



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ
ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ»**

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΧΑΡΑΛΑΜΠΟΠΟΥΛΟΥ ΦΩΤΕΙΝΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: κ. ΑΠΕΡΓΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

κ. ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

κ. ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η συγκεκριμένη διπλωματική εργασία έχει ως αντικειμενικό σκοπό να αναλύσει και να συγκρίνει το θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο περί των κανόνων και αρχών για χρηστή εταιρική διακυβέρνηση σε διεθνές επίπεδο, τους λόγους που οδήγησαν στην καθιέρωσή του και τους μηχανισμούς που αναπτύχθηκαν και εφαρμόζονται στα πλαίσιά του.

Επίσης, μέσα από ουσιαστική επεξεργασία ερευνών και μελετών αποτυπώνει τη σχέση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης με την απόδοση των επιχειρήσεων καθώς και την εφαρμογή τους στις ελληνικές επιχειρήσεις.

Παράλληλα, αποσκοπεί στην προσέγγιση των εξαγορών ως τον εξωτερικό μηχανισμό της εταιρικής διακυβέρνησης ο οποίος επιβάλλει την πειθαρχία στην αγορά όταν υπάρχει αναποτελεσματική διοίκηση.

Η σύνδεση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και των εξαγορών πραγματοποιείται από επισκόπηση πρόσφατων μελετών με βάση τα κριτήρια της απόδοσης, της διάθεσης προσφοράς και της πιθανότητας επιτυχίας των εξαγορών. Η διατύπωση γενικών συμπερασμάτων και η αποτύπωση προτάσεων για μελλοντική έρευνα μεσούσης της οικονομικής κρίσης ολοκληρώνουν την εργασία.

Λέξεις κλειδιά: Μηχανισμοί Εταιρικής Διακυβέρνησης, Διοικητικό Συμβούλιο, ιδιοκτησιακό καθεστώς, μέτοχοι (shareholders), λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders), θεσμικό πλαίσιο, εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης, εξαγορές, αμυντικά μέτρα.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
1.1. Διάρθρωση εργασίας	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	9
2.1. Ιστορική αναδρομή.....	9
2.2. Έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης	10
2.3. Σκάνδαλα που δρομολόγησαν τη δημιουργία ρυθμιστικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση και νέα δεδομένα	11
2.4. Σύγχρονο νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο - Ερμηνεία	15
2.4.1. Cadbury Report.....	15
2.4.2. Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης ΟΟΣΑ.....	19
2.4.3. Sarbanes – Oxley Act.....	23
2.4.4. Το νομοθετικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Ν. 3016/2002.....	25
2.5. Εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα	30
2.6. Σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης των επιχειρήσεων	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΞΑΓΟΡΕΣ.....	36
3.1. Βασικές έννοιες	36
3.2. Ιστορική αναδρομή.....	37
3.3. Κατηγορίες	39
3.4. Κίνητρα	39
3.5. Λόγοι για τους οποίους οι εξαγορές λειτουργούν συμπληρωματικά στους εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης	41

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

3.6. Αμυντικά μέτρα.....	41
3.6.1. Επιπτώσεις αμυντικών μέτρων.....	44
3.7. Ν. 3461/2006 – Δημόσιες Προτάσεις εξαγοράς.....	44
3.8. Γενική αποτίμηση εξαγορών	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	49
4.1. Απόδοση.....	49
4.2. Διάθεση προσφοράς	60
4.3. Πιθανότητα επιτυχίας	65
ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗΣ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	82
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ	88
5.1. Συμπεράσματα.....	88
5.1.1. Απόδοση.....	88
5.1.2. Διάθεση προσφοράς	90
5.1.3. Πιθανότητα επιτυχίας.....	90
5.2. Μελλοντική έρευνα	92
ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ.....	93
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	94

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η καθιέρωση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης με σκοπό τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης και προστασίας μεταξύ των ομάδων που συμμετέχουν σε μία επιχείρηση, έχει απασχολήσει το σύνολο των επιχειρήσεων και της ακαδημαϊκής κοινότητας διεθνώς. Τα συχνά αντιτιθέμενα συμφέροντα και οι επιδιώξεις των μέτοχων-επενδυτών, του Διοικητικού Συμβουλίου, των πιστωτών και των φορέων νόμιμων συμφερόντων (μικρομέτοχοι, κυβέρνηση, εργαζόμενοι, πελάτες, προμηθευτές) επιβάλλουν την αναγκαιότητα ύπαρξης θεσμικών, οργανωτικών και ελεγκτικών μηχανισμών για την εναρμόνισή τους με σκοπό την προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος.

Οι αλλαγές που συντελέστηκαν στο επιχειρηματικό και επενδυτικό περιβάλλον τις τελευταίες δεκαετίες προέβαλαν ως επιτακτικότερη την ανάγκη θέσπισης και εφαρμογής κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Τα οικονομικά σκάνδαλα των εταιρειών Enron, WorldCom, Parmalat, Polly Peck κ.α., τα οποία οφείλονταν κυρίως σε ατασθαλίες ανώτερων στελεχών, ασύμμετρη πληροφόρηση και έλλειψη εποπτείας και διαφάνειας, κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις επιχειρήσεις και ενίσχυσαν την αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές. Ταυτόχρονα αποτέλεσαν την αφορμή για τη θέσπιση της πλειοψηφίας των κανόνων και των αρχών για καλή εταιρική διακυβέρνηση. Χωρίς να εκλείπουν σκάνδαλα και πτωχεύσεις εταιρειών στο μεσοδιάστημα οφειλόμενα σε ελλιπή εφαρμογή των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης, ξεπρόβαλε η κατάρρευση της Lehman Brothers η οποία κλόνισε το παγκόσμιο

χρηματοπιστωτικό σύστημα και αποτέλεσε την απαρχή της τρέχουσας οικονομικής κρίσης. Η χαλαρή εποπτεία, η περιορισμένη διαφάνεια, η ελάχιστη κρατική παρέμβαση, οι αστρονομικά υψηλές αμοιβές στελεχών και η ανάληψη υπερβολικών κινδύνων βρίσκονται ανάμεσα στην πληθώρα των αιτιών της και μπορούν να ερμηνευτούν ως ουσιαστική απαξίωση των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Το ερώτημα που πλέον πλανάται στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι είναι αν μπορεί να υπάρξει διεθνής συντονισμός, αποτελεσματική διαχείριση κινδύνων, εποπτεία των τραπεζών και μια λελογισμένη δόση κρατικής παρέμβασης, στα πλαίσια μιας νέας αρχιτεκτονικής της εταιρικής διακυβέρνησης.

Από την άλλη μεριά, μία διαδεδομένη και ανεπτυγμένη επιχειρηματική πρακτική παρέμβασης στην εταιρική διακυβέρνηση έως τώρα αποτελούν οι δημόσιες προτάσεις εξαγοράς. Η απειλή μίας επιθετικής εξαγοράς δεν αφήνει περιθώρια στη διοίκηση για αναποτελεσματική διαχείριση των εταιρικών πόρων και παράλληλα επιβάλλει τη συνεχή προσπάθεια των διοικούντων για υψηλές αποδόσεις καθώς οι μέτοχοι αποφασίζουν αν μέσω μιας εξαγοράς εξυπηρετούνται τα συμφέροντά τους και μεγιστοποιείται ο πλούτος τους. Το νομοθετικό πλαίσιο που έχει θεσπιστεί διεθνώς ορίζει τις διαδικασίες επί των εξαγορών εξασφαλίζοντας συνθήκες διαφάνειας και ορθής λήψης αποφάσεων, ισότιμης διαχείρισης των μετόχων και ενημέρωσης των εργαζομένων.

1.1. Διάρθρωση της εργασίας

Η εργασία έχει δομηθεί με την εξής μορφή:

Το κεφάλαιο 2 αφορά στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Παρουσιάζεται μία αναδρομή σχετική με την παρουσία της εταιρικής διακυβέρνησης στην ιστορία της οικονομικής ζωής και δίνεται ο ορισμός της σύμφωνα με διάφορους οργανισμούς. Επίσης γίνεται αναφορά στα σκάνδαλα που δρομολόγησαν τη θέσπιση των αρχών της καθώς και ευρεία παρουσίαση και σύγκριση των θεσμικών και νομοθετικών πλαισίων τα οποία αναπτύχθηκαν στο Ηνωμένο Βασίλειο (Cadbury Report-1992), στην Ευρώπη (OECD Principles-1999), στην Αμερική (Sarbanes-Oxley Act-2002) και στην Ελλάδα (Ν. 3016/2002). Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την παράθεση ερευνών σχετικά με την εφαρμογή των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα και τη συσχέτιση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης με την απόδοση των επιχειρήσεων.

Στο κεφάλαιο 3 αναπτύσσονται οι εξαγορές μέσα από το πρίσμα της παρεμβατικής τους ιδιότητας στην εταιρική διακυβέρνηση. Παρατίθενται ο ορισμός, οι κατηγορίες και τα κίνητρά τους. Στη συνέχεια περιγράφονται οι λόγοι για τους οποίους οι εξαγορές λειτουργούν συμπληρωματικά στους εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης και τα βασικότερα αμυντικά μέτρα που μπορούν να τις εμποδίσουν παράλληλα με τις επιπτώσεις αυτών. Τέλος, παρουσιάζεται και αναλύεται ο ελληνικός Νόμος 3416/2006 περί των εξαγορών και η γενική αποτίμησή τους.

Το κεφάλαιο 4 είναι αφιερωμένο στην επισκόπηση μελετών. Παρατίθενται μελέτες με χρονολογική σειρά η πλειονότητα των οποίων έχει δημοσιευθεί το 2009. Το κυρίαρχο θέμα αυτών είναι η συσχέτιση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης με τις εξαγορές με βάση τρία κεντρικά κριτήρια: απόδοση, διάθεση προσφοράς και πιθανότητα επιτυχίας. Τέλος, η σύνοψη των μελετών περιλαμβάνεται σε πίνακα.

Το κεφάλαιο 5 εμπεριέχει τα συμπεράσματα της επισκόπησης των μελετών και δίνει έναυσμα για περαιτέρω έρευνα εν μέσω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

2.1. Ιστορική αναδρομή

Η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης εμφανίζεται στον επιχειρηματικό κόσμο στις αρχές του 17^{ου} αιώνα ως η μελέτη των τρόπων με τους οποίους οι επενδυτές μιας επιχείρησης εξασφαλίζουν απόδοση στην επένδυσή τους. Με την άφιξη νέων μελετών και την έλευση ιστορικών γεγονότων παγκοσμίως ο όρος απέκτησε περισσότερο πολιτική διάσταση χάνοντας σταδιακά έδαφος η οικονομική θεωρία.

Η ιστορία της Αγγλοσαξονικής εταιρικής διακυβέρνησης κατά τον 18^ο και 19^ο αιώνα προτείνει τους εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης ως αποτελεσματικότερους από οποιοδήποτε εξωτερικό κυβερνητικό κανονισμό για την μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και τη βελτίωση της εταιρικής κουλτούρας. Η επιρροή του John Locke συνεχίζει να είναι ισχυρή στα τέλη της δεκαετίας του 19^{ου} αιώνα αμφισβητώντας τον ρόλο του ελέγχου της κυβέρνησης. Παρόμοια αμφισβήτηση του κράτους διατυπώνεται και από επιχειρηματίες και επενδυτές εκείνης της εποχής οι οποίοι θεωρούν ότι ο νόμος της αγοράς πρέπει να λειτουργήσει αυτόνομα και χωρίς περιορισμούς καθώς η κυβερνητική νομοθεσία είναι πολύ αργά αναπροσαρμόσιμη σε σχέση με την ταχεία ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Οι ίδιοι τονίζουν ότι η συνδρομή του κράτους πρέπει να έγκειται στην εξάλειψη της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων.

Κατά τον 19^ο αιώνα δεν είναι ασυνήθιστη η συνεχής πληροφόρηση των μετόχων – επενδυτών ακόμα και της μειοψηφίας σχετικά με την πορεία της επιχείρησης και η ενθάρρυνση της ενεργής συμμετοχής τους στον έλεγχο της διοίκησης. Το 1840, για παράδειγμα, οι μέτοχοι της Gas-Light and Water Company σχηματίζουν επιτροπή για να καθορίσουν το κόστος και την αξία ενός προτεινόμενου από τη διοίκηση σχεδίου. Συνεπώς, η απλή απειλή της έρευνας των μετόχων είναι αρκετή για να θέσει τα όρια στη διοίκηση και ταυτόχρονα να ενισχύσει την αμφίδρομη πληροφόρηση μεταξύ της διοίκησης και των επενδυτών.

Παράλληλα εφαρμόζονται πρακτικές σχετικά με τις αμοιβές των διοικούντων και τη συμμετοχή τους στον πλούτο της εταιρείας, την προστασία της μειοψηφίας και τα δικαιώματα ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο. Και πράγματι οι εταιρείες μέσα από τέτοιους μηχανισμούς καταλήγουν σε καλύτερα αποτελέσματα με όρους εταιρικής διακυβέρνησης, αποφεύγοντας περιπτώσεις αντιδράσεων, απάτης και εχθρικών εξαγορών.

2.2. Έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης

Μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης νοούνται τα συστήματα εκείνα τα οποία έχουν ως βασικό στόχο τη διασφάλιση διαφανούς, χρηστής και αποτελεσματικής διοίκησης που μεγιστοποιεί την οικονομική αξία της επιχείρησης, προστατεύοντας ταυτοχρόνως τα συμφέροντα όλων των μετόχων και πιστωτών.

Εδώ και περίπου μία εικοσαετία, η συμμόρφωση με τις επιταγές της εταιρικής διακυβέρνησης έχει αναδειχθεί ως κυρίαρχο θέμα ευθύνης όλων των φορέων

της αγοράς και έχει δρομολογήσει την προσπάθεια εκσυγχρονισμού των συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο. Η διαφορετικότητα των προκλήσεων που αντιμετωπίζει κάθε αγορά αναδεικνύει την διαφορετικότητα ανάπτυξης και αναμόρφωσης των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Στην Ηπειρωτική Ευρώπη, για παράδειγμα, το επίμαχο πρόβλημα διακυβέρνησης αφορά στον έλεγχο των συμμαχιών μεταξύ των μετόχων οι οποίες πολλές φορές είναι επιζήμιες για τους μικρομετόχους. Στις αναπτυσσόμενες αγορές, εκτός του προαναφερόμενου εταιρικού κινδύνου, οι επενδυτές καλούνται να αντιμετωπίσουν και τις αδυναμίες διακυβέρνησης με κρατικούς όρους.

2.3. Σκάνδαλα που δρομολόγησαν τη δημιουργία ρυθμιστικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση και νέα δεδομένα

Το πλέον ξακουστό οικονομικό σκάνδαλο το οποίο αναδείχθηκε το 2001 είναι αυτό του ενεργειακού ομίλου **Enron**. Έπειτα από μια σειρά αποκαλύψεων που αφορούσαν αμφιλεγόμενες λογιστικές πρακτικές που διενεργήθηκαν κατά τη δεκαετία του 1990, η Enron βρέθηκε στο χείλος της χρεοκοπίας το Νοέμβριο του 2001. Μια απόπειρα διάσωσης λευκού ιππότη από μία παρόμοια αλλά μικρότερη ενεργειακή εταιρία, την Dynegy δεν κατέστη βιώσιμη. Η Enron κήρυξε πτώχευση στις 2 Δεκεμβρίου του 2001.

Καθώς το σκάνδαλο αποκαλυπτόταν, οι μετοχές της Enron σημείωσαν κατακόρυφη πτώση από τα \$ 90 ανά μετοχή σε λιγότερο από \$ 50 ανά μετοχή. Κι ενώ η εταιρία συγκαταλεγόταν μεταξύ αυτών με υψηλή κεφαλαιοποίηση, αυτή η απρόσμενη εξέλιξη είχε μεγάλο αντίκτυπο στην αγορά. Η βουτιά της Enron

σημειώθηκε μετά την αποκάλυψη ότι πολλά από τα κέρδη/έσοδα ήταν αποτέλεσμα συμφωνιών με οντότητες ειδικού σκοπού και εταιρίες περιορισμένης ευθύνης που ήλεγχε. Απόρροια των ανωτέρω ήταν χρέη και ζημιές της εταιρίας να μην εμφανιστούν στις οικονομικές της καταστάσεις.

Επιπροσθέτως, το σκάνδαλο προκάλεσε τη διάλυση της Arthur Andersen, η οποία αποτελούσε μέχρι εκείνη την περίοδο μία εκ των πέντε κορυφαίων ελεγκτικών εταιριών. Ιδιαίτερα ζημιωμένα βγήκαν τα μέλη ποικίλων ομάδων ενδιαφερομένων, όπως μέτοχοι, κράτος, πιστωτές και εργαζόμενοι.

Την ίδια χρονιά και ενώ η παγκόσμια αγορά κινείται ακόμη στον αντίκτυπο του σκανδάλου της Enron, έκανε την εμφάνισή του το σκάνδαλο της εταιρείας τηλεπικοινωνιών **WorldCom** στις Ηνωμένες Πολιτείες. Σε έλεγχο που πραγματοποίησε η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας διαπίστωσε παραποίηση στοιχείων. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία λογιστικοποιούσε τις λειτουργικές της δαπάνες ως επενδύσεις διογκώνοντας τα κέρδη της. Η πλασματική αυτή αύξηση των κερδών (κατά \$ 3,2 δις από τον Ιανουάριο του 2001 έως Μάρτιο του 2003) έδινε ώθηση στην τιμή της μετοχής της εταιρείας.

Το σκάνδαλο της εταιρείας **Parmalat** γνωστή και ως η Enron της Ευρώπης ξέσπασε στις 11 Νοεμβρίου 2003, όταν οι ορκωτοί λογιστές αμφισβήτησαν μια επένδυση € 500 εκ. στην εταιρεία Epicurum, με έδρα τις νήσους Καϊμάν. Αμέσως, η εταιρεία αξιολόγησης Standard & Poor's υποβίβασε τη βαθμολογία των μετοχών της εταιρείας με συνέπεια την πτώση της τιμής τους. Η διοίκηση της Parmalat, με σκοπό να καθυσχύσει τους πιστωτές και τους μετόχους της

αποκάλυψε την ύπαρξη ενός αποθέματος € 3,95 δις, κατατεθειμένου σε ένα υποκατάστημα της Bank of America στις νήσους Καϊμάν. Τελικά αποδείχτηκε ότι όχι μόνο δεν υπήρχε το υποτιθέμενο απόθεμα αλλά αποκαλύφθηκε η ύπαρξη χρέους στην εταιρεία ύψους € 11 δις. Όπως και στα σκάνδαλα των εταιρειών Enron, Worldcom, κ.ά. το χρέος ήταν κρυμμένο επιμελώς, εδώ και χρόνια, πίσω από ένα σύστημα που χρησιμοποιούσε δημιουργικές λογιστικές πρακτικές, ψευδείς οικονομικές καταστάσεις, παραποιημένα έγγραφα, εικονικά κέρδη και σύνθετες πυραμίδες εταιρειών off-shore, οι οποίες συμπλήρωναν η μία την άλλη κατά τέτοιο τρόπο ώστε να είναι αδύνατη η ανίχνευση της προέλευσης και του προορισμού των χρημάτων καθώς και η ανάλυση των λογαριασμών.

Εκτός από τα ανωτέρω και πιο γνωστά σκάνδαλα που έπληξαν τις αγορές, εξίσου σημαντικό πεδίο αναφοράς στην εταιρική διακυβέρνηση έχουν και τα σκάνδαλα της Maxwell (1991), της Τράπεζας Barings (1995), της Morgan Grenfell (1996).

Οι πρακτικές που ακολούθησε η Enron και η Worldcom καθώς και πολλές από τις προαναφερόμενες εξαπατώντας το επενδυτικό κοινό αγγίζουν σε μεγάλο βαθμό θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Η εσωτερική ασύμμετρη πληροφόρηση, ο μη αποτελεσματικός έλεγχος της διοίκησης, η αδιαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, στις ενδοεταιρικές συναλλαγές καθώς και στη σύνταξη και δημοσίευση των λογιστικών καταστάσεων αποτέλεσαν το αντικείμενο ρύθμισης των επικείμενων κανονιστικών και νομοθετικών πλαισίων τόσο στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και παγκοσμίως.

Πιο πρόσφατα χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν αυτό της Xerox και των τραπεζών Merrill Lynch και **Societe Generale** (2008). Η δεύτερη μεγαλύτερη και μία από τις παλαιότερες τράπεζες της Γαλλίας δέχτηκε βαρύ πλήγμα ύψους € 5 δις από τον «μοναχικό ταραχοποιοό διαπραγματευτή» όπως χαρακτηρίστηκε από την εφημερίδα Financial Times ο χρηματιστής Jerome Kerviel, ο οποίος πραγματοποιούσε συναλλαγές κυρίως στην αγορά παραγώγων και ταυτόχρονα μπορούσε να τις καλύπτει με εξελιγμένες και διαφοροποιημένες τεχνικές και γνώσεις τις οποίες είχε αποκτήσει λόγω της προηγούμενης θέσης που κατείχε. Ως αποτέλεσμα η τράπεζα αναγκάστηκε να ζητήσει κεφαλαιακή ενίσχυση ύψους € 5,5 δις εξαιτίας και του γεγονότος ότι είχε προβεί σε διαγραφή αξιών ύψους € 2 δις λόγω της έκθεσής του σε δάνεια υψηλού ρίσκου ενώ ο χρηματιστής απολύθηκε μαζί με τους διευθυντές του αφού ομολόγησε την απάτη του.

Τέλος, η κατάρρευση μιας από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες παγκοσμίως, της **Lehman Brothers Holdings** (2008) προκάλεσε «σεισμό» στα θεμέλια του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος ενισχύοντας τον πανικό και μεγεθύνοντας την αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές. Οι βασικές καταγεγραμμένες αιτίες είναι: α) η διάθεση ανάληψης υπερβολικών κινδύνων από τα ανώτατα στελέχη λόγω της άμεσης σύνδεσης των αμοιβών τους με υψηλές αποδόσεις β) η ανεπαρκής επίδοση των επιτροπών ελέγχου, αμοιβών και διορισμών των ανώτατων στελεχών γ) η αποτυχία των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου να εξασφαλίσουν την επιθυμητή ισορροπία ανάμεσα στα προσόντα, την εμπειρία και την ανεξαρτησία τους και δ) η παθητική συμμετοχή των μετόχων στον έλεγχο του Διοικητικού Συμβουλίου. Εν

κατακλείδι, το αποτέλεσμα της τύχης του χρηματοοικονομικού κολοσσού δίδαξε ότι η χρηστή εταιρική διακυβέρνηση δεν έχει άμεση αντανάκλαση μόνο στον πλούτο των μετόχων αλλά καθορίζει σε σημαντικό βαθμό τη φήμη μίας χώρας και τη λειτουργία της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας (χρηματοοικονομική μόλυνση).

