

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΜΗΜΑ
ΔΙΕΘΝΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΑ
ΑΘΗΝΑ
ΕΛΛΑΣ
60255
332.632044
ΠΑΠ

ΔΥΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: CORPORATE CONTROL AND A CASE STUDY IN GREEK ECONOMY

ΥΠΕΥΘΥΝΟΙ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ: H.GIBSON & E.ΤΣΑΚΑΛΟΤΟΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΣΤΟΣ



ΟΝΟΜΑ: ΓΙΑΝΝΗΣ ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΗΤΡΩΟΥ: 4980003

ΑΘΗΝΑ
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 1999



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ (1)

A- ΜΕΡΟΣ (θεωρητικό)

1THE MARKET-BASED SYSTEM

The principal-agent problem(2)

i.ΑΝΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΕΣ ΣΤΗΣ ΑΣΚΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Οι συνεδριάσεις των μετόχων (4)

The proxy fights (5)

Η περίπτωση των μεγαλομετόχων (6)

Voting with dollars (8)

Οι εξαγορές (8)

ii.ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΣΚΗΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Το τραπεζικό σύστημα (12)

Restructuring transactions and the use of debt (14)

Τα εργατικά συνδικάτα (18)

The reputation (19)

2THE BANK-BASED SYSTEM

Ατελή συμβόλαια (21)

Σχέσεις προμηθευτών-επιχείρησης (23)

Σχέσεις εργαζομένων-επιχείρησης (24)

Ο ρόλος των τραπεζών (26)

Η σπουδαιότητα των cross-shareholdings (27)

Αξιολόγηση επενδύσεων (29)

Οργάνωση των επιχειρήσεων (31)

THE EMPIRICAL EVIDENCE (32)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ (34)

B-ΜΕΡΟΣ (εμπειρικό)

Εισαγωγικά (35)

Η δομή του μετοχικού κεφαλαίου (37)

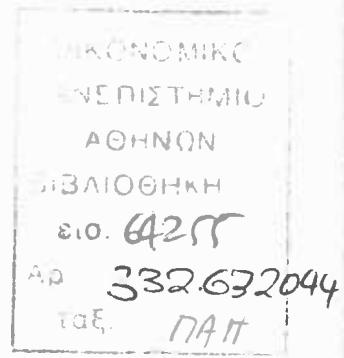
Χρήσεις των αντληθέντων κεφαλαίων (41)

Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης (46)

Μελέτη ομάδων επιχειρήσεων (47)

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ (52)

Παράρτημα πινάκων



ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας ,θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε ορισμένες από τις όψεις της αγοράς κεφαλαίου. Αυτό επιχειρείται να γίνει τόσο από θεωρητική πλευρά ,όσο και από εμπειρική. Στο πρώτο, θεωρητικό τμήμα αυτής της εργασίας θα μας απασχολήσει το ζήτημα του corporate control, ειδωμένο μέσα από το πρίσμα του καπιταλιστικού συστήματος και των διαφορετικών εκδοχών του ,όπως αυτές έχουν διαμορφωθεί με τον καιρό σε διαφορετικές χώρες. Κυρίως θα μελετήσουμε την αποτελεσματικότητα ή μη των διάφορων οδών μέσω των οποίων μπορεί να ασκηθεί έλεγχος από τους μετόχους στην διοίκηση της επιχείρησης .Μέσα από την προσπάθειά μας αυτή, θα μας δοθεί παράλληλα η ευκαιρία να επεκταθούμε εξετάζοντας τα διάφορα επιμέρους σημεία (σχέσεις των οικονομικών παραγόντων , οργάνωση των επιχειρήσεων , αξιολόγηση και χρηματοδότηση των επενδύσεων κ.τ.λ.) στα οποία παρατηρούνται αποκλίσεις ανάμεσα στα διαφορετικά μοντέλα του κεφαλαιοκρατικού συστήματος. Η παραπάνω παρουσίαση καταλήγει στην διαπίστωση ότι, αναφορικά με το αγγλοσαξωνικό μοντέλο ,οι φόβοι που διατυπώνονται ,για την δυνατότητα του management να προβαίνει σε χειρισμούς ,που είναι δυνατόν να βλάψουν τα συμφέροντα των μετόχων, είναι μάλλον αβάσιμοι, αφού δεν υπάρχουν εμπειρικά στοιχεία ,που να επιβεβαιώνουν κάτι τέτοιο.

Παρολαυτά, η δρομολόγηση θεσμικών μεταβολών στην άσκηση του εταιρικού ελέγχου, θα μπορούσε να επιφέρει σημαντικές βελτιώσεις.

Στο εμπειρικό τμήμα της εργασίας ,που θα ακολουθήσει ,θα επιχειρήσουμε να δούμε τις διαστάσεις ,που λαμβάνουν ορισμένα από τα φαινόμενα ,που συναντήσαμε στην θεωρητική μας ανάλυση ,στην Ελληνική πραγματικότητα, ένα από αυτά είναι και το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου. Για τον σκοπό αυτό ,λάβαμε ένα δείγμα 47 επιχειρήσεων ,εισηγμένων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο ,τις οποίες μελετήσαμε ως προς διάφορα χαρακτηριστικά τους . Ειδικότερα εξετάσαμε την δομή του μετοχικού κεφαλαίου διαφόρων εταιρειών ,τον τρόπο με τον οποίο σκοπεύουν να διαθέσουν τα κεφάλαια που πρόκειται να αντλήσουν από την χρηματαγορά ,μέσω πρόσφατων αύξησεων του μετοχικού τους κεφαλαίου και τέλος παρακολουθήσαμε την εξέλιξη των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης κατά την περίοδο 94-98 .Κύριο μέλημά μας ήταν ο προσδιορισμός του τρόπου με τον οποίο διαμορφώνονται τα διάφορα μεγέθη. Με άλλα λόγια προσπαθήσαμε να διακρίνουμε κάποια συστηματικότητα (pattern)

στην εξέλιξη των μεγεθών .Για τον σκοπό αυτό υπολογίσαμε μέσους ορούς και συντελεστές συσχετίσεως. Στην συνέχεια σχηματίσαμε ομάδες επιχειρήσεων με βάση κάποιο κοινό χαρακτηριστικό τους (π.χ. υψηλή διασπορά) και ερευνήσαμε τα υπόλοιπα γνωρίσματά τους (π.χ. χρήσεις αντληθέντων πόρων ,δείκτες δανεισμού) συγκρίνοντάς τα με τους μέσους όρους όλου του δείγματος ,προσπαθώντας να καταλήξουμε σε ορισμένα συμπεράσματα .Αν θέλαμε πάντως να συνοψίσουμε τα αποτελέσματα των παραπάνω προσπαθειών, θα σημειώναμε τα εξής : η απόκλιση ιδιοκτησίας και διοίκησης λαμβάνει περιορισμένες διαστάσεις στα πλαίσια των Ελληνικών επιχειρήσεων ,πράγμα το οποίο αντικατοπτρίζεται στα αρκετά υψηλά ποσοστά ιδιοκτησίας από το management ,που παρατηρούνται .Επιπλέον ,είναι εμφανής η αντίστροφη σχέση που υπάρχει μεταξύ ποσοστού διασποράς και δανειακής επιβάρυνσης .Και αν λάβουμε ένα υψηλό ποσοστό διασποράς σαν ενδεικτικό της δυνατότητας άντλησης μεγάλων κεφαλαίων από την χρηματαγορά ,τότε μπορούμε να πούμε με σιγουριά ότι το Ελληνικό Χρηματιστήριο λειτουργεί σαν υποκατάστατο του τραπεζικού δανεισμού ,όσον αφορά την εξασφάλιση κεφαλαίων .

A-ΜΕΡΟΣ

THE MARKET-BASED SYSTEM

the principal-agent problem

Οποιαδήποτε προσπάθεια μελέτης του καπιταλιστικού συστήματος ή ορισμένων χαρακτηριστικών του , θα μπορούσε να οδηγηθεί σε λανθασμένα συμπεράσματα , αν δεν συνυπολόγιζε τις μεταβολές , που έχουν επέλθει στον χαρακτήρα της επιχείρησης με το πέρασμα του χρόνου . Συγκεκριμένα το μοντέλο επιχείρησης το 19^ο αιώνα ¹ , όπου ιδιοκτησία και διοίκηση ταυτίζονται , έχει πάψει πλέον να υφίσταται . Κατά συνέπεια , αδυνατεί να περιγράψει και να βοηθήσει στην κατανόηση των οικονομικών εξελίξεων του 20ου αιώνα . Στην προσπάθειά της η επιχειρηματική μονάδα να εξασφαλίσει όλο και περισσότερα κεφάλαια , με όσο το δυνατό μικρότερο κόστος , προκειμένου να χρηματοδοτηθούν τα διαρκώς αυξανόμενα επενδυτικά της σχέδια , αναγκάστηκε να καταφύγει στον διαχωρισμό

¹ Stiglitz,J. , 'Credit markets and the control of capital' , Journal of Money , Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152

ιδιοκτησίας και διοίκησης . Η επιχείρηση δεν είναι πια ένας προσωποπαγής «οργανισμός» , η ιδιοκτησία έχει αποσυνδεθεί από τον ιδρυτή της οικονομικής μονάδας , έχει κατακερματισθεί και διανεμηθεί έναντι κάποιου αντιτίμου , σε όλους εκείνους που ήταν πρόθυμοι να το καταβάλουν . Η διοίκησή της από την άλλη , έχει ανατεθεί σε εξειδικευμένο προσωπικό , στους managers . Στις περιπτώσεις επιχειρήσεων που παρατηρήθηκαν αυτές οι εξελίξεις μπορούμε να κάνουμε λόγο για την εμφάνιση προβλημάτων του τύπου *principal - agent* (όπου principal όλοι όσοι έχουν κάποιο μερίδιο ιδιοκτησίας , μετοχές δηλ. , ενώ agent είναι το management της επιχείρησης) . Προβλήματα αυτού του τύπου ανακύπτουν μοιραία , λόγω των ασυμμετριών πληροφόρησης , που υφίστανται ανάμεσα σε εντολέα και εντολοδόχο . Στην αδυναμία πρόσβασης των μετόχων σε όλο των όγκο εσωτερικής πληροφόρησης της επιχείρησης , στηρίζονται όσοι βρίσκονται στο τιμόνι της επιχείρησης , όταν επιτελούν κατά τρόπο πλημμελή τα καθήκοντα τους (κατάχρηση ή σπατάλη πόρων της επιχείρησης , μέριμνα για την μεγέθυνσή της σε βάρος της χρηματιστηριακής της αξίας) προς ίδιον όφελος , από την στιγμή που , τυχόν δυσάρεστες συνέπειες δεν πρόκειται να τους επιβαρύνουν , τουλάχιστον όχι στο βαθμό που θα συνέβαινε αυτό στην περίπτωση μίας προσωποπαγούς επιχείρησης . Φυσικά , ένα τέτοιο ενδεχόμενο αποβαίνει σε βάρος όλων όσων έχουν τοποθετήσει κεφάλαια τους στην συγκεκριμένη επιχείρηση . «Αναγνωρίζοντας αυτήν την πιθανότητα , οι ορθά σκεπτόμενοι μέτοχοι αναγκάζονται να αναπτύξουν τα κατάλληλα κίνητρα και τις ασφαλιστικές δικλείδες για να περιορίσουν τον οπορτονισμό των managers . Το κόστος σχεδιασμού και εφαρμογής αυτών των συστημάτων και οι απώλειες χρηματιστηριακής αξίας των τίτλων των μετόχων λόγω shirking ή διασπάθισης του εταιρικού πλούτου , που σε τελευταία ανάλυση δεν μπορεί να εξαλειφθεί , αποτελούν τα 'agency costs' , που επιβαρύνουν τους μετόχους»² . Στην σχετική βιβλιογραφία έχουν αφιερωθεί πολλές σελίδες στους διάφορους τρόπους ελέγχου της διοίκησης της επιχείρησης από τους managers , που έχουν επιφορτισθεί με αυτό το καθήκον . Αξίζει λοιπόν να εξετάσουμε σε πιο βαθμό καθένας από τους μηχανισμούς αυτούς αποδεικνύεται αποτελεσματικός στην πράξη .

² Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

Πριν όμως ασχοληθούμε με όλες αυτές τις μεθόδους άσκησης εποπτείας στο έργο αυτών που έχουν επωμισθεί την διαχείριση των διοικητικών ζητημάτων της επιχείρησης , αξίζει τον κόπο να ανοίξουμε μια σύντομη παρένθεση προκειμένου να εξηγήσουμε λίγο περισσότερο σε βάθος τους λόγους , που καθιστούν αναγκαίο τον έλεγχο , αλλά και γενικότερα αυτό που ονομάζεται *corporate governance* , την εμπλοκή δηλ. των μετόχων στην λειτουργία της επιχείρησης³. Η ρίζα του «κακού» εντοπίζεται στην αδυναμία σύναψης «βέλτιστων συμβολαίων» (optimal contracts) . Με τον όρο αυτό εννοούμε συμβόλαια , τα οποία θα μπορούσαν να εξασφαλίσουν την καλύτερη δυνατή ισορροπία μεταξύ αποδοτικότητας και βαθμού επικινδυνότητας , παραμέτρων δηλ. κρίσιμων κατά την λήψη μιας απόφασης . Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω του επακριβή προσδιορισμού των υποχρεώσεων όλων των ενδιαφερομένων πλευρών , σε όλες τις μελλοντικές περιστάσεις , στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό . Η σημασία των συμβολαίων αυτού του τύπου έγκειται στο ότι δεν αφήνουν έδαφος για την ανάπτυξη του corporate governance⁴ ,μιας και όλα τα πιθανά ζητήματα που θα απαιτούσαν την συμβολή των μετόχων θα είχαν διευθετηθεί εκ των προτέρων . Δυστυχώς όμως , η δημιουργία τέτοιων συμβολαίων είναι αδύνατη λόγω του υψηλού συναλλακτικού κόστους (transaction cost) που συνεπάγεται κάτι τέτοιο (κόστος επεξεργασίας των διαφόρων δεδομένων , άντλησης πληροφοριών , διαπραγματεύσεων , καταγραφής των όρων κ.τ.λ.). Σ'ένα κόσμο ατελών συμβολαίων λοιπόν , η ύπαρξη του corporate governance είναι απαραίτητη προκειμένου να δοθούν λύσεις σε προβλήματα , που δεν είχαν ανακύψει ευθύς εξαρχής . Μέσα στα πλαίσια αυτά εντάσσεται και η ανάγκη άσκησης ελέγχου από πλευράς των μετόχων στο έργο του management .

³ Hart,O. , 'Corporate Governance : Some Theory and Implications ' , Corporate Governance Economic Journal , vol.105 , no.430 , (1995) , pp.678-689

⁴ Ο όρος αυτός χρησιμοποιείται για να περιγράψει την διαχείριση των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων. Η διαχείριση έγκειται (σύμφωνα με τον Kester) στην διαδικασία βέλτιστης εξισορρόπησης (στάθμισης) των οικονομιών και των κινδύνων του να συναλλάσσεσαι στην αγορά με τους κίνδυνους και οικονομίες που προκύπτουν από την ενσωμάτωση των αντίστοιχων λειτουργιών στα πλαίσια της διοικητικής ιεραρχίας της επιχείρησης .

Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance ' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

ΑΝΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΕΣ ΣΤΗΝ ΑΣΚΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

Οι συνεδριάσεις των μετόχων

Η καλή διοίκηση μιας επιχείρησης θα μπορούσε να χαρακτηρισθεί ως ένα *public good* (δημόσιο αγαθό , αγαθό δηλ. το οποίο μπορούν όλοι να απολαμβάνουν , χωρίς όμως να καταβάλουν κάποιο αντίτιμο) και γενικότερα «η σωστή διαχείριση μιας κοινής ιδιοκτησίας είναι ένα δημόσιο αγαθό για όλους τους ιδιοκτήτες της περιουσίας»⁵. Στην προκειμένη όμως περίπτωση , οι μέτοχοι μπορούν να απολαμβάνουν τα οφέλη ενός «καλού» management μόνο στο βαθμό που όλοι μεριμνούν για κάτι τέτοιο . Το γεγονός αυτό μπορεί εύκολα να οδηγήσει τον καθένα από τους μεμονωμένους μετόχους στην σκέψη ότι η μη άσκηση ελέγχου από πλευράς τους δεν πρόκειται να μεταβάλει σημαντικά το συνολικό βαθμό ελέγχου (monitoring) που ασκείται ,ούτε και το τελικό αποτέλεσμα .Παράλληλα , αυτό δεν θα τους εμποδίσει από το να επωφελούνται από το monitoring, που κάποιος άλλος μέτοχος θα συνεχίσει να ασκεί. Σ'αυτό το σημείο συνίσταται και η «εξωτερικότητα»⁶ για την οποία κάνουν λόγο οι Grossman και Hart. Η νιοθέτηση όμως από τον καθένα ξεχωριστά μιας τέτοιας συμπεριφοράς *free-rider* είναι δυνατόν να οδηγήσει στην ανεξέλεγκτη άσκηση της διοίκησης από τους managers και τελικά ακόμη και στην χρεοκοπία . Αυτή η *free-riding* στάση ενισχύεται και από το γεγονός ότι το κόστος του monitoring είναι συχνά δυσβάσταχτο για τους μεμονωμένους , αυτόνομους μετόχους . Το πρόβλημα γίνεται ακόμη εντονότερο όσο μεγαλύτερο είναι το πλήθος των μετόχων και άρα μικρότερο το ποσοστό των ωφελειών (από την βελτίωση του management) που αντιστοιχεί στον κάθε ένα απ'αυτούς (αναφερόμαστε κυρίως στην περίπτωση των μικρομετόχων). Το γεγονός αυτό καθιστά το συγκριτικό κόστος του monitoring όλο και μεγαλύτερο για τον κάθε μικρομέτοχο .

⁵ Grossman, S.J. and Hart, O.D. , 'Takeover bids , the free-rider problem , and the theory of corporation' , Bell Journal of Economics , no.11 , pp.42-64

⁶ Grossman, S.J. and Hart, O.D. , 'Takeover bids , the free-rider problem , and the theory of corporation' , Bell Journal of Economics , no.11 , pp.42-64

The proxy fights⁷

Μια επιπλέον μέθοδος⁸ μέσω της οποίας το σώμα των μετόχων θα μπορούσε να ασκήσει κάποιον έλεγχο στον τρόπο με τον οποίο διοικείται η επιχείρηση είναι και η απόλυτη των μελών του διευθυντικού συμβουλίου και αντικατάστασή τους από νέα μέλη που θα προκύψουν μέσα από εκλογικές διαδικασίες . Ο κάθε υποψήφιος για την κατάληψη μιας θέσης στο συγκεκριμένο συμβούλιο εκπροσωπεί τον μέτοχο από τον οποίο προτάθηκε . Μέσω του νέου συμβουλίου που θα δημιουργηθεί οι μέτοχοι θα μπορούν να επιβλέπουν καλύτερα το έργο των διοικητικών στελεχών της επιχείρησης . Παρολαντά υπάρχουν ορισμένοι λόγοι για τους οποίους οι «διαγωνισμοί» αυτοί για την κάλυψη διευθυντικών θέσεων αποδεικνύονται αναποτελεσματικοί . Πρώτα απ'όλα το βελτιωμένο management που είναι δυνατόν να προκύψει λόγω της διεξαγωγής proxy fights διακρίνεται από τα χαρακτηριστικά ενός δημόσιου αγαθού , γεγονός που δημιουργεί προβλήματα free riding . Συγκεκριμένα ο κάθε μεμονωμένος μέτοχος δεν έχει ισχυρά κίνητρα για να μπει σε μια τέτοια διαδικασία , από την στιγμή μάλιστα που πιστεύει πως κάποιος άλλος είναι πιθανό να προχωρήσει στις σχετικές ενέργειες . Μ'αυτόν τον τρόπο καταφέρνει από την μια να αποφύγει το κόστος ενός proxy fight και από την άλλη να καρπωθεί τα οφέλη που πιθανότατα θα προκύψουν από την καλύτερη εποπτεία του management . Ακόμη όμως και στην περίπτωση που κάποιος άλλος μέτοχος δρομολογήσει τις σχετικές διαδικασίες υπάρχουν προβλήματα . Ένας μικρός μέτοχος δεν έχει σοβαρούς λόγους να αφιερώσει τον χρόνο και την προσοχή του στην επιλογή του κατάλληλου υποψήφιου μιας και τα όποια οφέλη του αντιστοιχούν τελικά είναι μικρά . Επιπλέον , γνωρίζει πως δεν μπορεί να επηρεάσει το τελικό αποτέλεσμα παρά μόνο σε πολύ μικρό βαθμό . Γίνεται αντιληπτό πως αν η παραπάνω νοοτροπία νιοθετηθεί από τους περισσότερους μετόχους τα proxy fights

⁷ Hart,O. , 'Corporate Governance : Some Theory and Implications ' , Corporate Governance Economic Journal , vol.105 , no.430 , (1995) , pp.678-689

⁸ Τα proxy fights πριν την δεκαετία του 70 αποτελούσαν την κύρια οδό μέσω της οποίας επιβάλλονταν πειθαρχία στις αγορές κεφαλαίου . Jensen,M.C., 'The Modern Industrial Revolution , Exit and Control Systems ' , The Journal of Finance , vol.48, no.3, (1993), pp.831-875

είτε δεν πραγματοποιούνται είτε είναι ανίσχυρα να εξασφαλίσουν ουσιαστικό έλεγχο του management .

Η περίπτωση των μεγαλομετόχων⁹

Αναφέραμε προηγουμένως ότι σοβαρό εμπόδιο στην άσκηση ελέγχου από τους μετόχους στον τρόπο διοίκησης της επιχείρησης αποτελούν τα προβλήματα free riding που απορρέουν από τον διαχωρισμό διαχείρισης - ιδιοκτησίας και τον κατακερματισμό της δεύτερης . Σημειώσαμε ακόμη πως όσο πολυπληθέστερο είναι το σώμα των μετόχων , τόσο εντονότερα είναι τα προβλήματα αυτά . Μολαταύτα , δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο επιχειρήσεων με περιορισμένη διασπορά ιδιοκτησίας , επιχειρήσεων δηλ. το ιδιοκτησιακό καθεστώς των οποίων χαρακτηρίζεται από την ύπαρξη μεγαλομετόχων . Τα μεγάλα πακέτα μετοχών όμως , συνεπάγονται και αυξημένα κίνητρα άσκησης στενής μάλιστα εποπτείας του έργου της διοίκησης . Το όποιο κόστος άντλησης πληροφόρησης αντισταθμίζεται από τα οφέλη που μπορεί να αποφέρει η παρακολούθηση του management . Η πληροφόρηση αύτη θα αντανακλάται στις αποφάσεις , που θα λαμβάνουν οι διάφοροι μεγαλομέτοχοι στις συνεδριάσεις των μετόχων . Το γεγονός αυτό μπορούν να εκμεταλλευτούν όσοι έχουν στην κατοχή τους ένα μικρό μόνο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης προκειμένου να προβούν στις κατάλληλες κινήσεις για την προάσπιση των συμφερόντων τους απέναντι στις τυχόν αυθαιρεσίες της διοίκησης . Κάτι τέτοιο μπορεί να αποτελεί μια περίπτωση αποτελεσματικού ελέγχου του management μόνο στον βαθμό που τα συμφέροντα μεγαλύτερων και μικρότερων μετόχων ταυτίζονται , πράγμα που δεν ισχύει πάντα . Για παράδειγμα , οι μεγαλομέτοχοι συχνά προβαίνουν σε κινήσεις ισχυροποίησης της θέσης τους μέσα στην επιχείρηση , γεγονός που είναι δυνατό να αποβεί ακόμη και σε βάρος των μικρών μετόχων . Επιπλέον , οι κάτοχοι μεγάλων πακέτων μετοχών , έχουν σαφέστατα ισχυρότερα κίνητρα συλλογής πληροφοριών για την άσκηση αποτελεσματικότερου ελέγχου στην διοίκηση , παρολαντά τούτο δεν σημαίνει ότι αναλαμβάνουν και όλο το κόστος που συνεπάγεται κάτι τέτοιο (η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους , για λόγους μείωσης του μη συστηματικού κινδύνου , επιβάλει μια αντίστοιχη διαδικασία για όλα

⁹ Hart,O. , 'Corporate Governance : Some Theory and Implications' , Corporate Governance Economic Journal , vol.105 , no.430 , (1995) , pp.678-689

τα πακέτα μετοχών τους και άρα ένα πολύ υψηλό κόστος) . Κατά συνέπεια , οι πληροφορίες που έχουν συγκεντρώσει , δεν είναι πάντα βέβαιο ότι είναι και επαρκείς για την λήψη των απαιτούμενων αποφάσεων . Άρα δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι μέσω των μεγαλομετόχων ασκείται αποτελεσματική εποπτεία του έργου των managers , τουλάχιστον όχι σε όλες τις περιπτώσεις .

Voting with dollars¹⁰

Η κακοδιαχείριση μιας επιχείρησης , η οποία απειλεί τα συμφέροντα των μετόχων , έχει στην ουσία να κάνει με την μη αποδοτική χρησιμοποίηση των διαθέσιμων πόρων. Παρολαυτά η αξιοποίηση των όποιων κεφαλαίων αυτή καθαυτή ενέχει ορισμένους περιορισμούς που απορρέουν από τις απαιτήσεις αυτών που προέβησαν στην συγκεκριμένη χρηματοδότηση της επιχείρησης . Ειδικότερα , η αλόγιστη αξιοποίησή της είναι δυνατόν να οδηγήσει σε μια μελλοντική άρνηση χορήγησης επιπλέον κεφαλαίων . Στο βαθμό που το management προσπαθεί να αποφύγει κάτι τέτοιο , οι μέτοχοι έχουν λιγότερους λόγους να ανησυχούν για την πορεία της επένδυσής τους . Η απειλή όμως μη ανανέωσης του δανεισμού δεν μπορεί να αποδειχθεί αποτελεσματική στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν σκοπεύει να προβεί στην πραγματοποίηση επενδύσεων που απαιτούν την χρήση δανειακών κεφαλαίων ή που μπορούν να υλοποιηθούν με την βοήθεια πόρων από κάποια άλλη πηγή .Σ'αυτή την περίπτωση το σώμα των μετόχων δεν μπορεί να είναι βέβαιο για την σωστή διαχείριση των κεφαλαίων με τα οποία έχει προμηθεύσει την συγκεκριμένη επιχείρηση .

