

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ



Διπλωματική Εργασία με Θέμα :
«Conflict of Interests»

Επιμέλεια: Δενδρινός Νικήτας
ΜΧΡΗ0807

Επιβλέπων Καθηγητής:

Τσιριτάκης Εμμανουήλ

Τριμελής Επιτροπή:

Αναπλ. Καθ. Εμ. Τσιριτάκης

Καθηγητής Γ. Κατσιμπρής

Επικ. Καθ. Γ. Σκιαδόπουλος

ΠΕΙΡΑΙΑΣ
Φεβρουάριος 2010

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πρόλογος – Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Έννοια της Σύγκρουσης Συμφερόντων	5
1.1 Προσδιορισμός της Σύγκρουσης Συμφερόντων	5
1.2 Είδη Σύγκρουσης Συμφερόντων	8
1.2.1 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Διευθυντικά Στελέχη	9
1.2.2 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Ομολογιούχους	11
1.2.3 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μεγαλομετόχους και Μικρομετόχους	12
1.2.4 Επενδυτική Τραπεζική	14
1.2.5 Έλεγχος και Συμβουλευτική στις λογιστικές εταιρείες	15
1.2.6 Credit assessment and consulting in credit-rating agencies	16
1.2.7 Universal Banking	18
1.2.8 Σύγκρουση ανάμεσα σε εταιρείες και στην κοινωνία	19
1.2.9 Η Σύγκρουση Συμφερόντων στις διαδικασίες ψήφου	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Τρόποι Αντιμετώπισης της Σύγκρουσης Συμφερόντων	23
2.1 Προσεγγίσεις Διευθέτησης της Σύγκρουσης Συμφερόντων	23
2.1.1 Leave it to the market	26
2.1.2 Regulate for a Transparency	27
2.1.3 Supervisory Oversight	28
2.1.4 Separation of functions	29
2.1.5 Socialization of Information Production	30
2.2 Ρυθμιστικά Μέτρα	31
2.2.1 Νόμος Sarbanes-Oxley	31
2.2.2 Global Legal Settlement 2002	32
2.2.3 Αξιολόγηση της Sarbanes- Oxley και της Global Legal Settlement	99
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Μελέτη Περίπτωσης	37
3.1 Περίληψη του case study	37
3.2 Ανάλυση του case study	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Συμπεράσματα	52
4.1 Τελικές Παρατηρήσεις	52
Βιβλιογραφία	55

Πρόλογος – Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η οικονομική ανάπτυξη, η εξέλιξη και η πολυπλοκότητα του σύγχρονου επιχειρηματικού, οικονομικού και κοινωνικού περιβάλλοντος οδήγησε στην αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων και την ανάγκη εξεύρεσης σημαντικών εξωτερικών κεφαλαίων. Χαρακτηριστικά των σύγχρονων επιχειρήσεων είναι οι πολύπλοκες οργανωτικές και ιεραρχικές δομές, και η χρήση σύγχρονων τεχνολογιών για την παραγωγή εξειδικευμένων και διαφοροποιημένων προϊόντων και υπηρεσιών υψηλής προστιθέμενης αξίας. Η χρήση πληροφοριακών συστημάτων στη διοίκηση των επιχειρήσεων άλλαξε ριζικά την ταχύτητα λήψης αποφάσεων, αυξάνοντας παράλληλα την σημασία του ανθρώπινου κεφαλαίου. Με βάση τα παραπάνω χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων γίνονται πλέον πιο εμφανείς οι συγκρούσεις συμφερόντων που αναπτύσσονται ενώ παράλληλα τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ένα έντονο θεωρητικό ενδιαφέρον όσον αφορά το ρόλο και το μέγεθος τους. Οι συγκρούσεις συμφερόντων δημιουργούν διαμάχες τόσο ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη στο εσωτερικό της επιχείρησης όσο και μεταξύ της επιχείρησης και του εξωτερικού και κοινωνικού περιβάλλοντος.

Το ενδιαφέρον της παρούσας εργασίας για τις συγκρούσεις συμφερόντων απορρέει από το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν στο σύνολο των επιχειρήσεων και των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, την τάση που παρατηρείται διεθνώς για την άμβλυση των επιπτώσεων τους, καθώς και τις συναφείς πολιτικές που αποβλέπουν στην μείωση τους. Στόχος της εργασίας είναι να προσπαθήσει να παρουσιάσει το γενικότερο περιβάλλον μέσα στο οποίο ενεργοποιούνται οι συγκρούσεις συμφερόντων και τις πιθανές τους επιδράσεις στο οικονομικό και επιχειρηματικό γίγνεσθαι. Στην προσπάθεια αυτή αναπτύσσονται τέσσερα κεφάλαια.

Στο πρώτο κεφάλαιο εξετάζονται ζητήματα προσδιορισμού των συγκρούσεων συμφερόντων και αναφέρονται περιπτώσεις όπου ο ρόλος τους είναι περισσότερο εμφανής.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται οι τρόποι αντιμετώπισης και διευθέτησης των συγκρούσεων τόσο από τη σκοπιά της αγοράς και των ίδιων

των επιχειρήσεων όσο και από την πλευρά των ρυθμιστικών μέτρων που έχουν προταθεί.

Το τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται και επιχειρείται η εξέταση των συγκρούσεων μέσα από ένα case study του Harvard Business School.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο αναφέρονται τα συμπεράσματα και οι τελικές παρατηρήσεις της εργασίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

Κεφάλαιο Πρώτο: Έννοια της Σύγκρουσης Συμφερόντων

1.1 Προσδιορισμός της Σύγκρουσης Συμφερόντων

Από το τέλος της χρηματιστηριακής ανόδου το 2000, οι χρηματαγορές άρχισαν να κλονίζονται από το ένα εταιρικό σκάνδαλο μετά το άλλο. Ο κύκλος άρχισε τον Δεκέμβριο του 2001 με την θεαματική χρεοκοπία της Enron Corporation (που κάποτε θεωρείτο η έβδομη μεγαλύτερη εταιρεία στις ΗΠΑ) και την δίωξη της Arthur Andersen, ελέγκτριας της Enron, μία από τις τότε “Big Five”, ελεγκτικές εταιρείες. Στη συνέχεια, οι αποκαλύψεις για παραπλανητικές λογιστικές δηλώσεις σε μια πληθώρα άλλων εταιρειών, όπως οι WorldCom, η Tyco Industries, ή η Fannie Mae, αύξησαν τις αμφιβολίες των επενδυτών για την ποιότητα των πληροφοριών που προέρχονται από τον εταιρικό τομέα.

Τα σκάνδαλα αυτά τράβηξαν απίστευτα την προσοχή του κόσμου για διάφορους λόγους. Κατ' αρχάς, οι χρεοκοπίες κόστισαν στους υπαλλήλους των εταιρειών αυτών, τις εργασίες ή τις συντάξεις τους, ή και τα δύο μαζί. Δεύτερον, οι δραστηριότητες αυτές μπορεί να ήταν ένας παράγοντας της τεράστιας χρηματιστηριακής πτώσης που συνέβη από τον Μάρτιο του 2000 έως τον Σεπτέμβριο του 2002. Κατά τη διάρκεια αυτής της ύφεσης, η αξία του δείκτη S&P 500 έπεσε κατά 50% και η αξία του NASDAQ έπεσε κατά 75%. Τρίτον, τα σκάνδαλα δημιούργησαν αμφιβολίες για την ηθική όσων εργάζονταν στην βιομηχανία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Για τα πρόσφατα σκάνδαλα μπορεί να ευθύνονται οι συγκρούσεις συμφερόντων, ένα είδος ηθικού κινδύνου που επέρχεται όταν ένα άτομο ή οργανισμός έχει πολλαπλούς στόχους (συμφέροντα) και κατά συνέπεια υπάρχουν συγκρούσεις μεταξύ τους. Οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην χρηματοοικονομική κρίση subprime του 2007-2008, με το να εκθέτουν σε κίνδυνο την ποιότητα των credit ratings. Σε κάθε περίπτωση, αυτοί που υποτίθεται ότι θα ενεργούσαν κατά το βέλτιστο συμφέρον του επενδυτικού κοινού, παρέχοντας αξιόπιστες πληροφορίες, είχαν τα κίνητρα να εξαπατήσουν το κοινό και ως εκ τούτου να επωφεληθούν τόσο οι ίδιοι όσο και οι εταιρικοί πελάτες τους. Τι ακριβώς είναι αυτές οι συγκρούσεις συμφερόντων και πόσο σοβαρές είναι; Πού συμβαίνουν και γιατί ήταν η αιτία

των πρόσφατων συμφορών στις χρηματαγορές; Τι μπορούμε, και πρέπει, να κάνουμε εμείς;

Τα τελευταία χρόνια δίνεται μεγάλη προσοχή στις συγκρούσεις συμφερόντων στην χρηματοοικονομική βιομηχανία. Μια έρευνα στο Google με θέμα “σύγκρουση συμφερόντων”, μπορεί να εμφανίσει αποτελέσματα άνω των εκατόν πενήντα εκατομμυρίων. Για τους οικονομολόγους, η πρόσφατη αυτή προσοχή που δόθηκε εγείρει πολλά ερωτήματα. Μήπως οι μηχανισμοί που ελέγχουν τη σύγκρουση συμφερόντων στην χρηματοοικονομική αγορά αποτυγχάνουν να κάνουν το ίδιο και στους οικονομικούς οργανισμούς; Αυτοί οι μηχανισμοί αποτυγχάνουν; Οι συγκρούσεις επηρεάζουν τις τιμές με τις οποίες γίνεται η συναλλαγή των χρεογράφων, την αποδοτικότητα της κεφαλαιαγοράς και την προστασία των πελατών των χρηματοοικονομικών οργανισμών; Μήπως οι συγκρούσεις ήταν χειρότερες στις αρχές του αιώνα από ότι άλλες φορές; Κι αν ναι, γιατί συνέβη αυτό; Άραγε με τη διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων μέσα στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς οι συγκρούσεις βελτιώνονται ή χειροτερεύουν; Οι νομικές και ρυθμιστικές απόπειρες να επηρεάσουν τον αντίκτυπο των συγκρούσεων έφεραν τους πελάτες των χρηματοοικονομικών οργανισμών σε καλύτερη ή χειρότερη οικονομική κατάσταση;

Ως σύγκρουση συμφερόντων ορίζουμε μια κατάσταση κατά την οποία ένας εταίρος σε μια συναλλαγή είναι εν δυνάμει ικανός να κερδίσει κάνοντας ενέργειες που επηρεάζουν δυσμενώς το άλλο μέρος¹. Για παράδειγμα, στο πλαίσιο των *sell-side analysts*, θα μπορούσε να εμφανιστεί σύγκρουση συμφερόντων εάν ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός επρόκειτο να αποκτήσει άμεσο όφελος, όπως πρόσθετη αμοιβή, προσφέροντας μια μεροληπτική (*biased*) έρευνα σχετικά με κάποια εταιρεία σε πελάτες για τις υπηρεσίες του αναλυτή της. Ορισμένοι χρησιμοποιούν έναν πιο στενό ορισμό για τη σύγκρουση συμφερόντων. Συγκεκριμένα, κάποιοι ορίζουν τη σύγκρουση συμφερόντων ως κατάσταση στην οποία το ένα μέρος με καθήκον διαχειριστή (*fiduciary duty*) ενεργεί με ασυνέπεια ως προς το καθήκον του αυτό². Κάποιος

¹ Mehran Hamid and Stulz René M., *The Economics of Conflicts of Interests in Financial Institutions*, *Journal of Financial Economics*, 2007

² Αυτός ο ορισμός δεν χρησιμεύει στην οικονομική ανάλυση επειδή προεικάζει ότι η ύπαρξη κινήτρων για ασυνεπείς ενέργειες με το διαχειριστικό καθήκον οδηγεί αυτομάτως τον διαχειριστή στην εκτέλεση των ενεργειών αυτών.

άλλος ορισμός θεωρεί ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων εμφανίζονται εάν το ένα μέρος είναι κατά κάποιον τρόπο σε υπεύθυνη θέση. Και αυτός όμως ο ορισμός μοιάζει πολύ περιοριστικός.

Η επιδεξιότητα των χρηματοοικονομικών οργανισμών στην ερμηνεία των ενδείξεων και στη συλλογή πληροφοριών από τους πελάτες τους, δίνει ένα πλεονέκτημα κέρδους στην παραγωγή των πληροφοριών. Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί επειδή συλλέγουν, παράγουν και διανέμουν αυτές τις πληροφορίες, μπορούν να τις χρησιμοποιήσουν ξανά και ξανά και με όποιον τρόπο επιθυμούν, δημιουργώντας έτσι οικονομίες κλίμακας. Παρέχοντας πολλαπλές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στους πελάτες τους, μπορούν ακόμα να πραγματοποιούν οικονομίες φάσματος -μπορούν δηλαδή, να χαμηλώσουν το κόστος της παραγωγής πληροφοριών για κάθε υπηρεσία εφαρμόζοντας μια πηγή πληροφόρησης σε πολλές διαφορετικές υπηρεσίες. Για παράδειγμα, μια τράπεζα, μπορεί να αξιολογήσει την φερεγγυότητα μιας εταιρείας όταν της δίνει ένα δάνειο, κάτι που βοηθά την τράπεζα να αποφασίσει εάν θα είναι εύκολο να πουλήσει τις ομολογίες της εν λόγω εταιρείας στο κοινό. Ακόμα, παρέχοντας πολλαπλές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες στους πελάτες τους, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί μπορούν να αναπτύξουν ευρύτερες και μακροχρόνιες σχέσεις με εταιρείες. Οι σχέσεις αυτές μειώνουν ακόμα περισσότερο το κόστος της παραγόμενης πληροφορίας, και κατά συνέπεια ενισχύουν τις οικονομίες φάσματος. Βέβαια παρά το γεγονός ότι οι οικονομίες φάσματος μπορεί να ωφελήσουν ουσιαστικά τους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, μπορούν επίσης να δημιουργήσουν πιθανό κόστος με τη μορφή των συγκρούσεων συμφερόντων. Οι εταιρείες ή οι υπάλληλοί τους μπορεί να καταχραστούν πληροφορίες, να παρέχουν λανθασμένες πληροφορίες ή να αποκρύψουν πληροφορίες.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να εμφανιστούν μέσα στα πλαίσια των χρηματοοικονομικών οργανισμών οι οποίοι παρέχουν εξειδικευμένες υπηρεσίες, αλλά είναι πιο προβληματικές όταν ένας οργανισμός παρέχει πολλαπλές χρηματοοικονομικές υπηρεσίες σε έναν δεδομένο πελάτη ή σε πολλούς πελάτες. Τα ανταγωνιστικά συμφέροντα αυτών των υπηρεσιών μπορεί να οδηγήσουν τους υπαλλήλους ή ένα τμήμα του χρηματοοικονομικού

οργανισμού σε απόκρυψη πληροφοριών ή διασπορά παραπλανητικών πληροφοριών στις χρηματαγορές. Οι συνδυασμοί των υπηρεσιών που ενώνουν οποιαδήποτε ομάδα ενδιάμεσων θεματοφυλάκων, ή που επιτρέπουν σε οποιαδήποτε από αυτές τις ομάδες να επενδύσουν κατευθείαν σε μια επιχείρηση, έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να οδηγήσουν σε συγκρούσεις συμφερόντων.

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορούν να μειώσουν ουσιαστικά την ποιότητα των πληροφοριών στις χρηματαγορές, και ως εκ τούτου, να αυξήσουν τα προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης. Η ασύμμετρη πληροφόρηση με τη σειρά της, εμποδίζει τις χρηματαγορές να διοχετεύσουν κεφάλαια στις ευκαιρίες πιο παραγωγικών επενδύσεων και κάνει τις χρηματαγορές και την οικονομία λιγότερο αποδοτικές. Εγείρουν ηθικά διλήμματα για όσους εμπλέκονται στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αφού γεννούν κίνητρα στις εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή στους υπαλλήλους τους για απόκρυψη ή παροχή παραπλανητικών πληροφοριών, και ως εκ τούτου πλήττουν τους πελάτες για τους οποίους δουλεύουν. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες φάσματος στην χρηματοοικονομική βιομηχανία, που έχει οδηγήσει τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να προσφέρουν περισσότερες υπηρεσίες κάτω από μία στέγη, αύξησαν τις συγκρούσεις συμφερόντων και, αναμενόμενα, έχουν οδηγήσει σε πιο ανήθικη συμπεριφορά. Ένας τρόπος να περιοριστεί η ανήθικη συμπεριφορά είναι να αποκτήσουν, όσοι εργάζονται στην χρηματοοικονομική βιομηχανία, επίγνωση των ηθικών ζητημάτων τα οποία εγείρονται όταν τα εκμεταλλεύονται στις συγκρούσεις συμφερόντων. Με την επίγνωση αυτή, οι υπάλληλοι έχουν λιγότερες πιθανότητες να εμπλακούν σε ανήθικη συμπεριφορά. Για να διευθετηθεί αυτή η ανάγκη περιορισμού της ανήθικης συμπεριφοράς, οι οικονομικές σχολές φέρνουν τη συζήτηση για την ηθική και οι εταιρείες εγκαθιστούν πολιτικές οι οποίες κάνουν πιο δύσκολο για, τα άτομα, να εκμεταλλευτούν τις συγκρούσεις συμφερόντων.

1.2 Είδη Σύγκρουσης Συμφερόντων

Στο παρόν κεφάλαιο παραθέτονται ορισμένες περιπτώσεις όπου η

σύγκρουση συμφερόντων είναι αρκετά εμφανής και μπορεί να καταστεί επιζήμια. Παρά το ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων εμφανίζονται σχεδόν σε κάθε έκφανση της ζωής μας, πρέπει να είμαστε ακριβείς με τις συγκρούσεις συμφερόντων, που μας αφορούν εδώ. Με δεδομένο τον αποφασιστικό ρόλο των πληροφοριών στις χρηματαγορές, εστιάζουμε σε εκείνες τις συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες εμφανίζονται όταν οι εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή οι υπάλληλοί τους, εξυπηρετούν κάποιο συμφέρον εις βάρος κάποιου άλλου, δηλαδή, το δικό τους συμφέρον αντί των πελατών τους, ή το συμφέρον μιας εταιρείας, που θέλει να πουλήσει τίτλους αντί για το συμφέρον των επενδυτών, που θέλουν να αγοράσουν τους τίτλους.