2.4. Σύγχρονο νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο – Ερμηνεία

Τα συστήματα της εταιρικής διακυβέρνησης αποτέλεσαν αντικείμενο πολλών μελετών και αρθρογραφιών κατά τις δεκαετίες του 1980-1990. Οι μελέτες των Fama (1980) και Fama and Jensen (1983) για τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και τη μελέτη της επιχείρησης ήταν η απαρχή για την μελέτη και ανάπτυξη της εταιρικής διακυβέρνησης.

2.4.1. Cadbury Report

Εξέχουσα θέση στη ρύθμιση πλαισίου στις αγγλοσαξονικές χώρες για την εταιρική διακυβέρνηση κατέχει το Cadbury Report (1992), αποτέλεσμα επιτροπής η οποία συστήθηκε το Μάιο του 1991 από το Financing Reporting Council και το London Stock Exchange με πρόεδρο τον Sir Adrian Cadbury. Αφορμή της δημιουργίας της στάθηκαν τα σκάνδαλα που ξέσπασαν το 1991 στις εταιρίες MGN, Poly Peck, και BCCI. Σκοπός της ήταν να αναλύσει το πλαίσιο κυρίως από την χρηματοοικονομική του οπτική και να κάνει συγκεκριμένες προτάσεις για καλή εταιρική διακυβέρνηση.

Πιο συγκεκριμένα, η επιτροπή ορίζει την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης ως το σύστημα με το οποίο οι εταιρείες διευθύνονται και ελέγχονται. Το Διοικητικό

Συμβούλιο είναι υπεύθυνο για τη διακυβέρνηση της εταιρείας, για την θέσπιση και την υλοποίηση των στρατηγικών της στόχων, για την εποπτεία των διευθυντικών στελεχών και για την αναφορά στους μετόχους σχετικά με την πορεία της εταιρείας. Αντίστοιχα, ο ρόλος των μετόχων (shareholders) έγκειται στον ορισμό των διευθυντών (managers) και των ελεγκτών (auditors) ώστε να εξασφαλίσουν το κατάλληλο σύστημα διακυβέρνησης της εταιρείας. Οι πράξεις του Διοικητικού Συμβουλίου υπόκεινται σε νόμους και κανονισμούς και των μετόχων στη Γενική Συνέλευση.

Η επιτροπή θέσπισε τον κώδικα της βέλτιστης πρακτικής (The Code of Best Practice) προκειμένου να συμπεριλάβει στο πρώτο του μέρος τις προτάσεις της σχετικά με τη δομή και τις αρμοδιότητες του Διοικητικού Συμβουλίου και στο δεύτερο την διασφάλιση των δικαιωμάτων των θεσμικών επενδυτών. Αναλυτικότερα οι αρχές του ορίζουν ότι:

1. Το *Διοικητικό Συμβούλιο* κάθε εταιρείας πρέπει να συνέρχεται συχνά και να ασκεί πλήρη και αποτελεσματικό έλεγχο της εταιρείας και των διευθυντικών στελεχών της. Επίσης, πρέπει να υπάρχει ένας καθαρά αποδεκτός διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων της ανώτατης διοίκησης η οποία θα διασφαλίζει ισορροπία μεταξύ της δύναμης και της δικαιοδοσίας της. Εξίσου σημαντική αρχή είναι η ύπαρξη μη εκτελεστικών μελών, αναγνωρισμένης αξίας, ώστε να έχουν σημαντικό βάρος στις αποφάσεις του Συμβουλίου. Όλοι οι διευθυντές πρέπει να έχουν πρόσβαση στις συμβουλές και στις υπηρεσίες του γραμματέα της εταιρείας (company secretary), ο οποίος είναι υπεύθυνος απέναντι στο Συμβούλιο για την παρακολούθηση των

διαδικασιών και τη συμμόρφωση αυτών με τους κανόνες και τους κανονισμούς.

2. Όσον αφορά τα *μη εκτελεστικά μέλη*, ο κώδικας αναφέρει ότι πρέπει να διακατέχονται από ανεξάρτητη κρίση στις αποφάσεις τους για θέματα στρατηγικής, απόδοσης και κανόνων πειθαρχίας. Η πλειοψηφία τους πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τη διοίκηση και απαλλαγμένη από επιχειρηματικές δραστηριότητες ή άλλου τύπου σχέσεις που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την αντικειμενική τους κρίση. Αντίστοιχα, πρέπει να τοποθετούνται για συγκεκριμένους σκοπούς στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, η επανατοποθέτησή τους δεν πρέπει να γίνεται αυτόματα και οι αμοιβές τους πρέπει να αντικατοπτρίζουν το χρόνο για τον οποίο δεσμεύονται με την εταιρεία.
3. Αναφορικά με τα *εκτελεστικά μέλη*, ο κώδικας ορίζει ότι τα συμβόλαιά τους δε θα πρέπει να ξεπερνούν τα 3 έτη χωρίς τη συναίνεση των μετόχων. Οι αμοιβές του Προέδρου καθώς και των πιο υψηλόμισθων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει να είναι γνωστές και να καθορίζονται από προτάσεις μιας επιτροπής που θα αποτελείται από μη εκτελεστικά μέλη. Σημαντική παράμετρος ως προς το μέγεθος των αμοιβών των διευθυντών είναι ο διαχωρισμός του μηνιαίου μισθού με τα bonus που προκύπτουν από την απόδοσή τους.
4. Τέλος, ο κώδικας αναφέρει τα σημεία *αναφοράς και ελέγχου* υπογραμμίζοντας το καθήκον του Διοικητικού Συμβουλίου να παρουσιάζει μία ισορροπημένη και κατανοητή εικόνα της εταιρείας. Συνάμα, το

Διοικητικό Συμβούλιο οφείλει να εγκαθιδρύσει μία *επιτροπή ελέγχου* (audit committee) που θα αποτελείται από 3 μη εκτελεστικά μέλη τα οποία θα έχουν σαφή πεδία ελέγχου στα καθήκοντα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, θα ορίζουν τον εξωτερικό ελεγκτή με τον οποίο θα διασφαλίζουν μία απρόσκοπτη συνεργασία και θα ελέγχουν τις εξαμηνιαίες και ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πριν την υποβολή τους στο Διοικητικό Συμβούλιο.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σε κανένα σημείο του Κώδικα δεν αναφέρεται ο ρόλος, η θέση και η διασφάλιση των δικαιωμάτων των εργαζομένων στην επιχείρηση, παράμετροι οι οποίες φαίνονται να λαμβάνονται για πρώτη φορά υπόψη, έστω και επιδερμικά, στο νέο νόμο περί εταιριών Companies Act 2006, όπου μεταξύ των καθηκόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας για την προαγωγή του εταιρικού σκοπού συμπεριλαμβάνεται η υπεύθυνη επαγγελματική συμπεριφορά αναφορικά με την προαγωγή των συμφερόντων των εργαζομένων στην εταιρεία καθώς και των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών (πιστωτές, πελάτες).

Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η συμμόρφωση των υποκείμενων στις διατάξεις του Κώδικα είναι εθελούσια χωρίς να προβλέπονται κυρώσεις σε περίπτωση μη συμμορφώσεως προς αυτές. Βέβαια το γεγονός ότι οι αρχές οικονομικών υπηρεσιών, όπως η αρχή ελέγχου εισηγμένων εταιριών του Ηνωμένου Βασιλείου υποχρεούνται εκ του νόμου να ελέγξουν ξεχωριστά κατά πόσο οι εταιρείες τηρούν τις προδιαγραφές του Κώδικα πριν τις εγγράψουν στη λίστα τους, οδηγεί εκ των πραγμάτων στην υποχρεωτική εφαρμογή του.

Εκτιμώντας την συνεισφορά του Cadbury Report, είναι βέβαιο ότι διαδραμάτισε σπουδαίο ρόλο στην ενδυνάμωση και την ομοιογένεια της εταιρικής διακυβέρνησης μεταξύ των επιχειρήσεων χωρίς να θίγει την επιχειρησιακή πρωτοβουλία. Κανένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης δε μπορεί να πατάξει πλήρως την απάτη και την ανικανότητα. Άλλωστε, το θέμα είναι, κατά πόσο τέτοια επιζήμια θέματα για την εταιρεία, μπορούν να προβλεφθούν, να αποδυναμωθούν και πόσο γρήγορα μπορούν να αποκαλυφθούν. Τα κλειδιά ασφαλείας είναι η κατάλληλη σύσταση του Διοικητικού Συμβούλιου από ανεξάρτητα μέλη, ο διαχωρισμός των αρμοδιοτήτων του Προέδρου από του Διευθύνοντα Συμβούλου, οι επιτροπές ελέγχου, οι ενεργητικοί μέτοχοι και τα χρηματοοικονομικά και ελεγκτικά συστήματα τα οποία παρέχουν πλήρη και έγκαιρη ενημέρωση.

2.4.2. Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης ΟΟΣΑ

Σημείο αναφοράς στην ιστορία του όρου υπήρξαν και οι Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης οι οποίες πρωτοεισήχθησαν το 1999 από τους υπουργούς του ΟΟΣΑ. Έθεσαν τη βάση και παράλληλα αναβάθμισαν τα θέματα που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση και καθοδήγησαν νομοθετικά και κανονιστικά πλαίσια τόσο για τις χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ όσο και για τα μη μέλη. Ταυτόχρονα ανέδειξαν τη συνεισφορά της καλής εταιρικής διακυβέρνησης στη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, στις επενδύσεις και στην οικονομική ανάπτυξη ενώ οι επιχειρήσεις κατανόησαν τον τρόπο με τον οποίο συμβάλλει στην ανταγωνιστικότητά τους.

Η *εταιρική διακυβέρνηση* σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ είναι μία αλυσίδα σχέσεων μεταξύ των ανώτερων διευθυντικών στελεχών της εταιρείας, του Διοικητικού Συμβουλίου, των μετόχων και αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτήν. Με άλλα λόγια, η εταιρική διακυβέρνηση παρέχει τη δομή μέσω της οποίας θέτονται οι αντικειμενικοί σκοποί της εταιρείας και καθορίζονται τα μέσα επίτευξής τους και ο γενικότερος έλεγχος της επίδοσής της. Η καλή εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να παρέχει ξεκάθαρα κίνητρα για το Διοικητικό Συμβούλιο ώστε αυτό να οδηγείται στην προσπάθεια επίτευξης εκείνων των αντικειμενικών στόχων που ωφελούν την εταιρεία και τους μετόχους και διευκολύνουν τον αποτελεσματικό έλεγχο. Παράλληλα, θα πρέπει να οδηγεί στην αποτελεσματική υπαγωγή των ιδιοτελών συμφερόντων του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών προς το γενικό συμφέρον της επιχείρησης και του συνόλου των μετόχων της. Η παρουσία ενός αποτελεσματικού συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης σε μία εταιρεία και διαμέσω αυτής σε όλη την οικονομία ως σύνολο βοηθά στην διατήρηση ενός βαθμού εμπιστοσύνης ο οποίος είναι απαραίτητος για την ορθή λειτουργία της αγοράς. Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου λόγω του χαμηλότερου κινδύνου που συνεπάγεται η αποτελεσματικότερη εταιρική διακυβέρνηση αναμένεται να είναι μικρότερο και οι εταιρείες ενθαρρύνονται να διαθέσουν τους πόρους τους σε πιο αποτελεσματικές τοποθετήσεις.

Το 2002, το υπουργικό Συμβούλιο του ΟΟΣΑ συμφώνησε στη διεξαγωγή μίας έρευνας με σκοπό να μελετήσει την επίδραση της υιοθέτησης των αρχών από τα κράτη-μέλη και την αντιμετώπιση των προκλήσεων που ανέκυψαν στα πλαίσια της εταιρικής διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της έρευνας ανέδειξαν

την ανάγκη αναθεώρησης των Αρχών ώστε να λάβουν υπόψη νέα δεδομένα και παραδοχές.

Οι αναθεωρημένες Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ (2004) έχουν ως πρωταρχικό στόχο τη διασφάλιση ενός αποτελεσματικού πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης το οποίο:

1. Προωθεί διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές, είναι εναρμονισμένο με νόμους και κανονισμούς και κάνει σαφή διαχωρισμό των αρμοδιοτήτων ανάμεσα στις επιβλέπουσες, κανονιστικές και εκτελεστικές αρχές.
2. Προστατεύει και διευκολύνει την άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων ενώ παράλληλα διασφαλίζει την ισότιμη μεταχείρισή τους συμπεριλαμβανομένων της μειοψηφίας και των ξένων μετόχων. Όλοι οι μέτοχοι οφείλουν να έχουν τη δυνατότητα να απολαμβάνουν αποτελεσματικής αποκατάστασης για την καταπάτηση των δικαιωμάτων τους.
3. Αναγνωρίζει τα κατοχυρωμένα από το νόμο ή από αμοιβαίες συμφωνίες δικαιώματα των συνεργαζόμενων με τις εταιρείες και αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτές (*stakeholders*). Επίσης, ενθαρρύνει τη συνεργασία των επιχειρήσεων και των ανωτέρω για τη δημιουργία πλούτου, θέσεων εργασίας και τη διατήρηση χρηματοοικονομικά ισχυρών εταιρειών.
4. Διασφαλίζει τη διαχρονική και ακριβή αποκάλυψη - ανακοίνωση όλων των πρακτικών ζητημάτων που αφορούν στην εταιρεία καθώς και στη χρηματοοικονομική της κατάσταση, στην επίδοση και απόδοσή της, στο

ιδιοκτησιακό καθεστώς και στη διακυβέρνησή της. Συνάμα, η στρατηγική πορεία της επιχείρησης, ο αποτελεσματικός έλεγχος της διεύθυνσης από το Διοικητικό Συμβούλιο και η υπευθυνότητα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου απέναντι στην εταιρεία και τους μετόχους είναι βασικές αρχές για καλή εταιρική διακυβέρνηση.

Οι αρχές του ΟΟΣΑ για την εταιρική διακυβέρνηση δεν έχουν δεσμευτικό χαρακτήρα, ούτε περιέχουν ποινικές διατάξεις για την καταστολή των οικονομικών εγκλημάτων, όμως η διάπραξη τέτοιας φύσης εγκλημάτων δυσχεραίνεται στις περιπτώσεις που τα κράτη μέλη θεσπίζουν κανόνες και νόμους συναφείς προς τις αρχές του ΟΟΣΑ. Αναγνωρίζεται, η δυνατότητα συμμετοχής των εργαζομένων στα εταιρικά όργανα σύμφωνα με τα όσα ορίζονται από τις εθνικές νομοθεσίες περί εκπροσώπησης των εργαζομένων. Επίσης, τονίζεται η ανάγκη της συνεργασίας των κοινωνικών εταίρων για την επίτευξη μακροπρόθεσμης και επιτυχούς λειτουργίας των επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, οι Αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ αποτέλεσαν σημείο αναφοράς για την ανάπτυξη νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου για την εταιρική διακυβέρνηση ανάλογα με την οικονομική, κοινωνική, νομική και πολιτιστική κατάσταση του κάθε κράτους ενώ χρησιμοποιήθηκαν και από συμμετέχοντες στην αγορά για την ανάπτυξη πρακτικών σε ατομικό ή επιχειρησιακό επίπεδο.

2.4.3. Sarbanes – Oxley Act

Ένας από τους αυστηρότερους νόμους σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση σε σύγκριση με το ευρωπαϊκό καθεστώς, ψηφίστηκε στις 30 Ιουλίου του 2002 από την κυβέρνηση των ΗΠΑ και είναι ο Sarbanes –Oxley Act 2002 ή αλλιώς Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 γνωστός και ως Sarbox ή SOX.

Ο Ομοσπονδιακός Νόμος αποτέλεσε τη σημαντικότερη αλλαγή στην νομοθεσία περί τίτλων των ΗΠΑ από τη δεκαετία του 1930. Εισηγήγαγε ένα πλαίσιο θωράκισης της αξιοπιστίας των οικονομικών καταστάσεων και διασφάλισης της υπεύθυνης εταιρικής διακυβέρνησης και πληροφόρησης. Αφορμή αποτέλεσαν τα σκάνδαλα τα οποία ξέσπασαν τη δεκαετία του 2000 (Enron, WorldCom, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems) και οι εξελίξεις στο λογιστικό και ελεγκτικό κλάδο των Ηνωμένων Πολιτειών, οι οποίες κλόνισαν την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και την αξιοπιστία των ελεγκτικών εταιρειών. Ο Νόμος συμπεριλαμβάνει τα ακόλουθα:

1. Τη δημιουργία της επιτροπής ελέγχου των λογιστικών εταιριών που παρέχουν υπηρεσίες ελεγκτών σε εισηγμένες εταιρίες, της Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB)
2. Οι *Διευθύνοντες Σύμβουλοι ή Γενικοί Διευθυντές και Οικονομικοί Διευθυντές* των εισηγμένων σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ εταιρειών να πιστοποιούν εγγράφως (εκτός συγκεκριμένων περιπτώσεων) ότι οι γνωστοποιήσεις σε ορισμένα από τα υποβαλλόμενα προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των

Ηνωμένων Πολιτειών δελτία δεν περιέχουν σημαντικά λάθη ή παραλείψεις, έχουν εφαρμοσθεί οι σχετικές διαδικασίες ελέγχου κατά τη συλλογή και παροχή των πληροφοριών που αφορούν τα δελτία αυτά και έχουν αξιολογηθεί οι διαδικασίες και οι έλεγχοι διαφάνειας εντός 90 ημερών προ της ημερομηνίας υποβολής των δελτίων.

3. Σημαντικά βαρύτερες ποινές από αυτές που ίσχυαν προηγουμένως για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, ανώτερα στελέχη, ορκωτούς ελεγκτές, αναλυτές και δικηγόρους στην περίπτωση μη συμμόρφωσής τους με την κείμενη νομοθεσία.
4. Οι Επιτροπές Ελέγχου (Audit Committees) πρέπει να αποτελούνται από ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, να υπόκεινται σε ειδικές διατάξεις σχετικά με το διορισμό ελεγκτών, τις απολαβές και την επίβλεψη τους.
5. Οι εταιρείες θα πρέπει να γνωστοποιούν σε «άμεση και συνεχή βάση» επιπλέον πληροφορίες για την περιουσιακή διάρθρωση και τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης της εταιρείας, εφόσον η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών θεωρεί ότι τέτοια επιπλέον πληροφόρηση είναι απαραίτητη για το κοινό συμφέρον και για τους επενδυτές. Κάθε Ετήσιο Δελτίο που υποβάλλεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Ηνωμένων Πολιτειών και περιλαμβάνει οικονομικά αποτελέσματα θα πρέπει να εμπεριέχει γνωστοποιήσεις για όλες τις σημαντικές διορθώσεις που πραγματοποιούνται από τους ορκωτούς ελεγκτές.

6. Πολλές πράξεις ορίζονται ως κακουργήματα (παραποίηση ή καταστροφή αρχείων με πρόθεση την παρεμπόδιση της ορθής διενέργειας ελέγχων ή διαδικασιών πτώχευσης, ηθελημένη μη διατήρηση όλων των αρχείων ελέγχου από Ορκωτό Ελεγκτή για πέντε χρόνια, γνώση εκτέλεσης σχεδίου για την παραπλάνηση επενδυτών).

Ο Νόμος αποτελεί αντικείμενο διχογνωμίας σχετικά με τα οφέλη και τα κόστη του. Οι υποστηρικτές του θεωρούν ότι είναι απαραίτητος και παίζει σπουδαίο ρόλο στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στην αγορά κεφαλαίου και στην ενίσχυση του ελέγχου των εταιρικών λογιστικών καταστάσεων. Αντίθετα, πολλοί υποστηρίζουν ότι το κόστος εφαρμογής, η περιπλοκότητα και η αυστηρότητά του λειτουργεί κατευναστικά στο συναγωνισμό των Ηνωμένων Πολιτειών με τις υπόλοιπες αγορές κεφαλαίου.

2.4.4. Το νομοθετικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα – Ν.3016/2002

Στην Ελλάδα, οι υπερβολές και οι επιπολαιότητες που χαρακτήρισαν το φούσκωμα των αγορών την περίοδο 1999 – 2000, δημιούργησαν αμφισβήτηση και αναξιοπιστία. Πολλές επιχειρήσεις ανταποκρίθηκαν ευσυνείδητα και υπεύθυνα στις δεσμεύσεις που είχαν αναλάβει στις Γενικές Συνελεύσεις και τα Ενημερωτικά Δελτία. Άλλες όμως επιχειρήσεις αντιμετώπισαν την μαζική προσέλευση των μικροεπενδυτών με ανευθυνότητα και προσωπική ιδιοτέλεια, σπεύδοντας να ενισχύσουν την καθαρή θέση και τα κέρδη τους. Η κερδοσκοπική αυτή συμπεριφορά σε συνδυασμό με την ανοχή μεγάλου μέρους του πολιτικού συστήματος που γνώριζε το χαμηλό βαθμό θεσμικής θωράκισης

των επενδυτών, διατάραξε μακροπρόθεσμα το πλαίσιο εμπιστοσύνης ανάμεσα στις επιχειρήσεις, στους επενδυτές και στο κράτος υπονομεύοντας έτσι την αναπτυξιακή δυναμική της χώρας. Ο κλονισμός της εμπιστοσύνης έφερε στο προσκήνιο την ανάγκη αναμόρφωσης της διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών σε ένα νέο αυστηρό, διαφανές και κατανοητό πλαίσιο για την λειτουργία και τις αποφάσεις των εισηγμένων εταιρειών και της εποπτείας των αγορών. Απαίτησε την επέμβαση της Κυβέρνησης, για τη θέσπιση νέων αυστηρών κανόνων που εισάγουν διαφανή και νέα ρυθμιστικά πλαίσια για την αποτροπή τέτοιου τύπου στρεβλώσεων στη λειτουργία του θεσμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Το νομοθετικό έργο που συνέβαλε στην υλοποίηση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα είναι κυρίως ο Ν.2836/00, το Π.Δ.350/85 και το Π.Δ.51/92 με τη μορφή κανονιστικών αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Το 1999, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προωθώντας τη θεμελίωση αποτελεσματικών πρακτικών για την εταιρική διακυβέρνηση, εισήγαγε τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης. Η βάση της δημιουργίας τους ήταν οι διεθνείς πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης ενώ οι αρχές που διατυπώθηκαν είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τις Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης του ΟΟΣΑ οι οποίες αναπτύχθηκαν ανωτέρω.