Οι εξαγορές

Θεωρητικά , μέσα στα πλαίσια λειτουργίας της ίδιας της αγοράς αναπτύσσονται κατάλληλοι μηχανισμοί ικανοί να προστατεύσουν τα συμφέροντα των επενδυτών - μετόχων από τις τυχόν αυθαιρεσίες του management και κυρίως από την κακή αξιοποίηση των εταιρικών περιουσιακών στοιχείων. Αναφερόμαστε στις διάφορες εξαγορές επιχειρήσεων οι οποίες , θεωρητικά πάντα , μπορούν να

¹⁰ Stiglitz,J. , 'Credit markets and the control of capital' , Journal of Money , Credit and Banking , vol.17 , no.2 ,(1985) , pp.133-152



αναδειχθούν σε μέσα άσκησης ελέγχου για τους shareholders , με την δυνατότητα επιβολής πειθαρχίας στα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης . Η πειθαρχία αυτή απορρέει από τον φόβο απόλυτης , που είναι δυνατόν να ακολουθήσει την αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης . Μια τέτοια απειλή αποτελεί ισχυρό κίνητρο για την τήρηση τακτικής από πλευράς management η οποία δεν θα αντιβαίνει στα συμφέροντα των μετόχων . Μπορούμε μάλιστα να πούμε ότι γύρω από την θέση του manager κάθε επιχείρησης διαμορφώνεται μια αγορά που περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που θα ήταν δυνατό κάποια στιγμή να διεκδικήσουν τον έλεγχο της συγκεκριμένης επιχείρησης , είναι η λεγόμενη *market for corporate control* . Με άλλα λόγια , αναφερόμαστε στην «αγορά για το δικαίωμα ελέγχου της διαχείρισης του εταιρικού πλούτου»¹¹ .Η σημασία αυτής της αγοράς έγκειται στο ότι ,δυνητικά τουλάχιστον, «δημιουργεί μεγάλα οφέλη για τους μετόχους και την οικονομία συνολικά χαλαρώνοντας τον έλεγχο πάνω σε τεράστια ποσά πόρων ,διευκολύνοντας την ταχύτερη μεταφορά τους σε αποδοτικότερες χρήσεις»¹² . Παρόλαυτα , το «κανάλι» αυτό άσκησης ελέγχου συχνά αποδεικνύεται αναποτελεσματικό για μια σειρά από διάφορους παράγοντες . Πιο συγκεκριμένα , ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση (θα την ονομάζουμε raider firm) επιθυμεί να αγοράσει μια άλλη (θα την αποκαλούμε victim firm) και για το σκοπό αυτό προσφέρει ένα ποσό x για κάθε μετοχή . Όσοι όμως έχουν στην κατοχή τους μετοχές της victim firm γνωρίζουν καλά ότι η raider firm δεν θα ήταν διατεθειμένη να καταβάλει για κάθε μετοχή αντίτιμο υψηλότερο του πραγματικού . Κατά συνέπεια το ποσό x υπολείπεται αυτού που πράγματι αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή , γεγονός που καθιστά την πώλησή της ασύμφορη για τους κατόχους της . Πρόκειται για μια κλασική περύπτωση *adverse selection* προβλήματος , αφού η raider firm καταφέρνει ακριβώς το αντίθετο αποτέλεσμα από αυτό που επιθυμεί . Η εξαγορά θα πραγματοποιηθεί μόνο αν το αντίτιμο που θα προσφερθεί υπερβαίνει την πραγματική αξία της μετοχής . Πίσω από την όλη αυτή συλλογιστική κρύβεται μια παράμετρος κλειδί , που δεν είναι άλλη από τις ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ αυτών που βρίσκονται εντός και εκτός της εταιρείας .

¹¹ Jarrell,G.A., Brickley,J.A. and Netter,J.M., 'The market for corporate control : The empirical evidence' , Bell Journal of Economics , vol.2 , no.11 , (1988) , pp.42-64

¹² Jensen,M.C., 'Takeovers : Their Causes and Consequences ' , Journal of Economic Perspective ,vol.2,no.1,pp.21-46

Στα πλαίσια αυτού που ονομάζουμε market for corporate control η κάθε επιχείρηση αναζητά να εξαγοράσει εκείνες τις εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι υποτιμημένες . Φυσικά το ποιες είναι αυτές οι εταιρείες δεν είναι ευρέως γνωστό . Η απόκτηση μιας τέτοιας πολύτιμης πληροφορίας πρέπει να κρατηθεί μυστική μέχρι την τελευταία στιγμή . Μοιραία όμως η πληροφορία αυτή αποκαλύπτεται από την στιγμή που η raider firm ανακοινώνει την προσφορά της . Αυτομάτως , όπως παρατηρεί ο Stiglitz¹³ , άλλες δυνητικές raider firms λαμβάνουν το *signal* για το ποια μετοχή είναι υποτιμημένη και με την σειρά τους αντιπροτείνουν μεγαλύτερες προσφορές . Η υπερβάλλουσα ζήτηση που είναι δυνατόν να εκδηλωθεί θα σπρώξει την τιμή της μετοχής σε υψηλότερα επίπεδα , τέτοια μάλιστα που πιθανώς να υπερβαίνουν την πραγματική της αξία . Αυτό θα εξάλειψε όλα τα περιθώρια κέρδους για τις raider firms και θα ματαίωνε όλες τις προοπτικές μιας συμφέρουσας εξαγοράς

¹⁴

Μια εξαγορά θα μπορούσε να χαρακτηρισθεί ως επιτυχημένη (τουλάχιστον όσον αφορά τους μετόχους της victim firm) από την στιγμή που θα είχε σαν αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης που εξαγοράσθηκε . Αν οι μέτοχοι της victim firm έχουν την πληροφορία πως ένα τέτοιο ενδεχόμενο έχει μεγάλη πιθανότητα να συμβεί , τότε έχουν κίνητρο να μην προβούν στην πώληση του μεριδίου τους αφού από την μια η απόφαση αυτή όντας σε ατομικό επίπεδο δεν πρόκειται να επηρεάσει ουσιαστικά την τελική έκβαση της εξαγοράς και από την άλλη θα εξασφαλίσουν την άνοδο της αξίας των μετοχών τους . Μπορούμε λοιπόν και πάλι να παρατηρήσουμε ότι τα χαρακτηριστικά «δημόσιου αγαθού» , που ενυπάρχουν σε μια επιτυχημένη εξαγορά , ωθούν τους μετόχους στην υιοθέτηση μιας

¹³ Stiglitz,J. , 'Credit markets and the control of capital' , Journal of Money , Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152

¹⁴ Θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι οι δύο παραπάνω μηχανισμοί άσκησης ελέγχου στην διοίκηση της επιχείρησης , είναι όντως αναποτελεσματικοί στην περίπτωση *acquisitional takeovers* , των εξαγορών δηλ. που αποτελούν στην εξασφάλιση ενός υπερκανονικού κέρδους , για λογαριασμό της raider firm , από την αγορά της victim firm σε τιμή χαμηλότερη απ' αυτή που αντιστοιχεί στην πραγματική της αξία . Τα πράγματα είναι όμως διαφορετικά αν πρόκειται για *managerial takeover* , εξαγορά δηλ. που έχει σαν κίνητρο την αύξηση του μεγέθους της raider firm . Αν ισχύει κάτι τέτοιο , τότε η raider firm είναι διατεθειμένη να υποστεί ακόμη και καθαρές ζημιές προσφέροντας κάποιο bid υψηλότερο από την πραγματική αποτίμηση κάθε μετοχής της εταιρείας . Είναι πρόθυμη να υποβληθεί σ' αυτό το κόστος προσδοκώντας ότι θα αποζημιωθεί αποκομίζοντας διάφορα επιπλέον οφέλη από την επιπλέον μεγέθυνση που θα επιτύχει .

συμπεριφοράς free rider . Αν φυσικά η πλειοψηφία των μετόχων λειτουργήσει με αυτόν τον τρόπο , τότε είναι βέβαιο ότι η εξαγορά δεν πρόκειται να λάβει χώρα¹⁵.

Ένας ακόμα λόγος , για τον οποίο οι εξαγορές δεν μπορούν να λειτουργήσουν αποτελεσματικά σαν μηχανισμός άσκησης ελέγχου από τους μετόχους στην διοίκηση της επιχείρησης , είναι και η αντίσταση που είναι δυνατόν να προβάλει το management της victim firm προκειμένου να αποτρέψει ένα τέτοιο ενδεχόμενο¹⁶ . Στην πράξη μάλιστα συναντάμε πολλές και διαφορετικές πρακτικές που έχουν αναπτυχθεί για το σκοπό αυτό . Για παράδειγμα , είναι δυνατόν να δρομολογηθεί η εξαγορά της επιχείρησης όχι από την raider firm , αλλά από μια φύλλα προσκείμενη προς αυτή επιχείρηση (*white knight*) για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα . Μπορεί ακόμη να ακολουθηθεί η λεγόμενη πολιτική της καμένης γης (*scorched earth policy*) κατά την οποία το management φροντίζει να αφαιρέσει από την επιχείρηση κάθε τι που θα μπορούσε να την καθιστά στόχο για την raider firm . Άλλες τακτικές που μπορούν να εφαρμοσθούν είναι τα *golden parachutes* , το *green mail* , τα *shark repellants* ενώ η πιο διαδεδομένη πρακτική είναι το λεγόμενο *poison pill* και αναφέρεται στην αγορά από πλευράς της victim firm παγίων κεφαλαίων ή

¹⁵ Η περίπτωση αυτή εξαγοράς είναι γνωστή ως *allocational takeover* μιας και αποσκοπεί στην βελτίωση της αποτίμησης της επιχείρησης στην αγορά μέσω της καλύτερης κατανομής (allocation) , διαχείρισης των κεφαλαίων της από ένα νέο management . Έστω λοιπόν ότι η μέγιστη αγοραία τιμή της μετοχής της επιχείρησης είναι V^* , ενώ στην πράξη η μετοχή είναι μάλλον υποτιμημένη , κυμαίνεται για παράδειγμα σ'ένα επίπεδο $V < V^*$. Αν η raider firm θέλει να έχει ελπίδες επιτυχίας θα πρέπει να προσφέρει μια τιμή p ανά μετοχή τέτοια ώστε $V < p < V^*$. Αν (n) είναι το πλήθος των μετοχών και C είναι το κόστος της εξαγοράς , η εξαγορά θα ήταν επικερδής για την raider αν ισχεί ότι $n(V^* - p) > C$. Αυτό θα μπορούσε να το πετύχει προσφέροντας τιμή $p < V^* - (C/n)$. Δεδομένου αυτού , μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι η εξαγορά δεν θα ήταν δυνατόν να επιτευχθεί αν το management της υπό εξαγορά επιχείρησης εξασφάλιζε με τους χειρισμούς του μια τιμή V' τέτοια ώστε $V^* - (C/n) < V' < V^*$. Σ'αυτήν την περίπτωση η απειλή της εξαγοράς αποδεικνύεται μερικώς μόνο αποτελεσματική , μιας και έχει επιφέρει βελτίωση της τιμής της μετοχής κατά ένα ποσοστό $(V' - V)/V^*$. Οσον αφορά τώρα το πρόβλημα *free riding* στο οποίο αναφερθήκαμε , θα μπορούσε να ξεπερασθεί από τον raider «απειλώντας» εκείνους που θα απέρριπταν το bid , με απώλειες στην αξία της μετοχής τους μετά την εξαγορά .

Hay,D.A. and Morris,D.J. , 'Industrial Economics and Organisation , Theory and Evidence' , Second edition , Oxford University Press , (1991) , pp.496-531

Αναφορικά με τα οφέλη που μπορούν να προκύψουν για ένα μέτοχο μιας victim firm στην περίπτωση μιας *allocational takeover* , ενδιαφέρον έχει η παρατήρηση των Shleifer και Vishny ότι «φαίνεται πιο πιθανό οι raiders να διαθέτουν κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα στην μεταφορά πλούτου από εργαζόμενους , προμηθευτές και managers της εταιρείας προς τους μετόχους . Με άλλα λόγια συμπιέζουν τις απολαβές άλλων δικαιούχων τμήματος του εταιρικού πλούτου σε περιστάσεις που το υπάρχον management είναι ανίκανο ή διστάζει να κάνει κάτι τέτοιο .

Shleifer,A. And Vishny,R.W., 'Value Maximization and the Acquisition Process' , Journal of Economic Perspectives ,vol.2 ,no.1,(1988), pp.7-20

¹⁶ Hay,D.A. and Morris,D.J. , 'Industrial Economics and Organisation , Theory and Evidence' , Second edition , Oxford University Press , (1991) , pp.496-531

στην δημιουργία χρεών που θα καθιστούσαν την επιχείρηση ανεπιθύμητο αντικείμενο εξαγοράς.

ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΑΣΚΗΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ

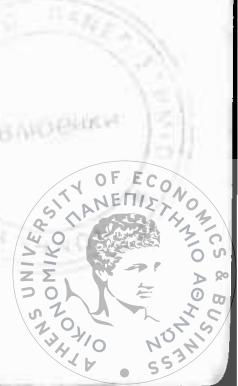
Αν κάπου εδώ τελείωνε το ζήτημα της άσκησης ουσιαστικής εποπτείας από πλευράς μετόχων στην διοίκηση της επιχείρησης, τότε οι προοπτικές ενός καπιταλιστικού συστήματος μεγάλης κλίμακας θα ήταν περιορισμένες. Τα πράγματα όμως δεν έχουν ακριβώς έτσι. Για να κατανοήσουμε καλύτερα το τι συμβαίνει, θα ήταν σωστότερο να επανεξετάσουμε το principal-agent «υπόδειγμα» στο οποίο βασίσαμε την μέχρι τώρα ανάλυσή μας. Αν κοιτάξουμε πιο προσεκτικά την συμπεριφορά ενός manager, θα διαπιστώναμε ότι υπόκειται σε διάφορες ρυθμίσεις, περιορισμούς, κανονιστικά πλαίσια, όπως αυτά απορρέουν απ'όλους εκείνους τους παράγοντες που έχουν συμφέρον από την ορθή διοίκηση της επιχείρησης, ονομαστικά αναφέρουμε τους μετόχους φυσικά, τις τράπεζες και γενικά κάθε είδους πιστωτή καθώς και την αγορά σαν σύνολο, με όλους τους μηχανισμούς και θεσμούς που περιλαμβάνει. Από την στιγμή που όλοι αυτοί οι συντελεστές διαδραματίζουν ένα ρόλο ανάλογο του εντολέα, θα ήταν πιο ακριβές να μιλάμε για ένα μοντέλο *multiple principal-single agent*¹⁷. Μέσα στο νέο αυτό πλαίσιο το κρίσιμο ερώτημα που τίθεται είναι ποιός από τους παράγοντες αυτούς έχει αρκετά ισχυρά κίνητρα και επιπλέον το δικαίωμα και τα κατάλληλα μέσα ώστε να παρέμβει δυναμικά στα θέματα διοίκησης. Μια τέτοια παρέμβαση είναι επιθυμητή μόνο στον βαθμό που μπορεί να επιφέρει βελτιώσεις στον τρόπο του management. Απαραίτητη προϋπόθεση για κάτι τέτοιο είναι η απόκτηση της εσωτερικής πληροφόρησης, που θα άμβλυνε τις ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ *insiders* και *outsiders*.

Το τραπεζικό σύστημα

Στην παρούσα εργασία θα νιοθετήσουμε την άποψη που αναπτύσσει ο J. Stiglitz¹⁸, σύμφωνα με την οποία το τραπεζικό σύστημα είναι αυτό, που μπορεί να

¹⁷ Stiglitz,J., 'Credit markets and the control of capital', Journal of Money, Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152

¹⁸ Stiglitz,J., 'Credit markets and the control of capital', Journal of Money, Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152



αποτελέσει τον πιο αποτελεσματικό μηχανισμό ελέγχου του management μιας επιχείρησης . Ας δούμε όμως που στηρίζεται η θέση αυτή και πιο συγκεκριμένα από που απορρέουν τα κίνητρα εκείνα των τραπεζών τα οποία καθιστούν αναγκαίο τον έλεγχο αυτό . Όπως είναι γνωστό μία από τις σημαντικότερες λειτουργίες του τραπεζικού συστήματος είναι η όσον το δυνατό πιο αποτελεσματική κατανομή των κεφαλαίων της οικονομίας , η κατανομή τους δηλ. στις πιο αποδοτικές χρήσεις . Δυστυχώς όμως κάτι τέτοιο δεν μπορεί να συμβεί μέσω του μηχανισμού κατανομής των τιμών , που διαμορφώνονται σαν αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης κεφαλαίων στα πλαίσια λειτουργίας της αγοράς . Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αγορά κεφαλαίου δεν υπόκειται ακριβώς στους ίδιους κανόνες , με αυτούς που διέπουν όλες τις υπόλοιπες αγορές εκπλειστηριασμού , όπως είναι δηλ. οι αγορές των περισσότερων αγαθών και υπηρεσιών . Η διαφορά έγκειται στο ότι σε μια αγορά κεφαλαίου η ολοκλήρωση της συναλλαγής , που αφορά την δανειοδότηση , πραγματοποιείται μόνον μετά το πέρας μιας χρονικής περιόδου . Δεδομένου λοιπόν ότι στην οικονομία της αγοράς απουσιάζουν μελλοντικές αγορές αγαθών , ο παραπάνω διακανονισμός ενέχει τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των όρων της συμφωνίας και άρα ατυχούς τοποθέτησης των κεφαλαίων . Είναι χαρακτηριστικό μάλιστα ότι αν η τράπεζα προσπαθήσει να αποτρέψει ένα τέτοιο ενδεχόμενο μέσω της αύξησης της τιμής (στην προκειμένη περίπτωση του επιτοκίου) , τότε είναι δυνατόν να προσελκύσει ενδιαφερόμενους που παρουσιάζουν ροπή ως προς τον κίνδυνο (risk lovers) , στην περίπτωση των οποίων η πιθανότητα αθέτησης των όρων του συμβολαίου είναι ιδιαίτερα αυξημένη . Επιτυγχάνεται δηλ. το ακριβώς αντίθετο αποτέλεσμα από το επιθυμητό (adverse selection effect) .

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι οι τράπεζες θα πρέπει να καταφύγουν σε μεθόδους άλλες , πέρα των τιμών , για την κατανομή των κεφαλαίων τους . Για αυτό ακριβώς τον λόγο αναγκάζονται να προχωρήσουν σε λειτουργίες όπως το screening και το monitoring . Το μεν πρώτο έγκειται στην μελέτη των οικονομικών δεδομένων των διαφόρων επιχειρήσεων προκειμένου να εντοπισθούν εκείνες που διαθέτουν τα περισσότερα εχέγγεια για την όσον το δυνατό πιο αποδοτική αξιοποίηση των πόρων που τους παραχωρούνται . Το monitoring αφορά τον έλεγχο της καλής χρήσης των κεφαλαίων από την επιχείρηση σύμφωνα με το πρόγραμμα

που έχει υποβάλει στην τράπεζα . Αν λοιπόν δεν ακολουθηθεί η παραπάνω διαδικασία , τότε πέρα από τις οικονομικές απώλειες που θα προκύψουν , η τράπεζα θα πρέπει να υποστεί και πλήγματα στην αξιοπιστία και το κύρος της , τα οποία μεταφράζονται σε περαιτέρω ζημίες .

Restructuring transactions and the use of debt

Μια ακόμη ενδιαφέρουσα διάσταση του θέματος της αποτελεσματικής άσκησης εποπτείας στο έργο της διοίκησης μιας επιχείρησης ανακύπτει αν εστιάσουμε την προσοχή μας στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης . Ειδικότερα , τα πράγματα διαφοροποιούνται σημαντικά όταν υφίστανται υποχρεώσεις της επιχείρησης με την μορφή χρέους . Η δημιουργία χρέους θα ήταν χρήσιμο να εξετασθεί μέσα στο ευρύτερο πλαίσιο συνθηκών , που καθιστούν αναγκαία μια τέτοια κίνηση για την εταιρεία . Αφετηρία στην ανάλυσή μας θα αποτελέσει αυτό που ονομάζουμε βέλτιστο σύνορο της επιχείρησης (optimal boundary of the firm)¹⁹ . Με τον όρο αυτό εννοούμε το σημείο πέρα από το οποίο θα πρέπει να πάψει η διαδικασία μεγέθυνσης της επιχείρησης . Μια τέτοια διαδικασία συνεπάγεται από την μια οφέλη , που προκύπτουν από την μείωση του συναλλακτικού κόστους (πράγμα το οποίο επιτυγχάνεται μέσω εσωτερικοποίησης ποικίλων λειτουργιών που μπορούν να εκτελούνται στα πλαίσια της αγοράς) και από την άλλη κόστη σε όρους αποτελεσματικότητας λόγω της μειωμένης δυνατότητας εξειδίκευσης . Όταν το μέγεθος μιας επιχείρησης ξεπεράσει το βέλτιστο σημείο στο οποίο το οριακό όφελος και το οριακό κόστος μεγέθυνσης εξισώνονται , τότε προκύπτουν προβλήματα υπερβάλλουσας δυναμικότητας (*overcapacity*)²⁰ . Μια από τις εκφάνσεις του προβλήματος αυτού είναι και η πλεονάζουσα ρευστότητα (excess cash flow) . Με τον όρο αυτό δηλώνουμε το «ρευστό που υπερβαίνει αυτό που απαιτείται για την χρηματοδότηση όλων εκείνων των επενδυτικών σχεδίων με θετική καθαρή παρούσα αξία όταν αυτή προηγουμένως έχει κατάλληλα προεξοφληθεί με το κόστος κεφαλαίου» . Η διαχείριση των επιπλέον αυτών πόρων αποτελεί συχνά αντικείμενο συγκρούσεων μεταξύ του management και των μετόχων , οι οποίοι διεκδικούν την διανομή του με την μορφή αυξημένων μερισμάτων . Οι managers όμως αντιτίθενται

¹⁹ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

²⁰ Jensen,M.C., 'The Modern Industrial Revolution ,Exit and Control Systems' , The Journal of Finance , vol.48, no.3, (1993), pp.831-875

σε κάτι τέτοιο , μιας και αυτό ισοδυναμεί με πλήγμα στα συμφέροντά τους . Μάλιστα δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο , πλεονάζοντος ρευστού που διοχετεύεται στην χρηματοδότηση προγραμμάτων (κυρίως συγχωνεύσεων και εξαγορών) ακόμα και με αρνητική καθαρή παρούσα αξία . Αυτό όμως τελικά έχει σαν αποτέλεσμα ζημίες για την επιχείρηση οι οποίες προεξοφλούνται και αντικατοπτρίζονται στην τιμή των μετοχών της . Οι απώλειες για την εταιρεία αυτού του τύπου είναι γνωστές στην σχετική βιβλιογραφία ‘*agency costs of free cash flow*’²¹. Υπό αυτές τις συνθήκες είναι αναγκαία η συρρίκνωση της επιχείρησης έτσι ώστε να επιστρέψει στο βέλτιστο, ιδανικό γι' αυτή μέγεθος .Πολλές φορές όμως η αναγκαιότητα αυτή σηματοδοτεί την στιγμή η οποία ίσως να είναι η κατάλληλη για την έξοδο της εταιρείας από τον κλάδο-την αγορά ή για την δημιουργία χρέους . Ας εξετάσουμε τα ενδεχόμενα αυτά με την σειρά .Η έξοδος της επιχείρησης αποτελεί ένα κρίσιμο ζήτημα , υπαρκτό , που το υφιστάμενο management συνήθως αδυνατεί να αναγνωρίσει και να παραδεχτεί . Συχνά μάλιστα προβάλει σθεναρή αντίσταση απέναντι σε μια τέτοια εξέλιξη .Σ' αυτές τις περιπτώσεις , οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές αναδεικνύονται σε αποτελεσματικές «οδούς» εξόδου από την αγορά²² , αλλά κυρίως εξόδου των εταιρικών πόρων προς αποδοτικότερες χρήσεις .

Πέρα όμως από την έξοδο ,η ανάγκη συρρίκνωσης της επιχείρησης πολλές φορές μπορεί να απαιτεί την δημιουργία χρέους .Το ζήτημα του χρέους θα πρέπει να ειδωθεί μέσα στα ευρύτερα πλαίσια των *restructuring transactions*²³.Με τον όρο αυτό εννοούμε όλες εκείνες τις διαρθρωτικές μεταβολές ,που λαμβάνουν χώρα στα πλαίσια μίας εταιρείας ,με αποτέλεσμα την δημιουργία νέων εταιρικών μορφωμάτων. Η έννοια *restructuring transactions* δεν έχει ένα συγκεκριμένο περιεχόμενο, δεν είναι αυστηρά ορισμένη .Παρατηρώντας όμως την λειτουργία των αγορών ,μπορούμε να αναφέρουμε μερικά παραδείγματα(κατηγορίες τέτοιων transactions) όπως τα MBOs,

²¹ Jensen,M.C., ‘*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*’, American Economic Review, vol.76, no.2, pp.323-329 .

²² Ιστορικά συναντάμε για πρώτη φορά το φαινόμενο αυτό το 1890 στην Αμερική όπου οι κεφαλαιαγορές πυροδοτούν την «έκρηξη» συγχωνεύσεων και εξαγορών .Τότε μόνο για πρώτη φορά αντιμετωπίζεται αποφασιστικά και με επιτυχία του πρόβλημα της πλεονάζουσας δυναμικότητας . Jensen,M.C., ‘*The Modern Industrial Revolution, Exit and Control Systems*’, The Journal of Finance , vol.48, no.3, (1993), pp.831-875

²³ Robbie,K. ,Thompson,S. And Wright,M., ‘*Buy-Outs, Divestments, and Leverage: Restructuring Transactions and Corporate Governance*’, Oxford Review of Economic Policy ,vol.8, no.3, (1992), pp.58-67.

MBIs, LBOs, HLTs, divestments²⁴. Η αναφορά στα κοινά χαρακτηριστικά τους , θα μας βοηθήσει να προσδιορίσουμε ,έστω και περιγραφικά ,το περιεχόμενο των διαρθρωτικών αυτών αλλαγών στα πλαίσια μιας επιχείρησης . Οι μεταβολές αυτές λοιπόν διακρίνονται από την ικανότητά τους να περιορίζουν τα agency problems ,να προσφέρουν πρόσθετα κίνητρα στο management της εταιρείας και τέλος από την εκτεταμένη χρήση χρέους στην χρηματοοικονομική τους δομή .Πριν εξετάσουμε τα παραπάνω χαρακτηριστικά γνωρίσματα θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι, τα HLTs αποτελούν εταιρικά μορφώματα των οποίων οι τίτλοι παραμένουν στα χέρια του επενδυτικού κοινού .Αντίθετα στις υπόλοιπες περιπτώσεις transactions οι εταιρικοί σχηματισμοί ,που προκύπτουν διακρίνονται από μεταβολή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς τους ,έχουν περάσει στην κυριότητα ενός περιορισμένου αριθμού ατόμων .Η μετάβαση αυτή γίνεται μέσω της επαναγοράς μετοχών της εταιρείας .Οι πόροι για κάτι τέτοιο εξασφαλίζονται συνήθως μέσω της έκδοσης χρέους .Το χρέος όπως προαναφέραμε αποτελεί τον κοινό παρονομαστή όλων αυτών των restructuring transactions και σ'αυτό κυρίως οφείλονται τα όπουα πλεονεκτήματά τους .Συγκεκριμένα ,αξιοποιείται η δυνατότητα του χρέους να λειτουργεί σαν μηχανισμός πειθαρχίας , που αποτρέπει το management από την άσκηση τέτοιων πολιτικών ,που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αδυναμία αποπληρωμής του χρέους .Άλλωστε θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι από την στιγμή που η ιδιοκτησία προσωποποιείται και συχνά συγκεντρώνεται στα χέρια του management ,τότε παρέχονται όλα τα απαραίτητα κίνητρα στην διοίκηση ώστε να είναι πολύ προσεκτική στην χάραξη της πολιτικής επενδύσεων που θα ακολουθήσει .Ένα από τα πλεονεκτήματα ,που προσφέρει η έκδοση χρέους, είναι και ο περιορισμός των agency costs ,τα οποία απορρέουν από την ύπαρξη υπερβάλλουσας ρευστότητας .Οι managers έχοντας δεσμευθεί να αποπληρώσουν το χρέος ,είναι στην ουσία αναγκασμένοι να χρησιμοποιήσουν το πλεονάζον ρευστό για αυτό τον σκοπό .Επίσης για τον ίδιο λόγο συχνά προχωρούν στην αποεπένδυση διαφόρων παγίων περιουσιακών στοιχείων (divestment of assets).

