε περιόδους ανακοινώσεων εξαγορών. Τονίζεται, βέβαια, ότι η επίπτωση αυτή

είναι σημαντική, όταν ο αριθμός των θέσεων ξεπεράσει έναν ορισμένο αριθμό. Ταυτόχρονα, όμως, ένα ακόμα ενδιαφέρον συμπέρασμα είναι ότι μεγαλύτερα και λιγότερο ανεξάρτητα διοικητικά συμβούλια ανταμείβουν σταθερά με μεγαλύτερα bonus και ετήσιους μισθούς τους CEOs και τα διευθυντικά τους στελέχη μετά από Σ&Ε, δίνοντάς τους το κίνητρο για καταστροφικές εξαγορές.

Εν συνεχεία, όσον αφορά τις πολιτικές αποζημίωσης των διευθυντικών στελεχών και συγκεκριμένα των CEOs, τα ευρήματα όλων των μελετών συνηγορούν ότι οι αποζημιώσεις βάσει μετοχικής αποδοτικότητας (equity - based compensation) προτρέπουν τους CEOs αδιαμφισβήτητα προς εξαγορές, για ορισμένους ερευνητές, δε, μεγαλύτερης αξίας και περισσότερες σε αριθμό. Παρόλα αυτά, οι απόψεις δίστανται για τον αν τελικά οι EBC έχουν πάντα θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών και, συνεπακόλουθα, στον πλούτο των μετόχων.

Σημαντικά, τέλος, είναι τα συμπεράσματα για την επίδραση του εταιρικού ελέγχου. Αποδεικνύεται ότι αγοράστριες εταιρείες με εσωτερικές διατάξεις περί πρόληψης εξαγορών (antitakeover provision) βιώνουν σημαντικά χαμηλότερες έκτακτες αποδόσεις σε σύγκριση με αγοράστριες οι οποίες είναι υποκείμενες στην πειθαρχική εξουσία που ασκείται μέσω της αγοράς εταιρικού ελέγχου.

Συνοπτικά, λοιπόν, να αναφέρουμε ότι τα ευρήματα των μελετών επιβεβαιώνουν πως η διαχρονική εξέλιξη του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης συνείσφερε σε αποτελεσματικότερες αποφάσεις εξαγορών. Οι νεότερες μελέτες στηρίζουν και επεκτείνουν τις υποθέσεις των παλαιότερων ως προς την θετική επίδραση των παραμέτρων του ΔΣ στη

λειτουργική απόδοση και τις βραχυχρόνιες αποδόσεις για τους μετόχους από εξαγορές.

Αντίθετα, χρήζει περαιτέρω έρευνας η επίδραση των εφαρμοζόμενων αποζημιώσεων κινήτρου, σε αντιπαραβολή με την επίδραση της κατοχής κοινών μετοχών από τους CEOs. Τέλος, διαφαίνεται πως μακροχρόνια, οι επιδόσεις των εξαγορών για τους μετόχους των αγοραστριών δεν αποδεικνύεται να βελτιώθηκαν σε σημαντικό βαθμό παρά τις διαθρωτικές αλλαγές, γεγονός που οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι επικεφαλές των εισηγμένων επιχειρήσεων εξακολουθούν να επενδύουν σε εξαγορές πέρα από το σημείο κατά το οποίο η ευημερία των μετόχων τους μεγιστοποιείται.

Κλείνοντας, θα ήθελα να επισημάνω ότι ορισμένοι επιστήμονες αντιπαραβάλουν τη λειτουργία του διοικητικού συμβουλίου με τη δραστηριότητα των private equities, τα οποία αποτελούν έναν νέο παίκτη στην αγορά εταιρικού ελέγχου, με έντονη παρουσία στο τελευταίο κύμα εξαγορών. Το ερώτημα που μένει να απαντηθεί στο μέλλον, λοιπόν, είναι αν θα καταφέρουν να γίνουν το κύριο μέσο για τη βελτίωση των αποδόσεων των εξαγορών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία

Amihud, Y. et al. (1990) ‘Corporate control and the choice of investment financing: the case of corporate acquisitions’, *Journal of Finance*, vol. 45, no. 2, pp. 603-616