Τη σημαντικότερη όμως συμβολή στην εγκαθίδρυση των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα παρείχε ο **Ν.3016/2002** «Για την εταιρική Διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις». Ο Νόμος καλύπτει εταιρείες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα.

Ουσιαστικά, στοχεύει στην αντιμετώπιση του προβλήματος αντιπροσώπευσης ώστε να επιτυγχάνεται αποτελεσματικός έλεγχος της διοίκησης μέσω των εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου. Ειδικότερα, ο Ν.3016/2002 ορίζει ότι:

1. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, όσον αφορά στις *υποχρεώσεις – καθήκοντα*, υποχρεούνται να ενισχύουν την μακροχρόνια οικονομική αξία της εταιρίας (συμφέροντα των μετόχων) και να προασπίζονται το γενικό εταιρικό συμφέρον (συμφέροντα τρίτων παραγόντων που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την εταιρία). Απαγορεύεται η επιδίωξη ιδίων συμφερόντων που αντιβαίνουν στα εταιρικά συμφέροντα. Επίσης, τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου οφείλουν να αποκαλύπτουν έγκαιρα στα υπόλοιπα μέλη τα ίδια συμφέροντά τους και κάθε άλλη σύγκρουση συμφερόντων που ενδέχεται να προκύψει κατά τη διάρκεια άσκησης των καθηκόντων τους. Τέλος, υποχρεούνται να συντάσσουν κάθε έτος έκθεση συναλλαγών με τις συνδεδεμένες εταιρείες του άρθρου 42 ε (5) του Ν. 2190/1920 η οποία γνωστοποιείται στις εποπτικές αρχές.
2. Αναφορικά με *τη σύνθεση του Δ.Σ*, αποτελείται από εκτελεστικά μέλη (ασχολούνται με τα καθημερινά θέματα διοίκησης της εταιρίας και ορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου) και μη εκτελεστικά μέλη (ασχολούνται με την προαγωγή όλων των εταιρικών ζητημάτων, την εποπτεία των εσωτερικών ελεγκτών και ορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου). Τα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να είναι τουλάχιστον το 1/3 του συνόλου των μελών και μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μέλη (κοινές

αρμοδιότητες με μη εκτελεστικά και ορίζονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων). Τα ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη πρέπει να μην κατέχουν ποσοστό ανώτερο του 0,5% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και να μην έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία κατά την διάρκεια της θητείας τους. Επίσης, μπορούν να υποβάλλουν ατομικά ή από κοινού ξεχωριστές εκθέσεις από αυτές του Διοικητικού Συμβουλίου προς τη Γενική Συνέλευση των μετόχων.

3. Σχετικά με τη γενικότερη πολιτική *αμοιβών* της εταιρείας, αυτή αποφασίζεται από το Διοικητικό Συμβούλιο και δεν επηρεάζει την εφαρμογή του Ν. 2190/1920. Ειδικότερα, η αμοιβή των μη εκτελεστικών μελών καθορίζεται σύμφωνα με το Ν.2190/1920 και είναι ανάλογη του χρόνου που διαθέτουν για την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται.
4. Ο *Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας* καταρτίζεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου και περιλαμβάνει τη διάρθρωση των υπηρεσιών της εταιρείας (το αντικείμενό τους και τη σχέση μεταξύ τους και με τη διοίκηση), τις αρμοδιότητες των εκτελεστικών και μη μελών του Διοικητικού Συμβουλίου, τις διαδικασίες πρόσληψης των διευθυντικών στελεχών και αξιολόγησης της απόδοσής τους και τις διαδικασίες παρακολούθησης των συναλλαγών.
5. Η *Υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου* παρακολουθεί τη λειτουργία της εταιρείας και διασφαλίζει ότι συμμορφώνεται με το θεσμικό πλαίσιο. Οι εσωτερικοί ελεγκτές είναι ανεξάρτητοι, ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της

εταιρείας, είναι πλήρους και αποκλειστικής απασχόλησης και εποπτεύονται από 1-3 μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Συνοπτικά, η ελληνική νομοθεσία στην εταιρική διακυβέρνηση συγκλίνει προς το αγγλοσαξονικό μοντέλο. Διοικείται από ένα σώμα, το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο και ευθύνεται συλλογικά για την επιτυχία της εταιρείας, χωρίς όργανο ελέγχου της διαχείρισης και πολύ περισσότερο χωρίς συμμετοχή των εργαζομένων στα εταιρικά όργανα. Οι εργαζόμενοι περιορίζονται στη συμμετοχή τους στα επιχειρησιακά συμβούλια. Επίσης, σε αντίθεση με άλλα υφιστάμενα πλαίσια δεν περιέχει διατάξεις για τη δημιουργία ξεχωριστών επιτροπών αμοιβών, διορισμών και ελέγχου αλλά προβαίνει στη σύσταση ενός εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας. Ακόμα, προβλέπεται, για πρώτη φορά, η δυνατότητα εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας για διάφορους λόγους (κυρίως για λόγους τόνωσης της αρχής της αναλογικότητας μεταξύ κεφαλαίου και ελέγχου) και δίδεται δυνατότητα διεύρυνσης στο καταστατικό των λόγων εξαγοράς των μετοχών της μειοψηφίας από την εταιρεία, μετά από αίτηση της πρώτης, σε μια προσπάθεια να δοθούν λύσεις σε επιχειρηματικά αδιέξοδα.

Ο Ν. 3016/2002 εισάγει κάποιες από τις βασικές αρχές της καλής εταιρικής διακυβέρνησης χωρίς όμως να θίγει ζητήματα που αφορούν στη δομή των ανώνυμων εταιρειών στα πλαίσια των αρχών καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Συνεπώς, θέτεται το ερώτημα αν κρίνεται αναγκαία μία αλλαγή της ρυθμιστικής και εποπτικής φιλοσοφίας στην Ελλάδα η οποία θα συμπεριλαμβάνει τροποποίηση ή/και προσθήκη κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης (καθήκοντα εκτελεστικών και μη μελών, διαχωρισμός Προέδρου και Διευθύνοντος

Συμβούλου, αναθεώρηση κριτηρίων ανεξαρτησίας, αξιολόγηση ποιότητας και αποτελεσματικότητας του Διοικητικό Συμβούλιο κ.α.).

2.5. Εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα

Η έρευνα που πραγματοποίησε το 2005 η ελεγκτική και συμβουλευτική εταιρεία Grant Thornton με το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών αποκάλυψε ότι οι εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα, συμμορφώνονται ως προς το γράμμα αλλά όχι ως προς το πνεύμα των αρχών και των κανόνων για την εταιρική διακυβέρνηση.

Πιο συγκεκριμένα τρία χρόνια μετά την εφαρμογή του ελληνικού νόμου για την εταιρική διακυβέρνηση, μόνο το 33% των εισηγμένων εταιρειών δήλωναν ότι είχαν συμμορφωθεί πλήρως με το θεσμικό πλαίσιο για την εταιρική διακυβέρνηση ενώ το 70% διατεινόταν ότι εξηγούσε τους λόγους της απόκλισης από τις αρχές. Τα Διοικητικά Συμβούλια των εισηγμένων φαίνονταν να είναι ευέλικτα όμως δεν διαχωρίζονταν οι ευθύνες στα ανώτατα κλιμάκια καθώς στο 80% των εταιρειών ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είχε και εκτελεστικές αρμοδιότητες και στο 50% των εταιρειών ήταν ο βασικός μέτοχος. Επίσης, τα μισά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου συμμετείχαν και σε Διοικητικά Συμβούλια άλλων εταιρειών και στην πλειονότητα των εταιρειών δεν υπήρχε αξιολόγησή τους.

Σχετικά με τα μη εκτελεστικά και ανεξάρτητα μέλη, μόνο το 60% των εταιρειών ικανοποιούσε τα ρητά κριτήρια του νόμου περί ανεξαρτησίας ώστε να διασφαλίζεται η προστασία της μειοψηφίας και να αποφεύγεται η διοίκηση της εταιρείας για ιδιοτελή συμφέροντα.

Θετικό χαρακτηριστικό σχετικό με τις αμοιβές ήταν ότι αυτές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου αποφασίζονταν από τη Γενική Συνέλευση και των διευθυντικών στελεχών συνδέονταν με την απόδοση των εταιρειών. Εντούτοις, το 80% των επιχειρήσεων δεν είχε συστήσει Επιτροπή Αποδοχών εκλεγμένη από τη Γενική Συνέλευση και το 50% δε δημοσιοποιούσε ξεχωριστά τις αμοιβές των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών.

Η έρευνα επέδειξε ότι το σύνολο των εταιρειών διέθετε εγκεκριμένο Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας όμως μόνο το 30% περιλάμβανε όλα τα στοιχεία ορίζει ο νόμος. Παράλληλα, η πλειονότητα των εταιρειών είχε συστήσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου όμως μόνο το 50% διέθετε τον απαραίτητο αριθμό (3) μη εκτελεστικών μελών. Τέλος, αναφορικά με τη συμμετοχή των μετόχων στην πληροφόρηση και στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, μόνο το 65% των εταιρειών διευκόλυνε τους μετόχους να μπορούν να ψηφίζουν εν την απουσία τους.

Εξίσου σημαντικό ενδιαφέρον παρουσιάζει η έρευνα που πραγματοποίησε ο Σύνδεσμος Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ) σε συνεργασία με το Brunel Business School το 2008, η οποία αφορούσε σε σημαντικά ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το δείγμα αποτελούταν από 304 ελληνικές εταιρείες οι οποίες ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ως και την 31η Δεκεμβρίου 2007.

Από τα ευρήματα της έρευνας προέκυψε ότι τα περισσότερα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών στην Ελλάδα απαρτιζόνταν από επτά μέλη ενώ οι τράπεζες προτιμούσαν τα μεγάλα Διοικητικά Συμβούλια. Η σύνθεσή τους

αποτελούνταν από δύο έως τέσσερα εκτελεστικά μέλη και μη εκτελεστικά μέλη αντίστοιχα ενώ στις περισσότερες εισηγμένες τα μη εκτελεστικά μέλη ήταν τουλάχιστον τρία εκ των οποίων δύο είναι ανεξάρτητα σύμφωνα με το Ν. 3016/2002.

Οι μισές περίπου εισηγμένες εταιρείες διαχώριζαν τον ρόλο του Προέδρου και του Γενικού Διευθυντή όμως στο 14% των εταιρειών τα δύο πρόσωπα είχαν συγγενική σχέση. Όσον αφορά τον Εσωτερικό Έλεγχο, 8 στις 10 εταιρείες διέθεταν εσωτερικό ελεγκτή και 3 στις 10 είχαν ιδρύσει Επιτροπή Εσωτερικού Ελέγχου.

2.6. Σχέση εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης των επιχειρήσεων

Οι Gompers, Ishii, and Metrick, (GIM, 2003) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 αποδεικνύοντας ότι οι μετοχές εταιρειών με ισχυρά δικαιώματα των μετόχων είχαν καλύτερη απόδοση σε σχέση με αυτών με λιγότερο ισχυρά. Αποτέλεσμα του συμπεράσματος αυτού ήταν η συσχέτιση της καλής εταιρικής διακυβέρνησης από τους υποστηρικτές της με την υψηλή μετοχική και αντίστοιχα εταιρική απόδοση.

Παράλληλα, η μελέτη των Bauer, Gunsterr, and Otten (2003) η οποία συμπεριέλαβε τις εταιρείες που συμμετείχαν στον δείκτη FTSE Eurotop 300 κατά τη διάρκεια του 2000-2001, δεν αποκάλυψε σχέση μεταξύ διακυβέρνησης και αξίας της εταιρείας όσον αφορά το Ηνωμένο Βασίλειο ενώ αντίθετο ήταν το αποτέλεσμα για την ζώνη του Ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει ότι στην ζώνη

του Ευρώ οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης είχαν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών.

Το 2002 οι Dahya, McConnell and Travlos, μελέτησαν τον βαθμό ενσωμάτωσης του Κώδικα Βέλτιστης Πρακτικής της επιτροπής Cadbury στη λειτουργία των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου. Η υπόθεση που εξετάστηκε ήταν ότι η σχέση ανάμεσα σε απολύσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών και σε εταιρική αποδοτικότητα θα είναι ισχυρότερη στην εποχή μετά την έκδοση του Κώδικα. Το δείγμα αποτελούνταν από 460 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου (1989-1995). Τα αποτελέσματα έδειξαν αύξηση στις μη εθελούσιες αποχωρήσεις ανωτάτων διευθυντικών στελεχών μετά την έκδοση του Κώδικα, ιδιαίτερα στις εταιρείες που ενσωμάτωσαν τις προτάσεις του Κώδικα. Επίσης, στις επιχειρήσεις που αύξησαν τα μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου παρατηρήθηκε υψηλή συσχέτιση ανάμεσα σε αποχωρήσεις ανωτάτων στελεχών και απόδοση της επιχείρησης.

Μελέτες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 έδειξαν ότι η σχέση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης μπορεί να εκτιμηθεί, λαμβάνοντας υπόψη τους συσχετισμούς μεταξύ εταιρικής απόδοσης και διοικητικής αντικατάστασης, κεφαλαιακής διάρθρωσης και ιδιοκτησιακού καθεστώτος.

Η καλύτερη λειτουργική απόδοση επιτυγχάνεται με την κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τον διαχωρισμό της θέσης του Προέδρου από του Διευθύνοντα Συμβούλου της εταιρείας. Επίσης, η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι αρνητικά συσχετιζόμενη με συνεπή λειτουργική απόδοση, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με το πλαίσιο

που έχει θεσπιστεί παγκοσμίως σχετικά με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Επιπρόσθετα, σε αντιδιαστολή με μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας κανένα από τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης δεν συσχετίζεται με μελλοντική απόδοση της εταιρικής μετοχής. Εξίσου σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι δεδομένης μιας χαμηλής εταιρικής απόδοσης, η πιθανότητα αντικατάστασης των διευθυντών είναι θετικά συσχετιζόμενη με την κατοχή μετοχικού κεφαλαίου από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και με την ανεξαρτησία τους. Αντίθετα, οι εταιρείες με καλή εταιρική διακυβέρνηση έχουν λιγότερες πιθανότητες εφαρμογής μέτρων πειθαρχίας παρά τη χαμηλή απόδοση. Δεδομένου ότι το Διοικητικό Συμβούλιο έχει τη ευθύνη για όλες τις σημαντικές αποφάσεις και τον έλεγχο της εταιρείας, η κατοχή κατάλληλου ποσοστού μετοχικού κεφαλαίου αποτελεί κίνητρο για την αποδοτικότερη διοίκησή της και συνεπώς οι προσπάθειες για την επίτευξη καλύτερης εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να στοχεύουν προς αυτόν το μηχανισμό.

Τα αποτελέσματα της έρευνας που διεξήγαγε η εταιρεία McKinsey & Company.Inc το 2004 αναφορικά με την αντίληψη που έχουν οι επενδυτές για την εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών είναι χαρακτηριστικά του πόσο σημαντικό ρόλο παίζει η καλή εταιρική διακυβέρνηση στην απόδοση της εταιρείας. Το 70-80% των επενδυτών που συμμετείχαν δήλωσαν ότι προτίθενται να πληρώσουν υψηλότερο τίμημα προκειμένου να επενδύσουν σε μία καλά οργανωμένη εταιρεία. Επίσης, το 60% των επενδυτών εξέφρασαν την αντίληψη ότι για να επενδύσουν σε μία εταιρεία θα λάμβαναν υπόψη τους εκτός από τους εταιρικούς παράγοντες διακυβέρνησης, την αγορά κεφαλαίου και τα

λογιστικά πρότυπα, το νομοθετικό πλαίσιο και την πιθανότητα χρεοκοπίας της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία.

Οι επενδυτές θεωρούν ότι οι πιο σημαντικοί παράγοντες για καλή εταιρική διακυβέρνηση η οποία θα συμβάλει στη μεγιστοποίηση της απόδοσης τους είναι η ταχεία ανάπτυξη του εταιρικού κώδικα παγκοσμίως, το αυξημένο ενδιαφέρον για τον επαγγελματισμό του Διοικητικού Συμβουλίου, ο επιλεκτικός ανασχεδιασμός των ηγετικών ρόλων στην διοίκηση, η επαναξιολόγηση των αναγκών στη σύνταξη εταιρικών καταστάσεων, ο συστηματικότερος εξωτερικός έλεγχος της διοίκησης και η αυξημένη εταιρική κοινωνική ευθύνη.

Συνοψίζοντας, στις σύγχρονες επιχειρήσεις τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων, της μειοψηφίας, των διευθυντικών στελεχών, πιστωτών και αυτών που έχουν νόμιμα συμφέροντα σε αυτές δεν ταυτίζονται πάντοτε. Αντιθέτως, εμφανίζονται συχνά συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες με επιπτώσεις στη λειτουργία της επιχείρησης, που σε μερικές περιπτώσεις οδηγούν ακόμα και στην κατάρρευσή της. Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης επιδιώκουν να περιορίσουν τα ανωτέρω προβλήματα χωρίς να καταφέρνουν την πλήρη εξάλειψή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΞΑΓΟΡΕΣ

3.1. Βασικές έννοιες

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι συναλλαγές κατά τις οποίες δύο εταιρείες ενώνονται προκειμένου να επιτύχουν συγκεκριμένους στρατηγικούς στόχους τόσο για τις ίδιες όσο και για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Συγχώνευση είναι η διαδικασία ενοποίησης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων κατά την οποία τα περιουσιακά στοιχεία της απορροφώμενης εταιρείας μεταβιβάζονται στην απορροφώσα επιχείρηση, έναντι μετοχών βάσει μιας καθορισμένης σχέσεως ανταλλαγής. Η απορροφώμενη επιχείρηση παύει να ισχύει ως υποκείμενο δικαίου ενώ η απορροφώσα την διαδέχεται σε όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της.

Με τον όρο *εξαγορά* εννοούμε τη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους των μετοχών της εξαγοραζόμενης εταιρείας στην εξαγοράζουσα με την καταβολή ορισμένου *τιμήματος* (*premium*), μετρητά ή μετοχές. Ουσιαστικά πρόκειται για αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στην εξαγοραζόμενη εταιρεία η οποία μπορεί να συνεχίσει να υφίσταται ως υποκείμενο δικαίου.

Εξαιτίας του υπέρμετρου ανταγωνισμού που επικρατεί στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, πολλές φορές οι εξαγορές πραγματοποιούνται χωρίς τη σύμφωνη γνώμη των διοικούντων της εταιρείας - στόχου με αποτέλεσμα να μιλάμε για *επιθετική εξαγορά*. Στην επιθετική εξαγορά ο προτείνων (φυσικό ή νομικό

πρόσωπο) προβαίνει σε Δημόσια Πρόταση εξαγοράς των μετοχών από τους μετόχους μίας εισηγμένης εταιρείας σε ορισμένη τιμή.

Τα *κίνητρα* για μία εξαγορά ποικίλλουν και μπορεί να είναι η διεύρυνση του μεριδίου αγοράς (market growth), η διεύρυνση των δραστηριοτήτων (diversification), η επίτευξη οικονομιών κλίμακας (economies of scale), η αντιμετώπιση ενός αντιπάλου ή η διάσπασή του.

Εξίσου πολλά είναι και τα μέτρα αμύνης που μπορεί να υιοθετήσουν οι διοικούντες της εταιρείας - στόχου με κύριο σκοπό να προστατέψουν την εταιρεία και τα συμφέροντα των μετόχων της.

3.2. Ιστορική Αναδρομή

Η οικονομική ιστορία αναφέρεται σε 5 κύρια κύματα Σ & Ε στις Η.Π.Α. τα οποία χρονολογούνται στις εξής περιόδους:

1. Περίοδος 1890-1905 κατά την οποία δημιουργούνται μονοπώλια.
2. Δεκαετία 1920 στη διάρκεια της οποίας δημιουργούνται ολιγοπώλια και κάθετες συγχωνεύσεις.
3. Δεκαετία 1960 όπου αυξάνονται οι ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις.
4. Περίοδος 1980-1989 στην οποία αναπτύσσονται οι εχθρικές εξαγορές και οι αποσχίσεις τμημάτων με δανειακά κεφάλαια
5. Περίοδος 1993-1999 η οποία απαριθμεί τις περισσότερες Σ & Ε και χαρακτηρίζεται από την παγκοσμιοποίηση, την ανάπτυξη κλάδων νέων

τεχνολογιών, τη δημιουργία υπερεθνικών οργανισμών, την απελευθέρωση των αγορών και τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Γενικότερα, τα κύματα των Σ & Ε στις Η.Π.Α. συνδέονται με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με τεχνολογικά επιτεύγματα, με επενδυτικές ευκαιρίες κυρίως μετά τη λήξη πολέμων και με συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοικούντων.

Στο *Ηνωμένο Βασίλειο* η ιστορία των Σ & Ε ξεκινά τη δεκαετία του 1960 και στην υπόλοιπη *Ευρώπη* τη δεκαετία του 1990 με εναρκτήριο δύναμη την απελευθέρωση των αγορών παράλληλα με την ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας.

Στην *Ελλάδα*, η αφετηρία των Σ & Ε τοποθετείται στο 1986 όταν δημιουργήθηκε η ενιαία αγορά και έπαψαν να έχουν τόσο έντονη επιρροή βασικοί περιορισμοί που χαρακτήριζαν την ελληνική αγορά όπως η οικογενειοκρατία στις επιχειρήσεις, η κρατική ιδιοκτησία σε οργανισμούς, ο μικρός αριθμός των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο. Χαρακτηριστικό είναι μάλιστα το γεγονός ότι την περίοδο 1986-1993 το μεγαλύτερο κομμάτι των επενδύσεων στην Ελλάδα έγινε με τη μορφή Σ & Ε. Από το 1994 έως και σήμερα παρατηρείται σημαντική αύξηση των Σ & Ε κυρίως λόγω της απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, της ένταξης της Ελλάδας στην Ο.Ν.Ε., της ανάπτυξης του Χρηματιστηρίου, των ιδιωτικοποιήσεων και της γενικότερης εκμετάλλευσης των επενδυτικών ευκαιριών. Ορόσημο στην ιστορία των Σ & Ε στην Ελλάδα είναι η περίοδος 1999-2000 κατά την οποία πραγματοποιούνται Σ & Ε στο τραπεζικό κλάδο με αποτέλεσμα την ιδιωτικοποίηση μεγάλης μερίδας

τραπεζών γεγονός που φάνηκε να έχει αντίκτυπο και στους υπόλοιπους κλάδους της ελληνικής οικονομίας μέχρι και σήμερα.