²⁴ Τα παραπάνω αρχικά αντιστοιχούν ,με την σειρά ,στους εξής όρους :Managerial Buy-Outs , Managerial Buy-Ins, Leverage Buy-Outs και Highly Leveraged Transactions .Οι δύο πρώτοι όροι αφορούν την εξαγορά τμημάτων της επιχείρησης από νεοσυσταθήσες ομάδες managers και από το υφιστάμενο management αντίστοιχα .

Μ' αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται παράλληλα και η απαραίτητη συρρίκνωση του μεγέθους της επιχείρησης. Μια επιπλέον σημαντική ιδιότητα των εταιρικών αυτών μορφωμάτων είναι και η κατάργηση σχεδόν της απόκλισης μεταξύ insiders και outsiders. Οι ασυμμετρίες πληροφόρησης ελαττώνονται σημαντικά, γεγονός που συντελεί στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της επιχείρησης. Τελειώνουμε επισημαίνοντας ότι οι restructuring transactions αποτελούν στην ουσία μία μόνο μεταβατική φάση στον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης. Έχει παρατηρηθεί ότι η επιστροφή στο Χρηματιστήριο είναι απλώς ζήτημα χρόνου. Το σημαντικό όμως είναι ότι εντωμεταξύ έχουν συντελεστεί απαραίτητες μεταβολές στην δομή της εταιρείας, που αρχικά ήταν δύσκολο να πραγματοποιηθούν.

Περικοπή των πιστώσεων

Όσον αφορά τώρα τους άτυπους όρους των συμβολαίων, θα πρέπει να σημειώσουμε πως εννοούμε κυρίως το ενδεχόμενο άρνησης ανανέωσης του δανεισμού σε περίπτωση κακοδιαχείρισης των δανειακών κεφαλαίων (πρόκειται στην ουσία για έναν διαφορετικό τρόπο κατανομής των κεφαλαίων, που είναι γνωστός ως *credit rationing*²⁵). Παραπάνω κάναμε λόγο για την αναποτελεσματικότητα ορισμένων μηχανισμών ελέγχου, μεταξύ των οποίων αναφέραμε και το ζήτημα ανανέωσης του δανεισμού. Το ενδεχόμενο αθέτησης των όρων του δανείου στην περίπτωση ενός δανειολήπτη χωρίς σημαντικά μελλοντικά επενδυτικά πλάνα, μπορεί να περιοριστεί από την στιγμή που μπαίνουν σε εφαρμογή οι λειτουργίες του screening και του monitoring. Επιπλέον, είναι αμφίβολο το κατά πόσο μια σοβαρή πηγή άντλησης κεφαλαίων θα μπορούσε να δανειοδοτήσει κάποιον ο οποίος δεν απεδείχθη συνεπής στο παρελθόν με τις δανειακές του υποχρεώσεις. Τέλος, στην περίπτωση που ένα δάνειο χορηγείται σε δόσεις, η περικοπή των πιστώσεων (λόγω κακοδιαχείρισης που διαπιστώθηκε μέσω monitoring) πριν ολοκληρωθεί η όλη διαδικασία, μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά για τις διοικήσεις εκείνες που δεν ενδιαφέρονται για μελλοντικό δανεισμό, αλλά που δεν παύουν να έχουν ανάγκη ολόκληρου του ποσού που είχαν συμφωνήσει να λάβουν.

²⁵ Stiglitz,J., 'Financial markets and development', Oxford Review of Economic Policy, vol.5, no.4, (1989), pp.55-66

Μια σημαντική παράμετρος του όλου ζητήματος ,που εξετάζουμε , είναι η ποιότητα του ελέγχου , που ασκείται από το τραπεζικό σύστημα . Η ποιότητα αυτή είναι συνάρτηση της πληροφόρησης ,που έχει στα χέρια της η τράπεζα σχετικά με την κατάσταση της επιχείρησης . Η πρόσβαση στην πολύτιμη αυτή γνώση των εσωτερικών της κάθε εταιρείας-πελάτη , κατοχυρώνεται μέσα από τους όρους των συμβολαίων που υπογράφονται . Η εσωτερική πληροφόρηση , για την οποία και ο λόγος , παίζει αποφασιστικής σημασίας ρόλο για την αποτελεσματικότητα του monitoring . Το ζητούμενο για κάθε τράπεζα είναι ο προσδιορισμός της πιθανότητας αποτυχίας των επενδυτικών σχεδίων της επιχείρησης , γεγονός που θα δημιουργήσει προβλήματα στην εξόφληση του δανείου . Η μέριμνα αυτού του είδους προασπίζει τα τραπεζικά συμφέροντα και ως ένα σημείο και αυτά των μετόχων . Και λέμε μέχρι ενός σημείου , διότι δεν διασφαλίζεται παράλληλα και η αποδοτική αξιοποίηση των επενδεδυμένων κεφαλαίων , γεγονός που συντελεί τελικά στην αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης . Διαπιστώνουμε δηλ. μια μεροληψία²⁶ (bias)του ελέγχου που ασκείται από τις τράπεζες , υπέρ του βαθμού επικινδυνότητας των διαφόρων επενδυτικών σχεδίων . Η αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού απαιτεί την λήψη μέτρων σε θεσμικό επίπεδο έτσι ώστε να δοθούν κίνητρα στις τράπεζες να μεριμνήσουν και υπέρ της αποτελεσματικής χρήσεις των κεφαλαίων που έχει αντλήσει από εξωτερικές πηγές η επιχείρηση . Αυτό θα μπορούσε να γίνει αν τα τραπεζικά ιδρύματα είχαν στην κατοχή τους μετοχές των εταιρειών που χρηματοδοτούν , πράγμα που αυτομάτως θα δημιουργούσε συμφέρον για την όσο το δυνατό αποδοτικότερη αξιοποίηση των κεφαλαίων που επενδύονται ²⁷.

²⁶ Stiglitz,J. , 'Credit markets and the control of capital' , Journal of Money , Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152

²⁷ Παρολαντά αξίζει να έχουμε υπόψη μας πως μία τέτοια θεσμική μεταβολή δεν είναι μια απόφαση που πρέπει να ληφθεί αιφαντίστα . Θα πρέπει να συνυπολογισθεί το γεγονός ότι , αυτού του είδους η εξέλιξη όσον αφορά επενδυτικές πρακτικές μιας τράπεζας , συνεπάγεται την εγκατάσταση ενός «διαιύλου» επικοινωνίας μεταξύ χρηματιστηρίου και πιστωτικών ιδρυμάτων , μέσω του οποίου όμως μπορούν να μεταδοθούν και shock προς το τραπεζικό σύστημα με τραγικά πιθανόν αποτελέσματα . Είναι χαρακτηριστικό ότι χώρες όπως οι Η.Π.Α. κάτι τέτοιο έχει απαγορευθεί . Για αυτό πριν από σπουδήποτε κίνηση θα πρέπει σοβαρά να σταθμιστεί αυτό το ενδεχόμενο .

Τα εργατικά συνδικάτα²⁸

Πέρα όμως από τα πιστωτικά ιδρύματα, ένας άλλος θεσμός, ανάλογου μεγέθους, που έχει τις δυνατότητες να αναδειχθεί σε έναν σημαντικό μηχανισμό αποτελεσματικού ελέγχου των θεμάτων διοίκησης μιας επιχείρησης, είναι τα εργατικά σωματεία που διαμορφώνονται στους κόλπους της. Ειδικότερα, αυτό μπορεί να συμβεί για δύο βασικούς λόγους: πρώτα απ' όλα, οι εργαζόμενοι έχουν ισχυρά κίνητρα για να συμμετάσχουν στον έλεγχο του management. Τα κίνητρα αυτά απορρέουν από το γεγονός ότι τα συμφέροντά τους είναι στενά συνυφασμένα με την καλή λειτουργία της επιχείρησης. Όμως τα κίνητρα αν και απαραίτητα δεν αρκούν, εκείνο που καθιστά εφικτή την άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου είναι η κατάλληλη εσωτερική πληροφόρηση. Αυτό όμως δεν αποτελεί πρόβλημα για τους εργαζόμενους, όπως θα συνέβαινε με οποιονδήποτε άλλον που θα χρειαζόταν κάπι τέτοιο, από την στιγμή που οι ίδιοι αποτελούν μέλος του «οργανισμού» που λέγεται επιχείρηση, «εξάρτημα» των μηχανισμών του. Επιπλέον, η απόκτηση αυτής της πληροφόρησης μπορεί να γίνει με σχετικά χαμηλό κόστος. Ένας ακόμη λόγος για τον οποίο οι εργατικές ενώσεις έχουν κίνητρο να εργασθούν για τον έλεγχο των διοικητικών θεμάτων της επιχείρησης, είναι το γεγονός ότι ένα σημαντικό τμήμα των κεφαλαίων με τα οποία τροφοδοτούν τα ασφαλιστικά ταμεία επενδύεται, μέσω του Χρηματιστηρίου, στις επιχειρήσεις που πιθανότατα απασχολούνται. Μάλιστα, το τυχόν χάσμα που υφίσταται μεταξύ εργαζομένων και ιδιοκτησίας, θα μπορούσε να αμβλυνθεί μέσω της διανομής μετοχών στους πρώτους, πράγμα που θα τόνωνε το ενδιαφέρον τους για την αποδοτική χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της εταιρείας.

The reputation²⁹

Ένας τελευταίος μηχανισμός, που θα μπορούσαμε να πούμε ότι έχει την δυνατότητα να περιορίσει τις τυχόν αυθαιρεσίες του management μιας επιχείρησης, που αντίκεινται στα συμφέροντα των μετόχων, είναι και αυτός που απορρέει από το κύρος και αξιοπιστία που θα πρέπει να περιβάλει τα διοικητικά στελέχη της εταιρείας. Η προστασία και η ενίσχυση του κύρους αυτού λειτουργεί δεσμευτικά για το management, αποτρέποντας την λήψη αποφάσεων που θα μπορούσαν να αποβούν σε

²⁸ Stiglitz,J., 'Credit markets and the control of capital', Journal of Money, Credit and Banking, vol.17, no.2, (1985), pp.133-152

²⁹ Stiglitz,J., 'Credit markets and the control of capital', Journal of Money, Credit and Banking, vol.17, no.2, (1985), pp.133-152

βάρος των μετόχων . Σε διαφορετική περίπτωση οι συνέπειες μπορεί να είναι πολύ σοβαρές για τα μέλη της διοίκησης : μπορούν να χάσουν την ακόμη και την θέση τους με αποτέλεσμα να αναγκαστούν να ζητήσουν άλλου εργασία , η οποία είναι αμφίβολο κατά πόσο θα τους προσφερθεί , δεδομένης της κατάληξης που είχε η προηγούμενη δραστηριότητά τους . Με άλλα λόγια , η ίδια η αγορά εργασίας επιβάλει συγκεκριμένους κανόνες που λειτουργούν πειθαρχικά όσον αφορά την διοίκηση μίας επιχείρησης . Ακόμη θα πρέπει να σημειώσουμε , τα διάφορα κίνητρα που μπορεί να προσφέρει η ίδια η εταιρεία στο management της προκειμένου να περιορίσει το ενδεχόμενο κακής διαχείρισης . Συγκεκριμένα , αναφερόμαστε στην δυνατότητα προαγωγής , η οποία μπορεί να αξιοποιηθεί από κάποιο διοικητικό στέλεχος μόνο από την στιγμή που θα σημειώσει και την ανάλογη συμπεριφορά . Επιπλέον κίνητρα μπορούν να δοθούν με την παραχώρηση τμήματος μετοχών στο management , πράγμα που ευθυγραμμίζει κατά κάποιο τρόπο τα συμφέροντά του με αυτά των μετόχων . Πλέον θα έχει πολύ λιγότερους λόγους να αμελήσει την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης .

THE BANK-BASED SYSTEM

Ολοκληρώνοντας την παραπάνω αναφορά μας στα προβλήματα που απορρέουν από τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διοίκησης καθώς και στην αποτελεσματικότητα των μεθόδων που εφαρμόζονται για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αυτών , θα ήταν λάθος να πιστεύουμε ότι έχουμε μια σχετικά σφαιρική εικόνα του τι συμβαίνει . Για να είμαστε ακριβείς θα πρέπει να τονίσουμε ότι όλα όσα αναπτύξαμε προηγουμένως αποτελούν μια περιγραφή όλων όσων ισχύουν στο καπιταλιστικό σύστημα αγγλοσαξωνικού τύπου , δηλ. στην οικονομία της αγοράς έτσι όπως έχει αναπτυχθεί στις Η.Π.Α. και στο Ηνωμένο Βασίλειο . Τα πράγματα όμως είναι αρκετά διαφορετικά στην περίπτωση χωρών τις Ηπειρωτικής Ευρώπης και κυρίως στην Γερμανία καθώς και στην Ιαπωνία . Είναι απαραίτητο λοιπόν να ασχοληθούμε με το καπιταλιστικό σύστημα , έτσι όπως αυτό έχει διαμορφωθεί στις παραπάνω χώρες (επιχειρώντας παράλληλα μια αντιδιαστολή των χαρακτηριστικών του γνωρισμάτων με τα αντίστοιχα γνωρίσματα του αγγλοσαξωνικού μοντέλου). Προηγουμένως όμως

, θα πρέπει να γίνει σαφές ότι η οικονομία της αγοράς δεν εξελίχθηκε με τον ίδιο ακριβώς τρόπο σε κάθε μια από τις χώρες αυτές , γι' αυτό θα προσπαθήσουμε να περιοριστούμε στα κοινά χαρακτηριστικά που εμφανίζουν . Επιπλέον , θα πρέπει πάντα να έχουμε υπόψη μας ότι μελετάμε κεντρικές τάσεις , οι οποίες διέπουν το καπιταλιστικό σύστημα στις περιοχές που προαναφέραμε και όχι για αυστηρούς κανόνες που τηρούνται κατά γράμμα . Ειδικότερα , θα θίξουμε θέματα όπως η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας , τα ατελή συμβόλαια , η από κοινού παρέμβαση όλων όσων έχουν συμφέρον από την καλή λειτουργία της επιχείρησης κ.α.

Αφετηρία στην ανάλυσή μας θα αποτελέσει , όπως και στην περίπτωση του αγγλοσαξωνικού συστήματος , το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου . Πιο συγκεκριμένα , η πρώτη παρατήρηση που θα είχε κανείς να κάνει είναι ότι το πρόβλημα αυτό έχει σαφέστατα μικρότερες διαστάσεις απ' ότι στο αρχικό μοντέλο που εξετάσαμε . Το γεγονός αυτό οφείλεται στην υψηλή συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στα χέρια ορισμένων μόνο φορέων (θα εξετάσουμε αργότερα το ποιοι ακριβώς είναι αυτοί) . Η περιορισμένη αυτή διασπορά των μετοχών³⁰ δημιουργεί στους μετόχους ισχυρά κίνητρα ενεργού συμμετοχής στον έλεγχο του έργου των managers , πράγμα το οποίο συντελεί αποφασιστικά στην εδραιώση ενός αποτελεσματικού συστήματος corporate control . Παρολαυτά , αν θέλουμε να κατανοήσουμε πληρέστερα , που αποδίδεται η μεγαλύτερη επιτυχία , με την οποία ασκείται ο εταιρικός έλεγχος , θα πρέπει να ανατρέξουμε στην θεωρία των ατελών συμβολαίων .

Ατελή συμβόλαια

Πριν όμως από αυτό οφείλουμε να σημειώσουμε , πως αυτού του είδους τα συμβόλαια σπάνια τα συναντάμε στο καπιταλιστικό σύστημα αγγλοσαξωνικού τύπου , όπου κατά κόρον χρησιμοποιούνται τα explicit contracts , συμβόλαια δηλ. τα οποία περιλαμβάνουν όρους ρητώς διατυπωμένους , με πάσα λεπτομέρεια και ακρίβεια καθώς και με τον απαραίτητο πάντα νομικό χαρακτήρα . Στον αντίποδα αυτών βρίσκονται τα ατελή συμβόλαια , τα οποία δεν διακρίνονται από την τυπικότητα των

³⁰ Πολύ χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Γερμανίας . Σύμφωνα με το άρθρο της E.Schneider 'Corporate control in Germany' , η τοποθέτηση κεφαλαίων σε μετοχές δεν αποτελεί μια ευρέως εμπεδωμένη πρακτική από τους Γερμανούς . Θεωρούν άλλες μορφές επένδυσης πιο αποδοτικές . Επιπλέον , η Γερμανία αποτελεί μια χώρα , που παραδοσιακά διακρίνεται από μια τάση αποστροφής απέναντι στον κατακερματισμό της ιδιοκτησίας .

προηγούμενων , μάλιστα πρόκειται συχνά για άγραφες συμφωνίες ή ακόμη και για συμφωνίες των οποίων , όσο παράδοξο και αν ακούγεται , δεν έχουν προηγηθεί οι απαραίτητες συνεννοήσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών(αυτό ισχύει κυρίως στην περίπτωση της Ιαπωνίας)³¹ . Γίνεται αντιληπτό από τα παραπάνω ότι τα ατελή συμβόλαια λειτουργούν χωρίς την βοήθεια νομικών μηχανισμών , αλλά αξιοποιώντας τις δυνατότητες που παρέχονται από την ποιότητα της συνεννόησης στην οποία μπορούν να έλθουν τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη . Πριν αναφερθούμε στα επιμέρους γνωρίσματα - ιδιότητες των ατελών συμβολαίων , θα πρέπει να σημειώσουμε ότι συνάπτονται μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης και κάθε *stakeholder* , με τον όρο αυτό εννοούμε κάθε έναν που έχει συμφέρον από την καλή λειτουργία της επιχείρησης , χωρίς να είναι απαραίτητο να έχει στην κατοχή του μετοχές της , τέτοιοι είναι οι διάφοροι πελάτες , προμηθευτές , το εργατικό προσωπικό καθώς και οι πιστωτές . Με βάση την παραπάνω παρατήρηση , μπορούμε να υιοθετήσουμε την προσέγγιση εκείνη , σύμφωνα με την οποία μπορούμε να θεωρήσουμε την επιχείρηση σαν ένα πλέγμα συμβολαίων³² (*nexus of contracts*) ανάμεσα σε διοίκηση και *stakeholders* . Όσον αφορά τα διάφορα χαρακτηριστικά των ατελών συμβολαίων θα είχαμε να σημειώσουμε τα εξής³³: Βασική τους προϋπόθεση αποτελεί ο αμοιβαίος σεβασμός στην ανεξαρτησία κάθε συμβαλλόμενου μέρους . Επιπλέον , προϋποθέτουν την ύπαρξη καλής πίστης εκ μέρους και των δύο πλευρών . Με άλλα λόγια χαρακτηρίζονται από την δημιουργία ενός κλίματος αμοιβαίας εμπιστοσύνης . Τα παραπάνω αποτελούν ένα σύνολο κατάλληλων συνθηκών μέσα στο οποίο μπορεί να επιτευχθεί η ανάπτυξη μακροχρόνιων - σταθερών εμπορικών σχέσεων . Πέρα από αυτό , η σπουδαιότητα των ατελών συμβολαίων έγκειται στην δυνατότητα διευθέτησης διαφόρων ζητημάτων που προκύπτουν στην πορεία , κατά τρόπο άμεσο , πράγμα το οποίο δεν είναι δυνατό μέσω των explicit contracts είτε γιατί τα ζητήματα αυτά δεν είχαν ανακύψει μέχρι την στιγμή που συντάσσονταν το

³¹ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 ,(1992) , pp.24-44

³² Dore,R., 'What makes the Japanese Different ?' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

³³ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 ,(1992) , pp.24-44

συμβόλαιο , είτε γιατί δεν ήταν δυνατό να προβλεφθούν . Μπορούμε λοιπόν να συμπεράνουμε ότι τα ατελή συμβόλαια προσφέρουν στην επιχείρηση ένα πλεονέκτημα ενελιξίας στην αντιμετώπιση προβλημάτων που κάνουν αιφνιδιαστικά την εμφάνισή τους . Προχωρώντας λίγο παραπέρα , διαπιστώνουμε ότι η εταιρεία αποκτά μ' αυτόν τον τρόπο την ικανότητα να προσαρμόζεται ευκολότερα στις εξελίξεις του διαρκώς μεταβαλλόμενου επιχειρησιακού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος , στα πλαίσια του οποίου λειτουργεί . Από μια άλλη σκοπιά , θα λέγαμε ότι η σημασία των ατελών συμβολαίων έγκειται στις *operational* και *transactional efficiencies*³⁴ που παρέχουν . Ειδικότερα , διαπιστώνουμε ότι μεταξύ των διάφορων stakeholders και της διοίκησης αναπτύσσονται δίκτυα προσωπικών και μακροχρόνιων σχέσεων , μέσω των οποίων επιτυγχάνεται η αποτελεσματικότερη διάχυση της πληροφόρησης . Η ευκολότερη πρόσβαση , όλων όσων υιοθετούν την πρακτική των ατελών συμβολαίων , στην εσωτερική πληροφόρηση της επιχείρησης , περιορίζει σημαντικά τις ασυμμετρίες πληροφόρησης . Το γεγονός αυτό με την σειρά του επιφέρει σημαντικές περικοπές στο κόστος συναλλαγών , πράγμα που ερμηνεύεται σαν επίτευξη ενός υψηλότερου βαθμού transactional efficiency . Αναφορικά τώρα με την συμβολή των ατελών συμβολαίων στην αύξηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας της επιχείρησης , θα πρέπει να σημειώσουμε τα ακόλουθα . Μια από τις πιο κρίσιμες λειτουργίες μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι η επίτευξη της λεπτής εκείνης ισορροπίας μεταξύ ελέγχου και ανεξαρτησίας των stakeholders (κυρίως προμηθευτών και εργατών) , που θα τους επιτρέψει να αντιδρούν όσο το δυνατό πιο ικανοποιητικά σ'ένα πλαίσιο μεταβαλλόμενων συνθηκών . Ο αμοιβαίος σεβασμός στην αυτονομία αυτών που εμπλέκονται σ'ένα ατελές συμβόλαιο , η ευελιξία και η προσαρμοστικότητα , που τελικά αυτό προσφέρει , αποτελούν ικανές προϋποθέσεις για την πραγματοποίηση αυτής της ισορροπίας , η οποία τελικά συνεπάγεται την επίτευξη αυτού που ονομάζουμε , operating efficiency .

³⁴ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44



Σχέσεις προμηθευτών - επιχείρησης³⁵

Ας δούμε όμως λίγο πιο προσεκτικά πως περίπου διαμορφώνονται οι σχέσεις μεταξύ διοίκησης της επιχείρησης και των διάφορων stakeholders , με βάση τα παραπάνω . Στην περίπτωση των προμηθευτών θα είχαμε να παρατηρήσουμε τα εξής : Από την στιγμή που ο προμηθευτής , με τον οποίο συνεργάζεται η επιχείρηση , ικανοποιεί ένα σύνολο προϋποθέσεων (για παράδειγμα , ακρίβεια στην ώρα παράδοσης , αλλά και στην ποσότητα των εμπορευμάτων) , τότε αυτομάτως δημιουργείται η υποχρέωση στον πελάτη να μείνει «πιστός» στον συγκεκριμένο προμηθευτή . Με άλλα λόγια , αν στην πορεία δοθεί στην επιχείρηση η ευκαιρία να επιτύχει μια πιο συμφέρουνσα - αποδοτικότερη συμφωνία με κάποιον άλλο προμηθευτή , τότε αυτή η δυνατότητα δεν θα πρέπει να αξιοποιηθεί . Αντίστοιχη είναι και η υποχρέωση που φέρει ο προμηθευτής απέναντι στον πελάτη του . Παρόμοια , σε μια περίπτωση αδυναμίας του πελάτη - επιχείρησης να φανεί συνεπής με τις οικονομικές υποχρεώσεις του , απέναντι στον προμηθευτή του , παρατηρούμε τον προμηθευτή αυτόν να μην διαμαρτύρεται , αλλά να περιμένει υπομονετικά την στιγμή της πληρωμής του . Πρόκειται δηλ. για την δημιουργία μεταξύ των δύο συνεργατών ‘long term obligated relationships’³⁶ . Αντιθέτως , στην περίπτωση του αγγλοσαξωνικού προτύπου , διαπιστώνουμε την διαμόρφωση ‘auction market mobile relationships’ . Στις σχέσεις δηλ. που αναπτύσσονται μεταξύ προμηθευτών και πελατών , κανείς δεν είναι διατεθειμένος να δείξει ανοχή σε μια τυγχόν δυσκολία πληρωμής του , ούτε είναι πρόθυμος να αφήσει ανεκμετάλλευτη μια πιο αποδοτική συμφωνία , προκειμένου να διατηρήσει τις σχέσεις του με τον προηγούμενο συνεργάτη του . Μέσω αυτής της κινητικότητας που παρατηρείται , επιδιώκεται η όσο το δυνατό αποτελεσματικότερη κατανομή των πόρων της επιχείρησης .

