

■ **ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ:
ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΣΕ ΓΕΝΙΚΟ ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΚΑΙ
ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ**

Αφροδίτη Καστελιανού
φοιτήτρια MBA

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Σοφία Κοντού
φοιτήτρια MBA

Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος
Καθηγητής Ιδιωτικής Οικονομικής

*Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
Πανεπιστήμιο Μακεδονίας*

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στην έννοια της Θεωρίας της Αντιπροσώπευσης σε μια προσπάθεια διερεύνησης του φαινομένου της εκδήλωσης αντικρουόμενων συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών- μετόχων και διευθυντικών στελεχών μιας επιχείρησης. Διερευνά τις περιοχές στις οποίες παρουσιάζονται οι εν λόγω συγκρούσεις, τις επιπτώσεις τους στην αξία της επιχείρησης αλλά και τους μηχανισμούς ελέγχου και περιορισμού τους. Αναλύει όλα τα προηγούμενα μέσα στο πλαίσιο της σύγχρονης επιχειρηματικής δράσης και αναφέρει βασικές παρατηρήσεις από την διεθνή βιβλιογραφία, διενεργώντας παράλληλα και μια ανασκόπηση της πορείας της διεθνούς έρευνας διαχρονικά. Παραθέτει μια σύνοψη κάποιων γενικών συμπερασμάτων καθώς και προτάσεις για την κατεύθυνση που θα έπρεπε να πάρει η μελλοντική έρευνα σχετικά με την Θεωρία της Αντιπροσώπευσης.

Key words

Θεωρία της Αντιπροσώπευσης, Εταιρική Διακυβέρνηση, Συγκρούσεις Μετόχων- Διευθυντικών Στελεχών, Κόστη Αντιπροσώπευσης, Υποεπένδυση- Υπερεπένδυση, Αξία Επιχείρησης, Ασυμμετρία της Γληροφόρησης, Σύστημα Αμοιβών Διευθυντικών Στελεχών.

I. Εννοιολογικό Περιεχόμενο της Θεωρίας της Αντιπροσώπευσης, Θεωρία της Ανιπροσώπευσης, Θεωρία Ελεύθερης Ταμειακής Ροής και Επενδυτικές αποφάσεις στο πλαίσιο της επιχειρηματικής οντότητας και σκοπός της παρούσας εργασίας

I.1 Γενικές παρατηρήσεις για τη θεωρία και τη σχέση αντιπροσώπευσης

Τα άτομα ή οι επιχειρηματικές οντότητες ενεργώντας ως επενδυτές-χρηματοδότες, ως εργοδότες και γενικά ως πραγματοποιούντες κάποια οικονομική δραστηριότητα είναι δυνατόν, λόγω έλλειψης των απαραίτητων γνώσεων και δεξιοτήτων, να αναθέσουν την πραγματοποίηση αυτής της δραστηριότητας σε κάποιον ειδικό. Αυτή η ανάθεση παίρνει συνήθως την μορφή σύμβασης μεταξύ του ατόμου ή της οντότητας που αναθέτει (του εντολέα) και του αποδεχόμενου την εντολή (του εντολοδόχου) να ενεργήσει για την πραγματοποίηση της, ανατεθείσης σε αυτόν, δραστηριότητας. Αυτή είναι η σχέση αντιπροσώπευσης (*agency relationship*) σ' ένα πρώτο επίπεδο. Η σχέση αντιπροσώπευσης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με αυτή της εκχώρησης (*delegation*) εξουσίας προκειμένου ο εντολοδόχος να λάβει όλες εκείνες τις αποφάσεις για την πραγματοποίηση της ανατεθείσης σ' αυτόν δραστηριότητας.