3.3. Κατηγορίες

Οι εξαγορές μπορούν να ομαδοποιηθούν στις κάτωθι κατηγορίες προκειμένου να αξιολογηθούν οι κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις τους.

1. Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης

Δημόσιου ή ιδιωτικού δικαίου οπότε μιλάμε και για ιδιωτικοποίηση

2. Προέλευση της εξαγοράζουσας επιχείρησης

Εγχώρια, Ξένη, Πολυεθνική

3. Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης

Ενίσχυση της θέσης της στην αγορά, αύξηση του μεγέθους της, συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων της με τη μορφή ομίλου εταιρειών, είσοδο σε νέα αγορά ή περιοχή, διαφοροποίηση προϊόντων.

4. Διάθεση της διοίκησης της εξαγοραζόμενης

Εχθρική, Φιλική

3.4. Κίνητρα

Οι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες προβαίνουν σε Σ & Ε μπορούν να συγχωνευτούν στα εξής:

1. Με βάση τη χρηματοοικονομική θεωρία οι Σ & Ε λαμβάνουν χώρα διότι με αυτόν τον τρόπο αποκτούν αξία οι εξαγοραζόμενες εταιρείες μέσω της ανόδου της αγοραίας αξίας των μετοχών τους και κατά συνέπεια της

αύξησης του πλούτου των μετόχων. Πρόκειται δηλαδή για σχέδια θετικής Καθαρής Παρούσας Αξίας.

2. Εξίσου σημαντικό κίνητρο είναι η δημιουργία και εκμετάλλευση λειτουργικών συνεργιών ώστε να εξοικονομείται κόστος από την αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και των οικονομιών φάσματος.
3. Επίσης, η δημιουργία και εκμετάλλευση χρηματοδοτικών συνεργιών συμβάλλει στην ύπαρξη αυξημένης δραστηριότητας Σ & Ε, λόγω καλύτερης πρόσβασης σε δανειακά κεφάλαια με χαμηλότερο χρηματοδοτικό κόστος.
4. Σύνηθες κίνητρο κυρίως στις εχθρικές εξαγορές είναι η αντικατάσταση μιας αναποτελεσματικής διοίκησης στην εξαγοραζόμενη εταιρεία με γνώμονα την απορρόφησή της από την εξαγοράζουσα ή τη μεταπώλησή της με κέρδος.
5. Σημαντικό ρόλο έχουν και οι προσωπικές επιδιώξεις των διοικούντων της εξαγοράζουσας εταιρείας, οι οποίες τους οδηγούν στην αναζήτηση Σ & Ε προκειμένου να ενισχύσουν τις αμοιβές τους, τα bonus ή το προσωπικό τους κύρος.
6. Η στρατηγική της Σ & Ε για γρήγορη ανάπτυξη μιας νεοσύστατης επιχείρησης σε μία αγορά σε σχέση με την εναλλακτική επιλογή της εσωτερικής εταιρικής ανάπτυξης και με την ταυτόχρονη μείωση του ανταγωνισμού είναι ένα βασικό κίνητρο.
7. Τέλος, η κυριαρχία της εξαγοράζουσας εταιρείας στην τοπική και ευρύτερη αγορά με τη μορφή μονοπωλίου ή ολιγοπωλίου με συνέπεια τη μείωση του ανταγωνισμού αποτελεί αρκετές φορές κίνητρο για Σ & Ε.

3.5. Λόγοι για τους οποίους οι εξαγορές λειτουργούν συμπληρωματικά στους εσωτερικούς μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης

1. Η καταβολή μεγαλύτερου τιμήματος από την τρέχουσα αξία των μετοχών της εταιρείας – στόχου γιατί η εξαγοράζουσα εκτός από τις μετοχές αποκτά και τον έλεγχο της.
2. Το αυξημένο κόστος εντοπισμού εταιρειών υποψήφιων για εξαγορά
3. Η μείωση της τιμής της εξαγοράζουσας εταιρείας για κάποιο διάστημα και η αύξηση της τιμής της εξαγοραζόμενης.
4. Η πιθανή αύξηση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης στην εξαγοράζουσα εταιρεία
5. Οι αυξημένες πιθανότητες αποτυχίας της εξαγοράς όσο μειώνεται η διασπορά των μετοχών

3.6. Αμυντικά Μέτρα

Η πιο απλή μορφή άμυνας της εταιρείας - στόχου για να αποτρέψει την εχθρική εξαγορά είναι η προσφυγή στις εποπτικές αρχές και στα συνδικάτα των εργαζομένων. Η εχθρική εξαγορά όμως θεωρείται ο μηχανισμός μέσω του οποίου πειθαρχείται η αγορά ιδιαίτερα για επιχειρήσεις που διακρίνονται από αναποτελεσματική διοίκηση. Με αφετηρία τις Αγγλοσαξονικές χώρες και τη μετέπειτα διάδοση και στην Ευρώπη, έχουν υιοθετηθεί νέα αμυντικά μέτρα με την εφαρμογή των οποίων ο προτείνων παρεμποδίζεται είτε να ολοκληρώσει επιτυχώς τη δημόσια πρόταση είτε να ασκήσει τον έλεγχο στην εταιρεία μετά τη δημόσια πρόταση. Η γενική ταξινόμηση τους γίνεται ανάλογα με τη χρονική

περίοδο κατά την οποία λαμβάνουν χώρα και είναι αυτά που υιοθετούνται πριν τη δημοσιοποίηση της πρότασης εξαγοράς (pre-bid defenses) και αυτά που αποφασίζονται μετά τη δημοσιοποίηση της πρότασης, αλλά πριν την ολοκλήρωσή της (post-bid defenses). Γίνεται συνοπτική αναφορά στα μέτρα άμυνας που συνδέονται άμεσα με ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης και αφορούν στην απόκτηση μετοχών, στην άσκηση ελέγχου από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων και από το Διοικητικό Συμβούλιο.

1. Εμπόδια στην απόκτηση μετοχών

- ✓ *Οι περιορισμοί στην κυριότητα μετοχών (ownership caps)* είναι το μέτρο κατά το οποίο θεσπίζονται ανώτατα όρια μετοχών που μπορεί να έχει κάποιος ώστε να ασκήσει τον έλεγχο της εταιρείας. Συνήθως είναι πολύ χαμηλά με αποτέλεσμα να καθίσταται ιδιαίτερα δύσκολη η απόκτηση δικαιωμάτων ψήφου ικανών να παράσχουν τη δυνατότητα άσκησης ελέγχου
- ✓ *Οι περιορισμοί στη μεταβίβαση μετοχών (Transferability restrictions)* είτε μέσω της σύναψης εξωτερικών συμφωνιών είτε μέσω της εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά ορισμένου τμήματος από το σύνολο των δικαιωμάτων ψήφου
- ✓ Το δικαίωμα αγοράς μετοχών της υπό εξαγοράς εταιρείας από τους μετόχους της σε έκπτωση ή αποζημίωσή τους σε μετρητά σε περίπτωση που τρίτο πρόσωπο αποκτά τον έλεγχο της εταιρείας (*poison pills*) είναι το πιο διαδεδομένο μέτρο άμυνας ενάντια στις επιθετικές εξαγορές

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

- ✓ Η απόκτηση ιδίων μετοχών που οδηγεί σε μείωση των διαθέσιμων προς απόκτηση μετοχών

2. Εμπόδια στην άσκηση ελέγχου στην Γενική Συνέλευση

- ✓ Οι περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου (voting caps) πέραν ενός ορίου
- ✓ Οι μετοχές με πολλαπλά δικαιώματα ψήφου οι οποίες διακρίνονται σε μετοχές διαφορετικής κλάσης και σε μετοχές της ίδιας κλάσης
- ✓ Τα υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας

3. Εμπόδια στην άσκηση ελέγχου στο Διοικητικό Συμβούλιο

- ✓ Οι μετοχές με ειδικά δικαιώματα για το διορισμό των μελών Διοικητικού Συμβουλίου (golden shares)
- ✓ Το δικαίωμα ελαστικής θητείας των μελών Διοικητικού Συμβουλίου δηλαδή συνέχιση της θητείας των υφιστάμενων μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο και μετά την εξαγορά (staggered appointments) είναι το μέτρο που σε συνδυασμό με τα poison pills αποτελούν τα πιο αποτελεσματικά μέτρα άμυνας στις Η.Π.Α.
- ✓ Η εξασφάλιση υψηλών αμοιβών για τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ως αποζημίωση σε περίπτωση αλλαγής του ελέγχου της εταιρείας (golden parachutes)
- ✓ Τα υψηλά ποσοστά απαρτίας και πλειοψηφίας στη Γενική Συνέλευση των μετόχων για την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου.

3.6.1. Επιπτώσεις αμυντικών μέτρων

Η εφαρμογή αμυντικών μέτρων είναι κοστοφόρα τόσο για την εξαγοράζουσα όσο και για την υπό εξαγορά εταιρεία. Η θετική πλευρά του αυξημένου κόστους έγκειται στην αύξηση του τιμήματος σε περίπτωση πραγματοποίησης της εξαγοράς το οποίο συνεπάγεται εύνοια για τους μετόχους της εταιρείας – στόχου. Αντίθετα η ματαίωση της εξαγοράς λόγω των αμυντικών μέτρων σημαίνει και επιβάρυνση των συμφερόντων των μετόχων της εταιρείας – στόχου. Μείζον ζήτημα σχετικό με τα μέτρα άμυνας είναι η ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου καθώς και πολιτικής εταιρικής διακυβέρνησης ώστε να εξασφαλίζεται η συμμετοχή των μετόχων της εταιρείας – στόχου σε αποφάσεις που αφορούν στη μελλοντική διοίκηση και περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας που μετέχουν.

3.7. Ν. 3461/2006 – Δημόσιες προτάσεις εξαγοράς

Ο Ν. 3461/2006 αποτελεί ενσωμάτωση της κοινοτικής οδηγίας 2004/25/ΕΚ η οποία εξεδόθη στις 30 Απριλίου 2004 με σκοπό να παράσχει ένα ενιαίο πλαίσιο για τις εξαγορές το οποίο θα καταστέλλει τα εθνικά εμπόδια. Εντός του πεδίου εφαρμογής του Ν. 3461/2006 είναι οι εταιρείες – στόχοι των οποίων η καταστατική έδρα είναι η Ελλάδα και των οποίων το σύνολο ή μέρος των κινητών αξιών τους είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά στην Ελλάδα κατά την ημέρα δημοσιοποίησης της απόφασης για υποβολή δημόσια πρότασης. Αρμόδια αρχή είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Οι Δημόσιες Προτάσεις εξαγοράς κατατάσσονται σε υποχρεωτικές και σε προαιρετικές.

1. *Υποχρεωτική δημόσια πρόταση* προκύπτει όταν αποκτάται με οιοδήποτε τρόπο, άμεσα ή έμμεσα, απευθείας ή σε συνεννόηση με πρόσωπα που λειτουργούν για λογαριασμό του προτείνοντος ή συντονισμένα με αυτόν, ποσοστό δικαιωμάτων ψήφου το οποίο υπερβαίνει το 1/3 του συνόλου των δικαιωμάτων ψήφων της εταιρείας – στόχου. Σε αυτή την περίπτωση ο προτείνων υποχρεούται να υποβάλλει δημόσια πρόταση για το σύνολο των κινητών αξιών της εταιρείας – στόχου εντός 20 ημερών από την απόκτηση των κινητών αξιών καταβάλλοντας δίκαιο και εύλογο αντάλλαγμα.
2. *Προαιρετική δημόσια πρόταση* προκύπτει όταν ο προτείνων αποκτήσει όλες τις κινητές αξίες οι οποίες θα του προσφερθούν εκτός αν έχει ορίσει μέγιστο αριθμό που δεσμεύεται να αποκτήσει. Επίσης παρέχεται η δυνατότητα στον προτείνοντα να ορίσει ελάχιστο αριθμό κινητών αξιών που θα πρέπει να του προσφερθούν προκειμένου να ισχύσει η προσφορά. Η προαιρετική δημόσια πρόταση είναι δυνατή για κινητές αξίες εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά που λειτουργεί στην Ελλάδα δίχως δικαιώματα ψήφου σε μία εταιρεία.

Σημαντικός κανόνας του ανωτέρω Νόμου αποτελεί η εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας (*breakthrough rule*). Σύμφωνα με αυτόν, εταιρεία με καταστατική έδρα την Ελλάδα μπορεί με απόφαση της Γ.Σ. που λαμβάνεται με αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία να ορίσει ότι:

1. Καταστατικοί ή συμβατικοί περιορισμοί στη μεταβίβαση κινητών αξιών δεν ισχύουν έναντι του προτείνοντος κατά τη διάρκεια αποδοχής δημόσιας πρότασης και
2. Καταστατικοί ή συμβατικοί περιορισμοί στα δικαιώματα ψήφου δεν παράγουν αποτελέσματα στη Γ.Σ. που αποφασίζει τη λήψη αμυντικών μέτρων

Συνοπτικά, ο κανόνας εξουδετέρωσης απενεργοποιεί προληπτικούς αμυντικούς μηχανισμούς, οι οποίοι εμφανίζονται με τη μορφή δομικών εμποδίων στην επιτυχία της δημόσιας πρότασης (προαιρετικό δίκαιο) αντίθετα με την υποχρέωση ουδετερότητας, η οποία απαγορεύει την επιστράτευση από το Διοικητικό Συμβούλιο συγκεκριμένων *ad hoc* αμυντικών μέτρων (υποχρεωτικό δίκαιο).

Οι λόγοι για τους οποίους η υπό εξαγορά εταιρία θα επιλέξει την εφαρμογή του κανόνα εξουδετέρωσης συμπίπτουν με εκείνους που ισχύουν για την εισαγωγή του κανόνα της ουδετερότητας του Διοικητικό Συμβούλιο Με την εξουδετέρωση των μέτρων άμυνας αυξάνονται οι προοπτικές εξαγοράς της εταιρίας και συνακόλουθα η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών της εταιρίας - στόχου. Ένας ακόμη λόγος συνίσταται στην αποδέσμευση από εξωεταιρικές συμφωνίες που περιορίζουν τη μεταβίβαση των μετοχών ή την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου. Τέλος, η επιλογή του κανόνα εξουδετέρωσης από την εταιρία, όταν αυτή επέχει θέση προτείνοντος, διασφαλίζει ότι η εταιρία - στόχος δεν θα προβάλλει την επιφύλαξη της αμοιβαιότητας.

3.8. Γενική αποτίμηση εξαγορών

Οι επιθετικές εξαγορές αποτελούν εκείνον τον πυλώνα της εταιρικής διακυβέρνησης που αντιπροσωπεύει τους εξωτερικούς μηχανισμούς ελέγχου της διοίκησης, οι οποίοι επιβάλλονται από την ίδια την αγορά και αφορούν στην πειθαρχία της. Η «μάχη» που δίνουν οι επιχειρήσεις προκειμένου να επιβιώσουν στο σύγχρονο, οικονομικό και στην παρούσα φάση, δυσμενές, περιβάλλον οδηγεί σε επιθετικές εξαγορές επιτάσσοντας τη χρήση αμυντικών μέτρων ως «όπλων» για την απόκρουση ή τη ματαίωση τους μέσα σε πλαίσια κανόνων «μάχης» που ορίζονται από το εθνικό και διεθνές, νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο.

Οι εξαγορές θεωρούνται αποτέλεσμα της οικονομικής ανάπτυξης και του ανταγωνισμού και προσφέρουν ανακατανομή των πόρων με σκοπό τη μέγιστη χρησιμότητά τους. Επιτυγχάνουν την αύξηση της απόδοσης των επιχειρήσεων και σε συνδυασμό με την δημιουργία αξίας για τους μετόχους, προσδίδουν νέα δυναμική στις επιχειρήσεις. Γενικότερα βελτιώνουν την συνολική αποτελεσματικότητα της οικονομίας και ως εκ τούτου τη γενικότερη οικονομική ζωή.

Η αντίθετη άποψη υποστηρίζει ότι οι διαδικασίες της εξαγοράς δεν τηρούν τους κανόνες διαφάνειας και πληροφόρησης με αποτέλεσμα να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στα συμφέροντα των μετόχων των εξαγοραζόμενων επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, συμβάλλουν στην στρέβλωση των τιμών λόγω της ολιγοπωλιακής οργάνωσης της αγοράς με δυσμενές αντίκτυπο στη θέση του

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

καταναλωτή. Τέλος, έχουν κοινωνικό κόστος καθώς οδηγούν στη μείωση της απασχόλησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ

Οι μελέτες κατατάσσονται κατά χρονολογική σειρά εξετάζοντας σε κάθε μελέτη έναν ή περισσότερους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης οι οποίοι συσχετίζονται με ζητήματα και κριτήρια εξαγορών τα οποία είναι: η απόδοση, η διάθεση προσφοράς και η πιθανότητα επιτυχίας.

4.1 Απόδοση

✓ Το 1997 οι Sundaramurthy, Mahoney and Mahoney, εξέτασαν την άποψη ότι οι αρνητικές αντιδράσεις της αγοράς στα αμυντικά μέτρα που υιοθετούνται από μία εταιρεία ποικίλλουν ανάλογα με τη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου της.

Οι υποθέσεις είναι δύο:

1) Η αγορά αντιδρά λιγότερο αρνητικά στα αμυντικά μέτρα που υιοθετούνται από Διοικητικά Συμβούλια τα οποία απαρτίζονται από μεγαλύτερη αναλογία εξωτερικών μελών σε σχέση με αυτά που υιοθετούνται από Διοικητικά Συμβούλια με μικρότερη αναλογία εξωτερικών μελών.

2) Η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά σε αμυντικά μέτρα που υιοθετούνται από Διοικητικά Συμβούλια στα οποία ταυτίζεται ο ρόλος του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου σε σχέση με αυτά που υιοθετούνται από Διοικητικά Συμβούλια στα οποία δεν ταυτίζεται.

Το δείγμα απαρτίζεται από 261 εταιρείες του δείκτη Standard and Poor's 500 οι οποίες υιοθέτησαν αμυντικά μέτρα κατά την περίοδο 1984-1988.

Για να ελεγχθεί η σχέση μεταξύ της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου και της αντίδρασης των αγορών από την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων αρχικά εκτιμούνται οι μη κανονικές αποδόσεις (CARs) με τη μέθοδο event study ως η διαφορά της παρατηρούμενης απόδοσης με την κανονική απόδοση όπως εκτιμάται από το CAPM. Το event window θεωρείται 50 ημέρες πριν την δημοσίευση του πληροφοριακού δελτίου και 5 μέρες μετά. Στη συνέχεια οι μη κανονικές αποδόσεις (CARs) παλινδρομούνται με τις ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες είναι ο αριθμός των εξωτερικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και η θέση του Προέδρου (ψευδομεταβλητή με τιμές 1,2) και τις μεταβλητές έλεγχου με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν στηρίζουν την αρχική υπόθεση διότι, αντίθετα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, η μεγαλύτερη αναλογία εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο οδηγεί σε περισσότερο αρνητική αντίδραση της αγοραίας τιμής της μετοχής από την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων. Αυτό σημαίνει πως η αγορά όχι μόνο δεν αντιλαμβάνεται τον ελεγκτικό ρόλο των εξωτερικών μελών αλλά παράλληλα θεωρεί ότι εξυπηρετούν κυρίως τα συμφέροντα της ανώτατης διοίκησης και όχι των μετόχων. Αντίθετα, η δεύτερη υπόθεση στηρίζεται καθώς η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά σε αμυντικά μέτρα που υιοθετήθηκαν από Διοικητικά Συμβούλια στα οποία ταυτίζεται ο ρόλος του Προέδρου και του Διευθύνοντα Συμβούλου. Σε αυτήν την περίπτωση η αγορά αντιλαμβάνεται και ενσωματώνει στην τιμή των μετοχών την ανικανότητα του Προέδρου να ασκήσει ικανοποιητικά τα καθήκοντά του όταν επιφορτίζεται και με τις ευθύνες του Γενικού Διευθυντή.

✓ Το 2002 η Rose ερεύνησε την άποψη ότι η απειλή μίας εξαγοράς βελτιώνει την εταιρική απόδοση. Πιο συγκεκριμένα σκοπός της μελέτης είναι να αξιολογήσει τις δυνάμεις που ωθούν τη διοίκηση μιας αποτελεσματικά προστατευμένης εταιρείας να εξυπηρετεί τα συμφέροντα των μετόχων.

Υπόθεση της μελέτης είναι ότι οι εταιρείες χωρίς αποτελεσματικά αμυντικά μέτρα έχουν καλύτερες αποδόσεις από αυτές στις οποίες η διοίκηση είναι αποτελεσματικά προστατευμένη έναντι μιας εχθρικής εξαγοράς.

Το δείγμα αποτελείται από όλες τις εισηγμένες εταιρείες της Δανίας στο Χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης εκτός των πιστωτικών ιδρυμάτων, των ασφαλιστικών εταιρειών και των εταιρειών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων λόγω της εποπτείας τους βάσει ειδικού νόμου. Ως πληροφοριακές πηγές χρησιμοποιούνται οι οικονομικές καταστάσεις που συνέταξαν οι εισηγμένες εταιρείες για τις χρήσεις 1995-1999.

Γίνεται μία *cross-sectional* ανάλυση η οποία χρησιμοποιεί ως ανεξάρτητες μεταβλητές μέσους όρους από τα οικονομικά στοιχεία της περιόδου εκτίμησης και ως εξαρτημένες μεταβλητές την απόδοση και την προστασία της διοίκησης. Εφαρμόζει τέσσερα διαφορετικά μέτρα απόδοσης ήτοι Tobin's Q^1 , μετοχική απόδοση σταθμισμένη κατά το μέγεθος της εταιρείας και τον MV/BV δείκτη, ROA και ROE. Ουσιαστικά εκτιμάται ένα σύστημα δύο εξισώσεων ώστε να συμπεριληφθεί σε αυτά και η σχέση αιτιότητας μεταξύ ιδιοκτησίας και απόδοσης.