Σχέσεις εργαζομένων - επιχείρησης

Ένα ακόμη πεδίο στο οποίο σημειώνονται σημαντικές αποκλίσεις ανάμεσα στο αγγλοσαξωνικό μοντέλο και σ' αυτό της Ιαπωνίας-Γερμανίας είναι οι σχέσεις διοίκησης και εργατικού προσωπικού . Τα όσα θα έπονται αποτελούν περισσότερο

³⁵ Dore,R. , 'What makes the Japanese Different ?' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

³⁶ Kester,C.W. , 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance ' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

μια περιγραφή των Ιαπωνικών πρακτικών . Πιο συγκεκριμένα , ο εργαζόμενος θεωρείται μέλος της επιχείρησης , η σχέση του μαζί της χαρακτηρίζεται από μονιμότητα , δεν πρόκειται δηλ. για κάποια περιστασιακή συνεργασία . Η πρόσληψή του ισοδυναμεί με την εφόρου ζωής πίστη - προσήλωσή του ³⁷ ('*life time commitment*') στην συγκεκριμένη επιχείρηση . Η αντίληψη αυτή μπορεί να θεωρηθεί ότι απορρέει από ένα ολόκληρο σύστημα - πλέγμα πολιτικών που αφορούν την αξιοποίηση του ανθρώπινου κεφαλαίου ('*nexus of human resources policy*'³⁸) . Ειδικότερα , μόνον δεδομένου αυτού του μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα , μπορούν να λάβουν χώρα και τελικά να αποδώσουν πρακτικές όπως η εκπαίδευση των εργαζομένων , η βάση σχεδίου τοποθέτησή τους σε πολλά και διαφορετικά πόστα , η βάση προγράμματος επαφή τους με ποικίλες λειτουργίες της επιχείρησης , η συμμετοχή τους στην δημιουργία ενδοεπιχειρησιακών δικτύων κ.α. Αξίζει να σημειώσουμε ότι , παράλληλα οι εργαζόμενοι απολαμβάνουν διάφορα πλεονεκτήματα , που τους παρέχονται από την εταιρεία στην οποία απασχολούνται , όπως η φροντίδα για την στέγαση και την περίθαλψή τους , για την μόρφωση των παιδιών τους και άλλα . Μπορούμε γενικότερα να διαπιστώσουμε ότι οι Ιαπωνικές επιχειρήσεις είναι σταθερά προσανατολισμένες σε μια πολιτική επενδύσεων σε ανθρώπινο κεφάλαιο . Η ενίσχυση των προσόντων , η βελτίωση των ικανοτήτων του προσωπικού , δεδομένων των εδραιωμένων μακροχρόνιων σχέσεων , συντελεί όχι στην βελτίωση των δυνατοτήτων και των προοπτικών του κάθε μεμονομένου εργαζόμενου , αλλά της εταιρείας ολόκληρης . Για να τονίσουμε ακόμη περισσότερο το πόσο διαφορετικά είναι τα εργασιακά δεδομένα στην Ιαπωνία , μπορούμε να αναφέρουμε ότι η σημασία της επιχείρησης για τους εργαζόμενους , είναι τέτοια που προσιδιάζει αυτήν της *οικογένειας*³⁹ , σε βαθμό που να είναι διατεθειμένοι να υποβληθούν ακόμη και σε θυσίες για το μέλλον της εταιρείας ή για το κύρος της . Τέλος θα ήταν ενδιαφέρον να δώσουμε λίγο την προσοχή μας στα εργασιακά δεδομένα , έτσι όπως αυτά διαμορφώνονται στην Γερμανία . Αν θα έπρεπε με μια

³⁷ Dore,R. , '*What makes the Japanese Different ?*' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

³⁸ Marsh,P. , '*Short-termism on trial*' , , Institutional fund manager's association ,

³⁹ Dore,R. , '*What makes the Japanese Different ?*' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

λέξη να περιγράψουμε την εκεί κατάσταση , αυτή η λέξη θα ήταν co - determination (από κοινού λήψη αποφάσεων) . Αυτό «αποτελεί ένα από τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά της Γερμανικής εταιρικής νοοτροπίας . Ήα πρέπει να διακρίνουμε δύο επίπεδα : το ένα παρέχει στο εργατικό δυναμικό το δικαίωμα της πληροφόρησης , της ακρόασης ή της συμμετοχής στις αποφάσεις . Το άλλο δίνει στους εργαζόμενους το δικαίωμα της συμμετοχής στον επιχειρησιακό σχεδιασμό μέσω της εκπροσώπησής τους στο ελεγκτικό συμβούλιο (supervisory board)»⁴⁰ .

Στον αντίποδα όλων αυτών βρίσκεται το μοντέλο που εφαρμόζεται στις Η.Π.Α. και στην Μεγάλη Βρετανία . Βασικό χαρακτηριστικό του είναι η κινητικότητα που διακρίνει την αγορά εργασίας . Η αλλαγή απασχόλησης , η μεταπήδηση σε κάποια ανταγωνιστική εταιρεία , είναι ένα φαινόμενο αρκετά συνηθισμένο , που όμως θα ήταν αδιανόητο σε χώρες τις Νοτιοανατολικής Ασίας . Η κινητικότητα αυτή που διέπει τόσο την εργασία όσο και το κεφάλαιο , αποτελεί το εργαλείο μέσω του οποίου επιχειρείται η επίτευξη αποτελεσματικής κατανομής των πόρων (*allocative efficiency*) , του μόνου τρόπου , που πιστεύεται ότι μπορεί να οδηγήσει στην οικονομική μεγέθυνση⁴¹ .

Ο ρόλος των τραπεζών

Μια ακόμη κατηγορία stakeholder , που θα πρέπει να εξετάσουμε ως προς τις σχέσεις που έχει με την επιχείρηση , είναι οι πιστωτές και πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες . Μ'αυτόν τον τρόπο μας δίνεται η ευκαιρία να αναφερθούμε και στην χρηματοοικονομική διάρθρωση των εταιρειών σε κάθε ένα από τα δύο συστήματα που μελετάμε . Καταρχήν , θα πρέπει να καταστήσουμε σαφές ότι τόσο στο αγγλοσαξωνικό μοντέλο , όσο και σ'αυτό της Ιαπωνίας , Γερμανίας , ο προτυπότερος τρόπος άντλησης κεφαλαίων είναι η αυτοχρηματοδότηση , δηλ. η παρακράτηση κερδών . Στο βαθμό όμως που αυτό δεν είναι αρκετό για την κάλυψη των επενδυτικών αναγκών σε κεφάλαια , χρησιμοποιούνται στο κάθε σύστημα , πόροι από διαφορετικές πηγές . Ειδικότερα , στο πρώτο μοντέλο (των Η.Π.Α. και Η.Β.) διαδεδομένη είναι η χρήση κεφαλαίων που προέρχονται από την έκδοση μετοχών και

⁴⁰ Schneider,L.E. , 'Corporate control in Germany' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.11-23

⁴¹ Dore,R. , 'What makes the Japanese Different ?' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

την διάθεσή τους στην χρηματιστηριακή αγορά . Αντιθέτως , στο δεύτερο σύστημα , οι τράπεζες είναι αυτές που έχουν αναλάβει κατά κύριο λόγο την χρηματοδότηση των διαφόρων επενδυτικών σχεδίων . Μάλιστα , τόσο κεντρικής σημασίας είναι ο ρόλος τους , ώστε ολόκληρο το καπιταλιστικό σύστημα αυτού του τύπου χαρακτηρίζεται ως ‘*bank-based*’⁴². Ας προσπαθήσουμε όμως να δούμε πιο συγκεκριμένα πως διαγράφονται οι σχέσεις τραπεζών και επιχειρήσεων , έχοντας σαν πρότυπο τα δεδομένα που υπάρχουν στην Ιαπωνική οικονομία . Είναι γεγονός ότι οι μεγάλες τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο κάθε ομίλου επιχειρήσεων . Συσπειρωμένες γύρω από την τράπεζα του ομίλου τους , οι διάφορες εταιρείες στρέφονται προς αυτή προκειμένου να αντλήσουν τα απαραίτητα κεφάλαια . Τα ατελή συμβόλαια , που υφίστανται ανάμεσα στην τράπεζα και την διοίκηση της κάθε επιχείρησης , παρέχουν στους τραπεζικούς μηχανισμούς την δυνατότητα άμεσης πρόσβασης σε όλη εκείνη την απαραίτητη εσωτερική πληροφόρηση , χωρίς σημαντικό κόστος , προκειμένου να αξιολογήσουν την υπό εξέταση επενδυτική πρόταση . Ακόμη έχουμε να παρατηρήσουμε ότι οι Ιαπωνικές τράπεζες εμφανίζουν ροπή προς την ανάληψη υψηλού βαθμού επικινδυνότητας κατά την διαδικασία της δανειοδότησης , ένα επιπλέον χαρακτηριστικό είναι η χορήγηση μακροχρόνιων δανείων . Με τέτοιου τύπου δάνεια χρηματοδοτούνται επενδυτικά προγράμματα που αφορούν την έρευνα και την τεχνολογία , τα οποία προωθούν την καινοτομία και τελικά δίνουν το προβάδισμα στην οικονομική δραστηριότητα . Μπορούμε να επίσης να σημειώσουμε ότι τα μακροπρόθεσμα αυτά δάνεια , συνεπάγονται για τις εταιρείες και διάφορες φορολογικές ελαφρύνσεις , μιας και οι τόκοι των δανείων εκπίπτουν των κερδών που πρόκειται να φορολογηθούν⁴³. Αφήσαμε για το τέλος , έναν παράγοντα αποφασιστικής σημασίας για την εύκολη πρόσβαση των Ιαπωνικών εταιρειών σε δανειακά κεφάλαια . Πρόκειται για ένα «φαινόμενο» , που παρατηρείται τόσο στην Ιαπωνία όσο και στην Γερμανία , αναφερόμαστε στο *cross-shareholding* . Με τον όρο αυτό εννοούμε την αμοιβαία «παρακράτηση» μετοχών , από την εταιρεία και τις τράπεζες , αλλά και διάφορους άλλους stakeholders . Στην περίπτωση των τραπεζών

⁴² Corbit,J. and Mayer,C. , ‘*Financial reform in Eastern Europe : progress with the wrong model*’ , Oxford Review of Economic Policy , vol.7 , no.4 , (1991) , pp.57-74

⁴³ Σύμφωνα με τον Paul Marsh , αυτό αποτελεί το μοναδικό στοιχείο που δικαιολογεί τις όποιες , μικρές διαφορές στο κόστος κεφαλαίου , που παρατηρούνται ανάμεσα στην Ιαπωνία και τις Η.Π.Α.

μάλιστα , μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η χρηματοδότηση που τελικά λαμβάνουν οι εταιρείες από τις τράπεζες είναι περισσότερο ένα «μείγμα ιδίων κεφαλαίων και χρέουνς»⁴⁴.

Η σπουδαιότητα των cross-shareholdings⁴⁵

Η ύπαρξη των cross-shareholdings είναι πολύ σημαντική όχι μόνο γιατί συντελούν στην εξασφάλιση πολύτιμων πόρων για την επιχείρηση αλλά για μια σειρά από λόγους . Πρώτα απ'όλα , ο συγκεκριμένος τρόπος με τον οποίο διαμορφώνεται το ιδιοκτησιακό καθεστώς των εταιρειών και των stakeholders τους , αποτελεί «ασπίδα»προστασίας απέναντι στις όποιες προσπάθειες εξαγοράς . Οι μέτοχοι δεν συνδέονται με την εταιρεία μόνο μέσω της σχέσης ιδιοκτησίας , αλλά και μέσω των συμβολαίων , ατελών και μη , που έχουν συνάψει με την διοίκηση . Ο raider λοιπόν μπορεί να προσφέρει κάποιο δελεαστικό bid ως αντάλλαγμα των μετοχών, αλλά είναι πολύ δύσκολο να προσδιορίσει , να ποσοτικοποιήσει την αξία του περιεχομένου ενός ατελούς συμβολαίου , προκειμένου να προσφέρει κάποιο το κατάλληλο αντίτιμο . Επιπλέον , ας μην ξεχνάμε ότι οι μέτοχοι και ταυτόχρονα stakeholders , έχουν στενά συνδέσει τα συμφέροντά τους με την πορεία της επιχείρησης , μέσω μακροπρόθεσμων συμβολαίων . Προφανώς ,δεν θα είναι διατεθειμένοι να διακυβεύσουν όλα αυτά , έναντι ενός έστω και γενναίου ανταλλάγματος . Από τα παραπάνω διαπιστώνουμε ότι τα cross-shareholding πέρα από φρένο στην δραστηριότητα των raiders , συντελούν στην αποτελεσματικότητα των ατελών συμβολαίων , μιας και ενισχύουν τα κίνητρα δημιουργίας αμοιβαίων , προσωπικών και μακροπρόθεσμων σχέσεων μεταξύ εταιρείας και stakeholders . Τέλος , μέσω των cross-shareholdings είναι εφικτό να υπάρξει ένας , κατά κάποιο τρόπο συμψηφισμός των απαιτήσεων των διάφορων stakeholders . Επιπλέον είναι δυνατόν να επέλθει ένας συμβιβασμός μεταξύ τους , με αποτέλεσμα να περιορίζονται οι τυγχόν τριβές ανάμεσά τους , πράγμα το οποίο συντελεί στην ομαλότερη λειτουργία της επιχείρησης . Το στοιχείο αυτό του συμβιβασμού έχει ιδιαίτερη σημασία στην περίπτωση της Γερμανίας . Όπως παρατηρεί και η E.Schneider «μια μεγάλη ποικιλία

⁴⁴ Marsh,P. , 'Short-termism on trial' , , Institutional fund manager's association

⁴⁵ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

συγκρουόμενων συμφερόντων ανάμεσα σε ομάδες εντός και εκτός της επιχείρησης συνήθως εξουδετερώνονται μέσω του συμβιβασμού . Συνεπώς , κάποιος θα μπορούσε να ονομάσει κάτι τέτοιο , ‘consensus model’⁴⁶».

Σε αυτό το σημείο πλέον είναι δυνατό να κατανοήσουμε βαθύτερα για ποιους λόγους το πρόβλημα εντολέα - εντολοδόχου λαμβάνει μικρότερες διαστάσεις σε χώρες όπως η Ιαπωνία και η Γερμανία . Ο χαρακτήρας του ίδιου του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των εταιρειών και ο ιδιαίτερος τρόπος λειτουργίας τους επιτρέπει το αποτελεσματικότερο monitoring ⁴⁷ . Πιο συγκεκριμένα , από την μια η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας στα χέρια ορισμένων κρίσιμης σημασίας (key) stakeholders , αποτρέπει την εκδήλωση φαινομένων free-riding ενώ από την άλλη , ο αποφασιστικής σημασίας ρόλος των ατελών συμβολαίων στην λειτουργία της επιχείρησης δρα καταλυτικά για τον περιορισμό των ασυμμετριών πληροφόρησης . Τα δύο αυτά στοιχεία συντελούν στην μείωση του agency cost. Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό για ποιους πραγματικά λόγους ο έλεγχος του έργου της διοίκησης μπορεί να γίνει πιο αποτελεσματικά στις ‘bank-based’ οικονομίες . Θα πρέπει ακόμη να τονίσουμε την μη ύπαρξη ουσιαστικά αγορών εταιρικού ελέγχου στις οικονομίες αυτές , απλά και μόνο επειδή δεν υφίσταται η αναγκαιότητα ανάπτυξης τέτοιων αγορών . Κατά συνέπεια , η τόσο διαδεδομένη πρακτική των εχθρικών εξαγορών στο αγγλοσαξωνικό μοντέλο , στις χώρες που μελετάμε είναι σχεδόν άγνωστη , και επιπλέον ακόμη και σε θεωρητικό επίπεδο είναι απορριπτέα . Όσων αφορά τώρα την περίπτωση των συγχωνεύσεων⁴⁸ στις ‘bank-based’ οικονομίες είναι πραγματικά περιορισμένες , και προκύπτουν μόνο όταν μπορούν να συμβάλλουν στην ολοκλήρωση της παραγωγικής διαδικασίας , σε αντίθεση δηλ .με το σύστημα που εφαρμόζεται σε Η.Π.Α. και Μ.Β. , όπου οι συγχωνεύσεις αποτελούν προϊόν τις αναδιάρθρωσης χαρτοφυλακίων .

⁴⁶ Schneider,L.E. , ‘Corporate control in Germany’ , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.11-23

⁴⁷ Θα πρέπει σ’ αυτό το σημείο να καταστήσουμε σαφές , ότι στην καρδιά του εταιρικού ελέγχου , στην περίπτωση της Γερμανίας , βρίσκεται ένα κομμάτι της ίδιας της επιχείρησης , το supervisory board , στα μέλη του οποίου θα επαναλάμβουμε , ότι συμπεριλαμβάνονται εκπρόσωποι των εργαζομένων και των τραπεζών .(Schneider,E. , ‘Corporate control in Germany’ , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , 1992 , pp.11-23)

⁴⁸ Dore,R. , ‘What makes the Japanese Different ?’ , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , Ethics and Markets , Basil Blackwell

Αξιολόγηση επενδύσεων⁴⁹

Δύο ακόμη τομείς , στους οποίους θα μπορούσαμε να εντοπίσουμε διαφορές ανάμεσα στο αγγλοσαξωνικό μοντέλο και το 'bank-based' σύστημα , είναι αυτοί της αξιολόγησης επενδύσεων και της οργάνωσης και λειτουργίας της επιχείρησης . Αναφορικά με την πρώτη περίπτωση , έχουμε να σημειώσουμε τα εξής : Τόσο Αμερικανικές όσο και Βρετανικές εταιρείες δεν ακολουθούν την μέθοδο εκτίμησης νέων επενδυτικών προτάσεων , που από κοινού προκρίνουν τα εγχειρίδια χρηματοοικονομικής , δηλ . αυτή δηλ. των προεξοφλημένων χρηματοροών που θα αποφέρει μια επένδυση . Αντιθέτως , η μέθοδος που εφαρμόζουν βασίζεται στην διάρκεια της περιόδου , εντός της οποίας θα ολοκληρωθεί η απόσβεση των επενδεδυμένων κεφαλαίων (*payback period*) . Κάτι τέτοιο όμως γεννά ορισμένους προβληματισμούς , από την στιγμή που η μέθοδος αυτή είναι δυνατόν να αποδειχθεί μεροληπτική , υπέρ της χρησιμοποίησης ενός βραχυχρόνιου επενδυτικού ορίζοντα (short-termism) αφού δεν συνυπολογίζει τις χρηματοροές , που συνεχίζουν να προκύπτουν για την επιχείρηση και μετά το τέλος της payback period . Επίσης προς την ίδια κατεύθυνση οδηγεί η χρήση σύντομων περιόδων απόσβεσης της επένδυσης ,σαν αντίδραση στις ιδιαίτερα αισιόδοξες προοπτικές αυτών που εισηγούνται την εφαρμογή ενός νέου επενδυτικού προγράμματος . Παρόμοια προβλήματα μεροληψίας είναι δυνατόν να δημιουργηθούν και λόγω της χρήσης εξαιρετικά υψηλών προεξοφλητικών επιτοκίων. Συμπερασματικά , οι μέθοδοι αξιολόγησης των επενδύσεων που εφαρμόζονται πιθανότατα διέπονται από μια ροπή προς πιο βραχυχρόνια επενδυτική δραστηριότητα .

Τα πράγματα είναι αρκετά διαφορετικά στην περίπτωση οικονομιών , που θα χαρακτηρίζαμε ως 'bank-based'. Ειδικότερα , όσον αφορά την Ιαπωνία θα είχαμε να σημειώσουμε τα εξής : Γενικότερα , η εκτίμηση των διάφορων επενδυτικών σχεδίων , φαίνεται να βασίζεται λιγότερο στους «αριθμούς» . Η αξιολόγηση που γίνεται , δεν στηρίζεται τόσο στα αυστηρά , αναλυτικά εργαλεία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης . Το βάρος μάλλον δίνεται στην διεξοδική μελέτη των κρίσματων , αρχικών υποθέσεων κάθε νέου επενδυτικού σχεδίου , καθώς και στην εξέταση όλων των εναλλακτικών σχεδίων σε συνδυασμό με τον βαθμό επικινδυνότητας , που

⁴⁹ Marsh,P. , 'Short-termism on trial' , , Institutional fund manager's association

περιλαμβάνει καθένα από αυτά . Θα πρέπει να προσθέσουμε ακόμα κάτι ,που έχει προαναφερθεί , τον μακροχρόνιο χαρακτήρα των επενδύσεων που δρομολογούνται .Τέλος , κάθε νέο επενδυτικό πρόγραμμα που τίθεται σε εφαρμογή αποσκοπεί στην αύξηση του μεριδίου της αγοράς , που κατέχει η εταιρεία καθώς και στον εμπλουτισμό της γκάμας των προϊόντων που παράγει .

Οργάνωση των επιχειρήσεων

Ένα τελευταίο σημείο , στο οποίο θα μπορούσαμε να διαπιστώσουμε διαφορές ανάμεσα στο αγγλοσαξωνικό μοντέλο και σ'αυτό , που εφαρμόζεται σε χώρες όπως η Ιαπωνία και η Γερμανία , είναι αυτό της οργάνωσης των επιχειρήσεων . Μια πρώτη παρατήρηση που θα είχαμε να κάνουμε είναι η απαγόρευση από τον νόμο δημιουργίας βιομηχανικών ομίλων (*industrial groups*) , στην Αμερική κατά κύριο λόγο . Αυτό μπορεί να ενταχθεί μέσα στην γενικότερη αντίληψη , που επικρατεί στις Η.Π.Α. , και η οποία είναι σταθερά προσανατολισμένη εναντίον της δημιουργίας trust . Στην περίπτωση όμως των 'bank-based' οικονομιών , σημειώνεται ακριβώς το αντίθετο φαινόμενο . Στην Ιαπωνία για παράδειγμα , τα *industrial groups*⁵⁰ , γνωστά ως 'keiretsu' , αποτελούν μια πάγια πρακτική όσων αφορά την οργάνωση των επιχειρήσεων . Δεν είναι δύσκολο να αντιληφθούμε γιατί συμβαίνει κάτι τέτοιο , αρκεί μόνο να δούμε τι είναι ακριβώς είναι οι βιομηχανικού αυτοί όμιλοι . Πρόκειται για ένα σύνολο επιχειρήσεων , που έχουν συσπειρωθεί γύρω από μια τράπεζα , «αλληλεπιδρώντας μέσα σ'ένα πλαίσιο στενών , σταθερών , συνεργασιακών σχέσεων» . Είναι φανερό , ότι μόνο μέσα σ'αυτά τα πλαίσια μπορούν να λειτουργήσουν όλοι εκείνοι οι μηχανισμοί (ατελή συμβόλαια , cross-shareholding) , που προσδίδουν στην Ιαπωνική οικονομία σημαντικό τμήμα της δυναμικής της . Ακόμη , διαφορές ανάμεσα στα δύο μοντέλα , παρατηρούνται και ως προς την εφαρμογή των *multi-divisional*⁵¹ μορφών οργάνωσης της επιχείρησης . Η πρακτική αυτή συναντάται κυρίως στην Αμερική , ενώ μάλλον δεν είναι δημοφιλής στην Ιαπωνία . Η υιοθέτηση όμως αυτής της οργανωτικής μορφής από τις Η.Π.Α. δεν γίνεται χωρίς προβλήματα . Συγκεκριμένα , συχνά παρατηρούνται αποκλίσεις

⁵⁰ Kester,C.W., 'Industrial Groups as Systems of Corporate Governance' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44

⁵¹ Marsh,P. , 'Short-termism on trial' , , Institutional fund manager's association

απόψεων ανάμεσα στα διάφορα τμήματα της εταιρείας και την γενική διεύθυνση . Πολλές φορές , ο ανταγωνισμός , που αναπτύσσεται μεταξύ τους , ξεπερνά τα όρια και μπορεί να αποβεί σε βάρος της ποιότητας και της απόδοσης της ίδιας της επένδυσης . Στην περίπτωση της Ιαπωνίας τέτοια φαινόμενα σίγουρα δεν αποτελούν τον κανόνα . Η σχέση ανάμεσα στα ανώτερα κλιμάκια διοίκησης της εταιρείας και στα επιμέρους τμήματα είναι πιο λειτουργική , πιο αμφίδρομη . Ειδικότερα , η λειτουργία των διάφορων τμημάτων δεν είναι αποκομμένη από την διεύθυνση της εταιρείας , τα ανώτερα στελέχη , έχοντας περάσει κατά την εκπαίδευσή τους από όλα αυτά τα πόστα , έχουν καλή , προσωπική γνώση των όλων όσων συμβαίνουν σ' αυτά . Μπορούν λοιπόν να παρέμβουν , διατυπώνοντας την γνώμη τους για όλα τα τρέχοντα ζητήματα , που ανακύπτουν . Επίσης , δεν χρησιμοποιούν τις επιμέρους αυτές μονάδες της επιχείρησης , σαν πηγές πληροφόρησης , αλλά μάλλον σαν πηγές ιδεών , και παράγοντες καινοτομίας .

The empirical evidence

Πριν ολοκληρώσουμε το τμήμα τούτο της εργασίας ,θα ήταν ιδιαίτερα χρήσιμο να παραθέσουμε ορισμένα εμπειρικά στοιχεία γύρω από το θέμα του corporate control. Τα στοιχεία αυτά προσπαθούν να περιγράψουν κύρια τα όσα διαδραματίζονται στην αγορά εταιρικού ελέγχου από την δεκαετία του 60 και μετά μιας και αυτό το ζήτημα κατέχει την κεντρική θέση στην σχετική βιβλιογραφία .Ως εκ τούτου αποτελούν μια προσπάθεια σκιαγράφησης των όσων διαδραματίζονται στον Αγγλοσαξωνικό κόσμο .Ειδικότερα , θα είχε ενδιαφέρον να εξετάσουμε αρχικά την έκταση που λαμβάνει το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Καταρχή ,θα πρεπει να γνωρίζουμε ότι το φαινόμενο γνώρισε ιδιαίτερη έξαρση κατά το πρώτο μισό της δεκαετίας του 80. Από τις 100 μεγαλύτερες εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν ως το 1983, 65 εμφανίστηκαν μετά το 1982 και μόλις 11 πριν το 1979. Επίσης, την τετραετία 1981-1984 η μέση ετήσια καταγεγραμμένη πραγματική αξία των συγχωνεύσεων και εξαγορών ήταν μεγαλύτερη από αυτή κάθε τετραετίας από το τέλος της δεκαετίας του 60 έως τις αρχές της δεκαετίας του 70⁵². Όσον αφορά τώρα το είδος των trasactions , ο Firth διαπιστώνει ότι στο H.B. κατά την περίοδο 1972-1974 από τα 224 επιτυχημένα bids τα 184 αντιστοιχούσαν σε συμφωνημένες

συγχωνεύσεις ,τα 5 σε ανταγωνιστικές (contested) εξαγορές ,ενώ τα 35 αφορούσαν αναθεωρημένα bids⁵³ . Επιπλέον, ο Jensen αναφέρει ότι κατά την περίοδο 1976-1990 έλαβαν χώρα 36000 συγχωνεύσεις και εξαγορές ,από τις οποίες μόλις 364 ήταν ανταγωνιστικές εξαγορές και 172 επιτυχείς «εχθρικές» εξαγορές⁵⁴. Από τα παραπάνω φαίνεται ότι το ζήτημα των hostile takeovers έχει μάλλον πολύ περιορισμένες διαστάσεις ,που δεν δικαιολογούν τις ανησυχίες που εκφράζονται στην σχετική βιβλιογραφία περί των αρνητικών συνεπειών του .Ένα ακόμη θέμα ,που συχνά αποτελεί αντικείμενο εμπειρικής μελέτης είναι ο βαθμός στον οποίο βγαίνουν ωφελημένοι οι μέτοχοι ,από την διαδικασία εξαγοράς .Όλες οι μελέτες φαίνεται να συγκλίνουν στο συμπέρασμα ότι ,οι μετόχοι της victim firm αποκομίζουν αρκετά σημαντικά οφέλη σε αντίθεση με τους μετόχους της raider firm για τους οποίους τα οφέλη είναι πολύ μικρά .Πιο συγκεκριμένα ,οι Jensen και Ruback⁵⁵ σε μια ανασκόπηση 13 Αμερικανικών μελετών ,που εκδόθηκαν από το 1977 έως το 1983, διαπιστώνουν ότι ,κατά μέσο όρο οι μέτοχοι των target firm κέρδιζαν 30% στην περίπτωση εξαγορών ,20% στην περίπτωση των συγχωνεύσεων και 8% στην περίπτωση των proxy fights .Οι μέτοχοι των raider firms κέρδιζαν 4% στην περίπτωση των ανταγωνιστικών εξαγορών και τίποτα στην περίπτωση των συγχωνεύσεων .Στα παραπάνω θα πρέπει να προσθέσουμε την διαπίστωση ότι ,δεν υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις που να στηρίζουν την άποψη ότι οι επιδόσεις των εταιρειών βελτιώνονται σημαντικά ύστερα από ένα επιτυχημένο bid⁵⁶ .Το γεγονός αυτό δεν επιβεβαιώνει τις προσδοκίες όσον στηρίζουν τα allocational takeovers .Μάλλον καταδεικνύει ότι ,τα οφέλη που προκύπτουν για τους μετόχους της victim firm προέρχονται από την αποκατάσταση της αξίας των μετοχών τους ,που πιθανότατα είχαν υποτιμολογηθεί πριν από την εκδήλωση ενδιαφέροντος εξαγοράς .Τέλος ,ενδιαφέρον έχει η ακόλουθη παρατήρηση των Jensen και Ruback : «Είναι δύσκολο να βρεθούν στην πράξη managers που να αφορούν το corporate control ,οι

⁵² Jarrell.G.A.,Brickley,J.A. and Netter,J.M., 'The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980', Journal of Economic Perspectives, vol.2, no.1, (1988), pp.49-68

⁵³ Fifth,M., 'The Profitability of Takeovers and Mergers', Econ.J., vol.89, (1979), pp.316-28.