Η σχέση αντιπροσώπευσης, σύμφωνα με τον καθηγητή Stephen A. Ross (1973), αποτελεί μία από τις παλαιότερες και τις πλέον συνήθεις κωδικοποιημένες μορφές κοινωνικής αλληλεπίδρασης. Παραδείγματα αυτής της σχέσης υπάρχουν σε όλες τις πτυχές της ζωής μας. Βασικά όλα τα είδη διευθετήσεων που είναι απόρροια υπογραφείσας σύμβασης, όπως μεταξύ π.χ εργοδότη και εργαζομένου, περιέχουν σημαντικά στοιχεία της σχέσης αντιπροσώπευσης.

Η εν λόγω σχέση εμφανίζεται σε κάθε είδους οργανισμό, επιχείρηση, ίδρυμα και λοιπές ενώσεις προσώπων και, γενικά, σε όλες τις καταστάσεις που περιέχουν συνεργατική προσπάθεια (*cooperative effort*). Όμως, στην παρούσα εργασία εστιάζουμε την προσοχή μας στη μορφή που λαμβάνει η εν λόγω σχέση στη συνεργατική προσπάθεια μεταξύ μετόχων-φορέων ιδιοκτησίας επιχειρηματικής οντότητας (εντολέων) και διοικητικού συμβουλίου-διοικητικής ομά-

δας επιχειρηματικής οντότητας (εντολοδόχων). Ο βασικός άξονας γύρω από τον οποίο αναπτύσσονται όλα εκείνα τα στοιχεία που συνιστούν την έννοια της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διαφόρων ενδιαφερομένων μερών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα εκδήλωσης αντικρουόμενων συμφερόντων αποτελεί το φαινόμενο της Υποεπένδυσης και της Υπερεπένδυσης εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών (εντολοδόχων). Στην εν λόγω περίπτωση τα προσωπικά κίνητρα, προτιμήσεις, επιδιώξεις των εντολοδόχων ωθούν στο να απορρίψουν επενδύσεις με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία ή ακόμη και να αποδεχτούν επενδύσεις με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία. Η μη σύγκλιση των στόχων των δύο προαναφερθέντων ενδιαφερομένων μερών οφείλεται, μεταξύ άλλων, και στο γεγονός ότι οι μέτοχοι έχουν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, σε αντίθεση με τα διευθυντικά στελέχη το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου των οποίων προέρχεται από τις αμοιβές που λαμβάνουν από την επιχείρηση στην οποία εργάζονται.

Το τμήμα αυτό της εργασίας αποσκοπεί να οριοθετήσει το εννοιολογικό περιεχόμενο της θεωρίας αντιπροσώπευσης και της σχέσης αντιπροσώπευσης, παράγραφος I.2, στη συνέχεια στην παράγραφο I.3, επιχειρείται μια πρώτη σύνδεση της θεωρίας αντιπροσώπευσης, της θεωρίας της ελεύθερης ταμειακής ροής και των επενδυτικών αποφάσεων, ενώ στην τελευταία παράγραφο αυτού του πρώτου μέρους της εργασίας, παράγραφος I.4, παρατίθεται μια συνοπτική αναφορά στη θεματολογία που καλύπτει η παρούσα εργασία.

I.2 Εννοιολογικό Περιεχόμενο της θεωρίας και της σχέσης αντιπροσώπευσης

Η θεωρία αντιπροσώπευσης επικεντρώνεται στην πανταχού παρούσα (*ubiquitous*) σχέση αντιπροσώπευσης. Αν και τα δύο ενδιαφερόμενα μέρη της εν λόγω σύμβασης επιδιώκουν μεγιστοπόληση της χρησιμότητάς τους, όπως είναι η συνήθης συμπεριφορά, τότε υπάρχει σοβαρός λόγος να πιστεύουμε ότι ο εντολοδόχος δεν θα δρα πάντα με γνώμονα την βέλτιστη εκπλήρωση των στόχων του εντολέα (M.C. Jensen and W.H. Meckling 1976, K.M. Eisenhard 1989).