Τα αποτελέσματα των εκτιμήσεων δείχνουν ότι οι απροστάτευτες εταιρείες δεν έχουν καλύτερες αποδόσεις από τις προστατευμένες έναντι εχθρικών εξαγορών

διότι τα μέτρα απόδοσης δεν εξαρτώνται από το αν η εταιρεία είναι αποτελεσματικά προστατευμένη έναντι των εξαγορών ή όχι. Συνεπώς άλλοι είναι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης στους οποίους πειθαρχεί η διοίκηση ώστε να εξυπηρετεί τα συμφέροντα των μετόχων αυξάνοντας την εταιρική απόδοση όπως η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων. Επίσης, δεν παρέχεται καμία ένδειξη ότι η διοίκηση μιας αποτελεσματικά προστατευμένης εταιρείας επιβάλλει στους μετόχους κόστη αντιπροσώπευσης και ότι θεωρεί την εξαγορά ως απειλή.

✓ Οι Chatterjee, Harrison and Bergh επιχείρησαν το 2003 να ερμηνεύσουν τα μηνύματα που απορρέουν για τις εταιρείες - στόχους από τις αποτυχημένες προσπάθειες εξαγοράς. Βασισμένοι στη θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες – στόχοι, το Διοικητικό Συμβούλιο των οποίων απαρτίζεται κυρίως από ανεξάρτητα μέλη, είναι πιο πιθανό να αγνοήσουν μία προσπάθεια εξαγοράς και να μην επαναπροσδιορίσουν την επιχειρηματική τους στρατηγική. Αντίθετα οι εταιρείες – στόχοι, τα Διοικητικά Συμβούλια των οποίων απαρτίζονται από μη ανεξάρτητα μέλη, είναι λιγότερο πιθανό να επαναπαυτούν και να μην επαναπροσδιορίσουν το στόχο και τη στρατηγική τους για τη διάσωση της εταιρείας που διοικούν.

Η κεντρική *υπόθεση* της μελέτης είναι ότι στην περίοδο μετά την απόκρουση μίας πρότασης εξαγοράς, οι εταιρείες - στόχοι οι οποίες έχουν Διοικητικά Συμβούλια με ανεξάρτητα μέλη είναι λιγότερο πιθανό να προχωρήσουν σε αναδιάρθρωση της εταιρείας σε σχέση με τις εταιρείες - στόχους τα Διοικητικά Συμβούλια των οποίων δεν αποτελούνται από ανεξάρτητα μέλη. Επομένως,

υποθέεται ότι η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου σχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα αναδιάρθρωσης της εταιρείας.

Το δείγμα αποτελείται από 76 εταιρείες - στόχους οι οποίες απέτρεψαν προτάσεις εξαγοράς κατά την περίοδο 1981-1991. Από αυτές, οι 52 εξαγοράστηκαν ενώ οι υπόλοιπες παρέμειναν ανεξάρτητες την περίοδο της μελέτης.

Εκτιμάται μία *logistic* παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας μία ψευδομεταβλητή ως εξαρτημένη μεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 αν υπάρχουν ενδείξεις αναδιάρθρωσης μετά από μια πρόταση εξαγοράς αλλιώς την τιμή 0. Ανεξάρτητες μεταβλητές θεωρούνται η ύπαρξη εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο, η μετοχική ιδιοκτησία από εσωτερικά μέλη, η μετοχική ιδιοκτησία από εξωτερικά μέλη και η ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 αν ταυτίζεται ο ρόλος του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν στηρίζουν την υπόθεση καθώς η αναδιάρθρωση είναι πιο πιθανή σε εταιρείες με υψηλά ποσοστά εσωτερικών μελών τα οποία κατέχουν μετοχές. Οι εταιρείες που έχουν δύο τουλάχιστον χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου συνδεδεμένα με την ανεξαρτησία του έχουν λιγότερες πιθανότητες να ακολουθήσουν στρατηγικές επαναπροσδιορισμού. Η εξήγηση δίνεται από την εγρήγορση και την αποφασιστικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου. Ένα ανεξάρτητο Διοικητικό Συμβούλιο είναι πιο πιθανό να βρίσκεται σε εγρήγορση σε συνεχή βάση σε σχέση με την επαναξιολόγηση της συνολικής απόδοσης των εταιρικών στρατηγικών. Συνεπώς, το shock από μία προσπάθεια εξαγοράς είναι λιγότερο

πιθανό να προκαλέσει στο Συμβούλιο την πεποίθηση ότι η στρατηγική είναι ακατάλληλη. Επίσης, τα Διοικητικά Συμβούλια που αντιδρούν αποφασιστικά και δεν είναι συναισθηματικά συνδεδεμένα με την εταιρική στρατηγική είναι πιο πιθανό να είναι πιο αντικειμενικοί ως προς το μήνυμα της αγοράς και να απαντήσουν σε αυτό.

✓ Το 2005 οι Masulis, Wang and Xie ερεύνησαν αν οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης και ιδιαίτερα ο εξωτερικός μηχανισμός της αγοράς επηρεάζουν την αποδοτικότητα μιας εξαγοράς. Τα εμπειρικά δεδομένα έως τότε έδειχναν ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες οι οποίες απεύθυναν προτάσεις εξαγοράς σε εταιρείες - στόχους με περισσότερα αμυντικά μέτρα ήταν αποδέκτες μικρότερης μετοχικής απόδοσης κατά την περίοδο ανακοίνωσης της προσφοράς. Επίσης, έδειχναν ότι οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνταν σε πιο ανταγωνιστικούς κλάδους και διαχώριζαν τη θέση του Προέδρου και του Διευθύνοντα Συμβούλου απολάμβαναν υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης των αμυντικών μέτρων.

Η κεντρική *υπόθεση* είναι ότι οι διευθυντές που προστατεύονται περισσότερο από αμυντικά μέτρα είναι πιο πιθανό να παραδοθούν σε καταστροφικές για τους μετόχους εξαγορές αφού είναι λιγότερο πιθανό να πειθαρχήσουν στο νόμο της αγοράς για την αποφυγή τέτοιων αποφάσεων.

Το *δείγμα* αποτελείται από 3.333 ολοκληρωμένες εξαγορές που έλαβαν χώρα στην Αμερική από 1268 εταιρείες κατά την περίοδο 1990-2003.

Η εξαρτημένη μεταβλητή του *μοντέλου πολλαπλής παλινδρόμησης* είναι η απόδοση της εξαγοράζουσας, οι ανεξάρτητες τα αμυντικά μέτρα και οι

μεταβλητές ελέγχου τα χαρακτηριστικά της εξαγοράζουσας και της ίδιας της εξαγοράς. Η εξαρτημένη μεταβλητή μετράται με βάση το προσαρμοσμένο μοντέλο της αγοράς για τις μετοχικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης της εξαγοράς και υπολογίζονται οι μη κανονικές αποδόσεις (CARs) πέντε ημέρες πριν και μετά την ημερομηνία της ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι ο εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει στους διευθυντές τα κατάλληλα κίνητρα ώστε να μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων. Εξαιτίας των διαστρωματικών διαφορών στην υιοθέτηση αμυντικών μέτρων, οι διευθυντές διαφορετικών εταιρειών υπόκεινται σε διαφορετικά επίπεδα πειθαρχίας από την αγορά. Αυτοί που διευθύνουν εταιρείες με περισσότερα αμυντικά μέτρα είναι πιο απομονωμένοι από την πειθαρχία που επέρχεται από την αγορά και επομένως είναι πιο πιθανό να επιδεικνύουν συμπεριφορά αυτοϊκανοποίησης. Επίσης, αποδεικνύεται ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες οι οποίες προβαίνουν σε προτάσεις εξαγορών εταιρειών με ισχυρά αμυντικά μέτρα απολαμβάνουν μικρότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης μίας προσφοράς. Τέλος, οι διευθυντές οι οποίοι αντιμετωπίζουν περισσότερη πίεση από την αγορά τείνουν να παίρνουν ορθότερες αποφάσεις για εξαγορές.

✓ Το 2008 η Kaszperczyk χρησιμοποιώντας τα μέτρα προστασίας έναντι των εξαγορών ως ένδειξη για την εταιρική διακυβέρνηση, εξέτασε πως μια εξωγενής μεταφορά της δύναμης των μετόχων στους διευθυντές επηρεάζει την

εταιρική τακτική δίνοντας μεγαλύτερη προσοχή στην ικανοποίηση των stakeholders οι οποίοι δεν έχουν μετοχικό μερίδιο στην εταιρεία.

Ελέγχονται δύο υποθέσεις:

1) Υπόθεση των μετόχων: Μία αύξηση στην προστασία έναντι των εξαγορών οδηγεί στη μείωση του εταιρικού ενδιαφέροντος στους μετόχους και τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) καθώς η διοίκηση προσπαθεί για την ικανοποίηση ιδίων συμφερόντων έναντι της εναλλακτικής υπόθεσης των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών ότι οδηγεί στην αύξηση του ενδιαφέροντος σε αυτούς.

2) Οι εταιρείες οι οποίες αυξάνουν το ενδιαφέρον τους για τους stakeholders ακολουθώντας μία αύξηση στην προστασία έναντι των εξαγορών θα έχουν υψηλότερη μακροπρόθεσμη μετοχική απόδοση σε σχέση με αυτές που δεν αυξάνουν το ενδιαφέρον τους για τους stakeholders έναντι της εναλλακτικής της.

Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 878 εταιρείες του δείκτη KLD του Ηνωμένου Βασιλείου κατά τη χρονική περίοδο 1991-2002.

Η μέθοδος εκτίμησης των παρατηρήσεων είναι το *logistic μοντέλο*. Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίζεται το εταιρικό ενδιαφέρον προς τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη και παίρνει την τιμή 1 αν το σύνολο των δυνάμεων που μετρούν την προσοχή στους stakeholders είναι μεγαλύτερο του μηδενός αλλιώς παίρνει την τιμή 0 και ως ανεξάρτητη ορίζεται η προστασία έναντι των εξαγορών.

Η πρώτη υπόθεση ήτοι η άποψη των μετόχων δεν στηρίζεται σε αντίθεση με αυτή των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών. Η εκτίμηση των παλινδρομήσεων δείχνει ότι οι εταιρείες στρέφονται προς την εξυπηρέτηση των συμφερόντων των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών όταν απειλούνται από μία πιθανή εξαγορά, με έμφαση στα συμφέροντα της μειοψηφίας και λιγότερο των εργαζομένων και των πελατών. Ταυτόχρονα, η απειλή μιας εξαγοράς ενεργοποιεί την εταιρική κοινωνική ευθύνη των εταιρειών – στόχων.

Η επίδραση της προστασίας και της προσοχής στα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη στην μετοχική απόδοση (MV/BV) εκτιμάται με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Τα αποτελέσματα στηρίζουν τη δεύτερη υπόθεση αντίθετα με την εναλλακτική της. Οι εταιρείες που ικανοποιούν τα συμφέροντα των λοιπών ενδιαφερόμενων μερών (stakeholders) μετά από μία αύξηση στην προστασία έναντι των εξαγορών επιδέχονται αύξηση του συνολικού πλούτου τους ένα με δύο χρόνια μετά, γεγονός που δείχνει ότι η αξία της προσοχής στα λοιπά μέρη υποτιμάται από την αγορά αρχικά και χρειάζεται διάστημα ενός με δύο ετών ώστε να εκτιμήσει τα οφέλη που συνδέονται με το ενδιαφέρον της εταιρείας σε αυτά.

✓ Το 2009, οι Evans and Pyles ανέλυσαν τον ρόλο της κατοχής πλειοψηφικών πακέτων μετοχών από θεσμικούς επενδυτές ή οργανισμούς στον έλεγχο της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου να υιοθετήσει αμυντικά μέτρα και στην αντίδραση της αγοράς από την υιοθέτηση αυτών.

Υποθέτουν ότι η ιδιοκτησία που είναι ευαίσθητη στην πίεση της πλειοψηφίας των μετόχων συσχετίζεται θετικά με την υιοθέτηση poison pills σε σχέση με τα

υπόλοιπα αμυντικά μέτρα αλλά αρνητικά με τα αποτελέσματα σε επίπεδο αποδόσεων που προέρχονται από την ανακοίνωση είτε των poison pills είτε εν γένει των αμυντικών μέτρων.

Το δείγμα αποτελείται από 157 εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Αμερικής οι οποίες εφήρμοσαν κάποιο από τα αμυντικά μέτρα των εξαγορών κατά την περίοδο 1984-1990.

Η υπόθεση ελέγχεται με δύο *logistic μοντέλα*. Το πρώτο παλινδρομεί την αντίδραση της τιμής της μετοχής μετά την ανακοίνωση υλοποίησης ενός αμυντικού μέτρου έναντι τη μεταβλητής για το ιδιοκτησιακό καθεστώς και των μεταβλητών ελέγχου. Η αντίδραση της τιμής της μετοχής μετράται ως η ημερήσια μη κανονική απόδοση (AER) μία ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση χρησιμοποιώντας την event study μεθοδολογία. Το δεύτερο εκτιμά με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων την πιθανότητα η εταιρεία να υιοθετήσει poison pills με δεδομένο ότι είχε την επιλογή είτε να επιλέξει άλλο αμυντικό μέτρο είτε να μη λάβει καμία αμυντική δράση.

Οι εκτιμήσεις των μοντέλων δείχνουν ότι η υπόθεση στηρίζεται επισημαίνοντας ότι οι εταιρείες με ευαίσθητους στην πίεση επενδυτές είναι πιο πιθανό να υιοθετήσουν poison pills από το να προτείνουν άλλα αμυντικά εμπόδια τα οποία απαιτούν και την ψήφο των μετόχων διότι οι ευαίσθητοι επενδυτές ασκούν παθητικό έλεγχο με σκοπό να διατηρήσουν καλές σχέσεις με την διοίκηση της εταιρείας. Επίσης, τα μεγάλα blocks ευαίσθητων επενδυτών σχετίζονται με μικρότερη απόδοση γύρω από την ανακοίνωση της υιοθέτησης poison pills.

Αντίθετα, οι «ανθεκτικοί» επενδυτές ασκούν ενεργητικό έλεγχο της διοίκησης με σκοπό να προστατέψουν τα συμφέροντά τους και για αυτόν το λόγο σχετίζονται με μικρότερη εμφάνιση poison pills και των υπολοίπων μέτρων άμυνας. Επίσης, βρίσκεται θετική συσχέτιση μεταξύ των ανωτέρω και του πλούτου που προέρχεται από την υλοποίηση αμυντικών μέτρων.

✓ Μία από τις πιο πρόσφατες μελέτες δημοσιεύτηκε το 2009 από τους Bodolica and Spraggon. Σκοπός της είναι αφενός να εξετάσει αν η εφαρμογή ειδικών όρων στα συμβόλαια αμοιβών των ανώτατων στελεχών συνδέεται με ζητήματα εξαγοράς και αφετέρου να εκτιμήσει αν τα συμβόλαια αμοιβών έχουν επίδραση στην εξισορρόπηση των συμφερόντων της διοίκησης και των μετόχων.

Υποθέτει ότι η επιλογή του τιμήματος της εξαγοράς και τα χαρακτηριστικά της εξαγοράζουσας εταιρείας επηρεάζουν την εφαρμογή των συμβολαίων αποζημίωσης.

Τα δείγμα αποτελείται από 80 Καναδικές εταιρείες οι οποίες εκκίνησαν διαδικασία εξαγοράς άνω των 10 εκατ. Καναδικών δολαρίων και ολοκλήρωσαν τις διαδικασίες ενοποίησης κατά την περίοδο 1995 έως και 2001.

Η υπόθεση ελέγχεται χρησιμοποιώντας μία *logistic παλινδρόμηση* θέτοντας ως εξαρτημένες μεταβλητές την εφαρμογή LTIPs² και την υιοθέτηση προστατευτικών μηχανισμών αποζημίωσης και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα χαρακτηριστικά της εξαγοράς και της εξαγοράζουσας εταιρείας.

Οι εκτιμήσεις του μοντέλου δείχνουν ότι η υιοθέτηση των LTIPs είναι πιο πιθανή και των προστατευτικών μηχανισμών αποζημίωσης λιγότερο πιθανή όταν υπάρχουν προβλήματα αντιπροσώπευσης στην εταιρεία-στόχο τα οποία υποδηλώνονται από το υψηλό τίμημα και τη χαμηλή εταιρική απόδοση. Επίσης, το Δ.Σ. φαίνεται ικανό να ασκήσει έλεγχο στις αμοιβές των στελεχών αποφεύγοντας τους προστατευτικούς μηχανισμούς αποζημίωσης και ωθώντας προς τα LTIPs μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς κι όταν το τίμημα για την υπεραξία της εξαγοραζόμενης εταιρείας είναι υψηλό.

4.2. Διάθεση προσφοράς

✓ Το 1998 οι Sullivan and Wong εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των εσωτερικών μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και των εξαγορών στο Ηνωμένο Βασίλειο. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν το αντίκτυπο της σύνθεσης και της ηγεσίας του Διοικητικού Συμβουλίου, της μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντών και της συμμετοχής των μετόχων στις αποφάσεις και τις ενέργειες της διοίκησης στα αποτελέσματα 331 προτάσεων εξαγοράς.

Οι υποθέσεις της μελέτης είναι δύο:

1) Η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και η μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας επηρεάζουν την αντίληψη της εταιρείας - στόχου για την επιθετικότητα μιας εξαγοράς.

2) Η δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και η μετοχική σύνθεση επηρεάζουν την επιτυχία μιας εξαγοράς.

Το δείγμα αποτελείται από 331 εταιρείες - στόχους με συνολική κεφαλαιοποίηση άνω των £10 εκ. τη χρήση πριν από την εξαγορά, στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τη χρονική περίοδο 1989-1995.

Ο έλεγχος των υποθέσεων γίνεται με δύο logit παλινδρομήσεις στις οποίες χρησιμοποιούνται ως ψευδομεταβλητές τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου και η μετοχική σύνθεση για να εξηγήσουν την αντίληψη της διοίκησης σχετικά με την επιθετικότητα μιας εξαγοράς και την πιθανότητα αυτή η εξαγορά να είναι επιτυχής.

Η εμπειρική μελέτη δεν δίνει επαρκή στήριξη στις δύο υποθέσεις. Δείχνει ότι η αναλογία των μη εκτελεστικών μελών, η μετοχική ιδιοκτησία των εξωτερικών μελών και ο διαχωρισμός του ρόλου του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου έχουν μικρή επίδραση στη φύση και στο αποτέλεσμα της εξαγοράς. Όμως, η μετοχική ιδιοκτησία των εκτελεστικών μελών των αγοραστριών και των αγοραζόμενων παίζει σημαντικό ρόλο τόσο στη διάθεση όσο και στην επιτυχία μιας εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες στις οποίες τα εκτελεστικά μέλη κατέχουν πακέτο μετοχών είναι λιγότερο πιθανό να διεξάγουν μια επιθετική εξαγορά. Αυτό σημαίνει ότι στην περίπτωση που η εταιρεία – στόχος διακρίνεται από υψηλή μετοχική ιδιοκτησία των διοικούντων, η εξαγοράζουσα εταιρεία θα κάνει προσφορά μόνο εφόσον έχει πρώτα εξασφαλίσει τη συναίνεση της εταιρείας – στόχου άρα και την αύξηση της πιθανότητας επιτυχίας της. Τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης έρχονται σε αντίθεση με τη βιβλιογραφία κυρίως λόγω της φύσης του δείγματος το οποίο περιλαμβάνει εταιρείες που είναι στόχοι - εξαγοράς και λόγω της μη χρησιμοποίησης των αμυντικών μέτρων ως μεταβλητή στο υπόδειγμα.

✓ Το 2004 οι Bange and Mazzeo έδειξαν ότι οι εξαγοράζουσες εταιρείες λαμβάνουν υπόψη τα χαρακτηριστικά της δομής του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας – στόχου όταν αποφασίζουν για το είδος της προσφοράς και του τιμήματος εξαγοράς.

Η υπόθεση αυτής της μελέτης είναι ότι οι εχθρικές προσφορές δηλαδή αυτές που είναι απρόσμενες στο Διοικητικό Συμβούλιο και στους διευθυντές της εταιρείας – στόχου εξαρτώνται από μεταβλητές που σχετίζονται με ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης

Το δείγμα της έρευνάς τους αποτελείται από 436 συνολικά επιτυχημένες και αποτυχημένες προτάσεις εξαγοράς εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης μέχρι και το 1991.

Το εκτιμώμενο μοντέλο είναι μία *logistic παλινδρόμηση* στην οποία η εξαρτημένη ψευδομεταβλητή «εχθρική προσφορά» παίρνει την τιμή 1 αν η προσφορά δεν είναι ή δεν καταστεί διαπραγματεύσιμη μεταξύ εξαγοράστριας και στόχου αλλιώς παίρνει την τιμή 0. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι η αποτελεσματικότητα του Διοικητικού Συμβουλίου (μέγεθος, ταύτιση θέσεως Προέδρου και Διευθύνοντος Συμβούλου και ανεξαρτησία), το ιδιοκτησιακό καθεστώς, οι αμοιβές των διευθυντών, τα οικονομικά στοιχεία και τα αμυντικά μέτρα της εταιρείας – στόχου.

Τα εμπειρικά δεδομένα αυτής της παλινδρόμησης καταδεικνύουν ότι η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι πιο πιθανό να προβεί σε εχθρική προσφορά όταν:

α) το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας – στόχου είναι μεγάλο διότι είναι πιο πιθανό να μη λειτουργεί ορθά λόγω του μεγέθους αφήνοντας τους διευθυντές

ελεύθερους να παίρνουν αποφάσεις χωρίς την επίβλεψη του β) ταυτίζεται ο ρόλος του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου διότι η εξαγοράστρια αντιλαμβάνεται τη διοίκηση μιας εταιρείας με μη διακριτούς ηγετικούς ρόλους ως ανοχύρωτη και γ) τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν διευθυντικά καθήκοντα.

Αντίθετα, είναι πιθανότερο να προβεί σε φιλική προσφορά όταν: α) υπάρχει μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, β) υψηλότερος δανεισμός και γ) αυξητική πορεία των πωλήσεων.

Παράλληλα εκτίμησαν με τη μέθοδο παλινδρόμησης τη συσχέτιση του αρχικού τιμήματος προσφοράς με τις ανωτέρω ανεξάρτητες μεταβλητές. Τα τελικά συμπεράσματα είναι ότι οι εταιρείες – στόχοι λαμβάνουν μικρότερα τιμήματα προσφοράς όταν η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου απαρτίζεται από ανεξάρτητα μέλη και ταυτίζεται η θέση του Προέδρου και του Διευθύνοντα Συμβούλου παρόλο που σε αυτήν την περίπτωση τα κέρδη των μετόχων είναι μεγαλύτερα. Το ίδιο συμβαίνει κι όταν τα εξωτερικά μέλη αντιπροσωπεύουν την πλειοψηφία στο Διοικητικό Συμβούλιο.