1.2.1 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Διευθυντικά Στελέχη

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση, χαρακτηριστικό των πολυμετοχικών επιχειρήσεων, καταστρέφει τα θεμέλια στα οποία έχει στηριχθεί η οικονομική τάξη τους προηγούμενους τρεις αιώνες. Επίσης η διασπορά ιδιοκτησίας σε ξεχωριστές επιχειρήσεις έχει ξεπεράσει τα λογικά όρια, συνεχώς αυξάνεται και αποτελεί αναπόφευκτη εξέλιξη του σύγχρονου εταιρικού συστήματος³.

Στην σύγχρονη επιχείρηση, οι μέτοχοι προσλαμβάνουν μάνατζερς για να διοικήσουν την εταιρεία αντί γι' αυτούς. Αυτοί οι μάνατζερς δανείζονται από τράπεζες και ομολογιούχους, για να χρηματοδοτήσουν την κίνηση της επιχείρησης. Οι επενδυτές σε χρηματοοικονομικές αγορές ανταποκρίνονται στις πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία, όπως τους τις αποκαλύπτουν οι μάνατζερς και οι εταιρείες πρέπει να λειτουργούν στα πλαίσια μιας ευρύτερης δομής. Εστιάζοντας στη μεγιστοποίηση της τιμής μετοχών, τα εταιρικά χρηματοοικονομικά συμφέροντα εκτίθενται σε ποικίλους κινδύνους. Καθένας από τους stakeholders έχει διαφορετικούς στόχους και υπάρχει η σαφής πιθανότητα να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ τους. Αυτό που είναι

³ Τέτοιο προβληματισμό έχουν εγερθεί και από σύγχρονους οικονομολόγους, όπως οι Jensen and Meckling (1976), Jensen (1989, 1993) και Roe (1994), και συνοψίζονται στη φράση «ισχυρά διευθυντικά στελέχη, αδύναμοι μέτοχοι» Roe (1994).

καλό για τους μάνατζερς ενδέχεται να μην είναι καλό για τους μετόχους (stockholders), κι αυτό που είναι καλό για τους μετόχους μπορεί να μην είναι προς το απόλυτο συμφέρον των ομολογιούχων (bondholders) και αυτό που ωφελεί μια εταιρεία μπορεί να της δημιουργήσει, από την άλλη μεριά, μεγάλο κόστος.

Ακόμη οι υπάλληλοι μιας εταιρείας μπορεί να έχουν ελάχιστο η καθόλου συμφέρον από την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και μπορεί να έχουν μεγαλύτερο ενδιαφέρον στην αύξηση των μισθών, των παροχών και της ασφάλειας της εργασίας. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το συμφέρον τους μπορεί να είναι σε άμεση σύγκρουση με τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Η σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη πολυμετοχικών επιχειρήσεων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές:

- Ανάλωση εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές εργασίες και αγαθά (perks), πχ. πολυτελή γραφεία κλπ.
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Ενώ οι μέτοχοι, που έχουν επενδύσει σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων, ενδιαφέρονται μόνον για τον μη διαφοροποιούμενο κίνδυνο (γνωστό ως συστηματικό κίνδυνο) της μετοχής τους, τα διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος της περιουσίας τους αποτελείται από τις αμοιβές από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, δεν έχουν την δυνατότητα διαφοροποίησης (απαλοιφής) κινδύνου και – συνεπώς – ενδιαφέρονται για τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν το κίνητρο να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια τα οποία αυξάνουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα έχουν τον κίνδυνο να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια, όταν αυτά μειώνουν τον συνολικό κίνδυνο.
- Έμφαση εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Συγκεκριμένα, έχει υποστηριχθεί πως τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδύσεις, που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα, παρότι βελτιώνουν μακροπρόθεσμα την κερδοφορία της επιχείρησης (πχ. έξοδα έρευνας και ανάπτυξης). Απεναντίας,

δέχονται επενδυτικά σχέδια, που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία. Αυτό το πρόβλημα είναι υπαρκτό και σημαντικό στις περιπτώσεις που η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών βασίζεται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης.

- Παρακράτηση ενός σημαντικού ποσοστού κερδών τρέχουσας χρήσης και μη ορθολογική χρήση των πλεονασματικών ταμειακών ροών της επιχείρησης (free cash flows).

1.2.2 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Ομολογιούχους

Όταν ο στόχος ορίζεται σε σχέση με τον πλούτο των μετόχων, τα συγκρουόμενα συμφέροντα των μετόχων και των επενδυτών πρέπει να ευθυγραμμιστούν. Επειδή οι μέτοχοι είναι αυτοί που λαμβάνουν τις αποφάσεις και οι ομολογιούχοι συχνά δεν προστατεύονται πλήρως από τις παράπλευρες συνέπειες των αποφάσεων αυτών, ένας τρόπος μεγιστοποίησης του μετοχικού πλούτου είναι η πηγή της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων η οποία βρίσκεται στις διαφορές στη φύση των απαιτήσεων χρηματοροής των δύο ομάδων. Οι ομολογιούχοι γενικά έχουν προτιμητέο δικαίωμα (first claim) στην χρηματοροή αλλά λαβαίνουν αποζημίωση σταθερού επιτοκίου, με την προϋπόθεση ότι η εταιρεία έχει αρκετά έσοδα για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις των οφειλών της. Οι επενδυτές (equity investors) έχουν δικαίωμα στη χρηματοροή που περισσεύει αλλά έχουν την επιλογή σε εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο να κηρύξουν πτώχευση, εάν η εταιρεία δεν έχει επαρκή χρηματοροή για να καλύψει τις οικονομικές υποχρεώσεις της. Οι ομολογιούχοι δεν καταφέρνουν να συμμετέχουν στην άνοδο εάν επιτύχουν τα σχέδια, αλλά επιβαρύνονται με σημαντικό μερίδιο του κόστους, εάν τα σχέδια αποτύχουν. Συνεπώς, οι ομολογιούχοι έχουν την τάση να βλέπουν το ρίσκο στις επενδύσεις πολύ πιο αρνητικά από ότι οι μέτοχοι.

Η οικονομική κατάσταση των υπαρχόντων ομολογιούχων μπορεί να χειροτερέψει από την αύξηση του δανεισμού, ιδιαίτερα εάν ο δανεισμός είναι μεγάλος και επηρεάσει τον πιστωτικό κίνδυνο της εταιρείας οπότε οι συγκεκριμένοι ομολογιούχοι είναι απροστάτευτοι. Κατά το ίδιο χρονικό

διάστημα, αυξάνει ο πλούτος μετόχων. Το γεγονός αυτό παρουσιάζεται εντυπωσιακά στην περίπτωση των εξαγορών που χρηματοδοτούνται πρωτίστως με χρέος, όπου όταν το ποσοστό χρέους αυξάνει η τιμή των ομολόγων πέφτει σημαντικά. Όταν οι τιμές των υπαρχόντων ομολόγων πέφτουν, αντανακλούν υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο.

Ένα άλλο ζήτημα, στο οποίο μπορεί να υπάρξει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων είναι η πολιτική των μερισμάτων. Το φαινόμενο των υψηλότερων μερισμάτων και των τιμών των μετοχών μπορεί θεωρητικά να επανεξεταστεί, με διαφορετικές απόψεις σχετικά με το εάν θα πρέπει να αυξηθούν ή να μειωθούν οι τιμές, αλλά η εμπειρία είναι ξεκάθαρη. Οι αυξήσεις στα μερίσματα, κατά μέσο όρο, οδηγούν σε υψηλότερες τιμές μετοχών, ενώ οι μειώσεις των μερισμάτων οδηγούν τις μετοχές σε χαμηλότερες τιμές. Οι τιμές των ομολόγων, από την άλλη, αντιδρούν αρνητικά στις αυξήσεις των μερισμάτων και θετικά στις περικοπές των μερισμάτων. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι απλός. Οι πληρωμές μερισμάτων μειώνουν το ρευστό το οποίο υπάρχει διαθέσιμο σε μια εταιρεία, και κατά συνέπεια ο χρέος γίνεται πιο επικίνδυνο.

Όπως φαίνεται από τα δύο παραδείγματα που αναφέραμε, οι μέτοχοι και οι ομολογιούχοι έχουν διαφορετικούς στόχους και κάποιες αποφάσεις μπορούν να μεταφέρουν πλούτο από τη μία ομάδα (συνήθως τους ομολογιούχους) στην άλλη (συνήθως τους μετόχους). Η εστίαση στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μπορεί να οδηγήσει τους μετόχους στο να κάνουν ενέργειες οι οποίες βλάπτουν συνολικά την εταιρεία αλλά αυξάνουν τον πλούτο τους εις βάρος των ομολογιούχων.

1.2.3 Η Σύγκρουση Συμφερόντων ανάμεσα σε Μεγαλομετόχους και Μικρομετόχους

Η συγκεκριμένη σύγκρουση συμφερόντων εμφανίζεται με τις παρακάτω μορφές :

- Εκμετάλλευση των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους μέσω καταχρηστικών επιχειρηματικών συναλλαγών της επιχείρησης με επιχειρηματικά σχήματα τα οποία ελέγχει αποκλειστικά ο μεγαλομέτοχος.

- Ανάλυση δραστηριοτήτων άσχετων με τα συμφέροντα της επιχείρησης, που ικανοποιούν προσωπικές επιδιώξεις του μεγαλομετόχου (πχ. πολιτικές διασυνδέσεις, οικογενειακές διασυνδέσεις κλπ.)

Η δυνατότητα εκμετάλλευσης των μικρομετόχων είναι μεγαλύτερη στις περιπτώσεις, που ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και το ανώτατο διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης. Επίσης, είναι μεγαλύτερη εκεί που τα δικαιώματα ελέγχου της επιχείρησης, μέσω δικαιωμάτων ψήφου, ξεπερνούν την συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, δηλαδή σε περίπτωση που υπάρχουν δυο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, ή εκεί που ο μεγαλομέτοχος ελέγχει την επιχείρηση μέσω πυραμοειδούς σχήματος.

Για παράδειγμα, έστω ότι ο μεγαλομέτοχος κατέχει μετοχές της σειράς Α, οι οποίες έχουν αποκλειστικό δικαίωμα ψήφου. Έστω ότι οι μικρομέτοχοι κατέχουν μετοχές της σειράς Β, που δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, αλλά συμμετέχουν αναλογικά μαζί με τις μετοχές της σειράς Α στη διανομή κερδών. Σε αυτό το σχήμα ο μεγαλομέτοχος έχει το 100% των δικαιωμάτων ψήφου, άρα ελέγχει αποκλειστικά τη διοίκηση, ενώ η συμμετοχή του στα κέρδη είναι αναλογική (και οπωσδήποτε μικρότερη του 100%) του ποσοστού ιδιοκτησίας του. Στην περίπτωση πυραμοειδούς σχήματος, έστω ότι ο μεγαλομέτοχος της εταιρείας Α κατέχει το 60% των μετοχών, η Α κατέχει το 50% της Β, η Β κατέχει το 50% της Γ και η Γ κατέχει το 50% της Δ. Σε αυτή την περίπτωση, ο μεγαλομέτοχος της Α ουσιαστικά ελέγχει πλήρως (σε σχέση με δικαιώματα ψήφου) όλες τις επιχειρήσεις, ενώ η πραγματική συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο, άρα και στη διανομή κερδών, βαίνει μειούμενη όσο μεταβαίνουμε από την επιχείρηση Α στην επιχείρηση Δ, όπου το ποσοστό συμμετοχής του στα κέρδη μειώνεται στο 7,5%.

Η σχετική εμπειρική έρευνα διαπιστώνει πως οι μετοχές με περισσότερα δικαιώματα ψήφου διαπραγματεύονται σε υψηλότερες χρηματιστηριακές τιμές σε σχέση με τις αντίστοιχες μετοχές με λιγότερα δικαιώματα ψήφου. Επιπλέον, η απόκλιση στις τιμές είναι πολύ μεγαλύτερη σε χώρες με αδύναμα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης σε σχέση με χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται από ισχυρά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης. Τα σχετικά πορίσματα

εκλαμβάνονται ως απόδειξη πως ο έλεγχος της επιχείρησης επιφέρει προσωπικές ωφέλειες εις βάρος των συμφερόντων των μικρομετόχων. Ανάλογα συμπεράσματα εξάγονται και από άλλες εμπειρικές μελέτες, που καταγράφουν αύξηση μεν της εταιρικής αποδοτικότητας καθόσον αυξάνεται το ποσοστό ιδιοκτησίας των διοικητικών και διευθυντικών στελεχών στην περιοχή 0 – 5%, μείωση δε της εταιρικής αποδοτικότητας καθόσον αυξάνεται το ποσοστό ιδιοκτησίας πέραν του 5%.

Συμπερασματικά η σχετική βιβλιογραφία διαπιστώνει πως υπάρχουν σημαντικά κόστη τόσο σε περιπτώσεις συγκέντρωσης υψηλών ποσοστών μετοχικής ιδιοκτησίας σε λίγους μεγαλομετόχους όσο και στις περιπτώσεις μεγάλης διασποράς της μετοχικής ιδιοκτησίας.

1.2.4 Επενδυτική Τραπεζική

Οι επενδυτικές τράπεζες έχουν δύο καθήκοντα: *Ερευνούν* τις εταιρείες που εκδίδουν τίτλους και διανέμουν τους τίτλους αυτούς, πουλώντας τους στο κοινό εκ μέρους της εκδούσας εταιρείας. Οι επενδυτικές τράπεζες συνδυάζουν συχνά την έρευνα και τη διανομή επειδή οι συνεργίες πληροφοριών που έχουν δημιουργηθεί μπορεί να οδηγήσουν σε οικονομίες φάσματος. Μια σύγκρουση συμφερόντων αναδύεται μεταξύ της έρευνας και της διανομής, επειδή η τράπεζα επενδύσεων αποπειράται να υπηρετήσει τις ανάγκες δύο ομάδων πελατών - τις εταιρείες, για τις οποίες εκδίδει τους οικονομικούς τίτλους και τους επενδυτές, στους οποίους τα πουλάει.

Αυτές οι ομάδες πελατών έχουν διαφορετικές ανάγκες πληροφόρησης. Αυτοί οι οποίοι εκδίδουν ωφελούνται από την αισιόδοξη έρευνα ενώ οι επενδυτές επιθυμούν έρευνα χωρίς προκατάληψη. Ωστόσο, λόγω των οικονομιών φάσματος, και οι δύο ομάδες θα λάβουν τις ίδιες πληροφορίες. Όταν τα πιθανά έσοδα από τη διανομή ξεπερνούν κατά πολύ τις μεσιτικές προμήθειες, η τράπεζα επενδύσεων έχει ένα ισχυρό κίνητρο να αλλάξει τις πληροφορίες οι οποίες παρέχονται και στα δύο είδη πελατών, έτσι ώστε να ευνοήσει τις ανάγκες των εταιρειών που εκδίδουν. Εάν οι παρεχόμενες πληροφορίες δεν ευνοούν την εκδούσα εταιρεία, αυτή μπορεί να πάει σε κάποιον ανταγωνιστή που είναι πρόθυμος να της δώσει πιο θετική

πληροφόρηση και ως εκ τούτου να παρασύρει περισσότερο κόσμο να αγοράσει τις νεοεκδιδόμενες μετοχές.

Οι αναλυτές στις τράπεζες επενδύσεων μπορεί να πεισθούν να διαστρεβλώσουν την έρευνά τους για να ικανοποιήσουν το τμήμα διανομής - διάθεσης της τράπεζάς τους και τις εταιρείες που εκδίδουν τους τίτλους, και όντως, αυτό φαίνεται να συνέβη κατά τη διάρκεια της τεχνολογικής άνθησης, το 1990. Βεβαίως, τέτοιες ενέργειες υποσκάπτουν την αξιοπιστία των πληροφοριών που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να πάρουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις τους και, ως αποτέλεσμα, μειώνουν την αποδοτικότητα των αγορών χρεογράφων.

Άλλη μια πρακτική που εκμεταλλεύεται τις συγκρούσεις συμφερόντων είναι το “spinning”. Το spinning συμβαίνει όταν οι τράπεζες επενδύσεων επιχορηγούν Initial Public Offerings (IPO), μετοχές νέας έκδοσης, σε στελέχη άλλων εταιρειών τα οποία μπορεί εν δυνάμει να έχουν δοσοληψίες με την τράπεζα επενδύσεων. Επειδή στα IPO τυπικά η τιμή τους αυξάνεται άμεσα, αφού πρώτα αγοραστούν από τους επενδυτές, το spinning είναι μια μορφή “μίζας”, σε στελέχη άλλων εταιρειών, που δελεάζονται να χρησιμοποιήσουν τη συγκεκριμένη τράπεζα. Όταν η εταιρεία σχεδιάζει να εκδώσει τους δικούς της οικονομικούς τίτλους, το στέλεχος έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να χρησιμοποιήσει ως διανομέα την τράπεζα επενδύσεων η οποία του έδωσε τις μετοχές IPO, χωρίς να είναι απαραίτητα η τράπεζα που θα έπιανε την υψηλότερη τιμή για τους τίτλους της εταιρείας. Αυτή η ενέργεια μπορεί να αυξήσει το κόστος κεφαλαίου για την εταιρεία, και συνεπώς να δυσχεράνει την αποδοτικότητα της κεφαλαιαγοράς.

1.2.5 Έλεγχος και Συμβουλευτική στις λογιστικές εταιρείες

Παραδοσιακά, ένας ελεγκτής μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μάντζερς μιας εταιρείας και των μετόχων της, ελέγχοντας τα βιβλία της εταιρείας και παρακολουθώντας την ποιότητα των πληροφοριών, που παράγει η εταιρεία. Οι ελεγκτές παίζουν σημαντικό ρόλο στις χρηματαγορές επειδή μπορούν να μειώσουν την αναπόφευκτη ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των μάντζερς και των μετόχων της εταιρείας.

Η σύγκρουση συμφερόντων, που έχει δεχτεί την μεγαλύτερη προσοχή αναδύεται όταν μια λογιστική εταιρεία παρέχει στον πελάτη της και υπηρεσίες ελέγχου και συμβουλευτικές υπηρεσίες, όπως συμβουλές για φόρους, λογιστική ή διαχείριση πληροφοριακών συστημάτων και επιχειρηματικές στρατηγικές. Οι λογιστικές εταιρείες, που παρέχουν πολλαπλές υπηρεσίες χαίρουν οικονομιών κλίμακας και οικονομικών φάσματος, αλλά έχουν δύο πιθανές πηγές συγκρούσεων συμφερόντων. Πρώτον, οι πελάτες μπορεί να πιέσουν τους ελεγκτές να αλλάξουν τις κρίσεις τους και τη γνώμη τους απειλώντας να μεταφέρουν τις υπηρεσίες λογιστικής και διαχείρισης σε κάποια άλλη λογιστική εταιρεία. Δεύτερον, εάν οι ελεγκτές αναλύουν τα πληροφοριακά συστήματα ή εξετάζουν τις φορολογικές και χρηματοοικονομικές συμβουλές οι οποίες έχουν δοθεί μέσα στο πλαίσιο της ίδιας λογιστικής εταιρείας, μπορεί να μην θέλουν να ασκήσουν κριτική στα συστήματα ή τις συμβουλές αυτές. Και τα δύο είδη συγκρούσεων μπορεί να οδηγήσουν σε προκατειλημμένους ελέγχους. Με λιγότερο αξιόπιστες πληροφορίες διαθέσιμες στους επενδυτές, γίνεται δυσκολότερο για τις χρηματαγορές να προσδιορίσουν την αποδοτικότητα του κεφαλαίου.