Adams, R. and Ferreira, D., (2007) ‘A theory of friendly boards’, *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 217-250

Ahn S., Jiraporn P., Sang Kim Y. (2011) ‘Multiple directorships and acquirer returns’, *Journal of Banking and Finance*, vol. 34, pp. 2011-2026

Berle, A. and Means, G. (1932) ‘The Modern Corporation and Private Property’, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 81, pp. 782-785

Byrd, J. and Hickman, K. (1992) ‘Do Outside Directors Monitor Managers?’, *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 195-221

Brealey, R. and Myers, S. (2002) *Principles of Corporate Finance*, Seventh Edition, McGraw-Hill, New York

Bange, M. and Mazzeo, M. (2004) ‘Board composition, board effectiveness and the observed form of takeovers bids’, *Review of Financial Studies*, vol. 17, pp. 1185-1215

Bhagat, S. and Bolton, B. (2013) ‘Director ownership, governance and performance’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, no. 1, pp. 105-135

Boulton, T. et al (2014) 'Does equity – based compensation make CEOs more acquisitive?', *Journal of Financial Research*, vol. 37, no. 3, pp. 267-294

Cooke (1999) *Mergers and acquisitions*, Basil Blackwell Editions Ltd, London,

Core, J., Holthausen, R., Larcker, D. (1999) 'Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance', *Journal of Financial Economics*, vol. 51, pp. 371-406

Chatterjee, S., Harrison, J. and Bergh, D. (2003) 'Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing', *Strategic Management Journal*, vol. 24, pp. 87-96

Coakley, J. and Iliopoulou, S. (2006) 'Bidder CEO and other executive compensation in UK M&As', *European Financial Management*, vol. 4, pp. 609-631

Cosh, A., Guest, P. and Hughes, A. (2007) 'UK corporate governance and takeover performance', *Centre for Business Research, University of Cambridge*, Working Paper, no. 357

Croci, E. and Petmezas, D. (2013) 'Do risk – taking incentives induce CEOs to Invest? New Evidence from Acquisitions', Working Paper, Under 2nd round review

Datta, S., Inskadar-Datta, M. and Raman, K. (2001) 'Executive Compensation Structure and Corporate Equity Financing Decisions', *The Journal of Business*, vol. 78, pp. 1859-1890

De Pamphilis, D. (2001) 'Managing growth through acquisition: Time – tested techniques for the entrepreneur', *International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, vol. 2(3), pp. 195-205

Daya, J. and McConnel, J. (2007) 'Board Composition, Corporate Performance and the Cadbury Committee Recommendation', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, pp. 535-564

Eddey, P. and Taylor, S. (1999) 'Directors' recommendations on takeovers bids and the management of earnings: Evidence from Australian takeovers', *Abacus*, vol. 35, pp. 29-45

European Central Bank (2000) *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications*, Frankfurt

Fama, E. (1980) 'Agency problem and theory of the firm', *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, pp.288-307

Gillan, S. and Starks, L. (2000) 'Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors', *Journal of Financial Economics*, vol. 57, pp. 275-305

Gaughan, P. A. (2002) *Mergers, Acquisitions, and Corporate restructuring*, 3rd ed., John Wiley & Sons, Inc., New York

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

Gillan, S., Hartzell, J., and Starks, L. (2003) 'Explaining corporate governance: Boards, bylaws, and charter provisions', *Weinberg Center for Corporate Governance*, working paper, no. 2003-03

Golubov, A., Travlos, N., Petmezas, D. and Travlos, N. (2013) 'Empirical M&A research: A review of methods, evidence and managerial implications', *Handbook of research Methods and Applications in Empirical Finance*, pp. 287-313

Hawawini, G. and Swary, I. (1990) *Mergers and acquisitions in the U.S. banking industry: Evidence from the capital market*, North-Holland Publishing, Amsterdam

Hubbard, G. and Palia, D. (1995) 'Benefits of control, managerial ownership and the stock returns of acquiring firms', *Journal of Economics*, vol. 26, pp. 782-792

Harford, J. (1999) 'Corporate cash reserves and acquisitions', *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 1969-1997