⁵⁴ Jensen,M.C., 'The Modern Industrial Revolution ,Exit and Control Systems', The Journal of Finance , vol.48, no.3, (1993), pp.831-875

⁵⁵ Jensen,M. And Ruback.R., 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', Journal of Finance, vol.11, (1983), pp.5-50.

⁵⁶ Hay,D.A. and Morris,D.J. , 'Industrial Economics and Organisation , Theory and Evidence' , Second edition , Oxford University Press , (1991) , pp.496-531

οποίες να βλάπτουν τους μετόχους: εξαίρεση αποτελούν εκείνες οι πρωτοβουλίες που εξουδετερώνουν έναν πραγματικό ή δυνητικό raider ...»⁵⁷.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Με αφορμή την παραπάνω παρατήρηση ,θα πρέπει ίσως να αναρωτηθούμε αν έχει υπερεκτιμηθεί η δυνατότητα των managers να δρούν σε βάρος των συμφερόντων των μετόχων .Επιπλέον ,η περιορισμένη έκταση των επιτυχημένων hostile takeovers ευθυγραμμίζεται με όλα εκείνα τα επιχειρήματα ,που προσπαθούν να αποδείξουν την αναποτελεσματικότητα αυτού του καναλιού άσκησης ελέγχου στην διοίκηση μιας επιχείρησης .Παράλληλα όμως ,δεν θα πρέπει να παραγνωρίζουμε τις δυνατότητες εξόδου ,που προσφέρουν σε μια επιχείρηση οι εξαγορές και συγχωνεύσεις ,κύρια στην περίπτωση που υφίστανται προβλήματα υπερβάλλουσας δυναμικότητας .Πέρα από όλα αυτά όμως ,είναι βέβαιο ότι η άσκηση του corporate control στο market-based system επιδέχεται αρκετές βελτιώσεις ,που απαιτούν να δρομολογηθούν όλες εκείνες οι θεσμικές μεταβολές για τις οποίες μιλά ο J.Stiglitz .Αναφερόμαστε στην δυνατότητα των τραπεζών να μετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών που χρηματοδοτούν καθώς και στην ενεργότερη συμμετοχή του εργατικού προσωπικού στην διαδικασία λήψης αποφάσεων .Αν προσέξουμε τις παραπάνω προτάσεις ,θα διαπιστώσουμε πως μπορούν να θεωρηθούν και σαν μια προσπάθεια προσέγγισης του Ιαπωνικού-Γερμανικού προτύπου .Κάτι τέτοιο ίσως να είναι απαραίτητο ,όμως θα πρέπει να έχουμε πάντα υπόψη μας ότι η μετεγγραφή αυτού του μοντέλου στον Αγγλοσαξωνικό κόσμο είναι μάλλον αδύνατη .Άλλωστε η κάθε εκδοχή του καπιταλιστικού συστήματος δεν θα πρέπει να αντιμετωπίζεται μόνο σαν αποτέλεσμα ορθολογικού σχεδιασμού και μελέτης ,αλλά και σαν προϊόν συγκεκριμένων κοινωνικών συνθηκών που δεν μπορούν να αναπαραχθούν σε άλλες χώρες .

⁵⁷ Jensen,M. And Ruback.R., 'The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence', Journal of Finance, vol.11, (1983), pp.5-50.

B-ΜΕΡΟΣ

Εισαγωγικά

Στο δεύτερο τμήμα της εργασίας αυτής θα παρουσιάσουμε στοιχεία ,τα οποία αφορούν ορισμένα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των εισηγμένων, στο Ελληνικό Χρηματιστήριο ,επιχειρήσεων .Πριν όμως παραθέσουμε τα στοιχεία αυτά ,θα ήταν ενδιαφέρον αλλά και χρήσιμο ,να αναφερθούμε στα δεδομένα ,που επικρατούν στην Ελληνική χρηματαγορά .Ειδικότερα, θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι την δεκαετία του 90 και κυρίως τα τελευταία χρόνια ,το Ελληνικό Χρηματιστήριο κινείται σε ανοδική τροχιά .Αρκεί να δούμε ανοδική πορεία του Γενικού δείκτη τιμών ή τις αυξημένες αγοραίες αξίες των εισηγμένων μετοχών για να το διαπιστώσουμε. Η άνθιση αυτή δεν μπορεί να ειδωθεί ,παρά μόνο μέσα στα πλαίσια του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος. Με άλλα λόγια ,θα ήταν λάθος να αντιμετωπίσουμε την πρόοδο αυτή που σημειώνεται ανεξάρτητα από την βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών στην Ελλάδα. Συγκεκριμένα, οι ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας κατά τη διετία 97-98 είναι υψηλότεροι της τελευταίας δεκαετίας και ξεπερνούν τον μέσο ρυθμό αύξησης του πραγματικού Α.Ε.Π. της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ενδιαφέρον είναι ακόμη το γεγονός ότι το 1998, για πρώτη φορά την τελευταία δεκαετία ,επιβραδύνεται η καθαρή εγχώρια ζήτηση σε σχέση με το Α.Ε.Π. .Η συγκράτηση αυτή του ρυθμού αύξησης της ζήτησης είναι ένας από τους παράγοντες ,που συνέβαλαν κατά τρόπο αποφασιστικό στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού .Η πτωτική αυτή πορεία του τιμάριθμου συμπαρασύρει και τα ονομαστικά επιτόκια .Η υποχώρηση του πληθωρισμού ενισχύεται και από την σημαντική μείωση του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης. Ας εξετάσουμε όμως οι εξελίξεις αυτές στο μακροοικονομικό περίγυρο των Ελληνικών επιχειρήσεων συνέβαλαν στην άνθιση του Χρηματιστηρίου. Ειδικότερα, η άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής παράλληλα με την σταθερότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας συντέλεσαν στην μείωση του επενδυτικού κινδύνου. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την εφαρμογή ενός προγράμματος διαρθρωτικών αλλαγών στην Ελληνική οικονομία ,όπως μετοχοποιήσεις και ιδιωτικοποιήσεις συνδράμουν στην δημιουργία ενός ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος. Ενός κλίματος δηλ. όπου η αβεβαιότητα δίνει την θέση της στην εμπιστοσύνη από πλευράς επενδυτικού κοινού. Στην παγίωση αυτού του αισθήματος εμπιστοσύνης συνέβαλαν

ο εκσυγχρονισμός του θεσμικού πλαισίου και η αυστηρότερη εποπτεία της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου .Συγκεκριμένα ,η θέσπιση κανόνων δεοντολογίας και κανονισμών στην κεφαλαιαγορά , οι διάφορες διαρθρωτικές αλλαγές αλλά και άλλοι παράγοντες οδήγησαν στην ενίσχυση της ασφάλειας του συστήματος συναλλαγών καθώς και στην περαιτέρω μείωση τους κόστους τους .Το ευνοϊκό αυτό επενδυτικό κλίμα ,για το οποίο ο λόγος, βρίσκει αντίκρισμα στην μαζική εισροή κεφαλαίων, που σημειώνεται ,τόσο από το εσωτερικό όσο και από την αλλοδαπή .Η αυξημένη εισροή ξένων κεφαλαίων μπορεί να αποδοθεί ,εκτός από τον περιορισμό του επενδυτικού κινδύνου ,που ενέχουν οι τοποθετήσεις σε ελληνικούς τίτλους και σε διάφορους άλλους παράγοντες .Θα αναφέρουμε την αναβάθμιση του διεθνούς επιπέδου της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από επενδυτικούς οίκους του εξωτερικού καθώς και τον διεθνή χαρακτηρισμό της ως «αναδυόμενης» αγοράς. Προς την ίδια κατεύθυνση συνέβαλε και η ένταξη της δραχμής στον Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών. Όσον αφορά τώρα την μαζική εισροή εγχώριων κεφαλαίων , μπορούμε να θεωρήσουμε πως απορρέει από την άσκηση αντιληθωριστικής πολιτικής. Τα χαμηλά ονομαστικά επιτόκια ,που προκύπτουν ,καταστούν τις τοποθετήσεις κεφαλαίων σε τραπεζικούς λογαριασμούς λιγότερο αποδοτικές σε αντίθεση με τις δελεαστικότερες επενδύσεις στο Χρηματιστήριο .Το γεγονός αυτό οδήγησε σε αυξημένη προσέλευση νέων επενδυτών στο Χρηματιστήριο. Η ρευστότητα ,που δημιουργήθηκε ,ήταν ικανή να τροφοδοτήσει τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των εισηγμένων εταιφειών ,που σ'ένα σημαντικό ποσοστό μεταφράζονται σε επενδύσεις ,οι οποίες θέτουν σε κίνηση τον μηχανισμό ανάπτυξης της οικονομίας ολόκληρης μαζί και της κεφαλαιαγοράς. Ακόμη, όσον αφορά την άνθιση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου ,θα πρέπει να επισημάνουμε την μεταστροφή των προτιμήσεων των μικροεπενδυτών ,οι οποίοι πλέον ,δεν αρκούνται απλώς σε τοποθετήσεις σε κρατικούς τίτλους αλλά στρέφονται και σε μετοχικούς τίτλους .Τέλος ,αξίζει να σημειώσουμε πως ,η πιθανή ένταξη της Ελλάδας στην O.N.E. δημιουργεί προσδοκίες για περαιτέρω ενίσχυση της δυναμικής του Χρηματιστηρίου .

Ξεκινώντας την αναφορά μας στα εμπειρικά στοιχεία ,που συγκεντρώθηκαν, θα πρέπει να δώσουμε ορισμένες πληροφορίες για το δείγμα των επιχειρήσεων ,που χρησιμοποιούμε. Οι 47 αυτές εταιφείες συλλέχθηκαν όχι σαν αποτέλεσμα τις επιλογής τους από ένα ευρύτερο σύνολο εταιφειών ,βάσει ορισμένων κριτηρίων.

Είναι εισηγμένες εταιρείες στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, για τις οποίες στάθηκε δυνατό να συλλέξουμε στοιχεία. Είναι οι εταιρείες με άλλα λόγια ,για τις οποίες βρέθηκαν τα ενημερωτικά τους δελτία .Αυτά αποτέλεσαν και τις πηγές της έρευνας αυτής .Πρόκειται για φυλλάδια ,που υποχρεούται κάθε επιχείρηση να εκδώσει κατά την είσοδό της στην αγορά του Χρηματιστηρίου ή όταν πρόκειται να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο .Τα δελτία αυτά απευθύνονται στο επενδυτικό κοινό ,και είναι διαθέσιμα στον κάθε ενδιαφερόμενο. Περιλαμβάνουν το ιστορικό της εταιρείας , τα επενδυτικά της σχέδια ,στοιχεία για τους μετόχους ,την δομή του μετοχικού κεφαλαίου, χρηματοοικονομικούς δείκτες, προηγούμενες λογιστικές καταστάσεις κ.τ.λ .Συνεπώς κοινό χαρακτηριστικό των επιχειρήσεων του δείγματός μας είναι αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Η αύξηση αυτή ,με άλλα λόγια η άντληση πόρων από το Χρηματιστήριο, αφορά τα δύο τελευταία χρόνια 1998 και 1999 .

Δομή του μετοχικού κεφαλαίου

Στον σχετικό πίνακα (1) παρουσιάζουμε 47 Ελληνικές επιχειρήσεις ,για κάθε μία από τις οποίες παραθέτουμε στοιχεία όπως η ημερομηνία εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο, τον αριθμό των μεγαλομετόχων (μετόχων δηλ. με ποσοστά ιδιοκτησίας τέτοια ,που να τους διαχωρίζουν από το επενδυτικό κοινό), το πλήθος των μετοχών ,την αύξηση των μετοχών και τα πραγματοποιούμενα έσοδα σαν ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου .Επιπλέον παρουσιάζουμε το ποσοστό ιδιοκτησίας του management καθώς και το ποσοστό διασποράς για κάθε επιχείρηση. Το πρώτο φανερώνει το τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου που ανήκει στο διοικητικά στελέχη της εταιρείας και το δεύτερο ισούται με το τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου που βρίσκεται στα χέρια του ευρύτερου επενδυτικού κοινού (βρίσκεται αυτούσιο στα ενημερωτικά δελτία των επιχειρήσεων) .

Όσον αφορά το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που βρίσκεται στα χέρια των managers θα πρέπει να γίνουν οι ακόλουθες επισημάνσεις .Σε πολλές περιπτώσεις το ποσοστό αυτό ισοδυναμεί με τον βαθμό στον οποίο η επιχείρηση εξακολουθεί να βρίσκεται υπό τον έλεγχο της οικογένειας (των οικογενειών) που αρχικά προχώρησαν στην ίδρυσή της. Και τούτο διότι μπορεί ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης να είναι αναπόφευκτος προκειμένου να συνεχισθεί η διαδικασία μεγέθυνσης της επιχείρησης, αυτό όμως δεν σημαίνει ότι και τα άτομα που δημιούργησαν την οικονομική μονάδα και βρίσκονταν στο τιμόνι της διοίκησής

της δεν μπορούν να διατηρήσουν τον κεντρικό τους ρόλο .Εξακολουθούν λοιπόν να συγκαταλέγονται μεταξύ των διοικητικών στελεχών και μετά την υιοθέτηση της ανώνυμης υπόστασης της εταιρείας ,εξασφαλίζοντας για τον εαυτό τους ένα σεβαστό ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου .Επίσης συχνά παρατηρείται το φαινόμενο managers να μοιφάζονται τις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους ,με τους συζύγους τους ή άλλα μέλη των οικογενειών τους .Αυτό συμβαίνει κυρίως για φορολογικούς λόγους .Η συμμετοχή αυτή της διοίκησης στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών είναι ιδιαίτερα κρίσιμη και αποφασιστικής σημασίας για την πορεία της επιχείρησης .Κάτι τέτοιο ,κατά κάποιο τρόπο αμβλύνει το χάσμα ιδιοκτησίας και διοίκησης αφού από την μια διατηρείται, ως ένα σημείο, ο οικογενειακός χαρακτήρας της εταιρείας και από την άλλη όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας ,που βρίσκεται στην κατοχή ενός manager, τόσο περισσότερο εκτεθειμένος βρίσκεται ο ίδιος στις συνέπειες των αποφάσεων και της γενικότερης συμπεριφοράς του .Το γεγονός αυτό συμβάλει στην λήψη πιο προσεκτικών και μελετημένων αποφάσεων από πλευράς διοίκησης ,πράγμα που με την σειρά του περιορίζει τον βαθμό αβεβαιότητας και κινδύνου, που συνεπάγεται για τον επενδυτή η τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε μια συγκεκριμένη εταιρεία .Με άλλα λόγια ,το πρόβλημα εντολέα εντολοδόχου ,στην Ελληνική πραγματικότητα, το οποίο αποτελεί και αντικείμενο της ερευνάς μας ,αναμένεται να έχει περιορισμένες διαστάσεις .Διαστάσεις δηλ. που συνεπάγονται λιγότερο έντονες ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και διοικητικών στελεχών καθώς και όχι ιδιαίτερα υψηλά agency costs .Βέβαια το πλεονέκτημα των σχετικά υψηλών ποσοστών ιδιοκτησίας από το management, δεν μπορεί να υφίσταται επάπειρον .Για την ακρίβεια παρατηρείται ένα trade-off ,από την μια οι ωφέλειες ,που περιγράψαμε παραπάνω και από την άλλη ο περιορισμός της δυνατότητας άντλησης επιπλέον κεφαλαίων .Έτσι λοιπόν, όσο πιο επιτακτική γίνεται η ανάγκη εύρεσης πρόσθετων πόρων για την χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων και άλλων λειτουργιών της επιχείρησης ,τόσο πιθανότερο είναι υπάρξει μια μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και συνεπώς μια αύξηση του ποσοστού διασποράς (αυτό φυσικά δεν είναι απαραίτητο ,θα μπορούσε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου να απορροφηθεί για παράδειγμα από θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι δεν συγκαταλέγονται στο επενδυτικό κοινό, με την έννοια που του όρου που χρησιμοποιήσαμε παραπάνω).

Πριν όμως εξετάσουμε πως τα παραπάνω αντικατοπτρίζονται στα στοιχεία που αφορούν την Ελληνική πραγματικότητα ,θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι, τα ποσοστά ιδιοκτησίας από το management και διασποράς έχουν υπολογισθεί δύο φορές για τις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές γίνονται για πρώτη φορά αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης ,για την περίοδο προ και μετά της εισαγωγής τους .Αρχικά θα παρουσιάσουμε τους μέσους όρους για τα ποσοστά ιδιοκτησίας από το management και τα ποσοστά διασποράς του συνόλου αλλά και διαφόρων υποομάδων επιχειρήσεων (πίνακας 2). Συγκεκριμένα λοιπόν για τις νεοεισαχθείσες επιχειρήσεις (15 τον αριθμό) τα ποσοστά αυτά διαμορφώνονται στα εξής επίπεδα ,57% και 17% αντίστοιχα .Για τις υπόλοιπες 31εταιρείες τα ποσοστά αυτά είναι 38,34% και 38,27% ενώ για το σύνολο των 46 εταιρειών που έχουμε στην διάθεσή μας είναι 45,92% και 32,33%. Στις 31επιχειρήσεις που εισήλθαν στο Χρηματιστήριο παλαιότερα ,συμπεριλαμβάνονται και τρεις ναυτιλιακές εταιρείες. Αυτές χαρακτηρίζονται από ιδιαιτέρως υψηλά ποσοστά διασποράς ,που προσεγγίζουν το 100% ,είναι με άλλα λόγια αυτό που ονομάζουμε εταιρείες λαϊκής βάσης .Κάτι τέτοιο όμως έχει σαν συνέπεια την «παραμόρφωση» των μέσων όρων ,οι οποίοι έχουν το μειονέκτημα να έλκονται από τις υψηλές τιμές .Αν λοιπόν από τις 31αυτές εταιρείες και το συνολικό μας δείγμα αφαιρέσουμε τις τρεις αυτές επιχειρήσεις, τότε οι μέσοι όροι των ποσοστών ιδιοκτησίας από το management και των ποσοστών διασποράς θα διαμορφωθούν ως εξής ,44,60% και 32,28% για τις εταιρείες που προϋπήρχαν στο Χρηματιστήριο και 49,05% και 26,98% για όλες (43) τις επιχειρήσεις που έχουμε στην διάθεσή μας .Ανεξάρτητα όμως από την τυγχόν μεροληφτία των παραπάνω δεικτών ,παρατηρώντας τους αρχικά διαπιστώνουμε ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας από το management σε κάθε περίπτωση υπερτερεί του ποσοστού διασποράς .Το γεγονός αυτό συνεπάγεται ισχυρά κίνητρα για τα διοικητικά στελέχη της επιχείρησης ,που τους αποτρέπουν από το shirking ή από την λήψη αποφάσεων που θα εξυπηρετούσαν αποκλειστικά το δικό τους συμφέρον ,βάζοντας σε δεύτερη μοίρα αυτό των μετόχων .Οσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας από το management ,τόσο μικρότερες θα πρέπει να είναι οι διαστάσεις του principal agent problem .

Πέρα από αυτό είναι εμφανές ότι η απόκλιση ανάμεσα στο ποσοστό ιδιοκτησίας από το management και το ποσοστό διασποράς είναι εντονότερη στην περίπτωση των επιχειρήσεων που μόλις έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο παρά

στην περίπτωση των ήδη εισηγμένων εταιφειών .Γι'αυτό και όταν πρόκειται για όλο το δείγμα η απόκλιση αυτή βρίσκεται κάπου ανάμεσά .Το παραπάνω επιβεβαιώνει κάτι που έχουμε προαναφέρει ,ότι δηλ. το management ή το προηγούμενο οικογενειακό ιδιοκτησιακό καθεστώς δεν μπορεί να διατηρήσει για πολύ τον έλεγχο πάνω στην επιχείρηση από την στιγμή που θα μετατραπεί σε ανώνυμη εταιφεία και θα εισαχθεί στην χρηματαγορά .Με το πέρασμα του χρόνου ,οι ανάγκες για επιπλέον πόρους θα οδηγήσουν ,στο βαθμό που αυτοί οι πόροι δεν μπορούν να εξασφαλισθούν μέσω τραπεζικού δανεισμού ,σε μείωση του ποσοστού ιδιοκτησίας από την διοίκηση και αύξηση του ποσοστού διασποράς .

Η αντίστροφη αυτή σχέση μεταξύ των δύο δεικτών επιβεβαιώνεται και από τον σχετικό συντελεστή συσχέτισης (τ) ,ο οποίος λαμβάνοντας τιμές στο κλειστό διάστημα από -1 έως 1 εκφράζει τον βαθμό στον οποίο υφίσταται γραμμική εξάρτιση μεταξύ δύο μεγεθών .Φυσικά όταν μηδενίζεται ,τότε μιλάμε για γραμμική ανεξαρτησία .Στην προκειμένη περίπτωση ο συντελεστής συσχέτισης βρέθηκε ότι ισούται με -0,41. Το αρνητικό του πρόσημο είναι δηλωτικό της αντίστροφης σχέσης που επισημάναμε παραπάνω .Για να εξετάσουμε κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντικός πραγματοποίησαμε τον ακόλουθο έλεγχο σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και με 44 βαθμούς ελευθερίας .Ελέγχαμε την μηδενική υπόθεση Η σύμφωνα με την οποία ο συντελεστής συσχέτισης του πληθυσμού είναι μηδέν ($\rho=0$) έναντι της εναλλακτικής Ηι κατά την οποία υφίσταται γραμμική συσχέτιση μεταξύ των δύο ποσοστών .Υπολογίσαμε λοιπόν την σχετική στατιστική μεταβλητή ,που βρέθηκε ότι είναι 2,98 ,μεγαλύτερη δηλ. από την κριτική τιμή 2,02 .Κατά συνέπεια δεν μπορούμε να απορρίψουμε την εναλλακτική υπόθεση έναντι της μηδενικής .Με άλλα λόγια ,με πιθανότητα λάθους 5% δεχόμαστε ότι μεταξύ του ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και του ποσοστού διασποράς υφίσταται μια αρνητική γραμμική σχέση .Το γεγονός ότι η αντίστροφη σχέση μεταξύ των δύο ποσοστών είναι λιγότερο έντονη στην περίπτωση νεοεισηγμένων εταιφειών ,μπορεί να φανεί και πάλι μέσω του συντελεστή συσχέτισης .Υστερα από υπολογισμούς βρέθηκε ότι είναι 0,01.Η απουσία του αρνητικού πρόσημου μπορεί να προβληματίζει, από την άλλη όμως παρατηρούμε ότι ο συντελεστής προσεγγίζει και σχεδόν ταυτίζεται με το μηδέν .Οπως στην προηγούμενη περίπτωση ,έτσι και σ'αυτή διεξάγομε έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας του παραπάνω αποτελέσματος . Η μηδενική υπόθεση θεωρεί μηδενικό συντελεστή συσχέτισης για τον πληθυσμό ,ενώ η εναλλακτική

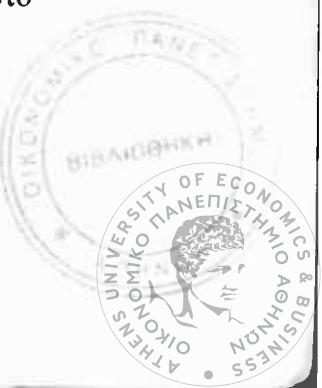
αφορά το αντίθετο ,συντελεστή δηλ. διαφορετικό από τον μηδέν .Ο έλεγχος έδειξε ότι με πιθανότητα λάθους 5% δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση (την υπόθεση δηλ. της γραμμικής ανεξαρτησίας μεταξύ των δύο ποσοστών) έναντι της εναλλακτικής .

Χρήσεις αντληθέντων κεφαλαίων

Πέρα από τις πληροφορίες για την δομή του μετοχικού κεφαλαίου, καταφέραμε να συλλέξουμε στοιχεία και για τον τρόπο με τον οποίο σκοπεύουν οι διάφορες επιχειρήσεις ,να αξιοποιήσουν τους πόρους ,που άντλησαν από το Χρηματιστήριο μέσω της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου .Σε αυτό το σημείο θα ανοίξουμε μια μικρή παρένθεση ,υπενθυμίζοντας ότι για μια επιχείρηση το κόστος χρηματοδότησης μέσω του Χρηματιστηρίου είναι χαμηλότερο σε σύγκριση με αυτό του τραπεζικού δανεισμού. Επιπλέον ,στην δεύτερη περίπτωση υφίσταται η υποχρέωση από πλευράς επιχείρησης ,επιστροφής των δανειακών κεφαλαίων, γεγονός ,που λειτουργεί ιδιαίτερα δεσμευτικά για την διοίκηση της επιχείρησης.Οι πληροφορίες αυτές που συγκεντρώσαμε ,αφορούν 44 συνολικά εταιρείες ,ενώ για 27 από αυτές μπορέσαμε να βρούμε αντίστοιχα στοιχεία ,που αφορούν τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιήθηκαν τα αντληθέντα κεφάλαια κατά την προτελευταία αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Για να μπορέσουμε να μελετήσουμε τα στοιχεία αυτά, ομαδοποιήσαμε τις ποικύλες δαπάνες της κάθε επιχείρησης σε επτά κατηγορίες, συγκεκριμένα σε επενδύσεις ,σε δαπάνες για χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης, για αποπληρωμή δανείων ,για συμμετοχή στο κεφάλαιο θυγατρικών εταιρειών, στο κεφάλαιο διαφόρων άλλων εταιρειών ,σε δαπάνες για εξαγορά επιχειρήσεων και τέλος δαπάνες που δεν μπορούν να ενταχθούν σε κάποια από τις παραπάνω κατηγορίες .Οι επενδύσεις αφορούν δαπάνες για κτίρια, μηχανήματα και γενικότερα δαπάνες ,τα οφέλη των οποίων δεν εξαντλούνται εντός της επόμενης χρήσης ,αλλά εξακολουθούν να υφίστανται και μετά το πέρας αυτής .Οι δαπάνες αυτές δεν θεωρούνται έξοδο ,αλλά αντίθετα επιβαρύνουν το κόστος του προϊόντος. Η χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης ,αφορά την εξασφάλιση πόρων για την πραγματοποίηση διαφόρων λειτουργικών δαπανών. Η αποπληρωμή των δανείων, είναι είτε μερική είτε ολική και αφορά τόσο μακροπρόθεσμα όσο και βραχυπρόθεσμα δάνεια. Επίσης στην κατηγορία δαπανών για της συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο θυγατρικών εταιρειών περιλαμβάνονται και αντίστοιχες δαπάνες,

που αφορούν συγγενικές εταιρείες, εταιρείες δηλ. που δεν έχουν ιδρυθεί από της συγκεκριμένη μητρική εταιρεία ,αλλά των οποίων τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει στην μητρική .Τέλος οι δαπάνες για εξαγορά αφορούν την αγορά του πλειοψηφικού πακέτου των μετοχών μιας εταιρείας .Θα πρέπει σ'αυτό το σημείο να διευκρινισθεί ότι σε ορισμένες περιπτώσεις ,ιδίως μεταξύ δαπανών για εξαγορές και δαπανών για συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο άλλων εταιρειών ,ήταν αδύνατο να γίνει ακριβής προσδιορισμός του ποσοστού των αντληθέντων κεφαλαίων ,που διοχετεύθηκαν σε κάθε μία από τις παραπάνω χρήσεις .