Ένα τρίτο είδος σύγκρουσης συμφερόντων εμφανίζεται όταν ένας ελεγκτής παρέχει έναν υπερβολικά ευνοϊκό έλεγχο στην προσπάθειά του να διατηρήσει την δραστηριότητα ελέγχου. Η κατάρρευση της Arthur Andersen -κάποτε μία από τις πέντε μεγαλύτερες λογιστικές εταιρείες των ΗΠΑ- υποδεικνύει ότι αυτό μπορεί να είναι η πιο επικίνδυνη σύγκρουση συμφερόντων.

1.2.6 Credit assessment and consulting in credit-rating agencies

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν credit-ratings, όπως (πχ. Aaa ή Baa), που αντανakλούν την πιθανότητα αθέτησης στον προσδιορισμό της αξιοπιστίας συγκεκριμένων χρεωστικών τίτλων. Κατά συνέπεια, τα debt ratings παίζουν σημαντικό ρόλο στην τιμολόγηση των χρεωστικών τίτλων και στη ρυθμιστική διαδικασία. Οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορούν να αναδυθούν όταν πολλαπλοί χρήστες με αποκλίνοντα συμφέροντα εξαρτώνται από τα credit ratings. Οι επενδυτές και οι ρυθμιστές (regulators) αναζητούν μια καλά

διερευνημένη, αμερόληπτη εκτίμηση της πιστωτικής ποιότητας. Αυτός ο οποίος εκδίδει (issuer) χρειάζεται μια ευνοϊκή αξιολόγηση. Στην βιομηχανία του credit rating, οι εκδότες των τίτλων πληρώνουν μια εταιρεία αξιολόγησης όπως την Standard and Poor ή την Moody για να αξιολογήσουν στους τίτλους τους. Επειδή οι εκδότες είναι εκείνοι που πληρώνουν την εταιρεία credit rating, υπάρχει η ανησυχία μήπως η εταιρεία λειτουργήσει προκατειλημμένα ανεβάζοντας τις αξιολογήσεις της για να ελκύσει περισσότερη δουλειά από τον εκδότη.

Άλλες συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να αναδυθούν όταν οι εταιρείες πιστοληπτικής ικανότητας παρέχουν και δευτερεύουσες υπηρεσίες συμβουλευτικής. Οι εκδότες χρεογράφων συχνά ζητούν από τις εταιρείες αξιολόγησης να τους συμβουλέψουν στο πώς να δομήσουν τις εκδόσεις χρεογράφων τους, συνήθως με το σκοπό να εξασφαλίσουν μια ευνοϊκή αξιολόγηση. Σε αυτή την κατάσταση, οι εταιρείες αξιολόγησης, θα ελέγξουν την ίδια τους τη δουλειά, και θα βιώσουν μια σύγκρουση συμφερόντων παρόμοια με εκείνη που συναντήσαμε στις λογιστικές εταιρείες οι οποίες παρέχουν και υπηρεσίες ελέγχου και συμβουλευτικές υπηρεσίες. Επιπλέον, μπορεί να δώσουν ευνοϊκές αξιολογήσεις ώστε να προσελκύσουν νέους πελάτες από την δευτερεύουσα επιχείρηση συμβουλευτικής. Η πιθανή “πτώση” στην ποιότητα των πιστοληπτικών αξιολογήσεων, που βγαίνουν από τις εταιρείες αξιολόγησης μπορούσαν να αυξήσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση στις χρηματαγορές και συνεπώς να μειώσουν την ικανότητά τους να επιχορηγήσουν την πίστωση. Τέτοιες συγκρούσεις συμφερόντων ήρθαν στο προσκήνιο λόγω της ζημιωμένης φήμης των εταιρειών αξιολόγησης από την χρηματοοικονομική κρίση subprime που ξεκίνησε το 2007.

1.2.7 Universal Banking

Οι εμπορικές τράπεζες, οι επενδυτικές τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες δημιουργήθηκαν αρχικά ως ξεχωριστοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, που προσέφεραν ξεχωριστές και διαφορετικές υπηρεσίες. Ωστόσο, οι οργανισμοί αυτοί αναγνώρισαν λίγο αργότερα ότι συνδυάζοντας τις δραστηριότητες και τις υπηρεσίες αυτές θα παρείχαν οικονομίες φάσματος. Το

1993, ο νόμος Glass-Steagall σταμάτησε την ανάπτυξη της καθολικής τραπεζικής στις ΗΠΑ απαγορεύοντας την συνένωση αυτών των υπηρεσιών σε έναν οργανισμό. Όταν, το 1999, ο νόμος Glass-Steagall καταργήθηκε από το Κογκρέσο, το universal banking επανεμφανίστηκε. Με δεδομένο ότι τα τμήματα της τράπεζας εξυπηρετούσαν πολλαπλούς πελάτες, υπάρχουν πολλές πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων. Εάν αυξάνει η δυναμική για εισοδήματα σε ένα τμήμα, οι υπάλληλοι του τμήματος αυτού θα έχουν το κίνητρο να διαστρεβλώσουν τις πληροφορίες (ή να πιέσουν τους υπαλλήλους κάποιου άλλου τμήματος να διαστρεβλώσουν τις πληροφορίες) προς όφελος των πελατών τους και του τμήματός τους.

Σε μια universal bank, μπορεί να αναδυθούν διάφορα είδη συγκρούσεων συμφερόντων:

-Οι εκδότες τίτλων οι οποίοι εξυπηρετούνται από το τμήμα διάθεσης θα ωφεληθούν από τις επιθετικές πωλήσεις των τίτλων στους πελάτες της τράπεζας, ενώ οι πελάτες περιμένουν αμερόληπτη επενδυτική συμβουλή.

-Ένας διευθυντής τράπεζας, μπορεί να προωθήσει τους τίτλους της εκδούσας εταιρείας προς ζημία του πελάτη

-Μια τράπεζα με εκκρεμές δάνειο σε μια εταιρεία της οποίας ο πιστωτικός κίνδυνος ή ο κίνδυνος χρεοκοπίας της έχει αυξηθεί, έχει γνώση που μπορεί να ενθαρρύνει την τράπεζα να χρησιμοποιήσει το τμήμα διανομής για να πουλήσει ομόλογα στο ανυποψίαστο κοινό και ως εκ τούτου να εξοφλήσει το δάνειο και να κερδίσει αμοιβή.

-Μια τράπεζα μπορεί να δίνει δάνεια σε μια εταιρεία με ξεκάθαρα ευνοϊκούς όρους για να λαμβάνει αμοιβές από εκείνη.

-Για να πουλήσει τα ασφαλιστικά προϊόντα της, μια τράπεζα μπορεί να προσπαθήσει να επηρεάσει ή να εξαναγκάσει έναν πελάτη που δανείζεται ή επενδύει.

Όλες οι παραπάνω συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να μειώσουν το ποσό της παραγωγής ακριβούς πληροφόρησης από την τράπεζα και συνεπώς να εμποδίζουν την ικανότητά της να προωθεί αποδοτικό πιστωτικό καταμερισμό (credit allocation).

1.2.8 Σύγκρουση ανάμεσα σε εταιρείες και στην κοινωνία

Οι περισσότερες διοικητικές αποφάσεις έχουν κοινωνικές συνέπειες και το ερώτημα πώς να αντιμετωπίσει κανείς με τον καλύτερο τρόπο τις συνέπειες αυτές, δεν μπορούμε να το απαντήσουμε εύκολα. Ο στόχος μεγιστοποίησης του πλούτου της εταιρείας ή των μετόχων προϋποθέτει σιωπηρά ότι το κοινωνικό κόστος είτε θα είναι τόσο ασήμαντο ώστε να αγνοηθεί είτε ότι θα εκτιμηθεί και θα επιβαρύνει την εταιρεία. Σε πολλές περιπτώσεις, καμία από τις δύο εικασίες δεν είναι δικαιολογημένη. Υπάρχουν φορές κατά τις οποίες το κοινωνικό κόστος είναι σημαντικό αλλά δεν μπορεί να αποδοθεί στην εταιρεία. Σε αυτές τις περιπτώσεις, αυτοί που παίρνουν τις αποφάσεις, αν και γνωρίζουν το κόστος, ενδέχεται να επιλέξουν να το αγνοήσουν και να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο της εταιρείας. Μπορούμε να συζητήσουμε για τα ηθικά και δεοντολογικά διλήμματα που κάνουν τους μάνατζερ να επιλέξουν μεταξύ της επιβίωσής τους και των ευρύτερων συμφερόντων της κοινωνίας, αλλά δεν θα βρούμε μια απλή λύση.

Η σύγκρουση μεταξύ των συμφερόντων της εταιρείας και των συμφερόντων της κοινωνίας περιορίζεται και σε αυτή την περίπτωση στον στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Μπορεί να είναι ενδημική του συστήματος των ιδιωτικών επιχειρήσεων και δεν θα υπάρξει ποτέ λύση που να ικανοποιεί τους “καθαρολόγους” που θα ήθελαν να δουν το απόλυτο ταίριασμα μεταξύ εταιρικών και κοινωνικών συμφερόντων.

1.2.9 Η Σύγκρουση Συμφερόντων στις διαδικασίες ψήφου

Η ψήφος του μετόχου παίζει σημαντικό ρόλο στη θεωρία της εταιρικής διακυβέρνησης και της διάρθρωσης του κεφαλαίου. Οι περισσότερες δημόσιες επιχειρήσεις των ΗΠΑ χρησιμοποιούν τη μία κοινή μετοχή, μία δομή ψήφου που συνδέει το οικονομικό όφελος με τα δικαιώματα ψηφοφορίας. Η παραχώρηση δικαιώματος ψήφου σε κοινούς μετόχους, σε αναλογία με τον αριθμό των μετοχών, τοποθετεί τη δύναμη της επιτήρησης των μάνατζερ της εταιρείας στα χέρια των υπόλοιπων ιδιοκτητών, που έχουν το κίνητρο να αυξήσουν την αξία της εταιρείας. Η σύνδεση των μετοχών με τις ψήφους διευκολύνει και αυτή την αγορά για εταιρικό έλεγχο. Κι όμως, μπορεί κάποιος

φορές να υπάρχουν πλεονεκτήματα στην αποσύνδεση των μετοχών από τις ψήφους. Η αποσύνδεση χρησιμοποιείται παραδοσιακά από τους δικτυωμένους για να αποκτήσουν τον έλεγχο της ψηφοφορίας. Η δομή dual class κοινής μετοχής, με την μία τάξη (class) να έχει έλεγχο ψηφοφορίας, είναι ένα οικείο παράδειγμα. Επίσης, η αποσύνδεση μπορεί δυνητικά να μειώσει τα προβλήματα συλλογικής δράσης των μετόχων και να μειώσει το κόστος σε έναν αγώνα για εταιρικό έλεγχο.

Η επανάσταση παραγώγων στα χρηματοοικονομικά, ειδικότερα η ανάπτυξη σε ανταλλαγές μετοχών και άλλα equity derivatives, καθώς και η σχετική ανάπτυξη στην αγορά δανεισμού μετοχών (stock), προσφέρουν νέους, χαμηλού κόστους και, συνήθως, χαμηλής διαφάνειας τρόπους τόσο για τους εξωτερικούς επενδυτές όσο και για τους δικτυωμένους να αποσυνδέσουν την οικονομική ιδιοκτησία από την δύναμη ψήφου στις δημόσιες εταιρείες. Τα τελευταία χρόνια, αυτές οι τεχνικές αποσύνδεσης, που τις ονομάζουμε “new vote buying” χρησιμοποιούνται σε ολόκληρο τον κόσμο με διάφορους τρόπους.

Ακόμα κι εάν μια εταιρεία έχει μία μετοχή, μία vote capital structure, υπάρχουν διάφοροι τρόποι για να αποσυνδεθούν οι ψήφοι από την οικονομική ιδιοκτησία. Μια μέθοδος στηρίζεται στο δανεισμό μετοχών. Σύμφωνα με τις κανονικές συμφωνίες δανεισμού μετοχών, ο δανειζόμενος αποκτά δικαίωμα ψήφου αλλά όχι και οικονομική ιδιοκτησία, ενώ ο δανειστής έχει την οικονομική ιδιοκτησία χωρίς να έχει δικαίωμα ψήφου. Μια άλλη συνηθισμένη προσέγγιση σχετίζεται με την κατοχή μετοχών αλλά και την αντιστάθμιση του οικονομικού κινδύνου με την κατοχή μιας θέσης short equity swap. Σε μια τυπική ανταλλαγή μετοχών με μετρητά, η πλευρά long equity αποκτά την οικονομική επιστροφή σε μετοχές (αλλά όχι και σε δικαίωμα ψήφου) από την short πλευρά. Η συνδυασμένη θέση (long shares, short equity swaps) μεταβιβάζει τα δικαιώματα ψήφου χωρίς οικονομική ιδιοκτησία. Αντιστρόφως, μια long equity swap θέση μεταβιβάζει την οικονομική ιδιοκτησία χωρίς επίσημα δικαιώματα ψήφου⁴.

⁴ Hu Henry T.C and Black Bernard , Hedge Funds, Insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, Journal of Corporate Finance, 2007

Μερικές φορές, οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις τεχνικές αυτές ώστε να κρατήσουν περισσότερες ψήφους από μετοχές. Έχουμε τον όρο “empty voting” (κενές ψήφοι) για να περιγράψουμε αυτό το κόλπο, επειδή οι ψήφοι δεν έχουν πια οικονομικό ενδιαφέρον. Εναλλακτικά, οι επενδυτές μπορούν να έχουν μεγαλύτερη οικονομική ιδιοκτησία από επίσημα δικαιώματα ψήφου. Αυτή η ιδιοκτησία είναι συχνά μυστική γιατί οι κανόνες γνωστοποίησης ιδιοκτησίας για τους εξωτερικούς επενδυτές διευθετούν σε γενικές γραμμές την δύναμη ψήφου κι όχι το οικονομικό όφελος. Συχνά, αυτή η οικονομική ιδιοκτησία συνδυάζεται με de facto ικανότητα για απόκτηση δικαιώματος ψήφου σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Έχει δημιουργηθεί ο όρος “hidden ownership” για να αναφερόμαστε στην μυστική οικονομική ιδιοκτησία συν τα ανεπίσημα δικαιώματα ψήφου. Αναφερόμαστε στο empty voting και στην hidden ownership μαζί ως το νέο “vote buying” ή απλά “αποσύνδεση”.

Το “empty voting” είναι παράδειγμα ενός προβλήματος σύγκρουσης συμφερόντων που δημιουργείται από την εκμετάλλευση του διαχωρισμού της νομικής και ευεργετικής (beneficial) ιδιοκτησίας το οποίο γίνεται πιο σοβαρό λόγω της σύγχρονης χρηματοοικονομικής καινοτομίας. Η υπάρχουσα ρυθμιστική δομή δεν το απαγορεύει. Εάν το empty voting αποδειχτεί ένα σοβαρό πρόβλημα -γιατί δεν είναι σαφές εάν είναι- θα χρειαστούν νέα μέτρα, είτε μέσω ρυθμίσεων είτε από τη λήψη αποφάσεων του κοινού δικαίου.

Πρέπει ακόμα να πούμε ότι, το πώς ακριβώς θα πρέπει να αλλάξει ο νόμος, εάν πρέπει να αλλάξει, είναι ένα πολυσύνθετο ερώτημα. Κι αυτό προκαλείται από διάφορες κατευθύνσεις: πολλαπλοί μηχανισμοί μπορούν να δημιουργήσουν empty votes (κενές ψήφους). Οι υπάρχοντες νόμοι δεν μεταχειρίζονται τους μηχανισμούς αυτούς ισότιμα. Άλλα προβλήματα που σχετίζονται με την συλλογή ψήφων των μεσιτών αλληλεπιδρούν με τις ανησυχίες που δημιουργεί η κενή ψήφος. Και, σήμερα, ούτε η αγορά, ούτε και οι εταιρείες, αλλά ούτε και οι ρυθμιστικές αρχές έχουν τις απαραίτητες πληροφορίες για να προσδιορίσουν την παρουσία και την έκταση των σχημάτων κενών ψήφων.

Για παράδειγμα η Perry επωφελήθηκε των σύγχρονων χρηματοοικονομικών μηχανισμών για να αποκτήσει ψήφους. Στην συγχώνευση Mylan/King προκλήθηκε μια ιδιαίτερα ακραία μορφή hedging-related σύγκρουσης. Τον Ιούλιο 2004, η Mylan Laboratories έκανε μια συμφωνία συγχώνευσης με την King Pharmaceutical, σύμφωνα με την οποία, κατά την έγκριση των μετόχων, η Mylan θα αποκτούσε την King για μετοχές της Mylan. Η Perry, ένα hedge fund, ήταν ο μεγαλύτερος μέτοχος στην King (περίπου 7 εκατομμύρια μετοχές) και υποστήριξε την συγχώνευση. Ενώ η συμφωνία φαινόταν ευνοϊκή για την King, η αντίδραση της αγοράς στη συγχώνευση για την Mylan ήταν αρνητική και κάποιοι μεγάλοι μέτοχοι της Mylan, απείλησαν να την καταψηφίσουν. Το αποτέλεσμα ήταν να αμφισβητείται η έγκριση της συγχώνευσης από τους μετόχους της Mylan .

Τότε η Perry απέκτησε το 9,9% των μετοχών της Mylan. Ταυτόχρονα, μπήκε προφανώς στα “equity swaps” με την Bear Stearns και την Goldman Sachs που περιόρισαν εντελώς την οικονομική έκθεση στην τιμή μετοχής της Mylan. Ύστερα από αυτό, η Perry απέκτησε μετοχές -και ψήφους- στην Mylan, η οποία, επειδή δεν είχε οικονομικό αντικείμενο στην Mylan, μπορούσε να ψηφίσει μόνο βάσει του συμφέροντός της ως μέτοχος της King- και συνεπώς υπέρ της συγχώνευσης. Και πράγματι, αυτός ήταν ο σκοπός της Perry.