Ο εντολέας από την πλευρά του δύναται να αμβλύνει την απόκλιση των ενεργειών του εντολοδόχου από εκείνες που θα επιθυμούσε μέσω του σχεδιασμού και της παροχής κινήτρων, καθώς και μέσω της πραγματοποίησης κάποιων δαπανών για την παρακολούθηση της παρεκκλίνουσας συμπεριφοράς. Επίσης, πολλές φορές ο εντολέας θα ωθήσει τον εντολοδόχο να προβεί σε δαπάνες πόρων που θα εξασφαλίζουν ότι αυτός δεν θα προβεί στη διενέργεια συγκεκριμένων πράξεων που μπορούν να βλάψουν τον εντολέα ή, τουλάχιστον, ότι θα τον αποζημιώσει αν τελικά ενεργήσει αντίθετα από ότι προβλέπεται.

Η σχέση μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών- μελών διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρίας ταιριάζει απόλυτα με αυτό που ορίζουμε ως **καθαρή (pure) σχέση αντιπροσώπευσης**. Αυτό έχει ως επακόλουθο ότι τα θέματα που σχετίζονται με τον λεγόμενο «διαχωρισμό ιδιοκτησίας- ελέγχου», μέσα στο πλαίσιο της σύγχρονης επιχείρησης όπου παρατηρείται διεσπαρμένο ιδιοκτησιακό καθεστώς, είναι βαθιά συνδεδεμένα με το γενικό πρόβλημα αντιπροσώπευσης.

Το περιγραφέν μοντέλο αντιπροσώπευσης στο πλαίσιο του οποίου ο εντολοδόχος ενεργεί εκ μέρους του εντολέα προκειμένου να επιτευχθεί μεγιστοποίηση του πλούτου του εντολέα αυτού είναι αρκετά γενικό και ενσωματώνει τις περιπτώσεις όλων των οργανισμών και όλων των συνεργατικών προσπαθειών. Το μοντέλο αυτό βρίσκει εφαρμογή σε ένα ευρύ φάσμα περιπτώσεων περιλαμβάνοντας για παράδειγμα τα πανεπιστημιακά ιδρύματα, τις κοινοπραξίες, τους συνεταιρισμούς, την κυβερνητική εξουσία, τις δημόσιες υπηρεσίες και τις διάφορες ενώσεις (M.C. Jensen and W.H Meckling 1976).

Η **θεωρία αντιπροσώπευσης**, σύμφωνα με την καθηγήτρια Kathleen M. Eisenhardt (1989), συγκεντρώνει το ενδιαφέρον της στην **επίλυση δύο προβλημάτων** τα οποία εμφανίζονται στις σχέσεις αντιπροσώπευσης. Το **πρώτο** είναι το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που ανακύπτει όταν (α) οι επιθυμίες ή οι στόχοι του εντολέα και του εντολοδόχου συγκρούονται και (β) είναι δύσκολο ή δαπανηρό για τον εντολέα να επαληθεύσει πώς πραγματικά ενεργεί (δουλεύει, τι πραγματικά κάνει) ο εντολοδόχος. Το πρόβλημα στην προκειμένη περίπτωση είναι ότι ο εντολέας δεν μπορεί να επα-

ληθεύσει ότι ο εντολοδόχος έχει συμπεριφερθεί κατά τον πλέον αρμόζοντα (κατάλληλο) τρόπο σύμφωνα με τα συμφωνηθέντα. Το **δεύτερο** είναι το πρόβλημα της μοιρασίας του κινδύνου (problem of risk sharing) το οποίο ανακύπτει όταν ο εντολέας και ο εντολοδόχος έχουν διαφορετικές συμπεριφορές (στάσεις) έναντι του κινδύνου. Το πρόβλημα εν προκειμένω είναι ότι ο εντολές και ο εντολοδόχος μπορεί να προτιμούν διαφορετικές δράσεις λόγω των διαφορετικών προτιμήσεων που έχουν έναντι της ανάληψης κινδύνου.