Στην συνέχεια της ανάλυσής μας ,θα παρουσιάσουμε μέσους όρους και συντελεστές συσχέτισης ,που υπολογίσαμε προσπαθώντας να διακρίνουμε κάποια συστηματικότητα στην διαμόρφωση των διαφόρων μεγεθών .Τα δύο αυτά «εργαλεία» χρησιμοποιήθηκαν σε τρεις περιπτώσεις .Η πρώτη αφορά την προηγούμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και 27 εταιρείες ,για τις οποίες υπήρχαν στοιχεία ,η δεύτερη αφορά τις ίδιες αυτές 27 εταιρείες αλλά την παρούσα αύξηση του μετοχικού του κεφαλαίου και η τελευταία πάλι την παρούσα έκδοση μετοχών του συνόλου όμως των επιχειρήσεων του δείγματος .Αρχικά επιχειρήσαμε να «σκιαγραφήσουμε» τις προτιμήσεις ή καλύτερα τις προτεραιότητες των εταιρειών ,υπολογίζοντας πόσες από αυτές επέλεξαν να τοποθετήσουν τμήμα των αντληθέντων πόρων τους σε κάποια από τις χρήσεις ,που αναφέραμε παραπάνω .Ο αριθμός των επιχειρήσεων σε κάθε περίπτωση δίνεται σαν ποσοστό του επί του συνόλου των επιχειρήσεων του δείγματος (τα σχετικά αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 3). Για παράδειγμα αν μόλις το 3% των επιχειρήσεων του δείγματος ,διαθέτει χρήματα ,που προήλθαν από την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου ,σε μια ορισμένη χρήση ,δεν θα συμπέραινε κανείς ,ότι η χρήση αυτή έχει σημασία ή ότι μας δίνει κάποια σημαντική πληροφορία για τις πραγματικές ανάγκες των επιχειρήσεων ,που εξετάζουμε . Συγκεκριμένα λοιπόν ,από την παρατήρηση των αποτελεσμάτων διαπιστώνει κανείς ότι ,και στις τρεις περιπτώσεις ,η μεγάλη πλειοψηφία των επιχειρήσεων (άνω το 80%) φροντίζει να τοποθετήσει μέρος των κεφαλαίων σε επενδυτικά προγράμματα .Η χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης φαίνεται να κατέχει την δεύτερη θέση στις προτεραιότητες των επιχειρήσεων ,μιας και ποσοστό άνω του 60% εξ αυτών ,προωθεί κεφάλαια προς αυτήν την χρήση . Ακολούθως συναντάμε την αποπληρωμή δανείων ,ποσοστό γύρω στο 46% των επιχειρήσεων δαπανούν αντληθέντες από το Χρηματιστήριο πόρους για τον σκοπό αυτό .Ένα



ποσοστό 31% των επιχειρήσεων διοχετεύουν κεφάλαια σε συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες .Οι παραπάνω παρατηρήσεις δεν διαφοροποιούνται ουσιαστικά αν μεταβάλλουμε το μέγεθος του δείγματος ή το είδος της έκδοσης (προηγούμενη ή παρούσα). Τα πράγματα όμως αλλάζουν όσον αφορά τις συμμετοχές σε διάφορες άλλες εταιρείες και τις εξαγορές .Μόλις το 7% των επιχειρήσεων τοποθετούν κεφάλαια στις δύο αυτές χρήσεις στην περίπτωση της παρελθούσας αύξησης κεφαλαίου .Αν όμως εξετάσουμε την παρούσα ,θα διαπιστώσουμε ότι το ποσοστό αυτό αυξάνεται σημαντικά και ανέρχεται στο 44% και το 33% των επιχειρήσεων για κάθε χρήση αντίστοιχα ⁵⁸.Το αποτέλεσμα αυτό δεν επηρεάζεται από το μέγεθος του δείγματος (n=27 ή 44) .

Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε τους μέσους όρους των ποσοστών των αντληθέντων κεφαλαίων ,που οι επιχειρήσεις διέθεσαν σε κάθε μια από τις διάφορες χρήσεις και για τις τρεις περιπτώσεις ,που αναφέραμε προηγουμένως (πίνακας 4). Συγκεκριμένα λοιπόν, ο μεγαλύτερος όγκος των κεφαλαίων κατευθύνεται προς τις επενδύσεις .Μάλιστα αρκετά μεγαλύτερο είναι το ποσοστό ,που προορίζεται για επένδυση στην περίπτωση των 27 επιχειρήσεων κατά την προηγούμενη αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου .Όσον αφορά το κεφάλαιο κίνησης αυτό κατέχει την δεύτερη θέση ,με εξαίρεση την παρούσα έκδοση και το δείγμα των 27 επιχειρήσεων. Στην περίπτωση αυτή την δεύτερη θέση κατέχει η αποπληρωμή δανείων .Επίσης ,θα πρέπει να σημειώσουμε ότι ανάμεσα στην δαπάνη για χρηματοδότηση και αυτή για την αποπληρωμή δανείων ,δεν παρατηρούνται ιδιαίτερα μεγάλες αποκλίσεις. Όσον αφορά τις υπόλοιπες χρήσεις ,θα είχαμε να επισημάνουμε ότι κατέχουν μικρότερα ποσοστά αναφορικά με την τοποθέτηση κεφαλαίων ,σε σύγκριση με τις τρεις προηγούμενες .Μάλιστα παρατηρούνται διαφοροποιήσεις στην χρήση των πόρων ,μεταξύ παρούσας και προηγούμενης έκδοσης .Ειδικότερα, κατά την παρούσα έκδοση νέων μετοχών, διαπιστώνουμε μια μείωση κατά 30% περίπου του ποσοστού ,που κατά μέσο όρο διατίθεται για επένδυση και από την άλλη υπερτετραπλασιασμός

⁵⁸ Αν εξετάσουμε τις ημερομηνίες κατά τις οποίες γίνονται οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών ,που διοχετεύουν τμήμα των πόρων ,που αντλούν ,σε εξαγορές, θα διαπίστωνε κανείς ότι σχεδόν όλες οι εταιρείες πραγματοποιούν τις αυξήσεις αυτές μετά τον Μάιο του 1999. Η πληροφορία αυτή θα μας οδηγούσε σε ενδιαφέροντα συμπεράσματα ,για τις τάσεις ,που επικρατούν στο Χρηματιστήριο αυτή την περίοδο ,αν δεν υπήρχε το εξής πρόβλημα: οι ημερομηνίες κατά τις οποίες οι επιχειρήσεις του δείγματός μας ,προχωρούν στην έκδοση μετοχών ,και κατά συνέπεια εκδίδουν τα ενημερωτικά τους δελτία ,δεν εμφανίζουν μεγάλη διασπορά στον χρόνο .Η μεγάλη τους πλειοψηφία αφορά το τρέχον έτος. Η πρόσβαση σε παλαιότερα δελτία δεν ήταν εφικτή ,μιας και αυτά βρίσκονταν μόνο σε αρχεία τραπεζών .

των ποσοστών ,που δαπανώνται για συμμετοχή σε άλλες εταιρείες και για εξαγορές. Με άλλα λόγια σημειώνεται μια ενίσχυση του επεκτατικού προσανατολισμού των ελληνικών επιχειρήσεων.Παράλληλα ,μέσω των εξαγορών, συντελείται μια προσπάθεια δομικού μετασχηματισμού της ελληνικής οικονομίας ,που είναι δυνατόν να οδηγήσει είτε σε αύξηση της συγκέντρωσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας είτε σε ενδυνάμωση της εθνικής ανταγωνιστικότητας⁵⁹.Τέλος ,στρέφοντας την προσοχή μας στον σύνολο των επιχειρήσεων ,παρατηρούμε ότι μέσω επενδύσεων ,συμμετοχών ,εξαγορών συντελείται μια προσπάθεια ανάπτυξης των επιχειρήσεων και εδραιώσης τους στον κλάδο τους ,και αυτό με την βοήθεια πόρων, η πρόσβαση στους οποίους έγινε εφικτή μέσω του Χρηματιστηρίου .

Πέρα από την εικόνα που μας δίνουν οι μέσοι όροι σχετικά με τον προορισμό των πόρων ,που μπορεί να αντλήσει μια επιχειρηση μέσω του Χρηματιστηρίου ,θα ήταν ενδιαφέρον να δούμε πως αλληλεπιδρούν μεταξύ τους οι διαφορετικές αυτές μορφές τοποθέτησης των κεφαλαίων, ποιες δηλ. είναι οι σχέσεις που διαμορφώνονται ανάμεσά τους .Για το σκοπό αυτό θα υπολογίσουμε συντελεστές συσχέτισης και στην συνέχεια θα διεξάγουμε παλινδρόμηση .Ας τα δούμε όμως με την σειρά , βρέθηκαν οι συντελεστές συσχέτισης (πίνακας 5) μεταξύ των δαπανών για επένδυση και κεφάλαιο κίνησης ,μεταξύ επένδυσης και αποπληρωμής δανείων ,επένδυσης και συμμετοχής στο κεφάλαιο θυγατρικών, επένδυσης και εξαγορών. Υπολογίστηκαν ακόμη οι συντελεστές συσχέτισης ανάμεσα στις δαπάνες για κεφάλαιο κίνησης και για αποπληρωμή δανείων ,μεταξύ δαπανών για κεφάλαιο κίνησης και για συμμετοχή σε θυγατρικές και τέλος ανάμεσα σε αποπληρωμή δανείων και σε συμμετοχή σε θυγατρικές. Υπογραμμίζουμε ότι οι υπολογισμοί αυτοί έγιναν για κάθε μια από τις τρεις περιπτώσεις που επισημάναμε παραπάνω. Παρατηρώντας τους συντελεστές που προέκυψαν, θα διαπιστώσει κανείς ότι όλοι (ή μάλλον σχεδόν όλοι) έχουν αρνητικό πρόσημο .Αυτό καταρχήν φανερώνει αρνητική γραμμική συσχέτιση μεταξύ των διαφόρων τρόπων αξιοποίησης των αντληθέντων κεφαλαίων .Κάτι τέτοιο είναι αναμενόμενο ,από την στιγμή που ,οι πόροι που αντλούνται δεν είναι απεριόριστοι και κατά συνέπεια η διωχτέυση προς μια κατεύθυνση ισοδυναμεί με την μη χρησιμοποίησή τους για κάποιο άλλο σκοπό. Με άλλα λόγια υπάρχει κάποιο κόστος ευκαιρίας για την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε

⁵⁹ Από την ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το έτος 1998.

μια χρήση ,κόστος που ισούται με τα οφέλη που θα μπορούσαν να προκύψουν από την διαφορετική αξιοποίηση των κεφαλαίων αυτών . Πέρα από αυτό όμως, θα μπορούσε κανείς εύκολα να διαπιστώσει ότι ο συντελεστής συσχέτισης ,λαμβάνει τις υψηλότερες τιμές του σε δύο περιπτώσεις ,μεταξύ χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης και αποπληρωμής δανείων και δεύτερον μεταξύ επενδύσεων - εξαγορών. Ακόμη ένα γενικό σχόλιο που θα μπορούσαμε να κάνουμε ,είναι ότι κατά την προηγούμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου ,οι συσχετίσεις φαίνονται ασθενέστερες σε σχέση με την παρούσα αύξησή του.

Εκτός όμως από τον απλό υπολογισμό των συντελεστών συσχέτισης, θελήσαμε να εξετάσουμε το κατά πόσο είναι στατιστικά σημαντικοί. Γι'αυτό τον λόγο ελέγχαμε όλους τους συντελεστές ,σε κάθε περίπτωση, για την ακρίβεια ελέγχαμε την μηδενική υπόθεση ,σύμφωνα με την οποία ο συντελεστής συσχέτισης του πληθυσμού είναι μηδέν, έναντι της εναλλακτικής ,κατά την οποία υφίσταται γραμμική εξάρτιση μεταξύ των διαφόρων δαπανών. Ο έλεγχος έγινε δύο φορές ,για δύο διαφορετικά επίπεδα σημαντικότητας, 0,05 και 0,01 (τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 5). Όλοι οι έλεγχοι συγκλίνουν στο ότι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση περί γραμμικής ανεξαρτησίας ,έναντι της εναλλακτικής ,για τα παραπάνω επίπεδα σημαντικότητας .Εξαίρεση αποτελούν οι έλεγχοι ,που αφορούν όλους τους συντελεστές συσχέτισης μεταξύ δαπανών για χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης και για αποπληρωμή δανείων ,καθώς και αυτοί που αναφέρονται στην σχέση ανάμεσα στις δαπάνες για επένδυση και εξαγορές, όχι όμως σε όλες τις περιπτώσεις (βλ. πίνακα 5).

Στην συνέχεια θα επιχειρήσουμε να δώσουμε κάποια ερμηνεία στις δύο περιπτώσεις ,κατά τις οποίες η αρνητική συσχέτιση μεταξύ των διαφόρων ειδών δαπανών ,εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονη. Ειδικότερα όσον αφορά την πρώτη περίπτωση (κεφάλαιο κίνησης-αποπληρωμή δανείων) ,ο χαρακτήρας των δαπανών, που γίνονται για χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης και για μείωση των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης απέναντι στις τράπεζες ,είναι τελείως διαφορετικός απ' αυτόν που διέπει τις δαπάνες για επένδυσης, συμμετοχές, εξαγορές. Στην δεύτερη κατηγορία δαπανών είναι σαφής η προσπάθεια της επιχείρησης για επέκταση και εδραίωση της παρουσίας της στον κλάδο .Η χάραξη μια τέτοιας στρατηγικής από πλευράς της εταιρείας απαιτεί ένα προσεκτικό σχεδιασμό και υπολογισμό των αναγκών σε κεφάλαια .Κατά συνέπεια ,μια τυγχόν αυξημένη ανάγκη για μείωση των

τραπεζικών υποχρεώσεων της εταιφείας θα ήταν πιθανότερο να αντλήσει τους απαιτούμενους πόρους από την χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης ,παρά από την «δεξαμενή» κεφαλαίων που προορίζονται για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Στην αιτίαση αυτή θα είχαμε να προσθέσουμε ακόμα ότι ,σε ορισμένες (λίγες ομολογουμένως) από τις πηγές ,από τις οποίες αντλήσαμε στοιχεία ,κατά την πιο λεπτομερειακή αναφορά στις συγκεκριμένες δαπάνες ,που θα καλυφθούν μέσω της χρηματοδότησης του κεφαλαίου κίνησης ,συμπεριλαμβάνονταν (ονομαστικά απλώς) και η αποπληρωμή δανείων. Αυτό μπορεί να μην είναι συχνό ,παρολαυτά ίσως να είναι δηλωτικό του ότι η μείωση του δανεισμού και οι δαπάνες για το κεφάλαιο κίνησης εξασφαλίζουν πόρους από ένα κονδύλι διαφορετικό απ'αυτό που αφορά την επέκταση της επιχείρησης .Αναφορικά τώρα την ιδιαίτερα αρνητική συσχέτιση που παρατηρείται μεταξύ των δαπανών για επένδυση και των δαπανών για εξαγορά επιχειρήσεων ,θα είχαμε να παρατηρήσουμε πως, αποτελούν δύο διαφορετικούς τρόπους επέκτασης της επιχείρησης. Στον πρώτο δημιουργείται νέο κεφάλαιο στην οικονομία ,ενώ στον δεύτερο χρησιμοποιείται το ήδη υπάρχον. Στον βαθμό που η νιοθέτηση της μιας τακτικής ,αφήνει στενά περιθώρια για την εφαρμογή παράλληλα και της άλλης ,μπορούμε ίσως να δικαιολογήσουμε την έντονη αυτή αρνητική σχέση.

Δείκτες δανειακής επιβάρυνσης

Μια τρίτη κατηγορία πληροφοριών ,που καταφέραμε να συλλέξουμε σχετικά με τις επιχειρήσεις του δείγματός μας ,είναι αυτή που αφορά τις υποχρεώσεις τους .Το ζήτημα αυτό προσεγγίζεται με την βοήθεια δύο χρηματοοικονομικών δεικτών ,αυτού των Ξένων κεφαλαίων προς τα Ιδια κεφάλαια και του δείκτη των Τραπεζικών υποχρεώσεων προς τα Ιδια κεφάλαια πάλι. Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε τους μέσους όρους των δεικτών αυτών για τα έτη από το 1994 έως και το 1998. Οι δείκτες αυτοί υπολογίστηκαν δύο φορές ,την πρώτη βάσει ενός δείγματος 18 επιχειρήσεων ,για τις οποίες υπήρχαν στοιχεία για κάθε έτος και την δεύτερη φορά βάσει όλου του δείγματος ,μόνο που για τα έτη για τα οποία δεν υπήρχαν στοιχεία (συνήθως για τα δύο πρώτα) ,χρησιμοποιήσαμε τους μέσους όρους των ετών για τα οποία διαθέταμε τις τιμές των δεικτών (Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζονται στους πίνακες 7&8). Από την παρατήρηση των πινάκων διαπιστώνουμε τα εξής .Καταρχήν ο δείκτης των Ξένων προς τα Ιδια κεφάλαια εμφανίζεται κατά μέσο όρο υψηλότερος από των δείκτη των Τραπεζικών υποχρεώσεων ,πράγμα αναμενόμενο αφού τα τραπεζικά

κεφάλαια αποτελούν μέρος των ξένων κεφαλαίων ,που συμμετέχουν στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Επιπλέον ,οι δύο δείκτες παρουσιάζουν παρόμοια συμπεριφορά ,δηλ. διαχρονικά εξελίσσονται κατά παρόμοιο τρόπο .Συγκεκριμένα έως το 1996 σημειώνεται μια σταδιακή αύξησή τους ,το 1996 φθάνουν σε ένα ανώτατο σημείο και στην συνέχεια ακολουθεί μια σταδιακή πτώση τους. Η διαφοροποίηση που παρατηρείται έγκειται στο ότι στην δεύτερη περίπτωση υπολογισμού των μέσων όρων ,παρατηρείται μια εξομάλυνση της πορείας των δεικτών διαχρονικά .Στον πρώτο τρόπο υπολογισμού ,ειδικά η ανοδική πορεία του μέσου όρου ως το 96 γίνεται πολύ απότομα ,πράγμα που δεν συμβαίνει στην δεύτερη περίπτωση .

Εκτός από τους μέσους όρους ,υπολογίσαμε και τον συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των τιμών του δείκτη τραπεζικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια ανά δύο έτη (τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 9). Ειδικότερα ,για ένα δείγμα 17 επιχειρήσεων ,υπολογίσαμε τους συντελεστές για τις περιόδους 94-95 ,95-96, 96-97, 97-98. Μάλιστα για τις δύο αυτές τελευταίες περιόδους ,υπολογίσαμε τους συντελεστές και βάσει ενός δείγματος 33 επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα εμφανίζουν μία έντονη θετική γραμμική συσχέτιση μεταξύ των τιμών που λαμβάνει ο δείκτης για κάθε δύο έτη ,αφού ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνεται από 0,82 έως 0,90. Ελέγχαμε επίσης σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 την μηδενική υπόθεση κατά την οποία ο συντελεστής συσχέτισης του πληθυσμού ισούται με 0,8 την πρώτη και 0,9 την δεύτερη φορά έναντι της εναλλακτικής ότι κάτι τέτοιο δεν ισχύει .Τελικά καταλήξαμε στο ότι στο παραπάνω επίπεδο σημαντικότητας δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση .

Μελέτη ομάδων επιχειρήσεων

Με τα παραπάνω ολοκληρώσαμε την παρουσίαση των πληροφοριών ,που μπορέσαμε να συγκεντρώσουμε για ένα δείγμα 47 επιχειρήσεων ,πληροφοριών οι οποίες αφορούν την δομή του μετοχικού τους κεφαλαίου ,τον τρόπο με τον οποίο σχεδιάζουν να χρησιμοποιήσουν τους αντληθέντες πόρους από το Χρηματιστήριο και τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης .Ακολούθως ,στην προσπάθειά μας να διακρίνουμε τις τυγχόν συστηματικότητες ,που βρίσκονται πίσω από τον τρόπο διαμόρφωσης των διαφόρων μεγεθών ,θα μελετήσουμε ομάδες επιχειρήσεων από το δείγμα μας ως προς τα παραπάνω χαρακτηριστικά τους .Οι ομάδες αυτές σχηματίστηκαν βάσει κάποιου κοινού χαρακτηριστικού γνωρίσματος ,για παράδειγμα

το ότι προβαίνουν σε κάποιο συγκεκριμένο είδος δαπάνης ή ότι το πόσοστό διασποράς τους είναι υψηλό (Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζονται στους πίνακες 10, 11 & 12). Θ' αρχίσουμε με την παρουσίαση τεσσάρων τέτοιων ομάδων επιχειρήσεων, αυτών με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management μικρότερο από 25%, μικρότερο από 50%, μεγαλύτερο από 50% και τέλος μεγαλύτερο από 75%. Για κάθε μια από τις ομάδες αυτές των επιχειρήσεων υπολογίσαμε τους μέσους όρους των ποσοστών διασποράς τους, των δανειακών δεικτών τους και των ποσοστών των κεφαλαίων, που κατευθύνονται στις διάφορες χρήσεις. Διαπιστώσαμε λοιπόν ότι για μια ακόμη φορά επιβεβαιώνεται η αντίστροφη σχέση μεταξύ ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και ποσοστού διασποράς. Παρατηρήσαμε ακόμη ότι επιχειρήσεις με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management μικρότερο του 50% παρουσιάζουν μικρότερους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης απ' αυτούς των επιχειρήσεων με αντίστοιχο ποσοστό μεγαλύτερο του 50%. Αυτό μπορεί ίσως να αποδοθεί στα διαφορετικά ποσοστά διασποράς. Οι επιχειρήσεις με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management μικρότερο του 50% παρουσιάζουν ποσοστό διασποράς της τάξης του 41,55% (μεγαλύτερο από τον μέσο όρο του δείγματος), γεγονός που ισοδυναμεί με σχετικά αυξημένη δυνατότητα άντλησης πόρων από το Χρηματιστήριο, πόρων που μπορούν να υποκαταστήσουν τραπεζικά δανειακά κεφάλαια. Παρόλαυτά, μια απλή εξέταση των δανειακών δεικτών θα αρκούσε για να αντιληφθεί κανείς ότι οι μέσοι όροι των δεικτών επιχειρήσεων με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management μικρότερο του 50% διακρίνονται από μια αυξητική τάση σε αντίθεση μ' αυτούς των επιχειρήσεων με το αντίστοιχο ποσοστό μεγαλύτερο του 50%. Ενδεικτικό ίσως αυτής της τάσης να είναι το γεγονός ότι κατά την παρούσα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, οι επιχειρήσεις με το υψηλό αυτό ποσοστό ιδιοκτησίας από το management διοχετεύουν κατά μέσο όρο το 20,08% των αντληθέντων κεφαλαίων για αποπληρωμή δανείων, ενώ οι εταιρείες με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management κάτω του 50% να αφιερώνουν για αυτό το σκοπό κατά μέσο όρο μόνο 9%. Η διαφορά αυτή των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης, μεταξύ των δύο ομάδων επιχειρήσεων, θα περίμενε κανείς να ενταθεί όταν η απόκλιση ανάμεσα στα ποσοστά ιδιοκτησίας από το management διευρυνθεί. Τα πράγματα όμως δεν είναι έτσι στην περίπτωση επιχειρήσεων με ποσοστό ιδιοκτησίας από το management μικρότερο του 25% και μεγαλύτερο του 75%. Για το μεν πρώτο ποσοστό οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, κατά μέσο όρο, ξεπερνούν τους μέσους όρους όλου του δείγματος ενώ

στην δεύτερη περίπτωση συμβαίνει το αντίθετο. Συγκεκριμένα, οι εταιρείες με ποσοστό ιδιοκτησίας από την διοίκηση μεγαλύτερο του 75% χαρακτηρίζονται από δείκτες τραπεζικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια μικρότερους κατά μέσο όρο από τους μέσους ,που αναφέρονται στο σύνολο του δείγματος. Η διαφορά αυτή που παρατηρείται ίσως να οφείλεται στο γεγονός ότι ένα χαμηλό ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης ,όπως το 25%, δεν παρέχει στο management αρκετά ισχυρά κίνητρα, ώστε να διατηρήσει την μόχλευση της επιχειρησης σε χαμηλά επίπεδα. Για ποσοστά ιδιοκτησίας όμως άνω του 75% κάτι τέτοιο συμβαίνει .Επιπλέον οι εταιρείες που έχουν ένα τέτοιο ποσοστό ιδιοκτησίας από την διοίκηση ,παρατηρούμε ότι δαπανούν κατά μέσο όρο ένα ιδιαίτερα μεγάλο ποσοστό αντληθέντων κεφαλαίων (43,44%) για επενδύσεις ,ενώ σχεδόν σε όλες τις χρήσεις διοχετεύει ποσοστά που ξεπερνούν τους μέσους όρους του δείγματος .

Θα ήταν ενδιαφέρον παράλληλα με όλα αυτά να εξετάσουμε και τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων με ένα ποσοστό διασποράς των μετοχών τους ,το οποίο ξεπερνά το 50% ,επιχειρήσεων δηλ. που έχουν μια αυξημένη δυνατότητα αντλησης κεφαλαίων ,από το Χρηματιστήριο .Πρώτα απ'όλα κάτι τέτοιο συνεπάγεται ένα χαμηλό ποσοστό ιδιοκτησίας από το management το οποίο υπολογίστηκε ότι κατά μέσο όρο ανέρχεται στο 15,08% .Επιπλέον ,βρήκαμε ότι οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης των εταιρειών αυτών ,κατά μέσο όρο ,είναι αρκετά μικρότεροι από τους αντίστοιχους μέσους όλου του δείγματος .Συνεπώς επιχειρήσεις με αυτά τα δεδομένα πιθανότατα δεν απαιτείται να αφιερώνουν μεγάλο ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων τους σε αποπληρωμές δανείων. Αυτό επιβεβαιώνεται αν δούμε το χαμηλό ποσοστό των πόρων ,που απορρέουν από την παρούσα έκδοση μετοχών και οι οποίοι κατά μέσο όρο δαπανώνται για περιορισμό των δανειακών υποχρεώσεων. Οι πόροι αυτοί ανέρχονται στο 7% ενώ ο αντίστοιχος μέσος όρος όλου του δείγματος είναι 15,78%.