Κεφάλαιο Δεύτερο: Τρόποι Αντιμετώπισης της Σύγκρουσης Συμφερόντων

2.1 Προσεγγίσεις Διευθέτησης της Σύγκρουσης Συμφερόντων

Οι συγκρούσεις συμφερόντων γίνονται πρόβλημα για το χρηματοοικονομικό σύστημα όταν οδηγούν σε μείωση της ροής των αξιόπιστων πληροφοριών, είτε επειδή οι πληροφορίες είναι συγκαλυμμένες, είτε επειδή διαδίδονται παραπλανητικές πληροφορίες. Η πτώση της ροής αξιόπιστων πληροφοριών δυσκολεύει, για το χρηματοοικονομικό σύστημα την επίλυση δυσμενών επιλογών και ηθικών κινδύνων, και αυτό μπορεί να επιβραδύνει τη ροή πίστωσης σε άτομα με ευκαιρίες παραγωγικής επένδυσης.

Παρόλο που οι συγκρούσεις συμφερόντων υφίστανται, δεν μειώνουν απαραίτητα τη ροή των αξιόπιστων πληροφοριών γιατί τα κίνητρα για εκμετάλλευση της σύγκρουσης συμφερόντων ενδέχεται να μην είναι ιδιαίτερα υψηλά. Όταν η εκμετάλλευση μιας σύγκρουσης συμφερόντων είναι ορατή στην αγορά, μπορεί να τιμωρηθεί μια εταιρεία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Δεδομένης της σπουδαιότητας της διατήρησης και ενίσχυσης της φήμης μιας χρηματοοικονομικής εταιρείας, η εκμετάλλευση οποιωνδήποτε συγκρούσεων συμφερόντων θα μείωνε την μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας, γιατί θα συναντούσε μεγαλύτερες δυσκολίες στην πώληση των υπηρεσιών της. Με τον τρόπο αυτόν, η εταιρεία έχει τα κίνητρα να *μην* εκμεταλλευτεί μια σύγκρουση συμφερόντων. Τα κίνητρα αυτά περιορίζουν μακροπρόθεσμα τις συγκρούσεις συμφερόντων, αλλά ενδέχεται να μην είναι αποτελεσματικά βραχυπρόθεσμα, ανάλογα με διάφορους δομικούς παράγοντες μέσα στην εταιρεία, όπως την έλλειψη διαφάνειας και ακατάλληλα χρηματικά κίνητρα.

Ένα διαφωτιστικό παράδειγμα του πώς μπορεί η αγορά να περιορίσει την εκμετάλλευση της σύγκρουσης συμφερόντων είναι οι εταιρείες credit rating. Με την πρώτη ματιά, το γεγονός πως τα rating agencies πληρώνονται από τις εταιρείες που εκδίδουν τους οικονομικούς τίτλους για να αξιολογήσουν τους τίτλους αυτούς, φαίνεται σαν μια σοβαρή σύγκρουση συμφερόντων. Τα rating agencies φαίνεται να έχουν ισχυρά κίνητρα να παρέχουν στις εκδούσες

εταιρείες υψηλότερα credit ratings από ότι αξίζουν, διευκολύνοντάς τις να πουλήσουν τους τίτλους τους σε υψηλότερες τιμές. Στην πραγματικότητα, ελάχιστα δείγματα έχουμε που να καταδεικνύουν ότι τα rating agencies επωφελούνται από αυτή τη σύγκρουση συμφερόντων, παρά τα περίοπτα παραδείγματα, όπως η περίπτωση Enron. Πολλές είναι οι έρευνες, που έχουν δείξει ότι υπάρχει ένας αρκετά στενός συσχετισμός μεταξύ αξιολογήσεων και πιθανότητας μη αποπληρωμής. Τα rating agencies δεν εκμεταλλεύονται τη σύγκρουση συμφερόντων γιατί με το να δίνουν υψηλότερες αξιολογήσεις σε εταιρείες που πληρώνουν για τις αξιολογήσεις αυτές θα μείωνε την αξιοπιστία, και θα γίνονταν οι ίδιες λιγότερο απαραίτητες στην αγορά. Η αγορά έχει την ικανότητα να εξακριβώσει την αξιοπιστία των προκατειλημμένων αξιολογήσεων επειδή μπορεί να παρακολουθεί την χαμηλή απόδοση με ιδιωτικούς τίτλους. Επιπλέον, οι ίδιες οι εταιρείες αξιολόγησης παρέχουν στοιχεία για τη σχέση μεταξύ των αξιολογήσεών τους. Εάν ένα rating agency δίνει συνεχώς υψηλές αξιολογήσεις σε εταιρείες που στην ουσία δεν τις αξίζουν, οι επενδυτές στην αγορά δεν θα έχουν πλέον εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις της και η φήμη της θα αμαυρωθεί. Για τον λόγο αυτόν, η rating agency έχει το κίνητρο να μην εκμεταλλευτεί αυτή τη σύγκρουση συμφερόντων και υπέρ-αξιολογήσει τα ομόλογα των πελατών της.

Οι εμπορικές τράπεζες που διένεμαν τίτλους πριν από την θέσπιση του νόμου Glass-Steagall δεν φαίνονται να έχουν εκμεταλλευτεί αυτή τη σύγκρουση συμφερόντων. Όταν μια εμπορική τράπεζα διανέμει τους οικονομικούς τίτλους της, η τράπεζα μπορεί να έχει το κίνητρο να προωθήσει τους τίτλους κάποιων εταιρειών με χρηματοοικονομική δυσχέρεια στο κοινό, επειδή οι εταιρείες ύστερα θα έχουν τη δυνατότητα να αποπληρώσουν τα δάνεια που οφείλουν στην τράπεζα, ενώ την ίδια στιγμή η τράπεζα κερδίζει αμοιβές από τις υπηρεσίες που παρέχει

Η ανταπόκριση της αγοράς είναι εμφανής στην σύγκρουση συμφερόντων που εμφανίζεται στις επενδυτικές τράπεζες όταν οι underwriter που έχουν τα κίνητρα να ευνοήσουν τους εκδότες έναντι των επενδυτών πιέζουν τους αναλυτές (research analysts) να παρέχουν πιο ευνοϊκές εκτιμήσεις στους

τίτλους των εκδοτών. Οι αναλυτές σε μια επενδυτική τράπεζα που κάνει underwriting σε ιδιαίτερα IPO έχει την τάση να κάνει περισσότερες συστάσεις “αγοράς” για αυτά τα IPO από ότι οι αναλυτές σε άλλες επενδυτικές τράπεζες και η αγορά λαμβάνει υπόψη της την συγκεκριμένη τάση στην τιμολόγηση των τίτλων αυτών. Σε μια διετή περίοδο, η απόδοση των τίτλων που είχαν προταθεί από άλλους αναλυτές ήταν κατά 50% καλύτερη από ότι η απόδοση των τίτλων που είχαν προταθεί από αναλυτές των επενδυτικών τραπεζών που είχαν κάνει το underwrite σε αυτά τα IPO. Η αγορά φαίνεται να αναγνωρίζει την διαφορά στην ποιότητα των πληροφοριών όταν υπάρχει η πιθανότητα μιας σύγκρουσης συμφερόντων.

Παρόλο που η αγορά μπορεί μερικές φορές να βελτιώσει την επιρροή των συγκρούσεων συμφερόντων στις εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, δεν μπορεί πάντοτε να δεσμεύσει τα κίνητρα για εκμετάλλευση των συγκρούσεων αυτών. Για να εμποδίσει η αγορά αυτό το είδος εκμετάλλευσης, πρέπει να έχει επαρκή πληροφόρηση ώστε να εκτιμήσει εάν μια εκμετάλλευση συγκρούσεων συμφερόντων συμβαίνει πράγματι. Σε ορισμένες περιπτώσεις, τα εμπλεκόμενα μέρη τα οποία θέλουν να επωφεληθούν των συγκρούσεων θα προσπαθήσουν να αποκρύψουν τις πληροφορίες από την αγορά. Σε άλλες περιπτώσεις, η ειδοποίηση της αγοράς για πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων θα αποκαλύπτει πληροφορίες που θα βοηθούσαν τους ανταγωνιστές μιας χρηματοοικονομικής εταιρείας, κι έτσι θα μείωναν τα κίνητρα της εταιρείας να αποκαλύψει την αληθινή θέση της.

Τα πρόσφατα σκάνδαλα καταδεικνύουν ότι η εκμετάλλευση μιας σύγκρουσης συμφερόντων οδηγεί συχνά σε μεγάλα κέρδη για κάποια μέλη μιας χρηματοοικονομικής εταιρείας ακόμα κι όταν μειώνει την αξία της εταιρείας ως συνόλου. Διάφορα ακατάλληλα σχεδιασμένα σχέδια αποζημίωσης (αποτέλεσμα της φτωχής διαχείρισης), για παράδειγμα, μπορεί να προκαλέσουν συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες όχι μόνο μειώνουν τη ροή των αξιόπιστων πληροφοριών στις πιστωτικές αγορές, αλλά και καταλήγουν με το να καταστρέφουν την εταιρεία. Πράγματι, η κατάρρευση της Arthur Andersen δείχνει πώς οι ρυθμίσεις αποζημίωσης για έναν τομέα επιχειρηματικής

δραστηριότητας, όπως ο έλεγχος, μπορεί να δημιουργήσει σοβαρές συγκρούσεις συμφερόντων. Στην περίπτωση της Arthur Andersen, οι συνέταιροι στα περιφερειακά γραφεία είχαν κίνητρα να ευχαριστήσουν τους μεγαλύτερους πελάτες τους, έστω και αν οι ενέργειές τους ήταν επιζήμιες για την εταιρεία ως σύνολο. Το πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων μπορεί να γίνει ακόμα πιο επικίνδυνο όταν διάφοροι τομείς της δραστηριότητας συνδυάζονται και τα κέρδη από μία από τις δραστηριότητες -όπως το underwriting ή η συμβουλευτική- είναι πολύ υψηλά για ένα σύντομο χρονικό διάστημα μόνο. Επίσης, ένα σχήμα αποζημίωσης που λειτουργεί αρκετά καλά βραχυπρόθεσμα, μπορεί να ευθυγραμμιστεί ελάχιστα με τον καιρό.

Το ασυνήθιστο κύμα στην χρηματαγορά δημιούργησε τεράστιες προσωρινές ανταμοιβές, καθιστώντας έτσι δυνατό για τους αναλυτές και τους συμμετέχοντες σε ελεγκτικές εταιρείες να εκμεταλλευτούν τις συγκρούσεις πριν υπάρξει αναδιάταξη των κινήτρων. Συχνά, αυτές οι συγκρούσεις συμφερόντων δεν ήταν άμεσα ορατές στην αγορά και ενδέχεται να μην ήταν ορατές ακόμα και στο ανώτατο επίπεδο διοίκησης μιας εταιρείας. Στις πιο σοβαρές περιπτώσεις, οι οπορτουνοιστές κατάφεραν να καταλάβουν τις προσόδους φήμης (reputational rents), κέρδη που αποκτά μια εταιρεία επειδή την εμπιστεύεται η αγορά. Είναι φανερό ότι η εκμετάλλευση των συγκρούσεων συμφερόντων έβλαψε τη φήμη τέτοιων επενδυτικών τραπεζών όπως η Merrill Lynch, η Salomon Smith Barney του Citigroup και η Credit Suisse First Boston -και ίσως γενικότερα την αξιοπιστία των αναλυτών.

Αξίζει να συζητηθούν πέντε γενικές προσεγγίσεις για την διευθέτηση των συγκρούσεων συμφερόντων. Η συζήτηση των προσεγγίσεων αυτών γίνεται με τη σειρά της διεισδυτικότητάς τους, ξεκινώντας από την λιγότερο ως την περισσότερο διεισδυτική.

2.1.1 Leave it to the market

Αυτή η προσέγγιση προσελκύει έντονα πολλούς οικονομολόγους και μπορεί να είναι μια επαρκής αντίδραση σε πολλές περιπτώσεις. Οι δυνάμεις της αγοράς μπορούν να επεξεργαστούν δύο μηχανισμούς. Κατ' αρχάς,

μπορούν να τιμωρήσουν μια χρηματοοικονομική εταιρεία εάν εκμεταλλεύεται μια σύγκρουση συμφερόντων. Για παράδειγμα, μπορεί να επιβληθεί ποινή από την αγορά με τη μορφή υψηλότερου κόστους άντλησης πόρων (funding cost) ή χαμηλότερης ζήτησης των υπηρεσιών της εταιρείας, σε διάφορους βαθμούς, μέχρι του σημείου αφανισμού της. Δεύτερον, οι δυνάμεις της αγοράς, μπορούν να προωθήσουν νέους θεσμικούς τρόπους να περιορίσουν τις συγκρούσεις συμφερόντων. Για παράδειγμα, μπορούν να δημιουργήσουν ζήτηση για πληροφορίες από μη συγκρουόμενους οργανισμούς. Αυτό ακριβώς συνέβη στις ΗΠΑ τη δεκαετία του '20, όταν οι θυγατρικοί τίτλοι απέκτησαν την υπεροχή έναντι των in-house τμημάτων ομολόγων στις καθολικές τράπεζες.

Ένα πλεονέκτημα των λύσεων από τις αγορές, είναι ότι μπορούν να χτυπήσουν “εκεί που πονάει” περισσότερο, μέσω των χρηματικών ποινών. Επιπλέον, μπορεί να βοηθήσουν να αποφευχθεί ο κίνδυνος υπερβολικής αντίδρασης. Ίσως είναι δύσκολο να αντισταθεί κανείς στον πειρασμό να υιοθετήσει non market λύσεις για να κατευνάσει την κατακραυγή, που ενδέχεται να μειώσει την παραγωγή πληροφοριών στις χρηματαγορές. Αντίθετα, οι λύσεις που στηρίζονται στην αγορά, μπορεί να μην έχουν πάντα αποτέλεσμα εάν η αγορά δεν μπορεί να πάρει αρκετή πληροφόρηση για να τιμωρήσει κατάλληλα χρηματοοικονομικές εταιρείες που εκμεταλλεύονται τις συγκρούσεις συμφερόντων.

2.1.2 Regulate for a Transparency

Μια ανταγωνιστική δομή αγοράς δεν μειώνει πάντοτε αποτελεσματικά τις ασυμμετρίες των πληροφοριών. Η συγκέντρωση των πληροφοριών κοστίζει και οποιοσδήποτε ανεξάρτητος οικονομικός φορέας θα συλλέξει πληροφορίες μόνο εάν το ατομικό όφελος ξεπερνά το κόστος. Όταν οι πληροφορίες, τις οποίες, έχει συλλέξει γίνονται διαθέσιμες στην αγορά αμέσως, το πρόβλημα καιροσκοπίας μπορεί να φτάσει σε ανησυχητικά επίπεδα. Οι πληροφορίες έχουν την ιδιότητα ενός δημόσιου αγαθού, το οποίο θα είναι “undersupplied” στην απουσία της κρατικής παρέμβασης. Ως έναν βαθμό, η υποχρεωτική κοινοποίηση πληροφοριών μπορεί να μετριάσει τις ασυμμετρίες πληροφόρησης και είναι το στοιχείο κλειδί για την ρύθμιση του χρηματοοικονομικού

συστήματος.

Όταν η υποχρεωτική κοινοποίηση πληροφοριών αποκαλύπτει εάν υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων, η αγορά έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει πειθαρχία στην χρηματοοικονομική εταιρεία που δεν καταφέρνει να βελτιώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων. Επιπλέον, εάν απαιτείται από έναν χρηματοοικονομικό οργανισμό να προσφέρει πληροφόρηση για πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων, ο χρήστης των υπηρεσιών πληροφόρησης του οργανισμού μπορεί να είναι σε θέση να κρίνει πόσο πολύ βαρύνει μια πληροφορία που του παρέχει ο συγκεκριμένος οργανισμός.

Παράλληλα, η υποχρεωτική κοινοποίηση μπορεί να προκαλέσει προβλήματα εάν αποκαλύπτει, πληροφορίες σύμφωνα με τις οποίες ο χρηματοοικονομικός οργανισμός να μην μπορεί να εμπλακεί με κέρδος στην επιχείρηση παραγωγής πληροφοριών. Το αποτέλεσμα θα είναι ενδεχομένως λιγότερη παραγωγή πληροφόρησης και όχι περισσότερη παραγωγή. Επίσης, η υποχρεωτική κοινοποίηση, ίσως, να μην λειτουργήσει εάν οι χρηματοοικονομικές εταιρείες μπορούν να αποφύγουν με επιτυχία την ρύθμιση και να συνεχίσουν να αποκρύπτουν σχετικές πληροφορίες για πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων. Παρομοίως, το πρόβλημα της καιροσκοπίας θα μπορούσε να καταλήξει σε ανεπαρκή επιτήρηση των συγκρούσεων συμφερόντων γιατί τα οφέλη από την επιτήρηση και τον περιορισμό των συγκρούσεων αυτών προέρχονται μερικώς μόνον από τους ελεγκτές. Τέλος, μπορεί, η συμμόρφωση στις ρυθμίσεις που απαιτούν την κοινοποίηση πληροφοριών να είναι δαπανηρή για τις χρηματοοικονομικές εταιρείες και πιθανόν, να ξεπερνά τα έξοδα που οφείλονται στην ίδια τη σύγκρουση συμφερόντων.

2.1.3 Supervisory Oversight

Εάν η υποχρεωτική κοινοποίηση δεν λειτουργεί, επειδή οι εταιρείες συνεχίζουν να αποκρύπτουν τις σχετικές πληροφορίες ή επειδή υπάρχει σοβαρό πρόβλημα καιροσκοπίας ή ακόμα επειδή η υποχρεωτική γνωστοποίηση θα απεκάλυπτε ιδιοκτησιακές πληροφορίες, μπορεί να συνδράμει η ελεγκτική εποπτεία (supervisory oversight) και να περιορίσει τις

συγκρούσεις συμφερόντων. Οι ελεγκτές μπορούν να παρακολουθούν την ιδιοκτησιακή πληροφορία για τις συγκρούσεις συμφερόντων χωρίς να την αποκαλύπτουν στους ανταγωνιστές κάποιας χρηματοοικονομικής εταιρείας έτσι ώστε η εταιρεία να μπορεί να συνεχίζει να εμπλέκεται κερδοφόρα σε δραστηριότητες παραγωγής πληροφοριών. Οπλισμένος με αυτές τις πληροφορίες, ο ελεγκτής, μπορεί να ενεργεί με τέτοιο τρόπο ώστε να εμποδίζει τις χρηματοοικονομικές εταιρείες να εκμεταλλεύονται τις συγκρούσεις συμφερόντων. Ως μέρος αυτής της ελεγκτικής εποπτείας, μπορούν να αναπτυχθούν κάποιοι μεθοδολογικοί κανόνες, είτε από τον επόπτη είτε από τις εταιρείες που εμπλέκονται σε μια συγκεκριμένη δραστηριότητα παραγωγής πληροφοριών. Ύστερα, η ενίσχυση των κανόνων αυτών θα τίθεντο στα χέρια του επόπτη.