Η **σύμβαση** αποτελεί το κυρίαρχο στοιχείο που ρυθμίζει την σχέση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Η σύμβαση είναι η μονάδα ανάλυσης στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η θεωρία να επικεντρώνεται στον προσδιορισμό της πιο αποτελεσματικής σύμβασης που να ρυθμίζει την σχέση εντολέα-εντολοδόχου στο πλαίσιο ενός αριθμού υποθέσεων που έχουν σχέση με τα άτομα (π.χ αυτοεξυπηρετούσα συμπεριφορά των στόχων του, συμπεριφορά αποφυγής κινδύνου και συμπεριφορά περιορισμένης (bounded) ορθολογικότητας), τους οργανισμούς – επιχειρηματικές οντότητες (π.χ σύγκρουση στόχων μεταξύ των μελών του) και την πληροφόρηση (π.χ η πληροφόρηση είναι ένα αγαθό που μπορεί να αγοραστεί).

Πιο συγκεκριμένα, ο προσδιορισμός της **πιο αποτελεσματικής σύμβασης**, μπορεί να διατυπωθεί υπό την μορφή του ακόλουθου ερωτήματος: Είναι μια σύμβαση προσανατολισμένη στην συμπεριφορά (behavior – oriented contract) του εντολοδόχου [που βασίζεται πχ σε αμοιβή με μισθούς, στην ιεραρχική διακυβέρνηση (διοίκηση και έλεγχο) (hierarchical governance)] πιο αποτελεσματική από μια σύμβαση προσανατολισμένη στην έκβαση των αποφάσεων (an outcome – oriented contract) του εντολοδόχου [που βασίζεται πχ σε αμοιβή με ποσοστά- προμήθειες, παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, μεταφορά δικαιωμάτων ιδιοκτησίας (transfer of property rights), στην διακυβέρνηση (διοίκηση και έλεγχο) της αγοράς (market governance)].

Η θεωρία αντιπροσώπευσης **έχει αναπτυχθεί σε δύο κατευθύνσεις**: τη θετική θεωρία αντιπροσώπευσης και τη θεωρία εντολέα-εντολοδόχου (M. Jensen 1983, K.M. Eisenhardt 1989). Αυτά τα δύο ρεύματα σκέψης αυτής της θεωρίας μοιράζονται μια κοινή μονάδα ανάλυσης: τη σύμβαση μεταξύ

του εντολέα και του εντολοδόχου. Επίσης μοιράζονται κοινές υποθέσεις σχετικά με τα άτομα, τους οργανισμούς-επιχειρηματικές οντότητες και την πληροφόρηση. Από την άλλη διαφέρουν ως προς την μαθηματική δυσκολία της ανάλυσης, την εξαρτημένη μεταβλητή που αποτελεί αντικείμενο διερεύνησης και το στυλ προσέγγισης της ανάλυσης.

Θετική Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Positivist Agency Theory)

Οι ερευνητές αυτής της κατεύθυνσης της θεωρίας αντιπροσώπευσης επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στην ταυτοποίηση περιπτώσεων στις οποίες ο εντολέας και ο εντολοδόχος είναι πολύ πιθανό να έχουν συγκρουόμενους στόχους και στη συνέχεια να περιγράψουν τους μηχανισμούς διακυβέρνησης (διοίκησης και ελέγχου) που περιορίζουν την αυτοεξυπηρετούσα συμπεριφορά των στόχων των εντολοδόχων. Αυτή η κατεύθυνση είναι λιγότερο μαθηματικοποιημένη από αυτή της θεωρίας εντολέα-εντολοδόχου. Επίσης, θα πρέπει να τονισθεί ότι οι ερευνητές της θετικής θεωρίας αντιπροσώπευσης έχουν σχεδόν αποκλειστικά επικεντρώσει το ενδιαφέρον τους στην ειδική περίπτωση της σχέσης αντιπροσώπευσης μεταξύ ιδιοκτητών-μετόχων και εταιρικής διοικητικής ομάδας των μεγάλων, εισηγμένων στο χρηματιστήριο, επιχειρήσεων. Ιδιαίτερη αναφορά στη μελέτη και διερεύνηση αυτής της σχέσης θα πρέπει να γίνει στο πλαίσιο του γεγονότος του διαχωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου (separation of ownership and control) στις μεγάλες εισηγμένες χρηματιστηριακές εταιρίες που έχει πρωτοεπισημανθεί στην κλασική πλέον εργασία των A. Berle and G. Means το 1932. Μια πιο πρόσφατη εργασία που εξετάζει αυτόν το διαχωρισμό στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι αυτή των E. Fama and M. Jensen το 1983.