Στην συνέχεια θα ασχοληθούμε με τις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές γίνονται για πρώτη φορά αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης .Οι νεοεισηγμένες εταιρείες, για τις οποίες ο λόγος ,παρουσιάζουν ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό ιδιοκτησίας από το management (57,36%) και πολύ χαμηλό ποσοστό διασποράς, (17,09%) όπως ήταν αναμενόμενο. Οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης των επιχειρήσεων αυτών ,είναι κατά μέσο όρο πολύ υψηλότεροι από τους αντίστοιχους μέσους όλου του δείγματος .Δεδομένου του υψηλότερου κόστους της τραπεζικής

χρηματοδότησης ,μπορούμε να κατανοήσουμε ορισμένους από τους λόγους ,που οδήγησαν τις εταιρείες αυτές στο Χρηματιστήριο. Αυτό μπορεί να γίνει ακόμα πιο κατανοητό αν δούμε τα υψηλά σχετικά κονδύλια που διατίθονται κατά μέσο όρο σε επενδυτικά προγράμματα. Με άλλα λόγια η είσοδος στο Χρηματιστήριο λειτουργεί σαν κινητήριος μοχλός της αναπτυξιακής διαδικασίας των εταιρειών.

Ας μελετήσουμε τώρα τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων ,που αξιοποιούν τιμήμα των αντληθέντων κεφαλαίων σε αποπληρωμές δανείων. Ο μέσος όρος διασποράς των μετοχών τους (31%) προσεγγίζει αυτόν του συνόλου του δείγματος (32,33%) ,ενώ το ποσοστό ιδιοκτησίας από το management είναι μεγαλύτερο από τον μέσο όρο όλου του δείγματος και ανέρχεται στο (52%). Το ύψος των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης των εταιρειών αυτών (κατά μέσο όρο μεγαλύτεροι από τους μέσους του συνολικού δείγματος) δικαιολογεί την τοποθέτηση αυτή (43,37%) των κεφαλαίων. Τα ποσοστά που διοχετεύονται στις υπόλοιπες χρήσεις είναι κατά μέσο όρο μικρότερα από τους μέσους όλου του δείγματος .

Ακολούθως θα μας απασχολήσουν οι επιχειρήσεις ,οι οποίες αφιερώνουν ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των αντληθέντων κεφαλαίων σε επενδύσεις. Τα ποσοστά ιδιοκτησίας από το management και διασποράς τους μόλις και ξεπερνούν για λίγες ποσοστιαίες μονάδες του μέσους όλου του δείγματος .Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι διατηρούν τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσής τους σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά του μέσου όρου του συνόλου των εταιρειών. Γι'αυτό ίσως και το ποσοστό που δαπανούν για αποπληρωμή δανείων δεν ξεπερνά το κατά μέσο όρο 9% των αντληθέντων κεφαλαίων όταν ο μέσος όρος των επιχειρήσεων είναι 15,78%.

Θα πρέπει ακόμη να παρατηρήσουμε ότι οι επιχειρήσεις αυτές ,που δίνουν τόσο βάρος στην επενδυτική και αναπτυξιακή τους πορεία δαπανούν μόλις το 1% των πόρων τους από το Χρηματιστήριο σε εξαγορές και σε συμμετοχές σε θυγατρικές ή άλλες συγκενικές εταιρείες. Φαίνεται ότι οι επιχειρήσεις ,που εξετάζουμε, επιλέγουν με προσοχή και αυστηρότητα την συγκεκριμένη τακτική ,που θα εφαρμόσουν για την επέκτασή τους ,η οποία στην προκειμένη περίπτωση αφορά την δημιουργία νέου παγίου κεφαλαίου.

Θα ήταν ενδιαφέρον σ'αυτό το σημείο να εξετάσουμε τα γνωρίσματα των εταιρειών ,που στα πλαίσια της επέκτασής τους περιλαμβάνουν και την πολιτική των εξαγορών .Καταρχήν, χαρακτηρίζονται από μια σημαντική απόκλιση ,γύρω στις 30 ποσοστιαίες μονάδες ,μεταξύ του ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και του

ποσοστού διασποράς .Στους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης διακρίνουμε μια ανοδική τάση ,δεν παύουν όμως να κυμαίνονται γύρω από τους μέσους όρους του συνολικού δείγματος .Η τάση αυτή ίσως να δικαιολογεί το 19,21% των αντληθέντων κεφαλαίων ,που κατά μέσο όρο δαπανώνται για την αποπληρωμή δανείων ,όταν ο μέσος όλου του δείγματος είναι 15,78% .Αυξημένα είναι επίσης είναι και τα ποσοστά που δαπανώνται και στις υπόλοιπες χρήσεις με μεγαλύτερο αυτό που αφορά τις εξαγορές ,το οποίο είναι της τάξης του 24,62%. Μόνο το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων που κατά μέσο όρο αφιερώνεται στις επενδύσεις είναι μικρότερο από τον μέσο όρο όλων των επιχειρήσεων (και μάλιστα κατά 12 ποσοστιαίες μονάδες περίπου) .

Τέλος, θα μας απασχολήσουν οι εταιρείες ,που παρουσιάζουν υψηλούς (άνω του μέσου όρου) δείκτες δανειακής επιβάρυνσης. Στην περίπτωση του δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια ,οι εταιρείες αυτές παρουσιάζουν ποσοστό διασποράς των μετοχών τους 23%, περίπου δέκα ποσοστιαίες μονάδες μικρότερο από τον μέσο του δείγματος και είκοσι από το ποσοστό ιδιοκτησίας του management .Οι δείκτες δανεισμού των επιχειρήσεων αυτών ,εμφανίζουν μια πτωτική τάση από το 1996 και μετά ,αυτή όμως η τάση δεν μεταφράζεται σε δαπάνη ιδιαίτερα μεγάλου ποσοστού των αντληθέντων κεφαλαίων για αποπληρωμή δανείων .Για την ακρίβεια το ποσοστό που κατά μέσο όρο δαπανάται 14,55% είναι λίγο μικρότερο από τον μέσο όρο όλου του δείγματος .Θα πρέπει ακόμη να υπογραμμίσουμε τον επεκτατικό προσανατολισμό των εταιρειών ,που εξετάζουμε, ο οποίος διαφαίνεται στο ποσοστό 70% ,που κατά μέσο όρο δαπανάται σε επενδύσεις ,συμμετοχές και εξαγορές.

Προφανώς ,η ανάγκη χρηματοδότησης ενός τέτοιο σχεδιασμού μπορεί να μας δώσει μια εξήγηση των υψηλών δανειακών δεικτών. Όσον αφορά τώρα τον δείκτη τραπεζικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια έχουμε να παρατηρήσουμε ,σε σχέση με τον προηγούμενο δείκτη ότι περιορίζεται η απόκλιση μεταξύ ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και ποσοστού διασποράς καθώς και η απόκλιση του δεύτερου από τον μέσο όρο όλου του δείγματος .Κατά την χρονική εξέλιξη του δείκτη διακρίνουμε μια διαρκή πτωτική τάση ,η οποία δεν συναντάται στον αντίστοιχο δείκτη των επιχειρήσεων με ξένα προς ίδια κεφάλαια μεγαλύτερα από τον μέσο όρο του δείγματος .Ισως γι'αυτό να παρατηρείται και το μεγαλύτερο ποσοστό γύρω στο 20% ,που δαπανάται από τα αντληθέντα κεφάλαια για την αποπληρωμή δανείων .Από την άλλη ο επεκτατικός προσανατολισμός των επιχειρήσεων ,που διαβλέψαμε

στην προηγούμενη περίπτωση ,μετριάζεται τώρα ,αφού δαπανάται το 61% των πόρων από την έκδοση νέων μετοχών για επενδύσεις ,συμμετοχές και εξαγορές. Θα είχαμε να παρατηρήσουμε εδώ ,ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερο (από τον μέσο όρο) τον δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια ,εμφανίζονται κάπως πιο δυναμικές όσον αφορά την επέκτασή τους ,από εκείνες ,που χαρακτηρίζονται από έναν υψηλότερο του μέσου δείκτη τραπεζικών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια .

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Συνοψίζοντας ,έχουμε να επισημάνουμε τα ακόλουθα :Ένα σημαντικό ποσοστό ιδιοκτησίας ,που ζεπερνά το 45%, των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, ανήκει στα διοικητικά στελέχη των επιχειρηματικών αυτών μονάδων. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας ,μιας και συνεπάγεται τον περιορισμό προβλημάτων του τύπου principal-agent. Οι managers έχουν ισχυρά κίνητρα να αποφύγουν την εφαρμογή τακτικών ,που αποσκοπούν στενά στην εξυπηρέτηση των προσωπικών τους συμφερόντων. Ποσοστά ιδιοκτησίας σαν το παραπάνω εγκυόνται ότι μεγάλος μέρος τυχόν αρνητικών συνεπειών, θα βαρύνει και αυτούς τους ίδιους .Πέρα από αυτό ,στην ανάλυση που προηγήθηκε ,δείξαμε την αντίστροφη σχέση ,που υφίσταται μεταξύ του ποσοστού ιδιοκτησίας από το management και του ποσοστού διασποράς. Επίσης, ασχοληθήκαμε με τους διάφορους τρόπους ,με τους οποίους προτίθενται οι διάφορές επιχειρήσεις να αξιοποιήσουν τα κεφάλαια ,που αντλούν από το Χρηματιστήριο. Η πλειοψηφία των εταιρειών δαπανά το μεγαλύτερο τμήμα των κεφαλαίων αυτών στην χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων .Αν σ'αυτό προσθέσουμε τους πόρους ,που διοχετεύονται σε εξαγορές και συμμετοχές ,τότε μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι οι αντληθέντες πόροι από το Χρηματιστήριο λειτουργούν σαν ένας βασικός μοχλός επέκτασης των επιχειρήσεων. Ακόμη θα πρέπει να επισημάνουμε την αύξηση ,που εμφανίζουν οι εξαγορές ,και ως προς το πλήθος και ως προς το ποσοστό των αντληθέντων κεφαλαίων ,που διοχετεύεται σε αυτές, γεγονός το οποίο αποτελεί ένδειξη των μετασχηματισμών, που συντελούνται στις δομές της Ελληνικής οικονομίας. Επίσης, τμήμα των πόρων ,τοποθετείται και στην αποπληρωμή δανείων. Με άλλα λόγια παρατηρείται μια υποκατάσταση δανειακών κεφαλαίων από κεφάλαια, τα οποία προέρχονται από το Χρηματιστήριο .Συντελείται δηλ. μεταβολή της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. Η αρνητική αυτή σχέση διαφαίνεται και από το γεγονός ότι ,εταιρείες με υψηλό δείκτη διασποράς ,και άρα αυξημένη

δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων ,χαρακτηρίζονται από δείκτες δανειακής επιβάρυνσης μικρότερους από τους αντίστοιχους μέσους όλου του δείγματος. Παράλληλα με όλα αυτά ,διαπιστώσαμε ,όσον αφορά την αξιοποίηση των αντληθέντων κεφαλαίων ,την ύπαρξη αντίστροφης σχέσης μεταξύ των δαπανών για χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης και των δαπανών για αποπληρωμή δανείων. Αντίστροφη είναι και η συσχέτιση ,που φαίνεται να υπάρχει μεταξύ των δαπανών για επένδυση και για εξαγορά ,δύο δηλ. διαφορετικών μεθόδων μεγέθυνσης της επιχείρησης.

ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

	Listed in	Number of main sh.holders	Number of shares*	% Increase of share capital	Έσοδα της εκδ. σαν % μίκ	Level of ownership by management		Level of dispersion	
						after listing	after listing		
COMPUTER LOGIC	9/99	6.	6174770	15%	803%	70,19%		18,70%	
GOODYS	12/94	9.	10144063	60,49	336,84	26,45%		58,70%	
HYATT	9/99	1.	20000000	5	324,75	0,00%	0%	0,00%	22,50%
N.E.A.	95		10884980	187,3	748,74	2%***		98%	
A.E.E. A.P.T.& B.A.P.	94	3	10693200	40,94	1,63	63,40%		36,80%	
CONNECTION	8/98	3	5700000	50	725	64,03%		30,51%	
INTRALOT	10/99	6.	8000000	15,88	974,6	86,50%	74,60%	0%**	13,70%
ΑΤΤΙΚΑΣ	7/94	10	8850000	100	576,27	58,04%		30,70%	
ΚΙ. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ	9/99	9	5335200	15,98	509,73	30%	25,69%	0%	13,14%
INTERAMERICAN	6/99	2	22910100	20	16,368	32,74%	27,28%	0%	16,67%
ΑΣΗΜΙ ΣΥΜΜΙΚΕΦ		10	3653263	900	2254,5	6,45%		24,40%	
INFOQUEST	12/98	2	25736000	51,54	430,75	77,87%		22,13%	
ANEK LINES	12/98		24535764	26,02	149,59	0,25%***		99,75%	
ΑΙΓΑΙΟΝ ΚΑΠΕΤΑΝΙΑΣ	9/99	3	3300000	15,91	550,76	0%		14%	
ΑΙΓΑΙΟΥ	6/94		14437500	80	288	0%		20,10%	
CHIRITA	6/94	8	10590667	180	906,46	19,13%		44,46%	
ΟΤΕ	4/96								
ALTEC	8/95		43800000	50	76,104	53,40%		46,60%	
ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ	12/91	5	8533798	20	391,68	80%		10%	
UNISOFT	6/99	12.	5400000	15,88	537,04	52,04%	44,91%	0%	13,70%
PANAFON	7/98	4	256250000			0%	0%	0%	15%
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	4/99	15	9888000	15,37	289,64	74,50%	64,50%	0%	13%
INTRACOM	6/90	2	40842360	20	367,65	50,64%		39,12%	
ΕΚΑ.Ε.	7/94	8	11088000	150	1078,5	57,63%		15,83%	
ΑΥΤΟHELLAS	7/99	5	13500000	33,33	411,11	100%	75%	0%	25%
MINOAN LINES	5/98		23642000	50	233,48	1,10%		98,90%	
ΕΚΤΕΡ Α.Ε.	11/94		3000000	200	1800	71,59%		28,41%	
RIDENCO A.Ε.	5/91	4	10014444	15,13	239,65	64,80%		27,30%	
EVEREST	7/99	11	5000000	16	261,25	94,50%	80,70%	0%	13,80%
ΕΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	8/75	18	1693440	50	222,22	14,60%		36,25%	
CARDICO	1/96	3	10079000	10	153,93	72,30%		27,97%	
ΤΝΩΜΩΝ	5/94	8	8190000	200	1200	34%		54%	
ΚΑ.ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	96	5	9591752	20	91,627	60,87%		39,13%	
ΔΙΕΚΑΤ	12/94	20	4945000	150	989,89	39,97%		40,80%	
ΔΟΛ.	6/98	3	19750000	26,58	435,44	100%	79%	0%	21%
ΠΛΑΣΙΟ	2/99	3	4000000	15	467,5	100%	87%	0%	13%
ΠΑΠΑΦΙΔΗ	3/99	4	3789510	15	114	100%	86,96%	0,00%	13,04%
ΑΘΗΝΑ	1/95	7	4710000	30	163,91	8%		23,78%	
ΚΟΡΑΣΙΔΗ	3/96	4	10186890	51,47	618,44	55,60%		38,69%	
ΑΕΓΕΚ	11/93	3	20767500	100	200	41,82		58,25	
ΕΛΓΕΚΑ	6/99	4	12000000	33,33	333,33	100%	75%	0,00%	23,81%
ΕΝΑΥΣΗ	12/96	1	2850000	150	350	0%		52,30%	
ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ	11/90	18	8120000	18,22	307,39	84,93%		7,97%	
ΧΑΛΚΟΡ	12/96	3	27988767	14,99	396,62	0%		26,40%	
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	12/98	9	5061600	35,58	673,3	100%	73,76%	0,00%	25,00%
ΜΕΝΑΓΟ	2/99	10	2978000	15,92	119,02	75%	66%	0%	14%
ΚΑΛΠΙΝΗΣ-ΣΙΜΟΣ	8/90	9	8880000	40	142,05	73,18%		30,74%	

Σημείωση: Οι στήλες, που φέρουν τον τίτλο „after listing“, περιλαμβάνουν στοιχεία για την δομή του μετοχικού κεφαλαίου εταιρειών, όπως αυτό διαμορφώνεται αμέσως μετά την εισαγωγή τους στο Χ.Α.Α. Με άλλα λόγια πρόκειται για εταιρείες των οποίων οι μετοχές γίνονται για πρώτη φορά αντικείμενο δημόσιας διαπραγμάτευσης.



πίνακας 2

	Μέγεθος δείγματος	Ποσοστό ιδιοκτησίας διοίκησης	Ποσοστό Διασποράς
Νεοεισαχθήσες εταιρείες	15	57%	17%
Εταιρείες που προϋπήρχαν	31	38,34%	38,27%
	28	44,60%	32,28%
Σύνολο επιχειρήσεων	46	45,92%	32,33%
	43	49,05%	32,33%

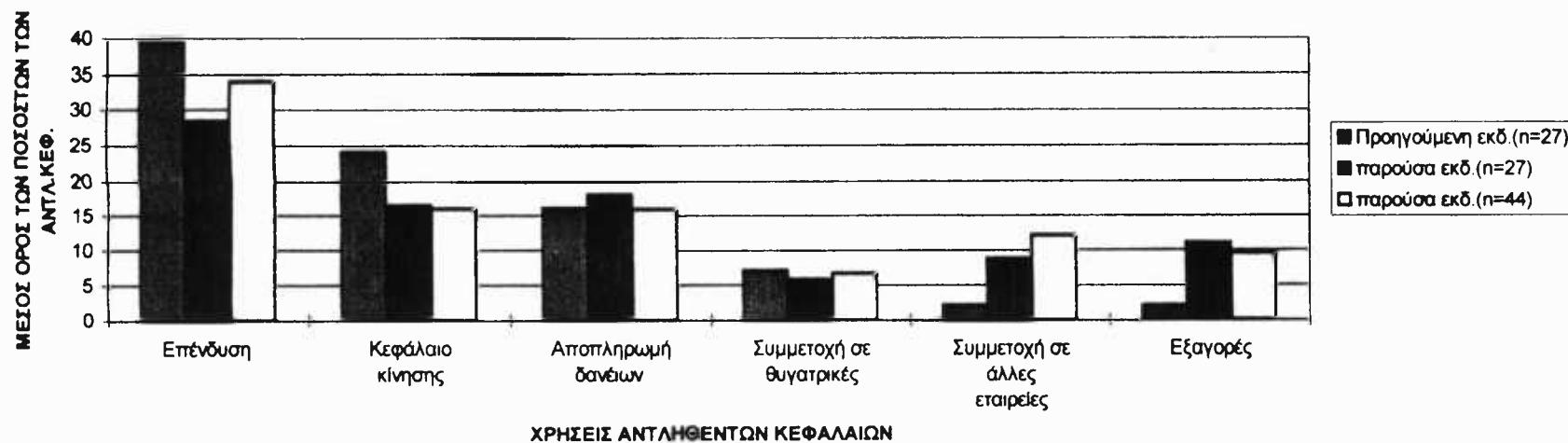
Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζουμε τους μέσους όρους των ποσοστών ιδιοκτησίας που ανήκει στην διοίκηση και διασποράς . Οι μέσοι αυτοί όροι υπολογίσθησαν τρείς φορές ,την πρώτη για τις επιχειρήσεις (15 τον αριθμό) που μόλις εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο ,την δεύτερη για τις επιχειρήσεις οι οποίες προϋπήρχαν (31 τον αριθμό) και τέλος για το σύνολο των επιχειρήσεων .

Στις σειρές με το έντονο κίτρινο ,παρουσιάζουμε τους μέσους όρους των ποσοστών διασποράς και ιδιοκτησίας από την διοίκηση, οι οποίοι έχουν υπολογιστεί βάσει του δείγματος ,έχοντας αφαιρέσει από αυτό προηγουμένως τις τρεις ναυτιλιακές εταιρείες ,λόγω των εξαιρετικά υψηλών ποσοστών διασποράς τους .

πίνακας 4

ΧΡΗΣΙΣ ΤΩΝ ΑΝΤΑΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	Επένδυση	Κεφάλαιο	Αποπληρωμή {Συμμετοχή σ Συμμετοχή Εξαγορές}		
προηγούμενη εκδ. (n=27)	40	24	16	7	2
παρούσα εκδ. (n=27)	28,4	16,42	18	5,73	8,69
παρούσα εκδ. (n=44)	33,97	15,89	15,78	6,6	12,04
					9,52

ΜΕΣΗ ΔΑΠΑΝΗ ΑΝΑ ΧΡΗΣΗ



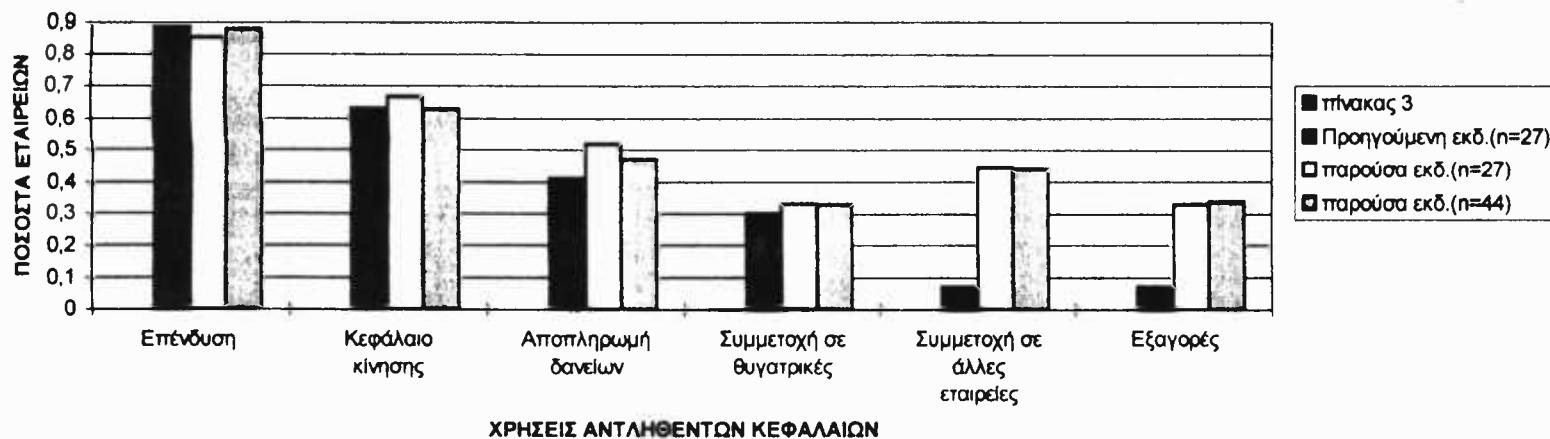
Στον παραπάνω πίνακα (και διάγραμμα) παρουσιάζουμε τον μέσο όρο των ποσοστών των αντληθέντων κεφαλαίων από το Χρηματιστήριο , που η κάθε επιχειρηση επέλεξε να διοχετεύσει σε κάθε μία από τις διάφορες χρήσεις . Ο υπολογισμός του ποσοστού αυτόυ έγινε και πάλι για τρείς διαφορετικές περιπτώσεις . Η πρώτη αφορά την προηγούμενη έκδοση μετοχών και ένα δείγμα 27 επιχειρήσεων , η δεύτερη επίσης τις 27 αυτές επιχειρήσεις αλλά την παρούσα αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου και τέλος η τρίτη περίπτωση αφορά ένα μεγαλύτερο δείγμα 44 επιχειρήσεων και την παρούσα έκδοση

* Σημείωση : Το άθροισμα ανά έκδοση, των μέσων όρων των ποσοστών των αντληθέντων κεφαλαίων ,που δαπανόνται για κάθε χρήση ,δεν ισούται με το 100% ,και αυτό διότι στις χρήσεις των κεφαλαίων ,δεν συμπεριλαμβάνουμε την κατηγορία ,που περιλαμβάνει ανομοιογενείς μεταξύ τους δαπάνες.

πίνακας 3

ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ						
	Επένδυση	Κεφάλαιο κίνησης	Αποπληρωμή δανείων	Συμμετοχή σ συμμετοχή ή έξαγορές σε θυγατρ. ή άλ. εταιρ.		
προηγούμενη εκδ. (n=27)	89%	63%	41%	30%	7%	7%
παρούσα εκδ. (n=27)	85%	67%	52%	33%	44%	33,00%
παρούσα εκδ. (n=44)	88%	63%	47%	33%	44%	34,00%

ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ



Στον παραπάνω πίνακα παρουσιάζουμε το ποσοστό των επιχειρήσεων που προτίμησαν να τοποθετήσουν τμήμα των αντληθέντων κεφαλαίων, από το Χρηματηστήριο σε μια από τις παραπάνω χρήσεις. Ο υπολογισμός του ποσοστού αυτού έγινε για τρεις διαφορετικές περιπτώσεις, η πρώτη αφορά την προηγούμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, για την οποία είχαμε ένα δείγμα 27 επιχειρήσεων. Στην συνέχεια υπολογίσαμε το ποσοστό αυτό για τις ίδιες αυτές 27 επιχειρήσεις αλλά για την παρούσα έκδοση μετοχών τους, ενώ στην τρίτη περίπτωση, που επίσης αναφέρεται στην παρούσα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, προσδιορίσαμε το ποσοστό για το σύνολο του δειγμάτος μας, το οποίο περιλαμβάνει 44 επιχειρήσεις.