Αυτού του είδους η ελεγκτική εποπτεία είναι πολύ συχνή στην τραπεζική. Τα τελευταία χρόνια, οι επόπτες τραπεζών έχουν εντείνει το επίκεντρό τους στη διαχείριση κινδύνου. Τώρα εξετάζουν τις διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου των τραπεζών για να εξασφαλίσουν ότι στην τράπεζα γίνονται οι κατάλληλοι εσωτερικοί έλεγχοι για τον κίνδυνο. Με παρόμοιο τρόπο, οι επόπτες μπορούν να εξετάσουν τις εσωτερικές διαδικασίες και τους ελέγχους των τραπεζών για να περιορίσουν τις συγκρούσεις συμφερόντων. Όταν βρίσκουν αδύναμους εσωτερικούς ελέγχους, μπορούν να απαιτήσουν από τον χρηματοοικονομικό οργανισμό να τους τροποποιήσει έτσι ώστε τα κίνητρα για την εκμετάλλευση των συγκρούσεων συμφερόντων να εκμηδενιστούν.

Παρόλο που τα τελευταία χρόνια το supervisory oversight έχει φανεί επιτυχημένο στην βελτίωση των εσωτερικών ελέγχων στις χρηματοοικονομικές εταιρείες, εάν τα κίνητρα για την εκμετάλλευση των συγκρούσεων συμφερόντων είναι αρκετά ισχυρά, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, ενδέχεται, να είναι ακόμα σε θέση να αποκρύπτουν συγκρούσεις συμφερόντων από τους επόπτες.

2.1.4 Separation of functions

Όπου η αγορά δεν μπορεί να αποκτήσει επαρκή πληροφόρηση για τον περιορισμό των συγκρούσεων συμφερόντων επειδή δεν υπάρχει

ικανοποιητικός τρόπος να παρακινηθεί η κοινοποίηση πληροφοριών από την πειθαρχία της αγοράς ή την ελεγκτική εποπτεία, τα κίνητρα για την εκμετάλλευση των συγκρούσεων συμφερόντων ενδέχεται να μειωθούν ή να εξαλειφθούν από τις ρυθμίσεις που ενισχύουν το διαχωρισμό των λειτουργιών. Αρκετοί βαθμοί διαχωρισμού είναι πιθανοί. Κατ' αρχάς, οι δραστηριότητες μπορεί να διαχωριστούν σε διαφορετικά in-house τμήματα με τείχη προστασίας ανάμεσά τους. Δεύτερον, η εταιρεία μπορεί να περιορίσει τις διαφορετικές δραστηριότητες σε θυγατρικές, με ξεχωριστή κεφαλαιοποίηση. Τρίτον, οι ρυθμίσεις, ενδέχεται να εμποδίσουν τον συνδυασμό των δραστηριοτήτων με οποιαδήποτε οργανωτική μορφή.

Στόχος του διαχωρισμού των λειτουργιών είναι η εξασφάλιση του ότι οι φορείς δεν τοποθετούνται σε θέση που να λογοδοτούν σε πολλαπλούς εντολοδόχους. Όταν προχωράμε από τους πιο χαλαρούς διαχωρισμούς λειτουργιών σε πιο αυστηρούς, οι συγκρούσεις συμφερόντων μειώνονται σε αύξοντα βαθμό. Βεβαίως, ο πιο αυστηρός διαχωρισμός λειτουργιών μειώνει, επίσης τις συνεργίες συλλογής πληροφοριών και ως εκ τούτου εμποδίζει τις χρηματοοικονομικές εταιρείες να επωφελούνται από τις οικονομίες φάσματος στην παραγωγή πληροφοριών. Το αυξημένο κόστος παραγωγής πληροφοριών που απορρέει εξ αυτού, θα μπορούσε, σε ανταπόδοση, να οδηγήσει σε μια μειωμένη ροή αξιόπιστων πληροφοριών αφού η παραγωγή τους ακριβαίνει. Συνεπώς, η απόφαση για το κατάλληλο ποσό διαχωρισμού προϋποθέτει ένα trade-off μεταξύ των ωφελειών από τη μείωση των συγκρούσεων συμφερόντων και του κόστους από τη μείωση των οικονομιών φάσματος στην παραγωγή πληροφοριών.

2.1.5 Socialization of Information Production

Η πιο ριζική αντίδραση στις συγκρούσεις που δημιουργούνται από την ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης είναι η κοινοποίηση της σχετικής πληροφορίας. Για παράδειγμα, πληθώρα μακροοικονομικών πληροφοριών προσφέρεται από δημόσιας χρηματοδότησης οργανισμούς, επειδή αυτό το συγκεκριμένο δημόσιο αγαθό, εάν αφεθεί στην ιδιωτική μέριμνα, είναι πιθανόν να μην παρέχεται επαρκώς. Είναι πιθανό, άλλες λειτουργίες που παρέχουν

πληροφορίες να γίνονται κι αυτές με δημόσια παροχή. Αλλιώς, εάν οι υπηρεσίες που δημιουργούν πληροφορίες αφεθούν στον ιδιωτικό τομέα, μπορεί να χρηματοδοτηθούν από δημόσιες πηγές ή από ένα δημόσιο τέλος για να μπορέσει να εξασφαλιστεί ότι η παραγωγή πληροφοριών δεν θα σπιλωθεί από υποχρεώσεις σε αμειβόμενους φορείς με ιδιαίτερα συμφέροντα.

Φυσικά, το πρόβλημα με αυτή την προσέγγιση είναι ότι ένας κυβερνητικός φορέας ή ένας αμειβόμενος φορέας μπορεί να μην έχουν τα ίδια ισχυρά κίνητρα όπως οι ιδιωτικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί για να παράγουν υψηλής ποιότητας πληροφόρηση. Η πίεση προς την παραγωγή πληροφοριών να διεξάγεται από μια κυβέρνηση ή από έναν ημικυβερνητικό φορέα, παρόλο που μπορεί να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων ενδέχεται να μειώσει τη ροή των αξιόπιστων πληροφοριών στις χρηματαγορές. Επιπλέον, οι κυβερνητικοί φορείς ενδέχεται να δυσκολεύονται να πληρώσουν τους μισθούς της αγοράς που απαιτούνται για να προσελκύσουν τους καλύτερους. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να γίνει ακόμα πιο σοβαρό εάν θίγονται οι οικονομίες φάσματος. Οι αναλυτές, για παράδειγμα, σε μια εταιρεία τραπεζικών επενδύσεων είναι πιθανόν να λάβουν επιπλέον ανταμοιβή όταν η έρευνά τους έχει πολλαπλές χρήσεις. Αντίθετα, ένας κυβερνητικός φορέας που ενδιαφέρεται για μία μόνο χρήση έρευνας μπορεί να μην προσφέρει ένα επίπεδο ανταμοιβής αρκετό για να παράγει υψηλής ποιότητας πληροφόρηση. Ακόμα, η κυβέρνηση μπορεί να μην παρέχει επαρκή κεφάλαια για την συλλογή πληροφοριών.

2.2 Ρυθμιστικά Μέτρα

Δύο σημαντικά μέτρα τέθηκαν σε ισχύ για να αντιμετωπιστούν οι συγκρούσεις συμφερόντων στις χρηματαγορές: η Sarbanes-Oxley Act και η Global Legal Settlement.

2.2.1 Νομός Sarbanes-Oxley

Το 2002, η δημόσια κατακραυγή για τα εταιρικά και λογιστικά σκάνδαλα οδήγησε στην Δημόσια Λογιστική Αναθεώρηση και σε μέτρα Προστασίας του Επενδυτή, που τις γνωρίζουμε περισσότερο ως Sarbanes-Oxley Act από το όνομα των δύο κύριων εισηγητών της στο Κογκρέσο. Η πράξη είχε τέσσερις

κύριους άξονες:

1. Αύξησε την εποπτική επίβλεψη για να ελέγχει και να εμποδίζει τις συγκρούσεις συμφερόντων. Πιο συγκεκριμένα:

-Εγκαθίδρυσε ένα Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) που επέβλεπε η SEC, για να ελέγχει τις ελεγκτικές εταιρείες και να εξασφαλίζει ότι οι έλεγχοι είναι ανεξάρτητοι και ελέγχονται για την ποιότητά τους.

-Αύξησε τον προϋπολογισμό της SEC για να επιβλέπει τις αγορές χρεογράφων.

2. Μείωσε άμεσα τις συγκρούσεις συμφερόντων κρίνοντας παράνομο για μια εισηγμένη δημόσια ελεγκτική εταιρεία να παρέχει οποιαδήποτε nonaudit υπηρεσία σε πελάτη παράλληλα με μη επιτρεπτό έλεγχο.

3. Η Sarbanes-Oxley έδωσε κίνητρα σε επενδυτικές τράπεζες ώστε να μην εκμεταλλεύονται τις συγκρούσεις συμφερόντων ενισχύοντας τις ποινικές κατηγορίες για τα white collar crimes και την παρακώλυση των επίσημων ερευνών.

4. Ακόμα η Sarbanes-Oxley περιείχε μέτρα για την βελτίωση της ποιότητας πληροφοριών στις χρηματαγορές:

-Απαιτούσε ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) και ο CFO, όπως επίσης και οι ελεγκτές να πιστοποιούν ότι οι περιοδικές χρηματοοικονομικές δηλώσεις και οι γνωστοποιήσεις της εταιρείας είναι ακριβείς.

-Απαιτούσε τα μέλη της επιτροπής ελέγχου (η υποεπιτροπή του συμβουλίου των διευθυντών που επιβλέπει τον έλεγχο της εταιρείας) να είναι "ανεξάρτητα" -δηλαδή, να μην μπορούν να είναι μάνατζερ στην εταιρεία ή να λαμβάνουν οποιαδήποτε συμβουλευτική αμοιβή από την εταιρεία.

2.2.2 Global Legal Settlement 2002

Η δεύτερη πολιτική προέκυψε από μια αγωγή κατά των δέκα μεγαλύτερων επενδυτικών τραπεζών (Bear Stearns, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, UBS Warburg). Υποστηρίχτηκε ότι αυτές οι εταιρείες επέτρεψαν στα τμήματα τραπεζικών επενδύσεών τους να έχουν ανάρμοστη επιρροή στους αναλυτές τους, και ως εκ τούτου να δημιουργήσουν

σύγκρουση συμφερόντων. Στις 20 Δεκεμβρίου του 2002, οι SEC, NASD, NASAA, NYSE και οι κρατικοί ρυθμιστές έκαναν μια καθολική συμφωνία με τις επενδυτικές αυτές τράπεζες. Η συμφωνία περιελάμβανε τα ακόλουθα τρία κομβικά στοιχεία:

1. Όπως και η Sarbanes-Oxley, η Global Legal Settlement μείωσε άμεσα τις συγκρούσεις συμφερόντων:

-απαίτησε από τις επενδυτικές τράπεζες να διακόψουν τους δεσμούς ανάμεσα στα τμήματα research και underwriting

-απαγόρευσε το spinning.

2. Η Global Legal Settlement έδωσε τα κίνητρα στις τράπεζες επενδύσεων να μην εκμεταλλούνται τις συγκρούσεις συμφερόντων επιβάλλοντας ποινές 1,4 δις δολάρια στις κατηγορούμενες τράπεζες.

3. Η Global Legal Settlement πήρε μέτρα για τη βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών στις χρηματαγορές:

-απαίτησε από τις τράπεζες επενδύσεων να δημοσιοποιούν τις συστάσεις των αναλυτών τους.

-απαίτησε από τις τράπεζες επενδύσεων να συνεργάζονται για μια χρονική περίοδο πέντε ετών με το πολύ τρεις ανεξάρτητες ελεγκτικές εταιρείες που θα παρέχουν έρευνες στους πελάτες μεσιτείας τους.

2.2.3 Αξιολόγηση της Sarbanes- Oxley και της Global Legal Settlement

Η Sarbanes-Oxley απαίτησε από τους CEO και τους CFO να πιστοποιήσουν τις περιοδικές χρηματοοικονομικές δηλώσεις και κοινοποιήσεις της εταιρείας. Αύξησε την πιθανότητα αυτές οι δηλώσεις να προσφέρουν αξιόπιστη πληροφόρηση. Επιπλέον, η Sarbanes-Oxley απαίτησε την κοινοποίηση των συναλλαγών και άλλων σχέσεων με φορείς συγκεκριμένου σκοπού. Και πάλι αυτό το βήμα αύξησε την πληροφόρηση στις χρηματαγορές επειδή αυτές οι συναλλαγές χρησιμοποιούνταν συχνά, όπως στην περίπτωση της Enron, για να κρύψουν αυτό που συνέβαινε μέσα στην εταιρεία. Ωστόσο, τα έξοδα της συμμόρφωσης με τις νέες ρυθμίσεις που επεβλήθησαν από την Sarbanes-Oxley, δεν ήταν χαμηλά. Οι μικρές εταιρείες χτυπήθηκαν ιδιαίτερα

σκληρά: τα εκτιμώμενα έξοδα της συμμόρφωσης με την Sarbanes-Oxley ξεπερνούσαν τα 800.000\$ για μικρότερες εταιρείες με έσοδα κάτω των 100 εκατ. δολάρια, που έφτανε σχεδόν στο 1,5% των μισθών τους. Η Sarbanes-Oxley μπορεί να έπληξε σοβαρά την κερδοφορία παρόμοιων εταιρειών και να τις δυσκόλεψε στο να κάνουν παραγωγικές επενδύσεις.

Είδαμε επίσης ότι η αγορά έχει συχνά την ικανότητα να περιορίζει τις συγκρούσεις συμφερόντων όταν έχει επαρκείς πληροφορίες για να το πράξει. Η Global Legal Settlement συμπεριελάμβανε μια διάταξη η οποία απαιτούσε από τις εταιρείες τραπεζικών επενδύσεων να δημοσιεύουν τις συστάσεις των αναλυτών τους. Αυτή η πολιτική βοήθησε την αγορά να αξιολογήσει εάν οι αναλυτές ενεργούσαν καλή τη πίστη. Η SEC απαίτησε αυξημένη κοινοποίηση από τους επενδυτικούς αναλυτές, τα credit rating agencies, και τους ελεγκτές, αναγκάζοντάς τους να αποκαλύπτουν οποιοδήποτε συμφέρον έχουν στις εταιρείες που αναλύουν. Η παροχή αυτών των πληροφοριών κατέστησε περισσότερο πιθανό να θεσπίσουν οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κανόνες ώστε να εξασφαλίσουν ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων ελαχιστοποιούνται, ώστε η φήμη τους να παραμένει υψηλή και να συνεχίζουν να είναι κερδοφόροι.

Βεβαίως, η κοινοποίηση μπορεί να μην είναι αρκετή για να κάνει τις αγορές να ελέγξουν τις συγκρούσεις συμφερόντων, επειδή οι εταιρείες έχουν ακόμα κίνητρα να αποκρύπτουν πληροφορίες για να μπορούν να εκμεταλλεύονται, επ' ωφελεία τους, τις συγκρούσεις συμφερόντων. Η κοινοποίηση μπορεί, επίσης, να αποκαλύψει τόσο μεγάλο μέρος ιδιοκτησιακής πληροφορίας ώστε ο χρηματοοικονομικός οργανισμός να μην είναι σε θέση να εμπλακεί επικερδώς στην παραγωγή πληροφοριών. Επιπλέον, κάποιες από τις πιο βλαβερές συγκρούσεις συμφερόντων προκλήθηκαν από άσχημα σχεδιασμένους μηχανισμούς εσωτερικής ανταπόδοσης, κάτι που η αγορά δεν μπορεί εύκολα να ελέγξει. Η supervisory oversight μπορεί να εστιάσει ακριβώς σε αυτά τα ζητήματα.

Η αυξημένη ελεγκτική εποπτεία ήταν ένα κεντρικό στοιχείο της Sarbanes-Oxley Act. Κατ' αρχάς, η πράξη θέσπισε τον PCAOB για να εποπτεύει τις λογιστικές εταιρείες. Το PCAOB παρακολουθεί τους μηχανισμούς ανταπόδοσης

για να εξασφαλίσει ότι είναι σύμφωνοι με τις βέλτιστες πρακτικές για τον έλεγχο των συγκρούσεων συμφερόντων. Δεύτερον, η Sarbanes-Oxley παρείχε ουσιαστικά περισσότερους πόρους στον SEC. Ένας εποπτικός φορέας δεν μπορεί να κάνει σωστά τη δουλειά του χωρίς επαρκείς πόρους. Και πράγματι, ένας από τους λόγους που ο SEC μπορεί να απέτυχε να παρέχει επαρκή ελεγκτική εποπτεία κατά τη δεκαετία του 1990, είναι επειδή δεν είχε πια πόρους. Παρόμοιο πρόβλημα εμφανίστηκε για τους επόπτες της βιομηχανίας αποταμιεύσεων και δανείων, και βοήθησε να οδηγήσει σε σκάνδαλα και μια απαλλαγή (bailout) που κόστισε στους φορολογούμενους πάνω από 100 δις. δολάρια.

Κρατώντας την επιτροπή ελέγχου ανεξάρτητη από τη διαχείριση, η Sarbanes-Oxley εξάλειψε τη σύγκρουση συμφερόντων που εμφανίζεται όταν η διαχείριση μιας εταιρείας μισθώνει τον ελεγκτή της. Η PCAOB είναι συντελεστική στην καταγραφή των ρυθμίσεων για να εξασφαλιστεί ότι οι ελεγκτές θα αναφέρονται, θα μισθώνονται και θα ανταμείβονται από μια ανεξάρτητη επιτροπή ελέγχου, η οποία υποτίθεται ότι αντιπροσωπεύει τους μετόχους εκτός από τη διαχείριση.