Οι εργασίες, που έχουν ασκήσει σημαντική επίδραση σ' αυτήν την κατεύθυνση της θετικής θεωρίας αντιπροσώπευσης, είναι οι **ακόλουθες τρεις**: Η εργασία των M. Jensen and W. Meckling (1976), η οποία εξετάζει προσεκτικά την **ιδιοκτησιακή δομή** (ownership structure) της εταιρίας σε αντιδιαστολή με τον όρο “**κεφαλαιακή δομή**” (capital structure) που αντικατοπτρίζει την ανάλυση της σχέσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων (Γ.Τ. Λαζαρίδης και Δ.Λ. Παπαδό-

πουλος 2005), συμπεριλαμβανομένου και του πώς η συγκέντρωση ιδιοκτησιακών δικαιωμάτων (π.χ μετοχών) από την διοικητική ομάδα ευθυγραμμίζει τα ενδιαφέροντά της διοικητικής ομάδας με αυτά των ιδιοκτητών-μετόχων. Η εργασία του E. Fama (1980) διαπραγματεύεται το θέμα του ρόλου της αποτελεσματικής αγοράς κεφαλαίου και της αγοράς εργασίας ως μηχανισμών πληροφόρησης που χρησιμοποιούνται για να ελέγχουν την, αυτοεξυπηρετούσα τους στόχους της, συμπεριφορά της διοικητικής ομάδας της εταιρίας. Η εργασία των E. Fama and M. Jensen (1983) περιγράφει τον ρόλο του διοικητικού συμβουλίου (board of directors) ως ένα σύστημα πληροφόρησης που οι μέτοχοι, στο πλαίσιο των μεγάλων επιχειρήσεων, μπορούν να χρησιμοποιήσουν προκειμένου να παρακολουθήσουν-ελέγχουν τον οπορτουνισμό-καιροσκοπισμό (opportunism) της διοικητικής ομάδας της εταιρίας.

Η κατεύθυνση της θεωρίας αντιπροσώπευσης έχει, από θεωρητικής άποψης, κατά το μεγαλύτερο μέρος της ασχοληθεί με την **περιγραφή των μηχανισμών διακυβέρνησης** (διοίκησης και ελέγχου) που λύνουν το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Δύο είναι οι προτάσεις που μπορούν να αποδώσουν την ουσία αυτών των μηχανισμών διακυβέρνησης (διοίκησης και ελέγχου) οι οποίοι ταυτοποιούνται σε αυτήν την κατεύθυνση της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Η **πρώτη πρόταση** συνίσταται στο ότι οι συμβάσεις που βασίζονται στην έκβαση-αποτέλεσμα των αποφάσεων είναι αποτελεσματικές στην συγκράτηση (χαλιναγώγηση) του οπορτουνισμού-καιροσκοπισμού του εντολοδόχου. Η δικαιολογητική βάση αυτής της πρότασης είναι η ακόλουθη. Οι συμβάσεις αυτού του είδους συνευθυγραμμίζουν (coalign) τις προτιμήσεις-στόχους των εντολοδόχων με αυτές των εντολέων γιατί οι ανταμοιβές και για τους δύο εξαρτώνται από τις ίδιες ενέργειες (δράσεις) και συνεπώς οι συγκρούσεις, που απορρέουν από την εξυπηρέτηση του προσωπικού συμφέροντος ή κατά άλλη έκφραση από ιδιοτελή συμπεριφορά (self-interest), μειώνονται μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Παράδειγμα αυτής της περίπτωσης αποτελεί η θέση που διατυπώνεται από τους καθηγητές M. Jensen and W. Meckling (1976) του πώς η αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας της εταιρίας από μέρους