✓ Οι Miller, Bretton-Miller and Lester εξέτασαν το 2009 τη συσχέτιση μεταξύ της οικογενειακής ιδιοκτησίας των εισηγμένων, αγοραστριών εταιρειών και του αριθμού, του μεγέθους και της διάθεσης των εξαγορών που πραγματοποιούν προκειμένου να διατηρήσουν τον πλούτο τους.

Η *πρώτη υπόθεση* είναι ότι ο αριθμός και η αξία των εξαγορών είναι αρνητικά συσχετιζόμενοι με το ποσοστό των εταιρειών οι οποίες διοικούνται από οικογενειακά μέλη. Η *δεύτερη υπόθεση* είναι ότι οι εξαγορές που

πραγματοποιούνται στον κλάδο δραστηριοποίησης της οικογενειακής εταιρείας είναι αντιστρόφως ανάλογες με το ποσοστό της οικογενειακής ιδιοκτησίας.

Το δείγμα αποτελείται από 898 βιομηχανίες και εταιρείες παροχής υπηρεσιών για τη χρονική περίοδο 1996-2000 εκ των οποίων οι 263 διοικούνται από οικογενειακά μέλη, οι 141 ιδρύθηκαν από οικογενειακά μέλη αλλά δεν διοικούνται από αυτά και οι 492 δεν έχουν σχέση με οικογενειοκρατία.

Η εκτίμηση των στοιχείων γίνεται μέσω ανάλυσης παλινδρόμησης, κατά την οποία εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο αριθμός και το μέγεθος των εξαγορών και ανεξάρτητη το οικογενειακό ποσοστό ιδιοκτησίας σταθμισμένων των παραγόντων οι οποίοι επηρεάζουν τις εξαγορές όπως τα χαρακτηριστικά των εταιρειών και της εξαγοράς.

Από την εκτίμηση των μοντέλων συμπεραίνεται ότι η πρώτη υπόθεση στηρίζεται καθώς φαίνεται ότι υψηλότερα ποσοστά οικογενειακής ιδιοκτησίας συσχετίζονται με μικρότερο αριθμό και αξία εξαγορών. Επίσης στήριξη παρέχεται και στη δεύτερη υπόθεση αφού τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι όσο αυξάνεται η οικογενειακή ιδιοκτησία της εταιρείας τόσο αυξάνεται και η τάση της να προβαίνει σε εξαγορές διαφοροποίησης. Πιο συγκεκριμένα, οι μεγάλες οικογενειακές επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να προβούν σε εξαγορές διαφοροποίησης ως εξαγοράζουσες σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες, διότι διαφοροποιούν τον οικογενειακό πλούτο. Συνεπώς δεν είναι μόνο οι ελεγκτικές ικανότητες των οικογενειακών μελών που επηρεάζουν τη συμπεριφορά τους ως προς τις εξαγορές αλλά και οι προτεραιότητες και η αντίληψή τους για τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου.

4.3. Πιθανότητα επιτυχίας

✓ Ο Shivdasani το 1993 μελέτησε τις διαφορές στη δομή του Διοικητικού Συμβουλίου και στη μετοχική ιδιοκτησία που επιδρούν στην πιθανότητα μιας εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα επιχείρησε να εξετάσει αν τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου και οι εχθρικές εξαγορές είναι υποκατάστατοι μηχανισμοί και αν η μετοχική ιδιοκτησία που δεν εμπλέκεται με τη διοίκηση και οι εχθρικές εξαγορές είναι συμπληρωματικοί μηχανισμοί.

Οι υποθέσεις που ελέγχονται είναι δύο

1) Η ύπαρξη εξωτερικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο αυξάνει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και την πιθανότητα εξαγοράς

2) Η υψηλότερη μετοχική ιδιοκτησία των εξωτερικών μελών μειώνει την πιθανότητα εξαγοράς

Το δείγμα αποτελείται από 1158 εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Αμερικής οι οποίες δέχθηκαν προτάσεις εξαγοράς κατά τη διάρκεια 1980-1988.

Οι 247 έλαβαν εχθρικές προτάσεις, οι 258 ήταν στόχοι φιλικών εξαγορών ενώ οι υπόλοιπες 653 δεν έλαβαν καμία πρόταση εξαγοράς. Θεωρείται εχθρική μία πρόταση όταν είτε απορρίφθηκε, είτε δεν έγινε αντιληπτή από το Διοικητικό Συμβούλιο, είτε χρησιμοποιήθηκαν αμυντικά μέτρα.

Οι παρατηρήσεις εισάγονται σε μια logit παλινδρόμηση με την εξαρτημένη μεταβλητή να παίρνει την τιμή 1 αν πρόκειται για εταιρεία - στόχο ειδάλλως την τιμή 0. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού συμβουλίου και η μετοχική ιδιοκτησία του.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δείχνουν ότι συγκρίνοντας τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιρειών – στόχων με τους μη στόχους, η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου μετρημένη με την ύπαρξη εξωτερικών μελών δεν έχει σημαντική επίδραση στην πιθανότητα εχθρικής εξαγοράς επομένως δεν επιβεβαιώνεται η πρώτη υπόθεση. Εν τούτοις, τα εξωτερικά μέλη στις εταιρείες – στόχους εμφανίζονται να είναι πιο αποτελεσματικά στη μείωση της πιθανότητας για εξαγορά όταν η μετοχική ιδιοκτησία και η προσφορά των υπηρεσιών τους σε άλλα Διοικητικά Συμβούλια είναι υψηλές. Όμως, η πλειονότητα της βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι τα εξωτερικά μέλη στις εταιρείες - στόχους έχουν μικρότερη ιδιοκτησία στην εταιρεία και είναι μέλη σε λιγότερα Διοικητικά Συμβούλια σε σχέση με τα εξωτερικά μέλη των εταιρειών μη στόχων. Επομένως, αποδεικνύεται ότι η κατοχή πακέτων μετοχών από εξωτερικά μέλη έχει σημαντική επίδραση στην πιθανότητα διεξαγωγής μιας εξαγοράς δείχνοντας ότι είναι δύο συμπληρωματικοί μηχανισμοί πειθαρχίας των ανώτερων στελεχών. Αντίθετα, η κατοχή πακέτων μετοχών από εσωτερικά μέλη μειώνει την πιθανότητα εξαγοράς και τονίζει την σημαντικότητα του διαχωρισμού ανάμεσα στα κίνητρα των εσωτερικών και εξωτερικών μελών.

✓ Οι Arthur and Taylor ερεύνησαν το 1995 τον τρόπο με τον οποίο η σύνθεση και το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου μιας εταιρείας αντικατοπτρίζουν την ισχύουσα νομοθεσία για τα αμυντικά μέτρα των εξαγορών.

Ειδικότερα, υποθέτουν ότι όσο πιο αυστηρή είναι η νομοθεσία περί των εξαγορών και πιο συγκεκριμένα περί της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων τόσο μειώνεται η πιθανότητα επιτυχίας μιας εξαγοράς και αυξάνεται η ζήτηση για έλεγχο από εξωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

Η ανάλυσή τους βασίζεται σε δείγμα 241 εταιρειών εκ των οποίων οι 93 δραστηριοποιούνται σε πολιτείες της Αμερικής με αυστηρή νομοθεσία περί των εξαγορών, οι 78 σε μεσαία κατηγορία και οι 70 σε πολιτείες με ελαστικότερη νομοθεσία για τις εξαγορές.

Εκτιμάται ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης στο οποίο εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αναλογία των εξωτερικών μελών στο σύνολο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Ως ανεξάρτητη χρησιμοποιείται μία ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή 1 αν η νομοθεσία της πολιτείας είναι αυστηρή αλλιώς την τιμή 0 και ως μεταβλητές ελέγχου το μέγεθος της εταιρείας και η μόχλευσή της.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης στηρίζουν την αρχική υπόθεση καθώς δείχνουν υποκατάσταση μεταξύ των εξωτερικών μελών και του εξωτερικού μηχανισμού διακυβέρνησης. Το απόλυτο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και η αναλογία των εξωτερικών μελών του συσχετίζονται σημαντικά και θετικά με την αυστηρότητα της νομοθεσίας περί εξαγορών. Επίσης, φαίνεται ότι οι εταιρείες με σχετικά αυστηρή νομοθεσία για τις εξαγορές προσλαμβάνουν περισσότερα εξωτερικά μέλη, τακτική η οποία οδηγεί σε ταυτόχρονη πρόσληψη και εσωτερικών μελών διότι οι δεύτεροι είναι πιο εύκολο να ελέγξουν τους διευθυντές και να μεταφέρουν τα συμπεράσματά τους στα εξωτερικά μέλη.

✓ Το 1996 ο Sundaramurthy μελέτησε τη σχέση της εταιρικής διακυβέρνησης με τα αμυντικά μέτρα μιας επιχείρησης. Χρησιμοποιώντας τη θεωρία αντιπροσώπευσης εξέτασε το διαφορετικό αντίκτυπο της μετοχικής ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές και από διευθυντές και τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου στο επίπεδο υιοθέτησης αμυντικών μέτρων συμπεριλαμβανομένων και αυτών που δεν απαιτείται η έγκριση των μετόχων.

Οι υποθέσεις της έρευνας είναι 7:

1) Υψηλό επίπεδο ελέγχου από θεσμικούς επενδυτές μειώνει την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων.

1^α) Υψηλό επίπεδο ελέγχου από θεσμικούς επενδυτές έχει μεγαλύτερη επίδραση στην υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που απαιτούν την έγκριση των μετόχων.

2) Η κατοχή μετοχών από τους διευθυντές έχει θετικό αντίκτυπο στην υιοθέτηση αμυντικών μέτρων.

2^α) Η κατοχή μετοχών από τους διευθυντές έχει θετικότερο αντίκτυπο στην υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που δεν απαιτούν την έγκριση των μετόχων.

3) Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της αναλογίας των εξωτερικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων.

4) Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της αναλογίας πιστών εξωτερικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων.

5) Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μέσου όρου κατοχής μετοχών από τα εξωτερικά μέλη και της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων.

6) Οι εταιρείες μόνο με Πρόεδρο στο Διοικητικό Συμβούλιο έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα για υιοθέτηση αμυντικών μέτρων από αυτές όπου το Διοικητικό τους Συμβούλιο απαρτίζεται από Πρόεδρο και Διευθύνοντα Σύμβουλο.

7) Τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου θα έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στην υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που δεν απαιτούν την έγκριση των μετόχων.

Το δείγμα της έρευνας συγκεντρώθηκε από τη χρονική περίοδο 1984-1988 και αποτελείται από 185 εταιρείες του δείκτη Standard and Poor' s 500 (1985) οι οποίες δεν έχουν υιοθετήσει κάποιο αμυντικό μέτρο μέχρι και το 1984.

Η εκτίμηση του μοντέλου γίνεται με μια *πολλαπλή παλινδρόμηση* στην οποία ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα χαρακτηριστικά του Διοικητικού Συμβουλίου, η μετοχική ιδιοκτησία από τους διευθυντές και τους θεσμικούς επενδυτές. Οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι αμυντικά μέτρα που είτε χρειάζονται την έγκριση των μετόχων είτε όχι.

Τα αποτελέσματα του μοντέλου έδωσαν στήριξη στην πρώτη, δεύτερη και τέταρτη υπόθεση ενώ δεν επιβεβαιώθηκε η τρίτη, πέμπτη, έκτη και έβδομη υπόθεση. Το κυριότερο συμπέρασμα είναι ότι ενώ οι μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης φαίνεται να μπορούν να προβλέψουν την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων, το αντίκτυπο των αμυντικών μέτρων ποικίλλει ανάλογα με την προϊστορία αυτών που έχουν υιοθετηθεί σε μία εταιρεία και με την απαίτηση για έγκριση των μετόχων. Οι θεσμικοί επενδυτές μειώνουν την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων όταν απαιτείται η έγκριση των μετόχων γεγονός που δείχνει ότι έχουν επίδραση στις εταιρικές αποφάσεις όταν τους δίνεται το δικαίωμα να ψηφίσουν. Αντίθετα, η μετοχική ιδιοκτησία των διευθυντών μειώνει την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που δεν απαιτούν την έγκριση των μετόχων διότι οδηγούνται σε περισσότερη

διοικητική δύναμη άρα και οχύρωση επειδή τα συμφέροντα τους ταυτίζονται με αυτά των λοιπών μετόχων.

✓ Ο Goldstein μελέτησε το 2002 την άποψη ότι οι εχθρικές εξαγορές παίζουν σημαντικό ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση, προκαλώντας χρηματοοικονομική πίεση στις εταιρείες που διακρίνονται από αναποτελεσματική διοίκηση. Ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις Η.Π.Α. οι εξαγορές θεωρούνται ότι επιβάλλουν την πειθαρχία και αντικαθιστούν τους αναποτελεσματικούς διευθυντές ενώ παράλληλα η απειλή μιας εξαγοράς ασκεί πίεση στη διοίκηση ώστε να δρα υπέρ της ικανοποίησης των συμφερόντων των μετόχων.

Ελέγχεται η *υπόθεση* των ελεύθερων ταμιακών ροών η οποία υποστηρίζει ότι η τρέχουσα αποδοτικότητα μιας εταιρείας μπορεί να μη σημαίνει και τρέχουσα αποτελεσματική διαχείριση των εταιρικών πόρων. Πιο συγκεκριμένα ελέγχεται η υπόθεση ότι αν οι επενδυτικές ευκαιρίες μιας εταιρείας είναι περιορισμένες τότε η ύπαρξη υψηλών διαθεσίμων και χαμηλού επιπέδου μόχλευσης υποδηλώνει πρόβλημα ελεύθερων ταμιακών ροών το οποίο θα μπορούσε να καταστήσει την εταιρεία υποψήφιο στόχο για εξαγορά.

Το *δείγμα* εμπεριέχει 237 προτάσεις εχθρικής εξαγοράς μεγάλων αμερικάνικων εταιρειών του δείκτη S & P's – 1978 κατά την περίοδο ακμής για τις εξαγορές 1978-1989.

Η υπόθεση ελέγχεται εκτιμώντας με τη μέθοδο της μεγίστης πιθανοφάνειας (maximum likelihood ratio) ένα *logit μοντέλο* στο οποίο η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η πιθανότητα εξαγοράς και παίρνει την τιμή 1 ή 0 και οι ανεξάρτητες είναι

τα διαθέσιμα κεφάλαια της εταιρείας, οι επενδυτικές ευκαιρίες και η μόχλευσή της.

Τα αποτελέσματα της εκτίμησης δείχνουν ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν εξηγούν την εξαρτημένη μεταβλητή σε ικανοποιητικό βαθμό στατιστικής σημαντικότητας με εξαίρεση τη μόχλευση που δείχνει αρνητική σχέση με την πιθανότητα εξαγοράς. Επομένως, η υπόθεση των ελεύθερων ταμιακών ροών δεν στηρίζεται επαρκώς καθώς οι εταιρείες με μικρότερο δανεισμό φαίνεται να είναι πιο πιθανοί στόχοι εξαγορών.

✓ Οι Jiraporn, Kim and Davinson εξέτασαν το 2005 την επίδραση της δύναμης των δικαιωμάτων των μετόχων στις αμοιβές των Γενικών Διευθυντών (CEO's).

Οι *υποθέσεις* προς εξέταση είναι τρεις:

- 1) Οι Γενικοί Διευθυντές των εταιρειών όπου τα δικαιώματα των μετόχων είναι αυστηρά αποκτούν υψηλότερα επίπεδα αποζημίωσης.
- 2) Οι Γενικοί Διευθυντές των εταιρειών με περισσότερα αμυντικά μέτρα απολαμβάνουν υψηλότερα επίπεδα αποζημίωσης.
- 3) Οι Γενικοί Διευθυντές των εταιρειών με περισσότερους αμυντικούς μηχανισμούς οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των Διευθυντών αποκτούν χαμηλότερα επίπεδα αποζημίωσης.

Το *δείγμα* αποτελείται από 4.153 παρατηρήσεις που αντιπροσωπεύουν τις αμοιβές των Γενικών Διευθυντών σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της ExecComp για τις χρονιές 1993,1995,1998 και 2000.

Εκτιμάται ένα μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης στο οποίο εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι αμοιβές των Γενικών Διευθυντών, ανεξάρτητες μεταβλητές είναι τα δικαιώματα των μετόχων, τα αμυντικά μέτρα και η στρατηγική των εταιρειών και μεταβλητές ελέγχου η μετοχική ιδιοκτησία των Γενικών Διευθυντών.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα στηρίζουν την πρώτη υπόθεση καθώς οι Γενικοί Διευθυντές των εταιρειών όπου τα δικαιώματα των μετόχων είναι περιορισμένα αποκτούν υψηλότερες αμοιβές συμπεριλαμβανομένων και των bonuses. Στήριξη παρέχεται και στη δεύτερη υπόθεση αφού υπάρχει ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ των αποζημιώσεων των Γενικών Διευθυντών και της προστασίας τους έναντι εχθρικών εξαγορών. Η τρίτη υπόθεση δεν επιβεβαιώνεται καθώς οι Γενικοί Διευθυντές των εταιρειών που είναι περισσότερο οχυρωμένοι απολαμβάνουν και υψηλότερες αποζημιώσεις.

✓ Το 2009 οι Achleitner, Betzer and Hinterramskogler ερεύνησαν τη στρατηγική των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (private equity investors) να ιδιωτικοποιούν τις εισηγμένες εταιρείες η δομή των οποίων κυριαρχείται από πλειοψηφούντες μετόχους. Ουσιαστικά θέλησαν να αποδείξουν ότι η τακτική αυτή έχει ως απώτερο σκοπό να μετριάσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης και να βελτιώσουν την εταιρική διακυβέρνηση των εταιρειών-στόχων ιδιωτικοποίησης.

Οι υποθέσεις που εξετάζονται είναι οι εξής:

1) Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια επενδύουν σε επιχειρήσεις στις οποίες η διοίκηση έχει μικρό ιδιοκτησιακό ποσοστό σε αντιδιαστολή με την εναλλακτική της.

2) Η πιθανότητα επένδυσης ιδιωτικών κεφαλαίων είναι υψηλότερη για επιχειρήσεις που έχουν ταυτόχρονα χαμηλούς δείκτες μόχλευσης και υψηλές φορολογικές υποχρεώσεις.

3) Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια προτιμούν να επενδύουν σε εταιρείες με ταυτόχρονα χαμηλούς δείκτες μόχλευσης, υψηλές ταμειακές ροές και προοπτικές χαμηλής ανάπτυξης.

4) Η πιθανότητα μία επιχείρηση να γίνει στόχος των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη όταν έχει υψηλές κεφαλαιακές δαπάνες.

5) Η πιθανότητα να πάψει να είναι εισηγμένη μία επιχείρηση είναι αντιστρόφως ανάλογη της πορείας της μετοχής της πριν την ιδιωτικοποίηση.

Το δείγμα αποτελείται από 108 επιχειρήσεις με έδρα την ηπειρωτική Ευρώπη οι οποίες έπαψαν να είναι εισηγμένες από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια μεταξύ 1997-2007.

Ο έλεγχος των υποθέσεων πραγματοποιείται μέσω ενός *logistic μοντέλου* στο οποίο η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει την τιμή 1 αν η εταιρεία ανήκει στο group των εταιρειών προς έξοδο από το χρηματιστήριο ειδάλλως την τιμή 0. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές ήτοι διοίκηση, μόχλευση, φόροι, απόδοση, κίνδυνος, μέγεθος συνδέονται με γραμμικό τρόπο με την εξαρτημένη μεταβλητή.

Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης δίνουν συνολική στήριξη στις υποθέσεις ότι τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια αποσκοπούν στην μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιρειών-στόχων. Πιο συγκεκριμένα, φαίνεται ότι οι εταιρείες-στόχοι

χαρακτηρίζονται από: α) έλλειψη κινήτρων (χαμηλή ιδιοκτησία διοίκησης) είτε από υπερβολικό ενδιαφέρον για το μη συστηματικό ρίσκο της εταιρείας (υψηλή ιδιοκτησία της διοίκησης) β) μεγάλη δυνατότητα δανεισμού διότι μία αύξηση στο δανεισμό θα μειώσει το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών από την ύπαρξη περιορισμένων επενδυτικών σχεδίων και γ) συγκεντρωτική ιδιοκτησιακή δομή και πλειοψηφικά πακέτα μετοχών ώστε να απαλλάσσονται τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια από ευθύνες και έλεγχο.

✓ Τη σχέση μεταξύ του επιπέδου των δικαιωμάτων ψήφου που έχει ένας και μοναδικός μέτοχος μιας επιχείρησης και της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων μελέτησαν και οι Ruiz-Mallorqui and Santana-Martin το 2009.

Οι υποθέσεις ελέγχουν αν οι διαφορετικές κατηγορίες θεσμικών επενδυτών έχουν τους ίδιους σκοπούς και το ίδιο επίπεδο συνδετικών σχέσεων με την εταιρεία στην οποία επενδύουν και είναι τρεις:

1) Ο έλεγχος ο οποίος ασκείται από ένα πιστωτικό ίδρυμα ως ιδιοκτήτη της επιχείρησης αυξάνει το επίπεδο των αμυντικών μέτρων που υιοθετούνται σε αυτήν την επιχείρηση διότι το πιστωτικό ίδρυμα έχει ως σκοπό να σταθεροποιήσει τη θέση του στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας.

2) Ο έλεγχος ο οποίος ασκείται από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια έχοντας την ιδιοκτησία σε μία επιχείρηση μειώνει το επίπεδο των αμυντικών μέτρων που υιοθετούνται σε αυτήν την επιχείρηση καθώς η δραστηριότητά τους αποσκοπεί κυρίως στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους και λιγότερο στην εμπλοκή τους στη διοίκηση της εταιρείας που επενδύουν.

3) Η ύπαρξη μιας ομοιογενούς ιδιοκτησιακή δομής στην οποία οι δύο κύριοι μέτοχοι είναι πιστωτικά ιδρύματα αυξάνει το επίπεδο των αμυντικών μέτρων που υιοθετούνται στην επιχείρηση.