Η Global Legal Settlement εξάλειψε κι αυτή επίσης έμμεσα μια πρακτική της Wall Street που οδήγησε σε σαφείς συγκρούσεις συμφερόντων, το spinning, κατά το οποίο στελέχη έλαβαν IPO ως ανταπόδοση για την μελλοντική δραστηριότητα της εταιρείας τους με την επενδυτική τράπεζα η οποία έκανε το underwrite στη νέα έκδοση. Η Global Legal Settlement τιμώρησε τις επενδυτικές τράπεζες που εκμεταλλεύτηκαν τις συγκρούσεις συμφερόντων, επιβάλλοντας πρόστιμο μεγαλύτερο των 1,4 δις\$. Αυτή η σκληρή τιμωρία, μαζί με τις πιο αυστηρές ποινικές ποινές που θέσπισε η Sarbanes-Oxley, παρείχαν κίνητρα στις εταιρείες επενδυτικής τραπεζικής για να αποφύγουν να επωφελούνται από τις συγκρούσεις συμφερόντων στο μέλλον.

Τα πιο δραστικά σημεία της Sarbanes-Oxley και της Global Legal Settlement σχετίζονταν με τον διαχωρισμό των λειτουργιών και την κοινοποίηση της πληροφορίας. Η Sarbanes -Oxley κατέστησε παράνομο για τις λογιστικές εταιρείες το να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες non-audit στους

πελάτες ελέγχου τους. Αυτός ο νόμος πιθανόν να μειώσει τις οικονομίες φάσματος που είναι διαθέσιμες στις ελεγκτικές εταιρείες, που προσφέρουν επίσης και συμβουλευτικές υπηρεσίες. Είναι μάλλον απίθανο, η απαγόρευση των υπηρεσιών non-audit σε αυτή την περίπτωση, όπως την είδε η Sarbanes-Oxley, να είχε εμποδίσει τις πρόσφατες ελεγκτικές αποτυχίες. Ωστόσο, η μεγαλύτερη διαφάνεια σχετικά με τη φύση και τον ρόλο των υπηρεσιών non-audit θα ήταν μια πολύτιμη βοήθεια για να ελέγξει τον πειρασμό μιας εταιρείας να εκμεταλλευτεί αυτή τη σύγκρουση συμφερόντων. Παρομοίως, η Global Legal Settlement απαίτησε από τις εταιρείες επενδυτικής τραπεζικής να αποκόψουν τον δεσμό μεταξύ έρευνας και επενδυτικής τραπεζικής. Αυτή η αποδυνάμωση έχει το δυναμικό να εξαλείψει τις οικονομίες φάσματος στην παραγωγή πληροφόρησης. Εξάλλου, οι αναλυτές μπορεί να έχουν τη δυνατότητα να αποκτήσουν περισσότερες πληροφορίες για τις εταιρείες που καλύπτουν όταν το όπλο της επενδυτικής τραπεζικής της εταιρείας μπορεί να μοιραστεί την πληροφορία μαζί τους.

Η Global Legal Settlement απαιτούσε για μια πενταετή περίοδο, οι μεσιτικές εταιρείες να συνεργάζονται με ανεξάρτητες εταιρείες έρευνας για να παρέχουν πληροφορίες στους πελάτες τους. Επιπλέον, ένα μέρος του προστίμου των 1,4\$ δις, που πληρώθηκε από τις επενδυτικές τράπεζες θα χρησιμοποιηθεί για να χρηματοδοτήσει την ανεξάρτητη έρευνα και την εκπαίδευση επενδυτών. Ενώ περιμένουμε να δούμε πώς θα εφαρμοστούν οι όροι αυτής της συμφωνίας, έχουν και οι δύο πιθανά θετικά και πιθανά αρνητικά στοιχεία. Η ανεξάρτητη έρευνα μπορεί να προκαλέσει αμερόληπτη πληροφόρηση. Ωστόσο, με την κοινωνικοποίηση της έρευνας, οι εταιρείες δεν θα μπορούν πλέον να ανταγωνιστούν για πελάτες επί τη βάση της ποιότητας της έρευνάς τους. Επειδή φορολογούνται για να χρηματοδοτήσουν την ανεξάρτητη έρευνα, οι εταιρείες μπορεί να μειώσουν την επένδυσή τους στην δική τους ερευνητική ανάλυση. Πράγματι, αυτό ακριβώς έχει ήδη συμβεί, με τους προϋπολογισμούς έρευνας στις επτά μεγαλύτερες εταιρείες οικονομικών χρεογράφων να έχουν κοπεί σχεδόν στο μισό από το 2000. Εάν οι επενδυτικές τράπεζες δεν ελέγξουν την πληροφόρηση που αναγκάζονται να αποκτήσουν, η ανάλυσή της ενδέχεται, να έχει χαμηλότερη ποιότητα.

Κεφάλαιο Τρίτο: Μελέτη Περίπτωσης

Στο παρόν κεφάλαιο επιχειρείται η εξέταση της σύγκρουσης συμφερόντων μέσα από ένα πραγματικό γεγονός. Για το σκοπό αυτό δανειστήκαμε από το Harvard Business School το case study “AXA – MONY”⁵ που αναφέρεται στις συνθήκες εξαγοράς της ασφαλιστικής εταιρείας MONY από την AXA. Στο σημείο αυτό πρέπει να πούμε ότι το συγκεκριμένο case study δίνει αρκετά πεδία προς ανάλυση και συζήτηση, όπως είναι οι τρόποι χρηματοδότησης μιας εξαγοράς και η αποτίμηση ενός convertible bond. Στα πλαίσια όμως αυτής της εργασίας επικεντρωνόμαστε μόνο στις συγκρούσεις συμφερόντων που αναπτύσσονται στο case study.

3.1 Περίληψη του case study

Στις 17 Σεπτεμβρίου 2003, το διοικητικό συμβούλιο της MONY ανακοίνωσε ότι αποδέχεται την προσφορά της AXA για την απόκτηση των μετοχών της εταιρείας έναντι 31 δολαρίων σε μετρητά. Η διοίκηση της MONY πίστευε ότι η MONY ήταν απλά πολύ μικρή εταιρεία για να λειτουργεί αποτελεσματικά σε έναν κλάδο και χώρο ο οποίος είναι αρκετά ανταγωνιστικός και έχει χαρακτηριστικά συγκεντρωτισμού και την τάση ενοποίησης των εταιρειών. Ο Michael Roth πίστευε ότι οι δύο εταιρείες ταιριάζουν μεταξύ τους και μπορούν να συνεργαστούν αφού διακατέχονται από την ίδια φιλοσοφία και έχουν κοινό τρόπο λειτουργίας.

Με περίπου 47 εκατ. μετοχές σε κυκλοφορία, η προσφορά της MONY αποτιμάται σε περίπου 1,5 δισεκατομμύρια δολάρια. Η προσφορά της AXA ήταν 6,2% πάνω από την τιμή κλεισίματος της Mony στις 16 Σεπτεμβρίου, και ήταν 32% υψηλότερη από την τιμή του IPO το 1998. Το κόστος διακοπής, το οποίο η MONY ήταν υποχρεωμένη να καταβάλει στην AXA, εάν επρόκειτο να καταγγείλει τη συμφωνία και να αποδεχθεί μια άλλη προσφορά, ήταν 50 εκατομμύρια δολάρια, ή 3,5% της αξίας της προσφοράς αυτής.

Στις 18 Σεπτεμβρίου, οι μετοχές της AXA είχαν άνοδο κατά 3% και διαπραγματευόντουσαν στα 17.10 ευρώ. Αντίστοιχα η τιμή της μετοχής της

⁵ White L. and Perold A. (2007), AXA – MONY, Harvard Business School, διαθέσιμο στην ηλεκτρονική διεύθυνση: hbsp.harvard.edu/product/cases

MONY αυξήθηκε κατά 13%. Αρχικά υπήρξε η προσδοκία ότι θα ερχόταν στο προσκήνιο και άλλη προσφορά εξαγοράς με ίσως καλύτερους ορούς, κάτι όμως που δεν πρόέκυψε στους επομένους οκτώ μήνες. Παρά το γεγονός αυτό οι μετοχή της MONY δεν έπεσε κάτω από τα 31 δολάρια μετά την ανακοίνωση της προσφοράς από την AXA.

Για να χρηματοδοτήσει η AXA την προσφορά εξέδωσε 110.245.309 ORANs (Obligations Remboursables en Actions ou en Numéraire). Οι εν λόγω ομολογίες της AXA είχαν μια ασυνήθιστη δομή. Αν η συμφωνία εξαγοράς δεν είχε ολοκληρωθεί μέχρι τις 22 Δεκεμβρίου 2004, τότε οι κάτοχοι των ORANs θα πληρωνόντουσαν την ονομαστική αξία του ομολόγου, δηλαδή 12,75 συν τους τόκους με επιτόκιο Euribor (περίπου 2,4% ετησίως). Αλλά εάν η συμφωνία εξαγοράς ολοκληρωνόταν, τότε τα ORANs θα μετατρέπονταν σε μία μετοχή της AXA. Η συνολική αξία των ORANs που εκδόθηκαν ήταν περίπου 1,4 δισεκατομμύρια ευρώ (\$ 1,7 δισ.). Τα ORANs δεν πωλούνταν στο κοινό σε ανοικτή αγορά, αλλά προσφέρονταν μέσω έκδοσης δικαιωμάτων υπέρ των παλαιών μετόχων AXA. Οι μέτοχοι για κάθε μια μετοχή AXA που είχαν στην κατοχή τους θα λάβαιναν ένα έγγραφο - ένταλμα (warrant) που θα τους έδινε την δυνατότητα να συμμετάσχουν στην αγορά των ομολόγων ORAN. Δεκαέξι warrants επέτρεπαν στους κατόχους τους να αγοράσουν ένα ORAN στην τιμή των 12,75 €. Η τιμή αυτή ήταν 22% χαμηλότερη από την τιμή της μετοχής της AXA στις 17 Σεπτεμβρίου 2003, που ήταν 16,37.

Οι μέτοχοι οι οποίοι είχαν στην κατοχή τους μετοχές της MONY έως τις 2 Ιανουαρίου 2004, είχαν το νόμιμο δικαίωμα ψήφου στην συνέλευση των μετόχων, η οποία θα πραγματοποιείτο στις 24 Φεβρουαρίου, ακόμη και αν είχαν πουλήσει τις μετοχές αυτές. Αντιθέτως, αν κάποιος είχε αγοράσει μετοχές της MONY μετά την προαναφερθείσα ημερομηνία, τότε δεν είχε δικαίωμα να συμμετάσχει στην ψηφοφορία. Ωστόσο, ορισμένοι αγοραστές ήταν πρόθυμοι να πληρώσουν κάποιου είδους ασφάλιστρο στους μετόχους που είχαν δικαίωμα ψήφου, οι οποίοι με τη σειρά τους θα εκχωρούσαν τα δικαιώματά ψήφου όταν πωλούσαν τις μετοχές τους. Αυτό μοιάζει σαν “vote buying” μια έννοια που την έχουμε ξανασυναντήσει .

3.2 Ανάλυση του case study

Η συμφωνία δεν βρήκε σύμφωνους πολλούς μετόχους της MONY. Τα βασικά επιχειρήματα για την ανησυχία τους ήταν δύο. Καταρχάς αρκετοί μέτοχοι πίστευαν ότι η προσφορά της AXA ήταν αρκετά χαμηλή. Ισχυρίζονταν ότι δεν έπρεπε να δεχτούν μια τόσο χαμηλή προσφορά, αλλά έπρεπε η διοίκηση να ενεργήσει με τέτοιο τρόπο ώστε να εμφανιστούν άλλες ανταγωνιστικές προσφορές είτε απευθείας είτε μέσω πλειστηριασμού. Δεύτερον, πίστευαν ότι το management της MONY είχε ιδιαίτερους και όχι αγνούς λόγους για να εγκρίνει την συγκεκριμένη προσφορά γιατί με αυτό τον τρόπο θα ενεργοποιούνταν οι αποζημιώσεις των στελεχών που είχαν συμφωνηθεί σε περίπτωση αλλαγής ή μεταβολής του ελέγχου της εταιρείας.

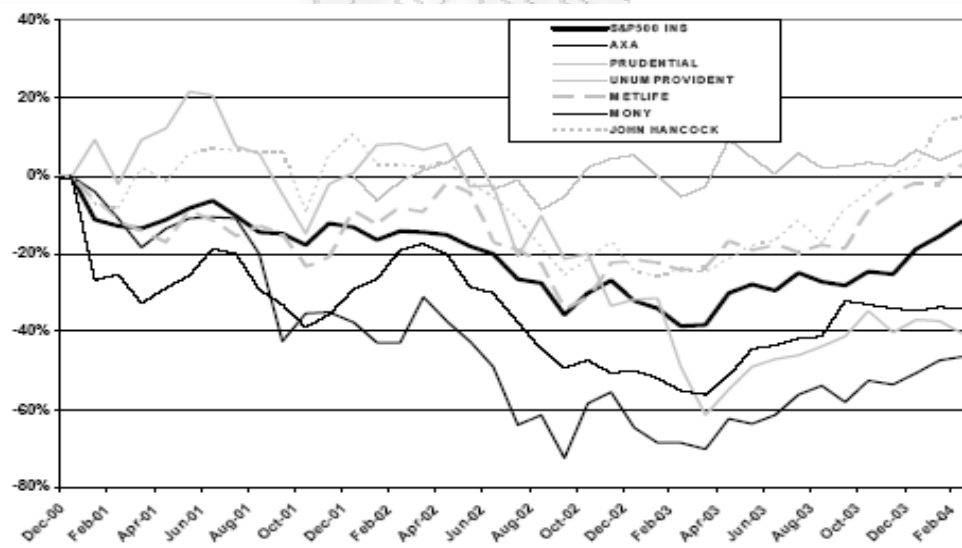
Ας αρχίσουμε με το πρώτο επιχείρημα. Είναι γεγονός ότι τα οικονομικά αποτελέσματα της MONY για την περίοδο που συζητάμε ήταν απογοητευτικά. Είχαν τεθεί υψηλοί στόχοι για κερδοφορία, οι οποίοι δεν επετεύχθησαν. Πιο συγκεκριμένα ο στόχος ήταν, μέχρι το 2003, τα κέρδη ανά μετοχή να φτάσουν 4\$, κάτι που δεν πραγματοποιήθηκε με αποτέλεσμα η εταιρεία να εμφανίζει ζημίες της τάξεως 60,8 εκατ.\$.

Σε τέτοιες περιπτώσεις οι επιλογές μιας επιχείρησης μπορεί να είναι στενές αλλά είναι παράλληλα και υπαρκτές. Για παράδειγμα μια επιλογή είναι το Διοικητικό Συμβούλιο να αντικαταστήσει ορισμένα από τα Διευθυντικά Στελέχη, τα οποία ευθύνονται για την κακή λειτουργία της επιχείρησης. Μια δεύτερη επιλογή είναι οι μέτοχοι να πάρουν θέση, αφού ο δικός τους πλούτος διακυβεύεται και να πάρουν μέτρα, τα οποία να αφορούν τόσο στο Δ.Σ. όσο και στα Διευθυντικά Στελέχη. Βέβαια και στις δύο παραπάνω περιπτώσεις χρειάζεται να υπάρχουν μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Βέβαια η κακή οικονομική πορεία της MONY δεν οφείλεται αποκλειστικά στον τρόπο λειτουργίας της. Η γενικότερη κακή οικονομική κατάσταση τα έτη 2001 – 2002 είχε πλήξει την ασφαλιστική αγορά, με αποτέλεσμα οι περισσότερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις (και μάλιστα κάποιες από αυτές να ήταν πιθανοί αγοραστές της MONY) να έχουν πτώσεις στις αποδόσεις τους. Το παρακάτω διάγραμμα υποδηλώνει ξεκάθαρα αυτό. Πιο συγκεκριμένα

δείχνει την πορεία επτά ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

Το case δεν μας δίνει αρκετές πληροφορίες ώστε να κάνουμε discounted cash flow ανάλυση για να εξετάσουμε εάν η τιμή προσφοράς, στη συγκεκριμένη περίπτωση 31\$ ανά μετοχή, είναι η σωστή τιμή για την εξαγορά της MONY. Οι μέτοχοι της MONY στηρίζουν το επιχείρημά τους, για την χαμηλή τιμή της εξαγοράς στο Book Value της εταιρείας. Το Book Value ανά μετοχή είναι υψηλότερο τόσο από την τιμή προσφοράς όσο και από το market value. Το ότι το book value είναι υψηλότερο από το market value, μπορεί από μόνο του να σημαίνει ότι η αξία της εταιρείας είναι υποτιμημένη. Πιο συγκεκριμένα το book value ήταν 43 δολάρια ανά μετοχή. Όπως μάλιστα αναφέρεται χαρακτηριστικά μέσα στο case, οι περισσότερες ασφαλιστικές επιχειρήσεις είχαν εξαγοραστεί κατά το παρελθόν με τιμές σχεδόν διπλάσιες από το book value, ενώ η προσφορά της AXA αντιπροσώπευε μόνο το 75% της λογιστικής αξίας της MONY, κάνοντας έτσι τους μετόχους να είναι για έναν ακόμη λόγο δυσαρεστημένοι.



ΠΗΓΗ: Thomson Datastream, Global Financial Data, Inc.

Σίγουρα είχαν την προσδοκία ότι θα έκαναν την εμφάνισή τους και άλλες ανταγωνιστικές προσφορές, κάτι που τελικά δεν έγινε όπως έχουμε ήδη πει.

Όσον αφορά τη δεύτερη ανησυχία των μετόχων, σχετικά με τις αποζημιώσεις των στελεχών, αξίζει αρχικά να κάνουμε μια εισαγωγή γύρω από την θεωρία αποζημιώσεων αφού το θέμα, στην συγκεκριμένη περίπτωση, είναι αρκετά περίπλοκο και έχει άμεση σχέση με το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις, όπου παρατηρείται μεγάλη διασπορά ιδιοκτησίας, τις αποφάσεις δεν τις λαμβάνει ο ιδιοκτήτης αλλά τα στελέχη, τα οποία προσλαμβάνονται για τις γνώσεις τους και τις διοικητικές τους ικανότητες. Συχνά όμως τα στελέχη λαμβάνουν τις αποφάσεις με γνώμονα όχι την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά την μεγιστοποίηση του προσωπικού τους οφέλους και κατά συνέπεια, δεν πράττουν όπως θα επιθυμούσαν οι εντολείς τους. Μπορεί να αποφεύγουν τις αποφάσεις στις οποίες το προσωπικό κόστος υπερβαίνει το προσωπικό όφελος ενώ μπορεί να λαμβάνουν ανεπιφύλακτα αποφάσεις από τις οποίες θα επωφεληθούν περισσότερο απ' ό,τι θα επιβαρυνθούν. Σε περιπτώσεις που τα συμφέροντα του εντολέα δεν ταυτίζονται με αυτά των πρακτόρων, δημιουργείται πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Στις εισηγμένες εταιρείες τα στελέχη δεν προσλαμβάνονται απευθείας από τους μετόχους, αλλά από το Διοικητικό Συμβούλιο που εκλέγεται από τους μετόχους. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μεγεθύνεται σε αυτή την περίπτωση λόγω του ότι και τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν σχέση αντιπροσώπευσης με τους μετόχους. Επίσης οι εισηγμένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν και δυσκολίες συντονισμού των μετόχων, κάτι το οποίο θα συνέβαλε στον έλεγχο των στελεχών.

Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου συνεπάγεται κόστη αντιπροσώπευσης για την επιχείρηση, δηλαδή τις δαπάνες με τις οποίες επιβαρύνονται οι μέτοχοι προκειμένου να ενθαρρύνουν την διοίκηση της επιχείρησης να μεγιστοποιήσει την αξία της μετοχής. Η επιχείρηση επιβαρύνεται με τα έξοδα επίβλεψης και εποπτείας της διοίκησης (monitoring cost), τα έξοδα διάρθρωσης της επιχείρησης, ώστε να περιοριστούν οι ανεπιθύμητες ενέργειες εκ μέρους των διευθυντών (bonding costs) και με το ευκαιριακό κόστος που προκύπτει όταν οι περιορισμοί που επιβάλλονται από

τους μετόχους περιορίζουν τη δυνατότητα ελιγμών και έγκαιρης αντίδρασης από την πλευρά της διοίκησης

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων και των στελεχών σχετικά με τις επενδυτικές δυνατότητες της επιχείρησης περιορίζει σημαντικά την ικανότητα των μετόχων να αξιολογήσουν σωστά το έργο των στελεχών. Έτσι δημιουργείται η ανάγκη να σχεδιαστεί ένα σύστημα αποζημίωσης το οποίο θα οδηγεί σε ταύτιση των ενδιαφερόντων των μετόχων με εκείνα των στελεχών παρέχοντας τους κίνητρα ώστε να υλοποιήσουν εκείνες τις επενδυτικές αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων. Το κατά πόσο θα προσπαθήσουν τα στελέχη να επιδιώξουν τους στόχους των μετόχων εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο κινητοποιούνται. Ένα σωστά σχεδιασμένο σύστημα αμοιβών θα μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Η αμοιβή των στελεχών μπορεί, όμως, αντί να αμβλύνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, να επιφέρει τα αντίθετα αποτελέσματα. Οι επιτροπές καθορισμού των αμοιβών ενδέχεται λόγω έλλειψης πληροφόρησης, γνώσεων και διαπραγματευτικών ικανοτήτων να μην μπορούν να ανταπεξέλθουν στις σκληρές διαπραγματεύσεις με τα στελέχη, τα οποία διαπραγματεύονται για το συμφέρον τους σε αντίθεση με τα μέλη της επιτροπής που διαπραγματεύονται για το συμφέρον τρίτων, των μετόχων, και δεν διαπραγματεύονται ιδίους πόρους

Υπάρχουν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις σχετικά με την σχέση μεταξύ της θεωρίας αντιπροσώπευσης και της αποζημίωσης των στελεχών. Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, αυτή του άριστου συμβολαίου (optimal contracting approach) η αποζημίωση αποτελεί την θεραπεία του προβλήματος της αντιπροσώπευσης, παρέχοντας στα στελέχη αποτελεσματικά κίνητρα στην προσπάθεια μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Σύμφωνα με την προσέγγιση του συμβολαίου, οι μέτοχοι χρησιμοποιούν την αμοιβή ως μέσο ελαχιστοποίησης του ηθικού κινδύνου ο οποίος προκύπτει από τα χαμηλά ποσοστά συμμετοχής των στελεχών στην επιχείρηση, ως ιδιοκτήτες.

Η δεύτερη άποψη, η προσέγγιση της διοικητικής δύναμης (managerial power approach) δεν βλέπει την αποζημίωση ως θεραπεία του προβλήματος

της αντιπροσώπευσης αλλά μάλλον ως μέρος αυτού. Η δύναμη του στελέχους και η προσπάθεια εξαγωγής ενοικίου (managerial rent), κατά συνέπεια η επίδραση του στον καθορισμό της αμοιβής του εκτός του ότι οδηγεί σε υπερβολικές αμοιβές, καταστρέφει τα κίνητρα που μπορεί να έχει η αποζημίωση και επιφέρει αρνητικές συνέπειες στην επίδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, όσο αυξάνεται η δύναμη του στελέχους να χειραγωγεί την αρμόδια επιτροπή καθορισμού αμοιβών, τόσο βελτιώνεται η ικανότητα του να αποσπάσει «ενοίκιο», δηλαδή να αποσπά όσο το δυνατόν περισσότερα. Οι μοναδικοί περιορισμοί στους οποίους υπόκειται το στέλεχος είναι η διαθεσιμότητα των πόρων και φοβίες του να μην θέλει να φανεί ότι πληρώνεται παραπάνω από το κανονικό.

Σε αρκετά πακέτα αμοιβών στελεχών συμπεριλαμβάνονται και κάποιες μορφές αποζημίωσης σε εξαιρετικά γεγονότα, όπως είναι η συγχώνευση ή εξαγορά της εταιρείας. Η πιο διαδεδομένη μορφή που παίρνει αυτή η αποζημίωση είναι τα λεγόμενα “golden parachutes”. Τα golden parachutes είναι γνωστά και ως συμφωνίες αλλαγής ελέγχου (change – in control agreements). Πρόκειται για μια μορφή αμοιβής η οποία αναπτύχθηκε ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Τα “golden parachutes”, τα οποία είναι είτε κάποια εφάπαξ πληρωμή είτε άλλες παροχές που δίνονται σε περίπτωση κατά την οποία πάψει το στέλεχος να απασχολείται λόγω αλλαγής στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης. Αναπτύχθηκαν αρχικά ως αμυντικός μηχανισμός σε περιπτώσεις εξαγορών, καθώς αυξάνουν το κόστος που βαρύνει την ενδιαφερόμενη επιχείρηση. Ουσιαστικά δεν είναι τίποτα άλλο παρά μια προσπάθεια να καμφθεί η αντίσταση των στελεχών σε ενδεχόμενες εξαγορές. Μια αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος είναι δυνατόν να αποτελέσει απειλή για την διατήρηση της θέσης του στελέχους, το οποίο, ίσως, προβάλλει αντίσταση που μπορεί να αποβεί εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων. Σε αυτή την περίπτωση τα golden parachutes αποτελούν μια ασφαλιστική δικλείδα για τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Τα golden parachutes είναι συμβόλαια που προβλέπουν ότι το στέλεχος θα εξακολουθήσει να λαμβάνει ένα ορισμένο ποσό για ορισμένο χρονικό

διάστημα μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση, καθώς και κάποιους μπόνους που θα έπαιρνε στην περίπτωση κατά την οποία δεν θα είχε πραγματοποιηθεί η συγχώνευση. Επίσης μπορεί να προβλέπουν την άμεση εξάσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Η χρήση των golden parachutes δικαιολογείται συνήθως σε επιχειρήσεις που είναι στόχοι εξαγορών, προκειμένου να προσλαμβάνονται ικανά στελέχη. Ένα άλλο πλεονέκτημα από τη χρήση των golden parachutes είναι ότι επειδή αυξάνουν το κόστος εξαγοράς, μπορεί να σταματήσουν την εξαγορά. Τέλος αυξάνουν την πιθανότητα τα στελέχη να κρατήσουν μια στάση, απέναντι σε κάποια εξαγορά ή συγχώνευση, που θα είναι προς όφελος των μετόχων. Το τελευταίο όμως πλεονέκτημα μπορεί να αποβεί σε βάρος των μετόχων λόγω του ότι τα golden parachutes μπορεί να επιβραβεύουν την αποτυχία των στελεχών

Ένα μειονέκτημα των golden parachutes αφορά την χρήση τους σε περιπτώσεις τερματισμού της συνεργασίας του στελέχους με την επιχείρηση πέραν της αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Στο συντριπτικό ποσοστό των επιχειρήσεων, που συμπεριλαμβάνουν τα golden parachutes στα πακέτα αμοιβών των στελεχών τους, τα στελέχη έχουν το δικαίωμα να εισπράξουν αυτή την αμοιβή εφόσον ο τερματισμός της συνεργασίας δεν οφείλεται είτε σε ηθική αχρειότητα (moral turpitude), είτε σε ασυγχώρητη αδιαφορία και αμέλεια ή τέλος σε κακουργηματικές πράξεις. Δεν περιλαμβάνεται σε αυτούς τους όρους η παύση της συνεργασίας εξαιτίας ανικανότητας του στελέχους, γεγονός που είναι ζημιόγono για τους μετόχους της επιχείρησης. Οι όροι των συμβολαίων αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Κάποιοι από τους συνηθισμένους όρους τους εγγυώνται:

1. τη συνέχιση της παροχής βασικού μισθού από ένα έως πέντε έτη
2. την παροχή οποιουδήποτε bonus που θα έπρεπε να δοθεί μέχρι την εξαγορά ή την συγχώνευση,
3. τα πρόσθετα προνόμια των στελεχών και τέλος
4. την άμεση εξάσκηση οποιουδήποτε δικαιώματος προαίρεσης.

Τα golden parachutes διαφέρουν από τα μπόνους διεκπεραίωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης (transaction bonus). Σε αντίθεση με τα golden

parachutes τα οποία δίνονται όταν το συμβούλιο ψηφίσει υπέρ της εξαγοράς, τα transaction bonus για να δοθούν, δεν αρκεί μόνο να έχει εγκριθεί η εξαγορά, αλλά θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί. Αποζημίωση σε εξαιρετικά γεγονότα αποτελούν και τα γνωστά golden hellos, που χρησιμοποιούνται ως μέσο προσέλκυσης ικανών στελεχών και παρέχουν στα στελέχη ένα σημαντικό ποσό με την υπογραφή της σύμβασης, αλλά και τα golden handshakes που προσφέρουν στα στελέχη κάποιο ποσό, είτε όταν λήξει το προκαθορισμένο συμβόλαιο τους, είτε λόγω απόλυσης εξαιτίας περικοπών.

Στη περίπτωση του case study τα Change In Control Contracts (C.I.C' S) έληξαν τον Δεκέμβριο 2003. Ανανεώθηκαν για έναν επιπλέον χρόνο. Ήταν λιγότερο γενναιόδωρα από τα προηγούμενα συμβόλαια αλλά παρέμεναν υψηλά. Η επαναδιαπραγμάτευση και ο επαναπροσδιορισμός τους για έναν ακόμη χρόνο έκανε τους μετόχους της MONY να είναι καχύποπτοι. Όπως αναφέραμε ήδη τα C.I.C' S μπορεί να «επιβραβεύουν» την αποτυχία των στελεχών, τα οποία εάν δεν κινδυνεύουν να χάσουν ορισμένα από τα προνόμιά τους, τότε είναι πρόθυμα να συμφωνήσουν σε μια ενδεχόμενη εξαγορά.

Επίσης η ανανέωση των C.I.C' S συζητήθηκε και καθορίστηκε το καλοκαίρι 2003, περίοδο κατά την οποία η AXA και η MONY ήταν στο μέσον των διαπραγματεύσεών τους. Αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι δεν ήταν πληροφορημένοι για την ενδεχόμενη προσφορά της AXA. Έπεσαν, δηλαδή με άλλα λόγια θύματα της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Ενδεχομένως δε, στην προκειμένη περίπτωση να υπήρχε σαφές κίνητρο, από πλευράς στελεχών της MONY, επειδή δέχτηκαν να υπογράψουν αποζημιώσεις, οι οποίες ήταν χαμηλότερες από τις προηγούμενες και γνωρίζοντας καλλίτερα την οικονομική κατάσταση της MONY και θεωρώντας την πώλησή της ως ενδεχόμενο γεγονός, έφεραν τους μετόχους προ τετελεσμένου γεγονότος.

Το case study μας δίνει την δυνατότητα να δούμε τον ρόλο που διαδραματίζουν και τις στρατηγικές, που ακολουθούν τα hedge funds στις διαδικασίες ψήφου και κυρίως στο empty voting.

Μια βασική στρατηγική για το empty voting είναι η κατοχή μετοχών αλλά και η αντιστάθμιση κινδύνου της οικονομικής απόδοσης στις μετοχές. Οι πιο απλές στρατηγικές αντιστάθμισης κινδύνου είναι⁶ :

1. Μια short equity swap θέση
2. Μια θέση short σε ένα single stock future και
3. Μια (short call, long put) θέση.

Ένα παράδειγμα, που έχουμε ξανασυναντήσει και δείχνει τους πιθανούς κινδύνους του empty voting είναι αυτό της Perry. Η Perry Corp, ένα hedge fund, κατείχε 7 εκατομμύρια μετοχές της King Pharmaceuticals. Η Mylan Laboratories συμφώνησε στο τέλος του 2004 να αγοράσει την King σε μια συγχώνευση stock-for-stock. Όταν ανακοινώθηκε η συμφωνία, οι μετοχές της King ανέβηκαν αλλά οι μετοχές της Mylan έπεσαν. Για να βοηθήσει την Mylan να λάβει την έγκριση των μετόχων για τη συγχώνευση, η Perry αγόρασε το 9,9% της αλλά κάλυψε πλήρως τον κίνδυνο στις μετοχές της Mylan, καταλήγοντας με 9,9% ιδιοκτησία ψηφοφορίας αλλά μηδενική οικονομική ιδιοκτησία. Ένα δεύτερο hedge fund, η Citadel, απέκτησε το 4,4% των μετοχών της Mylan και φημολογείται ότι ακολούθησε παρόμοια στρατηγική. Η Perry και η Citadel ήταν πιθανότατα ικανές να αποκτήσουν τις θέσεις τους στην Mylan με μικρό αντίκτυπο στην τιμή μετοχής της Mylan. Ας πούμε ότι αγόρασαν μετοχές και (λίγο ως πολύ ταυτόχρονα) μπήκαν σε θέσεις short equity swaps. Οι dealers των παραγώγων που πήραν την long side των swaps, μάλλον θα αντιστάθμιζαν, για παράδειγμα πουλώντας την Mylan. Ο αντίκτυπος της αγοράς από τις αγορές μετοχών και οι καλύψεις των dealer είχαν την τάση να αντισταθμίζονται. Οι dealers μπορούσαν ακόμα να δανείζονται μετοχές (χωρίς άμεσο αντίκτυπο αγοράς), να τις πουλούν ιδιωτικά στην Perry και στην Citadel (χωρίς αντίκτυπο αγοράς) και ταυτόχρονα να παίρνουν την long θέση ενός equity swap με την Perry (χωρίς άμεσο αντίκτυπο αγοράς). Οι dealer θα κατέληγαν hedged -θα ήταν short σε μετοχές και long σε offsetting swaps.

⁶ Hu Henry T.C and Black Bernard, Hedge Funds, Insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, Journal of Corporate Finance, 2007

Κατά τη διάρκεια τις εξαγοράς της Compaq από την Hewlett Packard, το 2002, κάποιοι κάτοχοι μετοχών της Compaq που θα ωφελούνταν εάν ολοκληρωνόταν η συγχώνευση και λέγεται ότι ενεπλάκησαν σε empty voting των μετοχών της H.P για να υποστηρίξουν την συγχώνευση. Η συγχώνευση ανακοινώθηκε και οδήγησε σε κάθετη πτώση της τιμής της H.P. Το empty voting μπορεί να είχε επηρεάσει αυτό το αποτέλεσμα.

Το empty voting από εξωτερικούς επενδυτές, έχει άμεση σχέση με τις ευρέως χρησιμοποιούμενες τεχνικές με τις οποίες οι insiders (διευθυντές, αξιωματούχοι, κυρίαρχοι μέτοχοι) κρατούν επίσημη ιδιοκτησία μετοχών ενώ μειώνουν τον οικονομικό τους κίνδυνο. Μια στρατηγική είναι να συνδυάζουν την ιδιοκτησία μετοχών με μια θέση short equity swap. Μια άλλη, γνωστή και ως zero-cost collar, εμπεριέχει την αγορά ενός δικαιώματος πώλησης (put option) (για να περιοριστεί η απώλεια) και ταυτόχρονα την πώληση ενός call option (κι έτσι γίνεται μείωση του πιθανού κέρδους). Όλες αυτές οι στρατηγικές μειώνουν την οικονομική ιδιοκτησία, αλλά διατηρούν τα δικαιώματα ψήφου. Οι Bettis, Bizjak και Lemmon (2001) αναφέρουν ότι τα υψηλόβαθμα στελέχη στις δημόσιες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, χρησιμοποιούν, κατά μέσο όρο συμβόλαια τύπου collar για το 36% των συμμετοχών τους και ως εκ τούτου μειώνουν την οικονομική ιδιοκτησία τους κατά 25%.

Μια εναλλασσόμενη στρατηγική empty voting, γνωστή και ως record date capture, σημαίνει το δανεισμό μετοχών στην αγορά ομολογιών. Σε έναν χαρακτηριστικό δανεισμό μετοχών, ο δανειζόμενος παίρνει μετοχές (και τις συνακόλουθες ψήφους). Ο δανειζόμενος συμβάλλεται με τον δανειστή να μεταφέρει στον δανειστή όποια μερίσματα ή άλλες διανομές στις μετοχές κατά τη διάρκεια της περιόδου δανεισμού. Το δάνειο είναι εξαγοράσιμο από τον δανειστή σε οποιαδήποτε στιγμή και εξοφλητέο σε οποιαδήποτε στιγμή από τον δανειζόμενο. Ο δανειστής κρατά την οικονομική ιδιοκτησία, χωρίς το δικαίωμα ψήφου, ενώ ο δανειζόμενος παίρνει τα δικαιώματα ψήφου, χωρίς οικονομική ιδιοκτησία. Το Record date capture ενέχει και το δανεισμό μετοχών σε κοντινό διάστημα, πριν την ημερομηνία καταχώρησης για μια συνάντηση μετόχων (η

ημερομηνία κατά την οποία καθορίζονται οι δικαιούχοι μέτοχοι για να ψηφίσουν) και την επιστροφή τους αμέσως μετά.

Η παραδοσιακή χρήση του stock borrowing είναι η διευκόλυνση του short selling. Ο δανειζόμενος πουλά τις δανεισμένες μετοχές στην αγορά. Ο αγοραστής δέχεται full voting και οικονομική ιδιοκτησία των μετοχών (χωρίς να γνωρίζει ότι τις αγόρασε από έναν short seller). Ο short seller καταλήγει με αρνητική καθαρή οικονομική ιδιοκτησία, χωρίς δικαίωμα ψήφου. Αργότερα, συνήθως, ο short seller αγοράζει μετοχές στην αγορά και τις παραδίδει στον δανειστή. Όμως, εκτός από την short sale, και ο δανεισμός γίνεται ένας εύκολος δρόμος για το empty voting. Στις ΗΠΑ, η Federal Reserve Board Regulation απαγορεύει το δανεισμό μετοχών για λόγους ψηφοφορίας σε πολλές περιπτώσεις (Hu and Black, 2006).