Harford, J. (2005) 'What Drives Merger Waves?', *Journal of Financial Economics*, vol. 7, pp. 483-702

Harford, J. and Li, K. (2007) 'Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEOs', *Journal of Finance*, vol. 2, pp. 917-949

Jensen, M. and Meckling, W. (1976) 'Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360

Jensen, M., (1986) 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers', *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329

Jiraporn, P., Singh, M., Lee, C. (2009) 'Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships', *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, no. 5, pp. 819-828

Lewellen, W., Loderer, C. and Rosenfeld, A. (1985) 'Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms', *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 209-231

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny R. (2000) 'Investor protection and corporate governance', *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27

Mann, H. (1965) 'Mergers and the Market for Corporate Control', *The Journal of Political Economy*, vol. 73, pp. 110-120

Mueller, D.C. (1969) 'A theory of conglomerate mergers', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 83, pp. 643-659

McConnell, J., Servaes, H., (1990) 'Additional evidence on equity ownership and corporate value', *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612

Martin, K. and McConnell, J. (1991) 'Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover', *The Journal of Finance*, vol. 46, pp. 671-687

Mitchell, M. and Mulherin, H. (1996) 'The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity', *Journal of Financial Economics*, vol. 41, pp. 193-229

Masulis, R. et al. (2007) 'Corporate governance and acquirer returns', *Journal of Finance*, vol. 4, pp. 1851-1889

OECD (1999) *Principles of Corporate Governance*, revised in 2004

Reuer, J. (2002) 'Incremental Corporate Reconfiguration through International Joint Venture Buyouts and Selloffs', *Management International Review*, vol. 42, pp. 237-260

Rhodes-Kropf, M. and Viswanathan, S. (2004) 'Market valuation and merger waves', *Journal of Finance*, vol. 59, no. 6

Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) 'The Limits of Arbitrage', *The Journal of Finance*, vol. 53, pp. 35-55

Shleifer, A. and Vishny, R. (2003) 'Stock market driven acquisitions', *Journal of Financial Economics*, vol. 70, pp. 295-311

Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Pearson Education Limited, Essex

Savor, P.G. and Lu, Q. (2009) 'Do stock mergers create value for acquirers?', *Journal of Finance*, vol. 64, no. 3, pp. 1061-1097

Shim, J. and Okamuro, H. (2011) 'Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms', *Journal of Banking and Finance*, vol. 35, pp. 193-203

Tehranian, H., Travlos, N. and Waagelein J. (1987) 'The Effect of Long – Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns', *The Journal of Finance*, vol. 42, pp. 933-942

www.ecb.europa.eu

www.simplestudies.com

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αθανάσογλου Π., Ασημακόπουλος Ι. και Ε. Γεωργίου (2005) 'Η επίδραση των ανακοινώσεων συγχωνεύσεων και εξαγορών στις αποδόσεις των μετόχων των τραπεζών στην Ελλάδα', *Οικονομικό Δελτίο*, Τεύχος 24, *Τράπεζα της Ελλάδος*

Επιτροπή για την εταιρική διακυβέρνηση στην Ελλάδα (1999) 'Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα. Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού', *Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς*

Ελληνικό Παρατηρητήριο Εταιρικής Διακυβέρνησης (2007) *Επιθεώρηση*, Τεύχος 1, Αθήνα

Κυριαζής, Δ. (2007) *Συγχωνεύσεις και εξαγορές*, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό-Κων/νου Σμπίλια και Σία ΟΕ, Αθήνα

Κανονισμός ΕΟΚ 4064 / 1989

Μούζουλας, Σ. (2003) *Εταιρική Διακυβέρνηση Διεθνής εμπειρία, ελληνική πραγματικότητα*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

Νόμος 3016/ 2002

Σακέλλης, Ε. (2001) *Συγχωνεύσεις-Διασπάσεις-Εξαγορές-Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως*, 3^η έκδοση, Εκδόσεις Ε. Σακέλλη, Αθήνα

Τραυλός Ν. (2003) *Εταιρική διακυβέρνηση Έννοιες και εμπειρικά πορίσματα*, Οικονομικός Ταχυδρόμος

Πανεπιστήμιο Πειραιώς