της εταιρικής-διοικητικής ομάδας της εταιρίας μειώνει την οπορτουνιστική-καιροσκοπική συμπεριφορά της διοικητικής ομάδας. Μπορούμε τώρα να διατυπώσουμε αυτήν την πρόταση σε πιο δομημένη μορφή (formal terms) ως εξής: Όταν η σύμβαση μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου βασίζεται στην έκβαση των αποφάσεων, ο εντολοδόχος είναι πιο πιθανό να συμπεριφερθεί προς την κατεύθυνση ικανοποίησης των συμφερόντων του εντολέα.

Η δεύτερη πρόταση συνίσταται στο ότι τα πληροφορικά συστήματα επίσης συγκρατούν-χαλιναγωγούν τον οπορτουνισμό-καιροσκοπισμό του εντολοδόχου. Η δικαιολογητική βάση είναι η ακόλουθη. Τα πληροφορικά συστήματα παρέχουν πληροφόρηση στον εντολέα σχετικά με το πώς ενεργεί στην πραγματικότητα ο εντολοδόχος. Ως απόρροια αυτού του γεγονότος είναι πολύ πιθανό αυτά τα συστήματα να συγκρατήσουν (χαλιναγωγήσουν) τον οπορτουνισμό-καιροσκοπισμό του εντολοδόχου αφού ο εντολοδόχος αντιλαμβάνεται (κατανοεί) ότι δεν μπορεί να παραπλανήσει τον εντολέα. Παραδείγματα αυτής της περίπτωσης αποτελούν η θέση του καθηγητή E. Fama (1980) για τις πληροφοριακές συνέπειες των αποτελεσματικών αγορών κεφαλαίων και αγορών εργασίας στον οπορτουνισμό της διοικητικής ομάδας και οι θέσεις των καθηγητών E. Fama και M. Jensen (1983) για τον πληροφοριακό ρόλο που παίζουν τα διοικητικά συμβούλια στον έλεγχο της συμπεριφοράς της διοικητικής ομάδας της εταιρίας. Αυτή η πρόταση σε πιο δομημένη μορφή μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: Όταν ο εντολέας έχει πληροφόρηση προκειμένου να επαληθεύσει την συμπεριφορά του εντολοδόχου, ο εντολοδόχος είναι πολύ πιθανό να συμπεριφερθεί προς την ικανοποίηση των συμφερόντων του εντολέα.

Θεωρία Εντολέα-Εντολοδόχου (*Principal-Agent Theory*)

Οι ερευνητές, στο πλαίσιο αυτής της κατεύθυνσης της θεωρίας αντιπροσώπευσης, επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στη δημιουργία μιας γενικής θεωρίας της σχέσης εντολέα-εντολοδόχου, μιας θεωρίας η οποία θα μπορεί να εφαρμοστεί στη σχέση εργοδότη-εργαζομένου, δικηγόρου-πελάτη, αγοραστή-πωλητή και σε άλλες περιπτώσεις σχέσεων αντιπροσώπευσης. Αυτή η κατεύθυνση, συγκρινόμενη μ' αυτήν

της θετικής θεωρίας αντιπροσώπευσης, είναι πιο θεωρητική και μαθηματικοποιημένη και συνεπώς λιγότερο προσβάσιμη στους ερευνητές που ασχολούνται με οργανωσιακά θέματα.