Το δείγμα αποτελείται από 159 επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ισπανίας κατά την χρονική περίοδο 1996-2006.

Η ανάλυση πραγματοποιείται με την εκτίμηση δύο μοντέλων, ενός *probit* για την πιθανότητα η επιχείρηση να προστατεύεται ή όχι και ενός *zero inflated poisson μοντέλου* για την εκτίμηση του επιπέδου της προστασίας. Το δεύτερο μοντέλο λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά της εξαρτημένης μεταβλητής η οποία είναι ένας δείκτης άμυνας και παίρνει τιμές από 0 έως 5 ανάλογα με τα μέτρα άμυνας που εφαρμόζει η κάθε επιχείρηση. Οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι δύο και αντιπροσωπεύουν το επίπεδο των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει ένας μοναδικός ιδιοκτήτης και παίρνουν την τιμή 1 αν ο μοναδικός ιδιοκτήτης της επιχείρησης είναι ένα πιστωτικό ίδρυμα ή ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια ειδάλλως την τιμή 0. Επίσης, συμπεριλαμβάνεται και η μεταβλητή που μετρά την επίδραση της ιδιοκτησιακής ομοιογένειας στην προστασία της επιχείρησης και παίρνει την τιμή 1 αν οι δύο μεγαλύτεροι μέτοχοι της επιχείρησης είναι πιστωτικά ιδρύματα αλλιώς την τιμή 0. Οι μεταβλητές ελέγχου περιλαμβάνουν τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, του Διοικητικού Συμβουλίου και των χρηματοοικονομικών δεικτών της.

Τα αποτελέσματα που συγκεντρώθηκαν αποκαλύπτουν ότι η παρουσία μίας τράπεζας ως ιδιοκτήτη σε μία εταιρεία έχει θετική επίδραση στην πιθανότητα και στο επίπεδο προστασίας της παρόλο που όσο αυξάνεται η συγκέντρωση

δικαιωμάτων ψήφου στην τράπεζα, η υιοθέτηση αμυντικών μέτρων μειώνεται. Επομένως, συμπεραίνεται ότι η ιδιοκτησία και τα αμυντικά μέτρα προσφέρονται ως υποκατάστατοι μηχανισμοί για τα πιστωτικά ιδρύματα ώστε να προστατέψουν τα ιδιωτικά συμφέροντά τους.

Ακολούθως, η παρουσία ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων στην ιδιοκτησία μιας εταιρείας αυξάνει την πιθανότητα και το επίπεδο προστασίας της. Η προστασία με τη σειρά της μπορεί να αυξήσει την ευκαιριακή δύναμη των επενδυτικών κεφαλαίων τα οποία δε θα συναντούσαν σοβαρά εμπόδια σε μία πιθανή απόσυρσή τους καθώς θα υπήρχαν άλλοι εν δυνάμει μέτοχοι που θα επιθυμούσαν την πλειοψηφική ιδιοκτησία τους.

Τέλος, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι όταν υπάρχει ιδιοκτησιακή ομοιογένεια με τράπεζες να αποτελούν τον κύριο μέτοχο υπάρχει μεγαλύτερη τάση προστασίας και μεγαλύτερος αριθμός προστατευτικών μέτρων στην εταιρεία.

✓ Οι Carron and Guillen εξέτασαν το 2009 τα χαρακτηριστικά των εθνικών συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία επηρεάζουν τα συμφέροντα των μετόχων και των εργαζομένων στη φάση της αναδιάρθρωσης έπειτα από μία εξαγορά.

Ελέγχονται 3 υποθέσεις:

1) Όσο πιο ισχυρή είναι η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων στη χώρα της εξαγοράζουσας εταιρείας τόσο περισσότερο η εξαγοραζόμενη εταιρεία θα υποστεί αναδιάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων και των πόρων της.

2) Όσο πιο ισχυρή είναι η νομική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης εταιρείας στην χώρα – στόχο, τόσο μικρότερης εμβέλειας αναδιάρθρωση θα υποστεί η εξαγοραζόμενη έπειτα από μία εξαγορά.

3) Η εξαγοράζουσα εταιρεία μετακυλύει τις αρνητικές επιπτώσεις της προστασίας των δικαιωμάτων των εργαζομένων της εξαγοραζόμενης στην αναδιάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων και των πόρων της.

Το δείγμα περιλαμβάνει 253 εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από 190 εταιρείες εξαγοραστές με έδρα 14 χώρες και 63 εξαγοραζόμενες με έδρα 27 χώρες κατά την περίοδο 1988-1992. Το 90% του συνόλου των εταιρειών εδρεύει στην Γαλλία, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στις ΗΠΑ, στη Γερμανία, στη Σουηδία, στο Βέλγιο και στην Ελβετία.

Το μοντέλο πολλαπλής παλινδρόμησης εκτιμάται με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το μέγεθος της αναδιάρθρωσης των εξαγοράζουσων και εξαγοραζόμενων εταιρειών. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι οι αλλαγές στα δικαιώματα των μετόχων, των εργαζομένων και η εμπειρία της εξαγοράζουσας να μετακυλύει τις αρνητικές συνέπειες της προστασίας των δικαιωμάτων των εργαζομένων.

Η εκτίμηση του μοντέλου δείχνει ότι υποστηρίζονται και οι 3 υποθέσεις του. Το μέγεθος της αναδιάρθρωσης της εταιρείας - στόχου εξαρτάται από τη φύση των κανονισμών που ισχύουν στους εθνικούς οργανισμούς της εδρεύουσας χώρας. Η ισχυρότερη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων στη χώρα της εξαγοράζουσας σε σχέση με της εξαγοραζόμενης αυξάνει την ικανότητα της

εξαγοράζουσας να αναδιαρθρώνει το ενεργητικό και να μοχλεύει το παθητικό της εξαγοραζόμενης, ενώ η προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων στη χώρα της εξαγοραζόμενης εμποδίζει την ικανότητα της εξαγοράζουσας να αναδιαρθρώνει την εξαγοραζόμενη.

✓ Οι παράγοντες οι οποίοι εξηγούν την απόδοση και τον αριθμό θέσεων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου των εταιρειών - στόχων μετά την εξαγορά είναι το αντικείμενο μελέτης των Bugeja, Da Silva Rosa and Lee το 2009.

Οι ελεγχόμενες υποθέσεις είναι δύο:

1) Η μελλοντική καριέρα των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου καθορίζεται από την απόδοσή τους στην εταιρεία – στόχο κατά την περίοδο της διαπραγμάτευσης της εξαγοράς.

2) Η υπερβολικά συχνή αλλαγή στις θέσεις των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας – στόχου η οποία βρίσκεται υπό πρότασης εξαγοράς συσχετίζεται με τις πράξεις των μελών πριν και μετά την διαπραγμάτευση της εξαγοράς.

Το δείγμα των παρατηρήσεων περιλαμβάνει 135 εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Αυστραλίας οι οποίες τέθηκαν στόχοι εξαγοράς κατά την περίοδο 2000-2002.

Η εκτίμηση των στοιχείων για την πρώτη υπόθεση γίνεται από μία *logit* παλινδρόμηση η οποία περιλαμβάνει τους παράγοντες που επηρεάζουν την εκδίωξη των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου μετά την εξαγορά και είναι η απόδοση της εταιρείας - στόχου, τα χαρακτηριστικά των μελών και της

εξαγοράς. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η απόδοση των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και παίρνει την τιμή 1 αν το μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου δεν διατηρεί τη θέση του μετά την εξαγορά αλλιώς παίρνει την τιμή 0.

Τα *αποτελέσματα* του εκτιμημένου μοντέλου δείχνουν ότι ακόμα και σε αποτυχημένες εξαγορές περίπου το 50% των μελών φεύγει από την εταιρεία - στόχο μέσα σε δύο χρόνια από την πρόταση εξαγοράς. Το ποσοστό αυτό είναι πολύ υψηλότερο από αυτό που έχει καταγραφεί στο Ηνωμένο Βασίλειο (Franks and Mayer, 1996) και τις ΗΠΑ (Harford, 2003). Επίσης, υποδεικνύεται ότι τα μέλη τα οποία συμμετείχαν σε διαδικασία εξαγοράς ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα της, κατόρθωσαν να αποκτήσουν αντίστοιχη θέση σε άλλα Διοικητικά Συμβούλια χάρη στην εμπειρία που απέκτησαν κατά την διαπραγμάτευση της εξαγοράς.

Για τον έλεγχο της δεύτερης υπόθεσης εκτιμάται μία *παλινδρόμηση* με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων χρησιμοποιώντας την υπερβολική αλλαγή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου μετά την εξαγορά ως εξαρτημένη μεταβλητή. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι παρόμοιες με αυτές που χρησιμοποιήθηκαν για τον έλεγχο της πρώτης υπόθεσης.

Η δεύτερη παλινδρόμηση δείχνει ότι η χαμηλή επίδοση των μη εκτελεστικών μελών πριν την περίοδο εξαγοράς αυξάνει την πιθανότητα να αντικατασταθούν μετά από μια επιτυχημένη εξαγορά. Αντίθετα, όσο μεγαλύτερη είναι η προσπάθεια για αποδοτική διαχείριση της εταιρείας που καταβάλουν τα μη εκτελεστικά μέλη τόσο υψηλότερη είναι και η πιθανότητα να διατηρήσουν τις θέσεις τους μετά από μια αποτυχημένη εξαγορά.

✓ Το 2009 οι Rynagaert και Scholten χρησιμοποιώντας ως σημείο αναφοράς την απόφαση Delaware Supreme Court's Time Warner³ (1989) μελέτησαν τις ματαιωμένες προτάσεις εξαγοράς πριν και μετά τον Ιούλιο του 1989 ώστε να εκτιμήσουν τις άμεσες συνέπειες των ισχυρότερων αμυντικών μέτρων που χρησιμοποιήθηκαν για να ματαιώσουν μια εξαγορά, στον πλούτο των μετόχων και στην απόδοση των διευθυντών.

Η υπόθεση της μελέτης προβάλλει ότι τα ισχυρότερα αμυντικά μέτρα επιτρέπουν στο Διοικητικό Συμβούλιο να «παραστρατεί» από τον στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων με λιγότερες συνέπειες.

Το δείγμα αποτελείται από 269 ματαιωμένες προσπάθειες εξαγοράς στην Αμερική κατά την περίοδο 1980-2000, 143 πριν την Time Warner απόφαση και 126 μετά.

Οι παρατηρήσεις εισάγονται σε μια logit παλινδρόμηση και με τη χρήση ψευδομεταβλητών οι οποίες παίρνουν την τιμή 0 για την πριν Time Warner εποχή ή 1 για την μετά Time Warner εποχή εξετάζεται ο τρόπος που επηρεάζεται ο πλούτος των μετόχων της εταιρείας-στόχου από τα χαρακτηριστικά της εταιρείας - στόχου, της εξαγοράζουσας και από τη μέθοδο εξαγοράς για τις επιτυχημένες αλλά και για τις αποτυχημένες εξαγορές.

Τα συμπεράσματα της ανάλυσης υποδεικνύουν ότι η αλλαγή νομικού καθεστώτος στην υλοποίηση αμυντικών μέτρων μετά την Time Warner εποχή οδήγησε στην αλλαγή των τακτικών εξαγοράς. Η διοίκηση βασίζεται λιγότερο στη χρησιμοποίηση τακτικών όπως της μόχλευσης των κεφαλαίων, των ιδιωτικών τοποθετήσεων και των greenmail πληρωμών στην περίοδο μετά το

1989. Επίσης, εταιρείες που ματαίωσαν μία εξαγορά στην περίοδο μετά το 1989 εμφανίζονται να είναι πιο προσηλωμένες στο στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων σε σχέση με αυτές που ματαίωσαν μία εξαγορά πριν το 1989. Όμως, τα Διοικητικά Συμβούλια που απέκρουσαν μία εξαγορά μετά το 1989 δεν φαίνονται πιο «οχυρωμένα» σε σχέση με αυτά που απέκρουσαν μία εξαγορά πριν το 1989. Τα ανωτέρω συμπεράσματα εξηγούνται από το γεγονός της ύπαρξης ενεργητικής συμμετοχής των μετόχων η οποία φαίνεται να εμποδίζει την υιοθέτηση ισχυρών αμυντικών μέτρων. Τέλος, φαίνεται ότι τα κέρδη επηρεάζονται από τη φύση της εταιρείας στόχου και την αξιοπιστία της εξαγοράζουσας και κινούνται περίπου στα ίδια επίπεδα ενώ η απόδοση των διευθυντών φαίνεται υψηλότερη στην μετά Time Warner εποχή.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗΣ ΜΕΛΕΤΩΝ

ΜΕΛΕΤΗ	ΔΕΙΓΜΑ – ΧΡΟΝΙΚΗ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΥΠΟΘΕΣΗ	ΜΟΝΤΕΛΟ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
ΑΠΟΔΟΣΗ				
Sundaramurthy, C., Mahoney, J.M., Mahoney, J.T. (1997)	261 εταιρείες (S & P's 500) οι οποίες υιοθέτησαν αμυντικά μέτρα κατά την περίοδο 1984-1988.	Περισσότερο αρνητική αντίδραση αγοράς σε αμυντικά μέτρα που υιοθετήθηκαν από Δ.Σ. με πολλά εξωτερικά μέλη και ταύτιση ρόλου Προέδρου και Διευθύνοντα Συμβούλου.	Market Model	Η αναλογία εξωτερικών μελών στο Δ.Σ. και η ταύτιση του ρόλου του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου οδηγεί σε περισσότερο αρνητική αντίδραση της αγοράς.
Rose C. (2002)	Οι εισηγμένες εταιρείες της Δανίας στο Χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης. - 1995-1999	Οι εταιρείες χωρίς αποτελεσματικά αμυντικά μέτρα έχουν καλύτερες αποδόσεις.	Cross-sectional analysis	Η απόδοση μιας εταιρείας δεν εξαρτάται από το αν είναι αποτελεσματικά προστατευμένη έναντι των εξαγορών ή όχι.
Chatterjee, S., Harrison, J.S. and Bergh, D. D. (2003)	76 εταιρείες – στόχοι οι οποίες απέτρεψαν προτάσεις εξαγοράς κατά την περίοδο 1981-1991.	Η ανεξαρτησία του Δ.Σ. σχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα αναδιάρθρωσης της εταιρείας.	Logistic παλινδρόμηση	Η αναδιάρθρωση είναι πιο πιθανή σε εταιρείες με υψηλά ποσοστά εσωτερικών μελών τα οποία κατέχουν μετοχές.
Masulis, W.R., Wang, C. and Xie, F. (2005)	3.333 ολοκληρωμένες εξαγορές που έλαβαν χώρα στην Αμερική από 1268 εταιρείες κατά την περίοδο 1990-2003.	Οι διευθυντές που προστατεύονται περισσότερο από αμυντικά μέτρα είναι πιο πιθανό να παραδοθούν σε καταστροφικές για τους μετόχους εξαγορές και να μην πειθαρχήσουν στην αγορά.	Market Model, Multiple Regression Model	1. Οι διευθυντές εταιρειών με περισσότερα αμυντικά μέτρα είναι πιο απομονωμένοι από την πειθαρχία που επέρχεται από την αγορά. 2. Οι εξαγοράζουσες εταιρείες με περισσότερα αμυντικά μέτρα απολαμβάνουν μικρότερες μη κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης μίας προσφοράς.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Kasperczyk, A. (2008)	878 εταιρείες από τον δείκτη KLD του Ηνωμένου Βασιλείου κατά τη χρονική περίοδο 1991-2002.	1. Μία αύξηση στην προστασία έναντι των εξαγορών οδηγεί στη μείωση του εταιρικού ενδιαφέροντος στους stakeholders. 2. Οι εταιρείες οι οποίες αυξάνουν το ενδιαφέρον τους για τους stakeholders θα έχουν υψηλότερη μακροπρόθεσμη μετοχική απόδοση.	Logistic Model	1. Η προστασία έναντι των εξαγορών οδηγεί σε αύξηση του συνολικού ενδιαφέροντος για τους stakeholders. 2. Οι εταιρείες που δεν ικανοποιούν τα συμφέροντα των stakeholders επιδέχονται μείωση του συνολικού πλούτου τους.
Evans J. and Pyles M. (2009)	157 εταιρείες εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Αμερικής οι οποίες εφήρμοσαν κάποιο από τα αμυντικά μέτρα των εξαγορών μεταξύ 1984-1990.	Η ιδιοκτησία η οποία είναι ευαίσθητη στην πίεση της πλειοψηφίας των μετόχων συσχετίζεται θετικά με την υιοθέτηση poison pills αλλά αρνητικά με την απόδοση που προέρχεται από την ανακοίνωση είτε των poison pills είτε εν γένει των αμυντικών μέτρων.	Logistic Models	1. Οι εταιρείες με ευαίσθητους στην πίεση επενδυτές είναι πιο πιθανό να υιοθετήσουν poison pills. 2. Τα μεγάλα blocks ευαίσθητων επενδυτών σχετίζονται με μικρότερο πλούτο γύρω από την ανακοίνωση της υιοθέτησης poison pills.
Bodolica V. Spraggon M. (2009)	80 Καναδικές εταιρείες που εκκίνησαν διαδικασία εξαγοράς άνω των 10 εκ. Καναδικών \$ μεταξύ 1995-2001.	Το τίμημα της εξαγοράς και τα χαρακτηριστικά της εξαγοράζουσας επηρεάζουν την εφαρμογή συμβολαίων αποζημίωσης.	Logistic Model	Η ύπαρξη προβλημάτων αντιπροσώπευσης (υψηλό τίμημα και τη χαμηλή εταιρική απόδοση) συνδέεται περισσότερο με LTIPs και λιγότερο με προστατευτικούς μηχανισμούς αποζημίωσης.
ΔΙΑΘΕΣΗ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ				
Sullivan, N. and Wong, P. (1998)	331 εταιρείες - στόχοι με κεφαλαιοποίηση άνω των £10 εκ. τη χρήση πριν από την εξαγορά, στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τη χρονική περίοδο 1989-1995.	1. Η δομή του Δ.Σ. και η μετοχική σύνθεση μιας εταιρείας επηρεάζουν την αντίληψη της εταιρείας - στόχου για την επιθετικότητα μιας εξαγοράς. 2. Η δομή του Δ.Σ. και η μετοχική σύνθεση επηρεάζουν την επιτυχία μιας εξαγοράς.	Logit Model	1. Η αναλογία των μη εκτελεστικών μελών, η μετοχική ιδιοκτησία των εξωτερικών μελών και η ηγεσία του Δ.Σ. δεν επηρεάζουν σημαντικά τη διάθεση και την επιτυχία της εξαγοράς. 2. Η κατοχή μετοχών από εκτελεστικά μέλη μειώνει την πιθανότητα πρότασης επιθετικής εξαγοράς.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Bange M. and Mazzeo M. (2004)	436 προτάσεις εξαγοράς εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης έως το 1991.	Οι εχθρικές προσφορές εξαρτώνται από μεταβλητές που σχετίζονται με ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης.	Logistic Model	Η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι πιο πιθανό να προβεί σε εχθρική προσφορά όταν το Δ.Σ. της εταιρείας – στόχου είναι μεγάλο, ταυτίζεται η θέση του Προέδρου με αυτήν του Διευθύνοντα Συμβούλου και τα μέλη του Δ.Σ. έχουν διευθυντικά καθήκοντα.
Miller D. ,Le Breton-Miller I. and Lester R. (2009)	898 εταιρείες, 263 διοικούνται από οικογενειακά μέλη, 141 ιδρύθηκαν από οικογενειακά μέλη αλλά δεν διοικούνται από αυτά και 492 δεν έχουν σχέση με οικογενειοκρατία. 1996-2000.	1.Ο αριθμός και το μέγεθος των εξαγορών συσχετίζονται αρνητικά με το ποσοστό των εταιρειών οι οποίες διοικούνται από οικογενειακά μέλη. 2.Οι εξαγορές που πραγματοποιούνται στον κλάδο δραστηριοποίησης της οικογενειακής εταιρείας είναι αντιστρόφως ανάλογες με το ποσοστό της οικογενειακής ιδιοκτησίας.	Regressions	Τα υψηλότερα ποσοστά οικογενειακής ιδιοκτησίας σε μια εταιρεία συσχετίζονται με: 1.Μικρότερο αριθμό και μέγεθος εξαγορών. 2.Αύξηση της διάθεσης για εξαγορές διαφοροποίησης.
ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ				
Shivdasani A. (1993)	1158 εταιρείες οι οποίες δέχθηκαν προτάσεις εξαγοράς κατά τη διάρκεια 1980-1988.	1.Η ύπαρξη εξωτερικών μελών στο Δ.Σ. αυξάνει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και την πιθανότητα εξαγοράς. 2.Η υψηλότερη μετοχική ιδιοκτησία των εξωτερικών μελών μειώνει την πιθανότητα εξαγοράς.	Logit Model	1.Η σύνθεση του Δ.Σ. μετρημένη με την ύπαρξη εξωτερικών μελών δεν έχει σημαντική επίδραση στην πιθανότητα εχθρικής εξαγοράς. 2.Αρνητική σχέση μεταξύ της μετοχικής ιδιοκτησίας από εξωτερικά μέλη και της πιθανότητας για εξαγορά.
Arthur N. And Taylor S. (1995)	241 εταιρείες: 93 σε πολιτείες της Αμερικής με αυστηρή νομοθεσία, 78 σε μεσαία κατηγορία και 70 με ελαστικότερη νομοθεσία – 1989.	Όσο αυστηρότερη είναι η νομοθεσία περί της υιοθέτησης αμυντικών μέτρων τόσο μειώνεται η πιθανότητα επιτυχίας μιας εξαγοράς και αυξάνεται η ζήτηση για έλεγχο από εξωτερικά μέλη του Δ.Σ.	Multiple Regression Model	Το απόλυτο μέγεθος του Δ.Σ. και η αναλογία των εξωτερικών μελών του συσχετίζονται σημαντικά και θετικά με την αυστηρότητα της νομοθεσίας περί εξαγορών.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Sundaramurthy C. (1996)	185 εταιρείες (S & P's 500-1985) οι οποίες δεν έχουν υιοθετήσει κάποιο αμυντικό μέτρο μέχρι και το 1984.	Η κατοχή μετοχών από θεσμικούς επενδυτές και από διευθυντές και τα χαρακτηριστικά του Δ. Σ. έχουν διαφορετικό αντίκτυπο στο επίπεδο υιοθέτησης αμυντικών μέτρων.	Multiple Regression Model	Οι θεσμικοί επενδυτές μειώνουν την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων όταν απαιτείται η έγκριση των μετόχων ενώ η μετοχική ιδιοκτησία των διευθυντών μειώνει την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που δεν απαιτούν την έγκριση των μετόχων.
Goldstein, D. (2002)	237 προτάσεις εχθρικής εξαγοράς αμερικάνικων εταιρειών (S & P's 500–1978) κατά την περίοδο ακμής 1978-1989.	Αν οι επενδυτικές ευκαιρίες μιας εταιρείας είναι περιορισμένες τότε η ύπαρξη υψηλών διαθεσίμων και χαμηλού επιπέδου μόχλευσης υποδηλώνει πρόβλημα ελεύθερων ταμειακών ροών το οποίο θα μπορούσε να καταστήσει την εταιρεία υποψήφιο στόχο για εξαγορά.	Logit Model	Η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν στηρίζεται επαρκώς καθώς οι εταιρείες με μικρότερο δανεισμό φαίνεται να είναι πιο πιθανοί στόχοι εξαγορών.
Jiraporn, P., Kim, Y.S. and Davinson, W.N. (2005)	4.153 παρατηρήσεις που αντιπροσωπεύουν τις αμοιβές των CEO's σύμφωνα με τη βάση δεδομένων της ExecComp για τις χρονιές 1993, 1995, 1998 και 2000.	1.Οι CEO's των εταιρειών με αυστηρά δικαιώματα των μετόχων αποκτούν υψηλότερα επίπεδα αμοιβών. 2.Οι CEO's των εταιρειών με περισσότερα αμυντικά μέτρα απολαμβάνουν υψηλότερα επίπεδα αμοιβών. 3.Οι CEO's των εταιρειών με περισσότερους αμυντικούς μηχανισμούς οι οποίοι προστατεύουν τα συμφέροντα των Διευθυντών αποκτούν χαμηλότερα επίπεδα αποζημίωσης.	Multiple Regression Model	1.Οι CEO's των εταιρειών που είναι περισσότερο οχυρωμένοι απολαμβάνουν και υψηλότερες αποζημιώσεις συμπεριλαμβανομένων και των bonuses. 2.Ισχυρή και θετική συσχέτιση μεταξύ των αποζημιώσεων των CEO's και της προστασίας τους έναντι εχθρικών εξαγορών.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Achleitner A.K., Betzer A. και Hinterramskogler B. (2009)	108 επιχειρήσεις με έδρα την ηπειρωτική Ευρώπη οι οποίες έπαψαν να είναι εισηγμένες από ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια μεταξύ 1997-2007.	Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια αποσκοπούν στη βελτίωση των προβλημάτων εταιρικής διακυβέρνησης.	Logistic Model	Οι εταιρείες-στόχοι χαρακτηρίζονται είτε από σχετικά χαμηλή είτε από υψηλή ιδιοκτησία της διοίκησης, από μεγάλη δυνατότητα δανεισμού, συγκεντρωτική ιδιοκτησιακή δομή και πλειοψηφικά πακέτα μετοχών.
Ruiz-Mallorqui V. M. Santana-Martin D. J. (2009)	159 επιχειρήσεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ισπανίας. - 1996-2006	1.Ο έλεγχος από ένα Π.Ι. ως ιδιοκτήτη σε μία επιχείρηση αυξάνει το επίπεδο των αμυντικών μέτρων ενώ από έναν θεσμικό επενδυτή το μειώνει. 2.Η ύπαρξη δύο Π.Ι. ως κύριων μετόχων αυξάνει το επίπεδο των αμυντικών μέτρων.	Probit Model - Zero inflated Poisson Model	1.Η παρουσία τράπεζας ή/και θεσμικού επενδυτή ως ιδιοκτήτη σε μία εταιρεία έχει θετική επίδραση στην πιθανότητα και στο επίπεδο προστασίας της άρα μειώνει την πιθανότητα επιτυχίας μιας εξαγοράς. 2.Η ιδιοκτησιακή ομοιογένεια με τράπεζες ως κύριο μέτοχο οδηγεί σε μεγαλύτερη τάση προστασίας και μεγαλύτερος αριθμό προστατευτικών μέτρων στην εταιρεία.
Carpon L. and Guillen M. (2009)	253 εξαγορές, 190 εξαγοράζουσες σε 14 χώρες και 63 εξαγοραζόμενες σε 27 χώρες. (Γαλλία, Ην. Βασίλειο, ΗΠΑ, Γερμανία, Ελβετία, Σουηδία Βέλγιο). - 1988-1992.	1.Η ισχυρή προστασία των μετόχων στη χώρα της εξαγοράζουσας θα οδηγήσει στην αναδιάρθρωση της εξαγοραζόμενης εταιρείας. 2.Η ισχυρή προστασία των μετόχων και εργαζομένων στη χώρα της εξαγοραζόμενης οδηγεί στην αναδιάρθρωσή της σε μικρότερη εμβέλεια.	Multiple Regression Model	1.Το μέγεθος της αναδιάρθρωσης της εταιρείας-στόχου εξαρτάται από τη φύση των κανονισμών που ισχύουν στους εθνικούς οργανισμούς της εδρεύουσας χώρας. 2.Η ισχυρότερη προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων στη χώρα της εξαγοράζουσας αυξάνει την ικανότητά της να αναδιρθώνει το ενεργητικό και να μοχλεύει το παθητικό της εξαγοραζόμενης.

ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Bugeja M., Da Silva Rosa, R. and Lee, A. (2009)	135 εταιρείες- στόχοι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας. - 2000-2002.	1.Η μελλοντική καριέρα των μελών του Δ.Σ. καθορίζεται από την απόδοσή τους στην εταιρεία- στόχο κατά την περίοδο εξαγοράς. 2.Η υπερβολικά συχνή αλλαγή στις θέσεις των μελών του Δ.Σ. της εταιρείας - στόχου συσχετίζεται με τις πράξεις των μελών πριν και μετά την διαπραγμάτευση της εξαγοράς.	Logit Model	1.Το 50% των μελών φεύγει από την εταιρεία στόχο εντός 2 ετών από την πρόταση εξαγοράς ανεξάρτητα από την επιτυχία της και αποκτά αντίστοιχη θέση. 2.Η χαμηλή επίδοση των μη εκτελεστικών μελών σχετικά με την αποτελεσματική διαχείριση της εταιρείας πριν την περίοδο εξαγοράς αυξάνει την πιθανότητα να αντικατασταθούν μετά από μια επιτυχημένη εξαγορά.
Rynagaert M. Scholten R. (2009)	269 ματαιωμένες προσπάθειες εξαγοράς στην Αμερική, 146 πριν την Time Warner απόφαση (1989) και 126 μετά. – 1980-2000.	Τα ισχυρότερα αμυντικά μέτρα επιτρέπουν στους διευθυντές να παραστρατούν από το στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων με λιγότερες συνέπειες.	Logit Model	Οι εταιρείες που ματαίωσαν μια εξαγορά μετά το 1989 είναι πιο προσηλωμένες στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων χωρίς όμως τα Δ.Σ. τους να είναι πιο οχυρωμένα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

5.1. Συμπεράσματα

Η επισκόπηση των μελετών του προηγούμενου κεφαλαίου καταδεικνύει την στενή και άρρηκτα συνδεδεμένη σχέση των εσωτερικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και των προτάσεων εξαγοράς. Σε αυτό το σημείο επιχειρείται μία σύνοψη των βασικών ευρημάτων τα οποία προέκυψαν με βάση τρία κριτήρια: α) την απόδοση μιας εξαγοράς β) τη διάθεση της προσφοράς και γ) την πιθανότητα επιτυχίας της.

5.1.1. Απόδοση

✓ Οι εξαγοράζουσες εταιρείες οι οποίες απευθύνουν προτάσεις εξαγοράς σε εταιρείες – στόχους με περισσότερα αμυντικά μέτρα είναι αποδέκτες μικρότερης μετοχικής απόδοσης κατά την περίοδο ανακοίνωσης της προσφοράς καθώς οι ισχυρότεροι αμυντικοί μηχανισμοί είναι πιο δαπανηροί και χρονοβόροι στην αντιμετώπισή τους.

✓ Οι εταιρείες – στόχοι λαμβάνουν μικρότερα τιμήματα προσφοράς και φθίνουσες αποδόσεις των μετοχών όταν η πλειοψηφία του Διοικητικού Συμβουλίου απαρτίζεται από ανεξάρτητα μέλη και ταυτίζεται η θέση του Προέδρου με αυτήν του Διευθύνοντα Συμβούλου, γιατί η αγορά προεξοφλεί αναποτελεσματική και συγκεντρωτική διοίκηση.

✓ Η επιλογή επαναπροσδιορισμού της εταιρικής στρατηγικής έπειτα από μία αποτυχημένη πρόταση εξαγοράς, είναι λιγότερο πιθανή όταν η ανεξαρτησία του Διοικητικού Συμβουλίου είναι ισχυρή. Η εγρήγορση του

Διοικητικού Συμβουλίου σε συνεχή βάση δημιουργεί την πεποίθηση στα ανεξάρτητα μέλη του ότι η εταιρική στρατηγική διαφοροποίησης είναι κατάλληλη.

✓ Οι εταιρείες με ευαίσθητους στην πίεση της πλειοψηφίας των μετόχων επενδυτές είναι πιο πιθανό να υιοθετήσουν poison pills από το να προτείνουν άλλα αμυντικά εμπόδια τα οποία απαιτούν και την ψήφο των μετόχων. Αυτό οφείλεται στο ότι οι ευαίσθητοι επενδυτές ασκούν παθητικό έλεγχο με σκοπό να διατηρήσουν καλές σχέσεις με την διοίκηση της εταιρείας.

✓ Οι εταιρείες που δεν υιοθετούν αμυντικούς μηχανισμούς δεν έχουν καλύτερες αποδόσεις από τις αποτελεσματικά προστατευμένες έναντι εχθρικών εξαγορών διότι τα μέτρα απόδοσης δεν εξαρτώνται από το αν η εταιρεία είναι αποτελεσματικά προστατευμένη έναντι των εξαγορών ή όχι. Συνεπώς άλλοι είναι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης στους οποίους πειθαρχεί η διοίκηση ώστε να εξυπηρετεί τα συμφέροντα των μετόχων αυξάνοντας την εταιρική απόδοση όπως η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων.

✓ Οι εταιρείες που ικανοποιούν τα συμφέροντα των stakeholders μετά από μία αύξηση στα μέτρα προστασίας έναντι των εξαγορών επιδέχονται αύξηση του συνολικού πλούτου τους ένα με δύο χρόνια μετά δείχνοντας ότι η αξία της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης υποτιμάται από την αγορά αρχικά και χρειάζεται διάστημα ενός με δύο ετών ώστε να εκτιμήσει τα οφέλη της.

5.1.2. Διάθεση προσφοράς

✓ Η εξαγοράζουσα εταιρεία είναι πιο πιθανό να προβεί σε εχθρική προσφορά όταν:

α) το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας – στόχου είναι μεγάλο διότι είναι πιθανότερο να μην συντονίζεται και ελέγχεται ορθά

β) ταυτίζεται ο ρόλος του Προέδρου με αυτόν του Διευθύνοντα Συμβούλου διότι η εξαγοράστρια αντιλαμβάνεται την διοίκηση μιας εταιρείας με μη διακριτούς ηγετικούς ρόλους ως ανοχύρωτη και

γ) τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν και διευθυντικά καθήκοντα διότι χάνεται η έννοια της εποπτείας και του ουσιαστικού ελέγχου των διευθυντών.

✓ Υψηλότερα ποσοστά οικογενειακής ιδιοκτησίας συσχετίζονται με μικρότερο αριθμό και αξία εξαγορών. Όσο αυξάνεται η οικογενειακή ιδιοκτησία της εταιρείας τόσο αυξάνεται και η τάση της να προβαίνει σε εξαγορές διαφοροποίησης (φιλικές) ώστε να αντισταθμίζει τον κίνδυνο διαχείρισης του οικογενειακού της πλούτου.

5.1.3. Πιθανότητα επιτυχίας

✓ Η αυξημένη μετοχική ιδιοκτησία από εσωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μειώνει την πιθανότητα εξαγοράς ενώ η αυξημένη μετοχική ιδιοκτησία από εξωτερικά μέλη αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς διεξαγωγής μιας εξαγοράς, καταδεικνύοντας την σημαντικότητα των ιδιοκτησιακών κινήτρων και του διαχωρισμού μεταξύ εσωτερικών και εξωτερικών μελών.

✓ Η υψηλή μετοχική ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών μειώνει την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που απαιτούν την έγκριση των μετόχων γεγονός

που δείχνει ότι οι θεσμικοί επενδυτές έχουν επίδραση στις εταιρικές αποφάσεις όταν αποκτούν δικαίωμα ψήφου. Αντίθετα, η υψηλή μετοχική ιδιοκτησία των διευθυντών μειώνει την υιοθέτηση αμυντικών μέτρων που δεν απαιτούν την έγκριση των μετόχων διότι αποκτούν μεγαλύτερη οχύρωση επειδή τα συμφέροντά τους ταυτίζονται με αυτά των λοιπών μετόχων.

✓ Η μετοχική ιδιοκτησία μια εταιρείας από ένα πιστωτικό ίδρυμα αυξάνει τα αμυντικά μέτρα που υιοθετούνται μειώνοντας την πιθανότητα εξαγοράς της διότι η τράπεζα έχει ως σκοπό να σταθεροποιήσει τη θέση της στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας.

✓ Η αυστηρότητα της νομοθεσίας περί εξαγορών λειτουργεί ανασταλτικά στην επιτυχή έκβαση μιας εξαγοράς και αυξάνει το απόλυτο μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και τη ζήτηση για έλεγχο από εξωτερικά μέλη. Επομένως, τα εξωτερικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και ο εξωτερικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης είναι υποκατάστατοι μηχανισμοί.

✓ Όσο μεγαλύτερη είναι η προσπάθεια των μη εκτελεστικών μελών για την αποδοτική διαχείριση της εταιρείας τόσο μειώνεται η πιθανότητα επιτυχίας μιας εξαγοράς και αυξάνεται η πιθανότητα να διατηρήσουν τη θέση τους μετά από μια αποτυχημένη προσπάθεια εξαγοράς.

✓ Οι Γενικοί Διευθυντές αποκτούν υψηλότερα επίπεδα αποζημίωσης όταν οι εταιρείες που συμμετέχουν υιοθετούν περισσότερους αμυντικούς μηχανισμούς απομονώνοντας τους από την πειθαρχία της αγοράς. Το ίδιο συμβαίνει και όταν αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων ενώ τα δικαιώματά τους είναι αδύναμα (περιοριστική εταιρική διακυβέρνηση) διότι οι CEO's εκμεταλλεύονται την μεγαλύτερη απόδοση για ίδια οφέλη.

5.2. Μελλοντική έρευνα

Στην παρούσα εργασία αναφερθήκαμε στη σχέση μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των αμυντικών μηχανισμών που υιοθετεί μία εταιρεία. Μελλοντικές μελέτες θα μπορούσαν να εξετάσουν το αντίκτυπο της ύπαρξης θεσμικών επενδυτών στη μετοχική σύνθεση μίας εταιρείας και ως προς τις αμοιβές των ανώτερων στελεχών της, τη μερισματική της πολιτική και την χρηματοοικονομική της κατάσταση. Ιδιαίτερα χρήσιμη θα ήταν η συσχέτιση των θεσμικών επενδυτών και των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης (εσωτερικών και εξωτερικών) σε περιόδους χρηματοοικονομικής κρίσης ώστε να υπάρξει μία πιο συστηματική συμπερασματοποίηση για την παρούσα δυσμενή κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας.

ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

¹ Ορίζεται ως το άθροισμα της αγοραίας αξίας των ιδίων κεφαλαίων με τη λογιστική αξία του δανεισμού προς τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων.

² Τρόπος αποζημίωσης κατά τον οποίο η αμοιβή των στελεχών «δένεται» με την απόδοση της εταιρίας μέσω stock options κτλ.

³ Απόφαση του Delaware Supreme Court με την οποία αποφασίστηκε η εξαγορά της εταιρείας Warner Communications Inc. από την Time Inc. την 25.07.1989. Ταυτόχρονα η συγκεκριμένη απόφαση ματαίωσε την εξαγορά της Time Inc. από την εταιρεία Paramount.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Αυγητίδης Κ. Δ. (2007). Αμυντικά μέτρα κατά της δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών. Η νομιμότητα υποβολής αντιπρότασης σύμφωνα με το κοινοτικό και το εφαρμοστέο εθνικό δίκαιο (γνωμ.), ΔΕΕ 1032 (1033 επ.).

Επιτροπή για την εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα (1999). Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και ανταγωνιστικού μετασχηματισμού. *Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς*.

Κυριαζής, Αθ. Δ. (2007). Συγχωνεύσεις & Εξαγορές, *Εκδόσεις Πανεπιστημιακό – Κων/νου Σμπίλια και Σία ΟΕ*, Αθήνα.

Ν. 3016/2002 «Για την εταιρική Διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ Α' 110/17.5.2002)

Νόμος υπ' αριθ. 3461/ 30.05.2006 ΦΕΚ Αρ. Φύλλου 106.

Ρόκας Ι. (2002). Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά, Η Προστασία του Επενδυτή, *Εκδόσεις Σάκκουλα*, Αθήνα.

Τραυλός, Γ. Ν. (2003). Εταιρική Διακυβέρνηση: Έννοιες και Εμπειρικά Πορίσματα, *Οικονομικός Ταχυδρόμος*.

Ξενόγλωσση

Achleitner, A.K., Betzer, A. and Hinterramskogler, B. (2009). Private Equity Investors as Corporate Governance Mechanism in Continental Europe, *EFM Symposium 2009 - Corporate Governance and Control*, pp. 1-50.

Shleifer, A. and Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, p. 737-783
Arthur, N. and Taylor, S. (1995). Takeover Markets and Corporate Board Composition: Some further evidence, *Corporate Governance*, Vol. 3:4, pp. 218-229.

Bange, M. M. and Mazzeo, M. A. (2004). Board Composition, Board Effectiveness, and the Observed form of Takeover Bids, *The Review of Financial Studies*, Vol. 17:4, pp.1185-1214.

Bauer, R., Gunsterr, N. and Otten, R. (2003). Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The effect on Stock returns, Firm Value and Performance, *EFMA Basel Meeting Paper*.

Bhagat, S. (2006). Corporate Governance Indices, *The European Financial Management Journal*, *EFM 2007 Symposium*.

Bodolica, V. and Spraggon, M., (2009). The Implementation of special attributes of CEO Compensation Contracts around M&A Transactions, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, pp. 985-1011.

Bugeja, M., Da Silva Rosa, R. and Lee, A. (2009). The Impact of Director Reputation and Performance on the Turnover and Board Seats of Target Firm Directors, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 36:1 & 2, pp. 185-209.

Carpon, L. and Guillen, M. (2009). National Corporate Governance Institutions and Post-acquisitions Target Reorganization, *Strategic Management Journal*, Vol. 30, pp. 803-833.

Change, R. P. and Moore, K. M., (2007). Mergers and Acquisitions, *CFA Institute*.

Chatterjee, S., Harrison, S. J. and Bergh, D. D., (2003). Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing, *Strategic Management Journal*, Vol. 24, pp. 87-96.

Cooke, T., (1999). Mergers and Acquisitions, *Basil Blackwell Editions Ltd*, London.

Coombes, P. and Wong, S. (2004). Investor perspectives on corporate governance – a rapidly evolving story, *McKinsey and Company Inc*. London.

Dahya, J., McConnell, J. and Travlos, N.G., (2002). The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover”, *Journal of Finance*, LVIII/1, pp. 461-483.

Evans, J. D. and Pyles, M. K. (2009). Anti-takeover techniques and corporate ownership structure, *Managerial Finance*, Vol. 35:1, pp. 6-24.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and Theory of the Firm, *Journal of political Economy*, pp. 288-307.

Fama, E.F. and Jensen Michael C. (1983). Separation of Ownership and Control, *The Journal of Law and Economics*, p. 301-325 και Fama, E. F. (1983). Agency Problems and Residual Claims, *The Journal of Law and Economics*, pp.327-349.

Goldstein, D., (2000). Hostile Takeovers as Corporate Governance? Evidence from the 1980s, *Review of Political Economy*, Vol. 12:4, pp. 381-402.

Gompers, P.A., Ishii, J. L. and Metrick A., (2003). Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118:1, p.p. 107-155.

Jiraporn, P., Kim, Y.S. and Davinson, W.N. (2005). CEO Compensation, Shareholders Rights and Corporate Governance: An empirical investigation, *Journal of Economics and Finance*, Vol. 29:2, pp. 242-258.

Kacperczyk, A. (2008). With greater power come greater responsibility? Takeover Protection and corporate attention to Stakeholders, *Strategic Managerial Journal*, Vol. 30, pp. 261-285.

Masulis, W.R., Wang, C. And Xie, F. (2005). Corporate Governance and Acquirer Returns, *European Corporate Governance Institute*, Vol. 116, pp. 1-58.

Miller, D., Le Breton-Miller I., Lester, R. H. (2009). Family Ownership and acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies, *Strategic Management Journal*.

OECD (2004). Principles of Corporate Governance, pp. 3-24.

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992) p. 14.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeovers Bids (Winter Report), 2002.

Robert E. Wright (2004). History of Corporate Governance, The Importance of Stakeholder Activism , Vol. 1, *Pickering & Chatto*, London.

Rose, C. (2002). Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses, *European Journal Of Law and Economics*, Vol. 13, pp. 91-112.

Ruiz-Mallorqui, M. V. and Santana-Martin, D. J., (2009). Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context, *Corporate Governance: An international Review*, Vol. 17:2, pp. 238-254.

Ryngaert, M. and Scholten, R. (2010). Have changing takeover defense rules and strategies entrenched management and damaged shareholders? The case of defeated takeover bids, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 16-37.

Sarbanes – Oxley Act of 2002. Guidance from Allen & Overy on a current issue.

Shivdasani A. (1992). Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 167-198.

Sullivan, N. and Wong, P., (1998). The impact of board composition and ownership on the nature and outcome of UK takeovers, *Corporate Governance*, Vol. 6: 2, pp. 92-100.

Sundaramurthy, C. (1996). Corporate Governance within the context of antitakeover provisions, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 377-394.

Sundaramurthy, C., Mahoney, J.M., Mahoney, J.T., (1997). Board Structure, Antitakeover Provisions and Stockholder Wealth, *Strategic Management Journal*, Vol. 18:3, pp. 231-245.