πίνακας 5

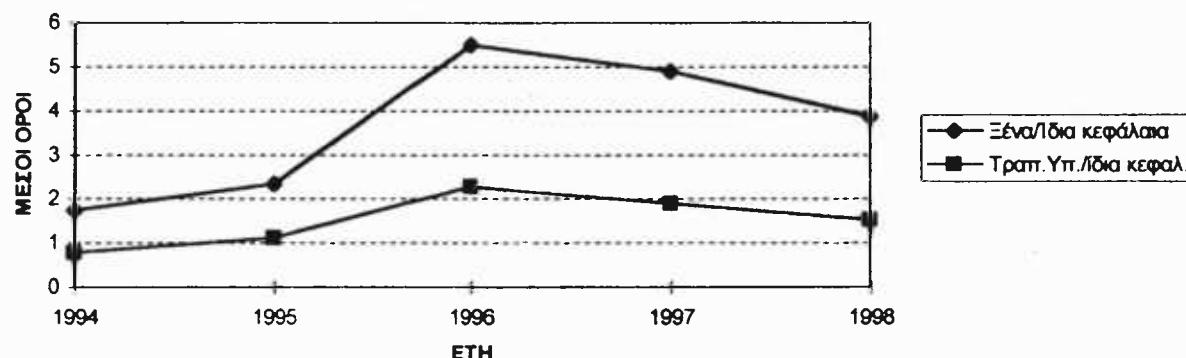
				$\alpha=0,05$,n-2=41	$\alpha=0,01$, n-2=41
Παρούσα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου	n	r	t-statistic	critical value: 2,0211	critical value:2,7045
Επένδυση/Κεφάλαιο κίνησης	43	-0,125	0,8067	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Αποπληρωμή δανείων	43	-0,167	1,0845	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυς Συμμετοχή σε θυγατρ.	43	-0,255	1,6886	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Εξαγορές	43	-0,51	3,79	Ηο μη αποδεκτή	Ηο μη αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Αποπλ. δανείων	43	-0,385	2,6711	Ηο μη αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Συμ.σε θυγατρικές	43	-0,198	1,2934	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Αποπλ.δανείων /Συμ.σε θυγατρ.	43	-0,091	0,5851	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
				$\alpha=0,05$,n-2=25	$\alpha=0,01$, n-2=25
Προηγούμενη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου				critical value: 2,0218	critical value:2,7874
Επένδυση/Κεφάλαιο κίνησης	27	-0,26	1,3463	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Αποπληρωμή δανείων	27	0,049	0,2452	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυς Συμμετοχή σε θυγατρ.	27	-0,313	1,6477	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Εξαγορές	27	0,11	0,55	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Αποπλ. δανείων	27	-0,561	3,3884	Ηο μη αποδεκτή	Ηο μη αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Συμ.σε θυγατρικές	27	-0,041	0,2051	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Αποπλ.δανείων /Συμ.σε θυγατρ.	27	-0,265	1,3741	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Παρόστα αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου					
Επένδυση/Κεφάλαιο κίνησης	27	-0,028	0,14	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Αποπληρωμή δανείων	27	-0,043	0,2151	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυς Συμμετοχή σε θυγατρ.	27	-0,148	0,7482	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή
Επένδυση/Εξαγορές	27	-0,6	3,75	Ηο μη αποδεκτή	Ηο μη αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Αποπλ. δανείων	27	-0,54	3,083	Ηο μη αποδεκτή	Ηο μη αποδεκτή
Κεφάλαιο κίν./Συμ.σε θυγατρικές	27	-0,084	0,4214	Ηο αποδεκτή	Ηο αποδεκτή

πίνακας 6

	ΕΤΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Ξένα/Ιδια κεφάλαια	1,74	2,34	5,49	4,9	3,87
Τραπ.Υπ./Ιδια κεφαλ.	0,78	1,12	2,28	1,9	1,53

Στον παραπάνω πίνακα παραθέτουμε τους μέσους όρους των δεικτών ξένα κεφάλαια προς ίδια κεφάλαια και τραπεζικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια για τα έτη από 1994 έως 1998. Τα αποτελέσματα αυτά βασίστηκαν σε ένα δείγμα 18 επιχειρήσεων, αφού μόνο για αυτές υπήρχαν στοιχεία και για τις πέντε αυτές χρονιές.

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ

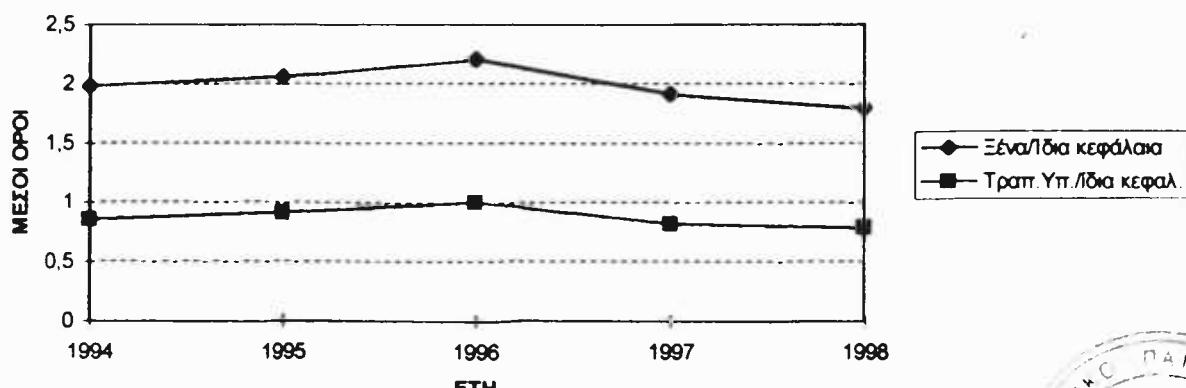


πίνακας 7

	ΕΤΗ				
	1994	1995	1996	1997	1998
Ξένα/Ιδια κεφάλαια	1,98	2,06	2,2	1,91	1,79
Τραπ.Υπ./Ιδια κεφαλ.	0,86	0,92	1,01	0,83	0,79

Στον παραπάνω πίνακα υπολογίσαμε τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, χρησιμοποιώντας το σύνολο (47) των επιχειρήσεων του δείγματος. Στα έτη, για τα οποία δεν είχαμε στοιχεία για κάποιες επιχειρήσεις χρησιμοποιήσαμε τον μέσο όρο ετών για τα οποία είχαμε στην διάθεσή μας δεδομένα.

ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ



πίνακας 8

**Έλεγχος συντελεστών συσχέτισης του δεικτή
τραπεζικές υποχεώσεις/ίδια κεφάλαια**

	94-95	95-96	96-97	97-98	96-97	97-98
size of sample	n=17	n=17	n=17	n=17	n=33	n=33
	0,912082	0,844014	0,902849	0,827512	0,902878	0,827512
Fisher	1,539769	1,234938	1,487419	1,18019	1,487577	1,180192
$H_0: \rho=0,8$ $H_1: \rho < 0,8$ $\alpha=0,05$						
(1+po)/(1-po)	9	9	9	9	9	9
ln	2,197225	2,197225	2,197225	2,197225	2,197225	2,197225
ln/2	1,098612	1,098612	1,098612	1,098612	1,098612	1,098612
Fisher-ln/2	0,441157	0,136356	0,388807	0,081578	0,388965	0,081579
abs:Fisher-ln/2	0,441157	0,136356	0,388807	0,081578	0,388965	0,081579
(n-3)0,5(abs)	1,650659	0,510198	1,454781	0,305237	2,13045	0,446828
Result	accepted	accepted	accepted	accepted	unaccept.	accepted
$H_0: \rho=0,9$ $H_1: \rho < 0,9$ $\alpha=0,05$						
(1+po)/(1-po)	19	19	19	19	19	19
ln/2	1,472219	1,472219	1,472219	1,472219	1,472219	1,472219
Fisher-ln/2	0,06755	-0,23725	0,015199	-0,29203	0,015358	-0,29203
abs:Fisher-ln/2	0,06755	0,237251	0,015199	0,292029	0,015358	0,292028
(n-3)0,5(abs)	0,252749	0,887713	0,056871	1,092673	0,084119	1,599503
Result	accepted	accepted	accepted	accepted	accepted	accepted

Στον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε την ύπαρξη μιας ισχυρής θετικής γραμμικής συσχέτισης διαχρονικά όσων αφορά τον δεικτή τραπεζικές υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια (που συνιστά μέτρο της δανειακής επιβάρυνσης μίας επιχείρησης).

Υπολογίσαμε τον συντελεστή συσχέτισης δύο φορές : την πρώτη βάσει ενός δείγματος 17 επιχειρήσεων , για περισσότερες όμως χρονικές περιόδους , και την δεύτερη χρησιμότοιώντας ένα μεγαλύτερο δείγμα 33 επιχειρήσεων , για δύο όμως μόνο χρονικές περιόδους . Το μέγεθος του δείγματος δεν επηρέασε τον συντελεστή , ο οποίος εξακολούθησε να κυμένεται ανάμεσα στο 0,8 και το 0,9 .

Για να ελέγχουμε την στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων αυτών πραγματοποιήσαμε δύο στατιστικούς ελέγχους , ο πρώτος της υπόθεσης $H_0: \rho=0,8$ και ο δεύτερος της υπόθεσης $H_0: \rho=0,9$. Και στις δύο περιπτώσεις η εναλλακτική υπόθεση θεωρούσε το ρ μικροτέρο αυτού της μηδενικής . Ο έλεγχος ήταν two-tailed και το διάστημα εμπιστοσύνης 0,05 και οι βαθμοί ελευθερίας 14 και 30 ανάλογα με το δείγμα . Σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις η μηδενική υπόθεση γίνεται αποδεκτή .

πίνακας 9

	Ποσοστό ιδιοκτησίας από το management	Ποσοστό διασποράς	Μέγεθος Δείγματος
Μέσοι όλου του δείγματος	45,92%	32,33%	46
% Ιδιοκτησίας από management <25%	3,96%	44,29%	13
% Ιδιοκτησίας από management <50%	14,58%	41,55%	20
% Ιδιοκτησίας από management >50%	67,61%	24,06%	26
% Ιδιοκτησίας από management >75%	80,71%	16,63%	9
% Διασποράς > 50%	15,08%	74,27%	7
Νεοεισηγμένες Επιχειρήσεις	57,36%	17,09%	15
Επιχ.που δαπ.πόρους για μείωση δανεισμού	52,00%	31%	19
Επιχ.που δαπ.>50% των πόρων για επενδύσ.	47,78%	37,04%	11
Επιχ.που δαπ.πόρους για εξαγορές	55%	26,73%	15
Επιχ.με Ξένα/Ιδια κεφ.>μέσο όρο του δείγμ.	43%	23%	7
Επιχ.με Τρ.Υπ./Ιδια>μέσο όρο του δείγματος	49,47%	23,85%	6

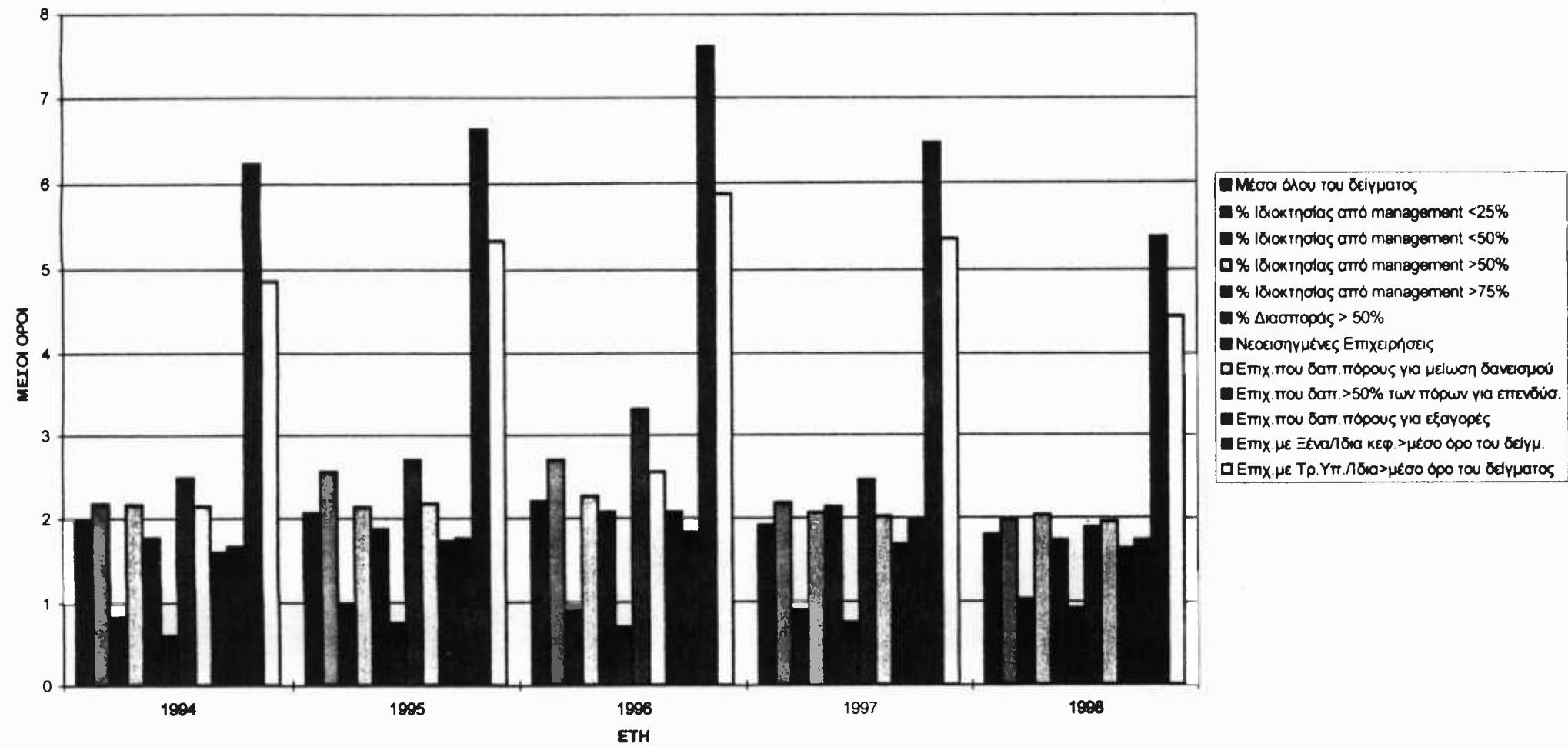
πίνακας 10

	ΜΕΣΟΙ ΌΡΟΙ ΔΕΙΚΤΩΝ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ									
	Ξένα Κεφάλαια / ίδια Κεφάλαια					Τραπεζικές Υποχρεώσεις / ίδια Κεφάλαια				
	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998
% Μέσοι όλου του δείγματος	1,98	2,06	2,2	1,91	1,79	0,86	0,92	1,01	0,83	0,79
% Ιδιοκτησίας από management <25%	2,17	2,55	2,7	2,18	1,98	1,25	1,5	1,84	1,28	1,01
% Ιδιοκτησίας από management <50%	0,84	0,99	0,91	0,91	1,03	0,3	0,39	0,34	0,39	0,51
% Ιδιοκτησίας από management >50%	2,16	2,13	2,26	2,06	2,03	0,86	0,98	0,81	0,82	0,84
% Ιδιοκτησίας από management >75%	1,77	1,87	2,07	2,13	1,73	0,51	0,63	0,64	0,78	0,8
% Διασποράς > 50%	0,6	0,76	0,71	0,76	0,91	0,23	0,39	0,38	0,49	0,52
% Νεοεισηγμένες Επιχειρήσεις	2,48	2,7	3,32	2,45	1,88	1,26	1,33	1,78	1,17	0,87
Επιχ.που δαπ.πόρους για μείωση δανεισμού	2,14	2,17	2,55	2,01	1,95	1	1,03	1,36	0,94	0,86
Επιχ.που δαπ.>50% των πόρων για επενδύσ.	1,59	1,73	2,07	1,68	1,63	0,54	0,62	0,67	0,84	0,68
Επιχ.που δαπ.πόρους για εξαγορές	1,86	1,76	1,84	1,97	1,73	0,76	0,85	0,82	1,02	0,99
Επιχ.με Ξένα/Ιδια κεφ. >μέσο όρο του δείγμ.	6,22	6,63	7,61	6,47	5,37	2,66	3,04	3,8	2,9	2,31
Επιχ.με Τρ.Υπ./Ιδια>μέσο όρο του δείγματος	4,86	5,33	5,88	5,35	4,44	2,789	2,664	2,539	2,414	2,289

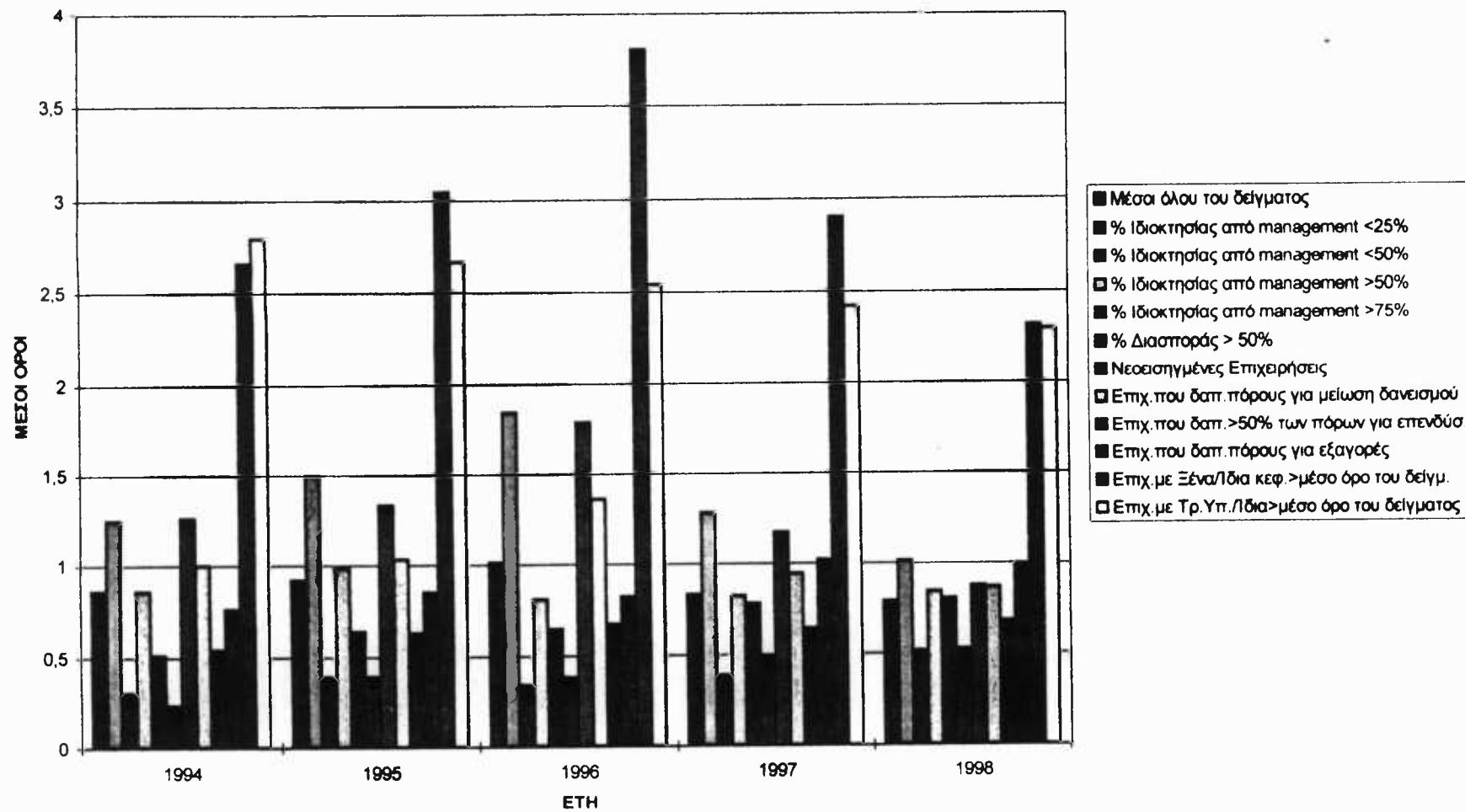
πίνακας 11

	Επενδύσεις	Χρηματοδότηση του κεφαλαίου κίνησης	Αποπληρωμή δανείων	Συμμετοχή στο κεφάλαιο θυγατρικών εταιρ.	Συμμετοχή στο κεφάλαιο άλλων εταιρειών	Εξαγορές
% Μέσοι όλου του δείγματος	33,97%	15,89%	15,78%	6,60%	12,04%	9,52%
% Ιδιοκτησίας από management <25%	39%	13%	16%	7%	13%	8%
% Ιδιοκτησίας από management <50%	33%	12%	9%	10%	17%	7%
% Ιδιοκτησίας από management >50%	34,68%	19,21%	20,08%	3,60%	9,89%	9,76%
% Ιδιοκτησίας από management >75%	43%	17%	16%	2%	11%	21%
% Διασποράς > 50%	45%	12%	7%	9%	9%	4%
% Νεοεισηγμένες Επιχειρήσεις	43,28%	12%	7%	9%	9%	4%
Επιχ.που δαπ.πόρους για μείωση δανεισμού	30,79%	7,63%	43,37%	4,69%	5,43%	9,37%
Επιχ.που δαπ.>50% των πόρων για επενδύσ.	76%	9%	9%	1%	3%	1%
Επιχ.που δαπ.πόρους για εξαγορές	21,08%	20,06%	8,41%	3,25%	14,94%	24,62%
Επιχ.με Ξένα/Ιδια κεφ. >μέσο όρο του δείγμ.	37,83%	16,19%	14,55%	0,86%	24%	6,51%
Επιχ.με Τρ.Υπ./Ιδια>μέσο όρο του δείγματος	33,85%	20,11%	19,52%	6,63%	13,14%	6,20%

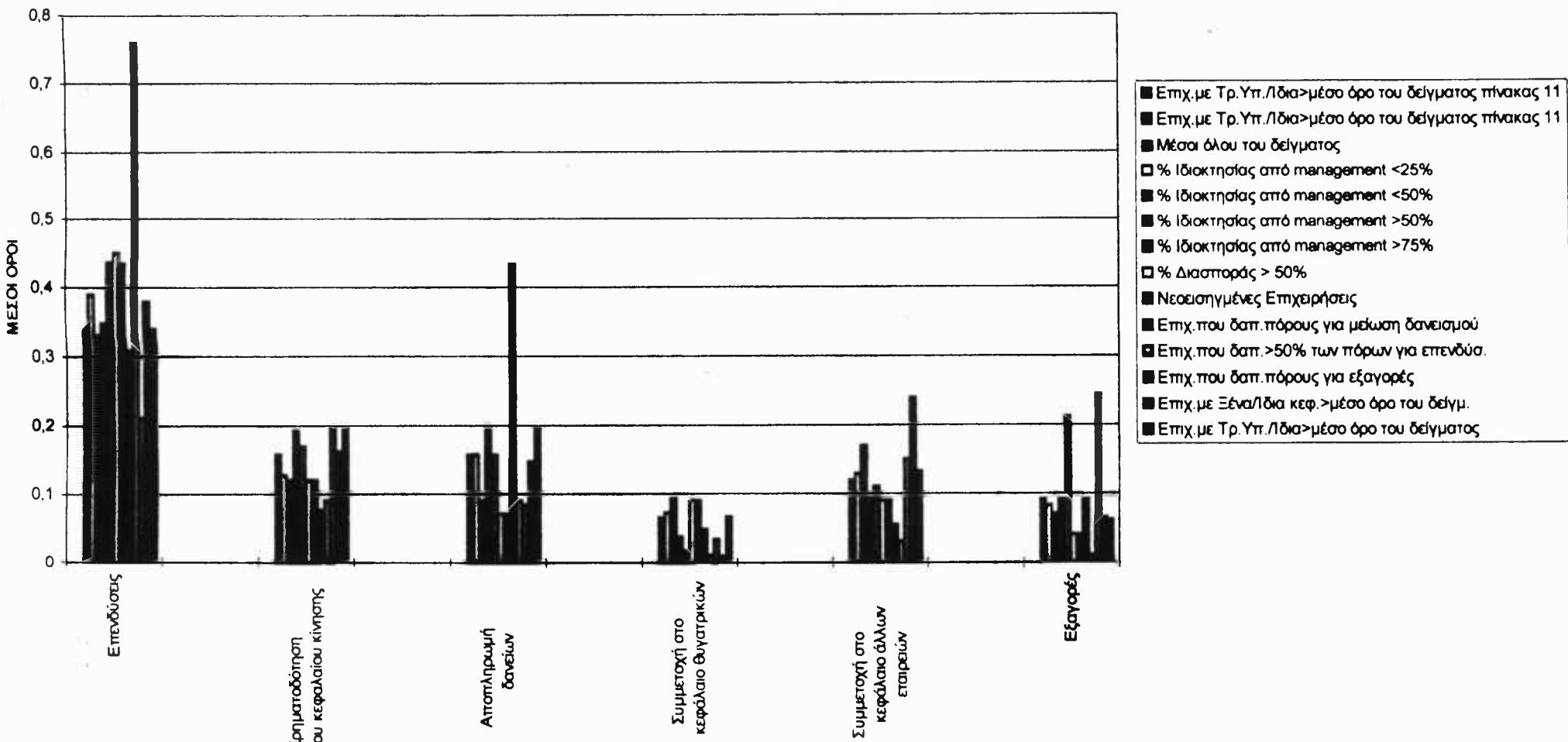
ΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΑ / ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ / ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ



ΧΡΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΤΛΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Corbit,J. and Mayer,C. , '*Financial reform in Eastern Europe : progress with the wrong model*' , Oxford Review of Economic Policy, vol.7 , no.4 , (1991) , pp.57-74
2. Dore,R., '*What makes the Japanese Different ?*' , in Crouch C.,and Marquand D. (eds) , *Ethics and Markets* , Basil Blackwell
3. Firth,M., '*The Profitability of Takeovers and Mergers*' , Econ.J., vol.89, (1979), pp.316-28.
4. Grossman, S.J. and Hart, O.D. , '*Takeover bids , the free-rider problem , and the theory of corporation*' , Bell Journal of Economics , no.11 , pp.42-64
5. Hart,O. , '*Corporate Governance : Some Theory and Implications*' , Corporate Governance Economic Journal , vol.105 , no.430 , (1995) , pp.678-689
6. Hay,D.A. and Morris,D.J. , '*Industrial Economics and Organisation , Theory and Evidence*' , Second edition , Oxford University Press , (1991) , pp.496-531
7. Jarrell,G.A., Brickley,J.A. and Netter,J.M., '*The market for corporate control : The empirical evidence*' , Bell Journal of Economics , vol.2 , no.11 , (1988) , pp.42-64
8. Jensen,M.C., '*The Modern Industrial Revolution ,Exit and Control Systems*' , The Journal of Finance , vol.48, no.3, (1993), pp.831-875
9. Jensen,M.C., '*Takeovers : Their Causes and Consequences*' , Journal of Economic Perspective ,vol.2,no.1,pp.21-46
- 10.Jensen,M. And Ruback.R., '*The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*' , Journal of Finance, vol.11, (1983), pp.5-50.
- 11.Kester,C.W., '*Industrial Groups as Systems of Corporate Governance*' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.24-44
- 12.Marsh,P. , '*Short-termism on trial*' , , Institutional fund manager's association
- 13.Robbie,K. , Thompson,S. And Wright,M., '*Buy-Outs, Divestments, and Leverage: Restructuring Transactions and Corporate Governance*' , Oxford Review of Economic Policy ,vol.8, no.3, (1992), pp.58-67.
- 14.Schneider,L.E. , '*Corporate control in Germany*' , Oxford Review of Economic Policy , vol.8 , no.3 , (1992) , pp.11-23
- 15.Shleifer,A. And Vishny,R.W., '*Value Maximization and the Acquisition Process*' , Journal of Economic Perspectives ,vol.2 ,no.1,(1988), pp.7-20
- 16.Stiglitz,J., '*Financial markets and development*' , Oxford Review of Economic Policy , vol.5, no.4, (1989) , pp.55-66

- 17.Stiglitz,J. , '*Credit markets and the control of capital*' , Journal of Money , Credit and Banking , vol.17 , no.2 , (1985) , pp.133-152
- 18.Ετήσια έκθεση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για το έτος 1998