Οι δύο κατευθύνσεις της θεωρίας αντιπροσώπευσης, θα πρέπει να τονιστεί, ότι είναι συμπληρωματικές: η θετική θεωρία αντιπροσώπευσης ταυτοποιεί διάφορες εναλλακτικές συμβάσεις και η θεωρία εντολέα-εντολοδόχου δείχνει ποια σύμβαση είναι πιο αποτελεσματική κάτω από μεταβαλλόμενα επίπεδα αβεβαιότητας της έκβασης των αποφάσεων, της αποστροφής έναντι του κινδύνου, της πληροφόρησης και άλλων μεταβλητών.

Το επίκεντρο ενδιαφέροντος της βιβλιογραφίας της θεωρίας εντολέα-εντολοδόχου εστιάζεται στον προσδιορισμό της **άριστης σύμβασης** (optimal contract), σύμβασης προσανατολισμένης στη συμπεριφορά έναντι σύμβασης προσανατολισμένης στην έκβαση των αποφάσεων, μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου. Το απλό μοντέλο της σχέσης αντιπροσώπευσης, στο πλαίσιο του οποίου επιχειρείται ο προσδιορισμός της άριστης σύμβασης **υποθέτει σύγκρουση στόχων μεταξύ εντολέα-εντολοδόχου**, εύκολη μέτρηση της έκβασης-αποτελέσματος των αποφάσεων και ότι ο εντολοδόχος έχει μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο (risk aversion) από ό,τι ο εντολέας. Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η επιχειρηματολογία στην οποία στηρίζεται η θέση ότι ο εντολοδόχος έχει μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο είναι ότι οι εντολοδόχοι, οι οποίοι δεν είναι σε θέση να διαφοροποιήσουν (diversify) την απασχόλησή τους (η μη δυνατότητα διαφοροποίησης σημαίνει ότι πρακτικά οι εντολοδόχοι δεν μπορούν ταυτόχρονα να κατανείμουν το χρόνο εργασίας τους σε διευθυντικές θέσεις πολλών επιχειρήσεων) θα πρέπει να έχουν συμπεριφορά αποστροφής προς τον κίνδυνο ενώ οι εντολείς ως επενδυτές μπορούν να κατανείμουν το κεφάλαιό τους επενδύοντας ταυτόχρονα σε χρηματοδοτικούς τίτλους πολλών επιχειρήσεων και συνεπώς μπορούν να διαφοροποιούν τον κίνδυνο που συνδέεται με μια συγκεκριμένη επένδυση με αποτέλεσμα η συμπεριφορά τους να μπορεί να χαρακτηριστεί ως ουδέτερη έναντι του κινδύνου (risk neutral).