Ένα βασικό θέμα με την αποσύνδεση μετοχών από τις ψήφους πηγάζει από την παρατήρηση ότι για τους εξωτερικούς επενδυτές, οι ψήφοι έχουν περιορισμένη individual value, αλλά μπορούν να έχουν ουσιαστική collective value. Η διαφορά μεταξύ individual και collective αξίας καθιστά δυνατή την παραγωγή μη επιθυμητού αποτελέσματος για τις συναλλαγές αγοράς σε ψήφους.

Τα hedge funds είναι ορισμένες φορές πιθανοί αγοραστές, όχι πωλητές. Όταν ένα hedge fund είναι πιθανός αγοραστής μιας εταιρείας στην οποία έχει κάποιο συμφέρον, είναι σαφές ότι ενδιαφέρεται για διαφορετικά θέματα από τους άλλους μετόχους. Το hedge fund θέλει να πουλήσει στη χαμηλότερη δυνατή τιμή ενώ οι άλλοι μέτοχοι θέλουν να πουλήσουν στην υψηλότερη δυνατή τιμή. Οι δραστηριότητες ενός hedge fund δεν είναι προσανατολισμένες στην εξασφάλιση του ότι η πώληση θα επιτευχτεί στην υψηλότερη τιμή, αλλά στην αύξηση της πιθανότητας να επιτύχει το hedge fund την προσπάθεια εξαγοράς την οποία επιχειρεί.

Πρόκειται για ένα πρόβλημα εταιρικού δικαίου. Ενώ τα συμφέροντα των hedge funds διαφέρουν ξεκάθαρα από τα γενικά συμφέροντα των μετόχων όταν αναζητούν να αγοράσουν τον έλεγχο, αυτή η σύγκρουση είναι φανερή, με το management και τους άλλους μετόχους να το γνωρίζουν και να είναι

επιφυλακτικοί. Επιπλέον, τα hedge funds γενικά δεν έχουν έλεγχο επί του στόχου της εταιρείας που προσπαθούν να αγοράσουν. Συνεπώς, πιστεύουμε ότι δεν είναι αναγκαία κάποια συγκεκριμένη αντίδραση.

Μια λεπτή σύγκρουση μπορεί να προκύψει στις συναλλαγές όταν ένα hedge fund κατέχει τίτλους των οποίων η αξία εξαρτάται από το εάν η συναλλαγή έχει ολοκληρωθεί. Τέτοιες συγκρούσεις εμφανίστηκαν έντονα στην προτεινόμενη εξαγορά της MONY, από την AXA, τον μεγάλο γαλλικό χρηματοπιστωτικό όμιλο, όπου τα hedge funds είχαν σύγκρουση συμφερόντων λόγω του ότι ταυτόχρονα ευνοούσαν αλλά και ταυτόχρονα εξέφραζαν την αντίθεση τους για την συμφωνία. Η Highfields, ένα hedge fund με σχεδόν 5% της MONY, ηγήθηκε της αντίθεσης από τους μετόχους της MONY, βάζοντας ολοσέλιδες διαφημίσεις στην Wall Street Journal και ωθώντας τους μετόχους της MONY να απορρίψουν τη συγχώνευση, πείθοντας Θεσμικές Υπηρεσίες Μετόχων (Institutional Shareholder Services), μια συμβουλευτική εταιρεία, να συστήσει την “μη” ψήφο στην συμφωνία και δημιουργώντας μια ιστοσελίδα για να βοηθήσει τους μετόχους της MONY να ασκήσουν τα δικαιώματα αξιολόγησης που είχαν.

Όμως, η Highfields δεν είχε αγνό ενδιαφέρον. Για να χρηματοδοτήσει την εξαγορά της MONY, η AXA είχε εκδώσει μια αντιστρέψιμη ομολογία, γνωστή ως ORAN, για τους μετόχους της, η οποία θα μεταστρεφόταν σε μετοχές AXA με την ολοκλήρωση της εξαγοράς, αλλά θα εξοφλείτο με την ονομαστική αξία της συν τον τόκο εάν η εξαγορά δεν ολοκληρωνόταν μέχρι τις 21 Δεκεμβρίου 2004. Δεδομένων των σχετικών αξιών, το ORAN θα είχε πολύ μεγαλύτερη αξία εάν η συμφωνία AXA-MONY ολοκληρωνόταν. Η Highfields είχε μια μεγάλη θέση short στο ORAN, θέση η οποία θα αποκτούσε μεγαλύτερη αξία εάν δεν έκλεινε η συγχώνευση. Με τη σειρά τους, άλλα hedge fund που ευνοούσαν τη συγχώνευση, είχαν θέση long στο ORAN και προφανώς αγόρασαν μετοχές MONY με στόχο να ψηφίσουν υπέρ της συγχώνευσης. Τελικά, μετά την αναβολή της συνάντησης (η οποία έδωσε τη δυνατότητα στους μετόχους που είχαν αγοράσει μετοχές με την προηγούμενη ημέρα καταχώρησης να

ψηφίσουν) και μεγάλο δικαστικό αγώνα, η συγχώνευση της MONY έγινε, με το 53,8% μετόχων (outstanding shares) να ψηφίζουν υπέρ.

Σε έναν κόσμο όπου το μεγαλύτερο ποσοστό των κεφαλαίων ανήκουν σε θεσμικούς μετόχους, τέτοιες συγκρούσεις είναι διάχυτες. Αν και διάχυτες ωστόσο, δεν είναι απαραίτητα κακές. Τα Index fund για παράδειγμα, θα κατέχουν μετοχές και στις δύο πλευρές πολλών συγχωνεύσεων μεταξύ δημόσιων εταιρειών. Σε τέτοιες περιπτώσεις, το οικονομικό κέρδος θα είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των portfolio τους και θα πρέπει να εγκρίνουν μια συγχώνευση εάν βελτιώνει την αξία, χωρίς να ενδιαφέρονται για τον βαθμό των ειδικών αμοιβών που πληρώνονται στους μετόχους, ακόμα κι αν οι μέτοχοι των ιδιωτικών εταιρειών, μπορεί να προτιμούν υψηλότερες αμοιβές. Το σημείο στο οποίο διαφέρουν τα hedge fund και, πιθανόν, οξύνουν τις διάχυτες συγκρούσεις, είναι ότι επιλέγουν να επενδύσουν και στις δύο πλευρές μιας συμφωνίας ώστε να επηρεάσουν το αποτέλεσμα, σε αντίθεση με τα index fund τα οποία απλώς βρίσκονται και στις δύο πλευρές.

Το εταιρικό δίκαιο έχει αντιμετωπίσει, και ανεχτεί, συγκρούσεις συμφερόντων κατά την ψηφοφορία από τους μετόχους. Τα hedge fund είναι δυνατόν να έχουν μεγαλύτερες πιθανότητες να έχουν παρόμοιες συγκρούσεις από τους παραδοσιακούς θεσμικούς επενδυτές και μπορεί να επιλέγουν να τις δημιουργούν, αλλά οι συγκρούσεις των hedge fund είναι ισχνές μπροστά στις συγκρούσεις των κυρίαρχων μετόχων, οι ψήφοι των οποίων παίζουν αποφασιστικό ρόλο στο αποτέλεσμα. Και οι κυρίαρχοι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να ψηφίσουν κατά το δικό τους (συγκρουόμενο) συμφέρον, χωρίς να κωλύονται από οποιαδήποτε καθήκοντα θεματοφύλακα προς τους μειονοτικούς μετόχους.

Φαίνεται ότι δεν υπάρχει μεγάλη ανάγκη να επιβληθούν αυστηρότερα καθήκοντα στα hedge fund, ή στις συγκρούσεις ψηφοφορίας γενικότερα. Ακόμα και χωρίς την στρατηγική του empty voting, η επίδραση των συγκρουόμενων ψήφων είναι αυτοπεριοριστική, τα συγκρουόμενα κεφάλαια είναι συχνά και στις δύο πλευρές του αμφισβητήσιμου ζητήματος, και οι ψήφοι τους συνεπώς αλληλοακυρώνονται, κάτι που η αγορά συνήθως το γνωρίζει και μπορεί να

αντιδράσει σε αυτό. Όλοι οι μέτοχοι, συμπεριλαμβανομένων και όλων των θεσμικών επενδυτών, θα βρεθούν μέσα σε παρόμοιες συγκρούσεις με το βάρος να πέφτει στο διοικητικό συμβούλιο, το οποίο έχει καθήκον θεματοφύλακα και καλείται να λάβει μέτρα για να αντισταθμίσει τον οποιονδήποτε κίνδυνο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

Κεφάλαιο Τέταρτο: Συμπεράσματα

4.1 Τελικές Παρατηρήσεις

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να αποβούν επιζήμιες αλλά μπορεί όμως και να έχουν περιορισμένη ή και καμία δυσμενή επίδραση στην παροχή υπηρεσιών από χρηματοοικονομικούς οργανισμούς λόγω των δυνάμεων άμβλυνσης που αναφέραμε στο δεύτερο κεφάλαιο. Ωστόσο, ακόμα και όταν οι συγκρούσεις συμφερόντων επηρεάζουν την παροχή υπηρεσιών, ενδέχεται να μην επηρεάζουν δυσμενώς τους καταναλωτές των υπηρεσιών αυτών. Εάν, για παράδειγμα, οι συστάσεις ενός αναλυτή επηρεάζονται, παρά τα κίνητρα της αγοράς, η προκατάληψη αυτή δεν είναι σίγουρο ότι θα έχει αντίκτυπο στις τιμές των χρεογράφων. Κατά τον ίδιο τρόπο, μπορεί η προκατάληψη και να μην επηρεάσει τις επενδυτικές αποφάσεις των επενδυτών.

Έχουν γίνει αρκετές έρευνες για το εάν οι συγκρούσεις συμφερόντων έχουν ζημιογόνο αντίκτυπο σε δύο επίπεδα: πρώτον, στις ενέργειες των χρηματοοικονομικών οργανισμών, και δεύτερον, στα αποτελέσματα για τους πελάτες των οργανισμών αυτών. Συνολικά, πάντως οι έρευνες για τις συγκρούσεις συμφερόντων στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, χρησιμοποιώντας μεγάλα δείγματα, καταλήγουν σε συμπεράσματα τα οποία είναι πιο αδύναμα και συχνά πιο ήπια από τα συμπεράσματα των δημοσιογράφων και των πολιτικών. Η έκβαση αυτή δεν είναι περίεργη γιατί υπάρχουν σημαντικοί παράγοντες που μετριάζουν τον αντίκτυπο των συγκρούσεων αυτών. Κατ' αρχάς, οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και οι αντιπρόσωποί τους έχουν κίνητρα να περιορίσουν τον αντίκτυπο των συγκρούσεων συμφερόντων. Δεύτερον, οι επενδυτές έχουν κίνητρα να λάβουν υπόψη τους τις συγκρούσεις συμφερόντων στις αποφάσεις τους και να προσαρμόσουν τις συστάσεις των αναλυτών, για οποιαδήποτε συνακόλουθη προκατάληψη. Ωστόσο, η ύπαρξη παραγόντων που μετριάζουν τον αντίκτυπο των συγκρούσεων συμφερόντων δεν θα πρέπει να παρασύρουν σε εφησυχασμό. Έχει μεγάλη σημασία να θυμόμαστε ότι, για να περιορίσουμε τις συγκρούσεις συμφερόντων, η εμπιστοσύνη περισσότερο

στους νόμους και τους κανονισμούς παρά στις δυνάμεις της αγοράς, μπορεί να κάνει τις χρηματοοικονομικές αγορές λιγότερο αποδοτικές ως προς την τιμολόγηση των χρεογράφων και στην κατανομή του κεφαλαίου (allocating capital) και συνεπώς μπορεί να μειώσει την οικονομική ανάπτυξη. Η αντίληψη για τις συγκρούσεις συμφερόντων που αναπτύχθηκε δίνει ένα πλαίσιο για να εκτιμήσουμε εάν οι συγκρούσεις συμφερόντων απαιτούν ενέργειες κρατικής πολιτικής για την εξάρθρωση ή τη μείωσή τους. Ορισμένοι συνδυασμοί δραστηριοτήτων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ενδέχεται, να καταλήξουν σε κίνητρα για την απόκρυψη πληροφοριών από τους φορείς, αλλά μπορεί επίσης να καταλήξουν σε συνέργειες που διευκολύνουν την παραγωγή πληροφοριών. Έτσι, η αποτροπή του συνδυασμού των δραστηριοτήτων για την εξάλειψη των συγκρούσεων συμφερόντων μπορεί στην πραγματικότητα να κάνει λιγότερο αποδοτικές τις χρηματαγορές. Αυτή η λογική δείχνει ότι δύο προτάσεις είναι πολύ σημαντικές για την εκτίμηση του τί είναι δυνατόν να γίνει με τις συγκρούσεις συμφερόντων:

1. Η ύπαρξη μιας σύγκρουσης συμφερόντων δεν είναι απαραίτητο να έχει σοβαρές ζημιολόγες συνέπειες. Αν και μπορεί μια σύγκρουση συμφερόντων να είναι υπαρκτή, τα κίνητρα για την εκμετάλλευσή της ενδέχεται να μην είναι πολύ ισχυρά. Η εκμετάλλευση μιας σύγκρουσης συμφερόντων που είναι ορατή στην αγορά συνήθως αμαυρώνει τη φήμη της χρηματοοικονομικής εταιρείας στην οποία συμβαίνει. Με δεδομένη τη σπουδαιότητα της διατήρησης και της ενίσχυσης της φήμης της, η εκμετάλλευση της σύγκρουσης συμφερόντων θα μείωνε την μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας επειδή η εταιρεία θα είχε μεγαλύτερη δυσκολία στην πώληση των υπηρεσιών της. Συνεπώς, οι εταιρείες προσπαθούν να δομήσουν τα συστήματα μισθών και ανταμοιβών τους με τέτοιο τρόπο ώστε να περιλαμβάνουν κίνητρα για την αποφυγή εκμετάλλευσης των συγκρούσεων συμφερόντων. Άρα, η χρηματαγορά, μπορεί να έχει τη δυνατότητα να ελέγξει τις συγκρούσεις συμφερόντων επειδή μια υψηλή αξία τοποθετήθηκε στη φήμη της χρηματοοικονομικής εταιρείας. Όταν αξιολογούμε την ανάγκη διόρθωσης, αυτή η πρόταση εμφανίζει το ζήτημα του εάν η αγορά

έχει επαρκείς πληροφορίες και κίνητρα για να ελέγχει τις συγκρούσεις συμφερόντων.

2. Ακόμα και αν τα κίνητρα για την εκμετάλλευση των συγκρούσεων συμφερόντων παραμένουν ισχυρά, η εξάλειψη των οικονομιών φάσματος που δημιουργεί τις συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να είναι επιβλαβής γιατί θα μειώσει τη ροή των αξιόπιστων πληροφοριών. Έτσι, στην αξιολόγηση των πιθανών διορθωτικών κινήσεων, πρέπει να εξετάσουμε μήπως η επιβολή ρυθμιστικών κανόνων κάνει περισσότερο κακό από ότι καλό με τον περιορισμό της ροής αξιόπιστων πληροφοριών στις χρηματαγορές.

Εν κατακλείδι, οι συγκρούσεις συμφερόντων δεν είναι νεοφανές φαινόμενο ούτε και κάτι το οποίο είναι δυνατόν να αποφύγουμε. Το ζήτημα είναι πώς τις διαχειριζόμαστε. Ως κοινωνία, βασιζόμαστε σε ένα ανεπτυγμένο δίκτυο μηχανισμών ελέγχου, και έχουμε την εμπειρία στο πόσο σημαντικό είναι να βελτιώνουμε και να προωθούμε τους μηχανισμούς αυτούς, καθώς οι σχέσεις και η τεχνολογία αλλάζουν. Θα πρέπει ακόμα να συνηθίσουμε στην πραγματικότητα που καταδεικνύει ότι αυτοί οι μηχανισμοί ελέγχου συνεπάγονται το πλήγμα διάφορων ισορροπιών κάτι που σημαίνει συνεπώς ότι δεν θα είναι ποτέ πλήρως αποδοτικοί.

Βιβλιογραφία

Τραυλός Νικόλαος Γ. (2001), Η Ανάπτυξη των Συστημάτων Εταιρικής Διακυβέρνησης στις Κεφαλαιαγορές, Τάσεις: Η Ελληνική Οικονομία, σελ. 170 - 183

Abowd John M. and Kaplan David S. (1999), Executive Compensation: Six Questions That Need Answering, *Journal of Economic Perspectives*, vol 13, No 4, pp.145-168.

André J. Thomas, Jr (1990), A Preliminary Inquiry into the Utility of Vote Buying in the Market of Corporate Control, *Southern California Law Review*, vol 63, pp 533 - 636

Bebchuk LA and Fried JM (2003), Executive Compensation as an Agency Problem, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, pp. 71-92

Clark Charles Robert (1979), Vote Buying and Corporate Law, *Case Western Reserve Law Review*, vol 29, pp.776 - 809

Damodaran Aswath (2006), *Applied Corporate Finance, a User's Manual*, John Wiley & Sons Inc, 2nd edition

Demski Joel S. (2003), Corporate Conflict of Interests, *The Journal of Economic Perspectives*, vol 17, No.2, pp. 51-72

Hu Henry T.C and Black Bernard (2006), The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (morphable) Ownership, *Southern California Law Review*, vol 79, pp 811-908

Hu Henry T.C and Black Bernard (2007), Hedge Funds, Insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership, *Journal of Corporate Finance*, vol 13, pp. 343-367

Kahan Marcel and Rock Edward B. (2006), Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, University of Pennsylvania Law School, Institute for Law and Economics, Research Paper No. 06 -16,.

Manne Henry G. (1964), Some Theoretical Aspects of Share Voting, *Columbia Law Review*, vol 64, pp. 1427 -1447

Mehran Hamid and Stulz René M. (2007), The Economics of Conflicts of Interests in Financial Institutions, *Journal of Financial Economics*, vol 85, pp. 267 - 296

Mishkin Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Business School Edition, 2nd edition

Ungson Gerardo R. and Steers Richard M. (1984), Motivation and Politics in Executive Compensation, *The Academy of Management Review*, vol 9, No 2, pp. 313-323