Η προσέγγιση διερεύνησης του απλού μοντέλου της σχέ-

σης αντιπροσώπευσης μπορεί να περιγραφεί υπό το πρίσμα των ακόλουθων δύο περιπτώσεων: **Η πρώτη περίπτωση είναι** η απλή περίπτωση της **πλήρους πληροφόρησης** (complete information) η οποία υφίσταται όταν ο εντολέας γνωρίζει τι έχει πράξει ο εντολοδόχος. Λαμβανομένου υπόψη ότι ο εντολέας αγοράζει τη συμπεριφορά του εντολοδόχου τότε η σύμβαση που είναι πιο αποτελεσματική είναι αυτή που βασίζεται στη συμπεριφορά. Από την άλλη μεριά μια σύμβαση που βασίζεται στην έκβαση των αποφάσεων θα επιχειρεί άσκοπα να μεταβιβάσει το σύνολο ή μέρος του κινδύνου της απόφασης στον εντολοδόχο, ο οποίος υποτίθεται ότι έχει μεγαλύτερη αποστροφή προς τον κίνδυνο από ό,τι ο εντολέας. **Η δεύτερη περίπτωση** είναι αυτή κατά την οποία ο εντολέας δεν γνωρίζει τι έχει πράξει ο εντολοδόχος, δηλαδή είναι η περίπτωση της **ατελούς πληροφόρησης** (incomplete information). Λαμβανομένης υπόψη της συμπεριφοράς εξυπηρέτησης του προσωπικού συμφέροντος από μέρους του εντολοδόχου, ο εντολοδόχος είναι δυνατόν να έχει συμπεριφερθεί ή να μην έχει συμπεριφερθεί σύμφωνα με τα συμφωνηθέντα. Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, στην προκειμένη περίπτωση, είναι απόρροια του ότι: (α) ο εντολέας και εντολοδόχος έχουν διαφορετικούς στόχους και (β) ο εντολέας δεν μπορεί να προσδιορίσει αν ο εντολοδόχος έχει συμπεριφερθεί κατάλληλα. Η βιβλιογραφία παραθέτει δύο πτυχές του προβλήματος αντιπροσώπευσης. **Ηθικός Κίνδυνος** (moral hazard) που αναφέρεται στην έλλειψη προσπάθειας από μέρους του εντολοδόχου. Η επιχειρηματολογία στην προκειμένη περίπτωση είναι ότι ο εντολοδόχος απλά δεν καταβάλλει την συμφωνηθείσα προσπάθεια. Δηλαδή, ο εντολοδόχος υπεκφεύγει ή αποφεύγει (is shirking) την εργασία ή την ανάληψη δράσης. Στην ανάλυση αυτής της πτυχής του προβλήματος αντιπροσώπευσης θα επανέλθουμε στο επόμενο τμήμα (τμήμα II) της εργασίας, που αναφέρεται στις περιοχές συγκρούσεων μεταξύ ιδιοκτησίας-μετόχων και διοικητικής ομάδας της εταιρίας. **Δυσμενής Επιλογή** (adverse selection) που αναφέρεται στην παραποίηση ή παραπλανητική περιγραφή (misrepresentation) των ικανοτήτων από μέρους του εντολοδόχου. Η επιχειρηματολογία στην προκειμένη περίπτωση είναι ότι ο εντολοδόχος μπορεί να ισχυρίζεται ότι έχει

ορισμένες δεξιότητες ή ικανότητες όταν προσλαμβάνεται. Η δυσμενής επιλογή απορρέει από το ότι ο εντολέας δεν μπορεί πλήρως να επαληθεύσει αυτές τις δεξιότητες ή ικανότητες είτε κατά τον χρόνο πρόσληψης ή κατά τον χρόνο εργασίας του εντολοδόχου.

Ο εντολέας στην περίπτωση που η συμπεριφορά δεν μπορεί να παρατηρηθεί (unobservable behavior), λόγω του ηθικού κινδύνου ή της δυσμενούς επιλογής, έχει τις ακόλουθες δύο επιλογές: **Η πρώτη** είναι να επιχειρήσει να ανακαλύψει την συμπεριφορά του εντολοδόχου επενδύοντας σε πληροφοριακά συστήματα τέτοια όπως τα προϋπολογιστικά συστήματα, οι διαδικασίες παρουσίασης πληροφορησης (reporting procedures) η συγκρότηση και λειτουργία διοικητικών συμβουλίων, και επιπλέον τα επίπεδα διοικητικής ιεραρχίας. Οι επενδύσεις σε πληροφοριακά συστήματα αποκαλύπτουν (φανερώνουν) τη συμπεριφορά του εντολοδόχου στον εντολέα και αντιστρέφουν την κατάσταση προς την περίπτωση της πλήρους πληροφόρησης. Αυτή η επιλογή μπορεί να διατυπωθεί σε πιο δομημένη μορφή ως εξής: Τα πληροφοριακά συστήματα σχετίζονται θετικά με συμβάσεις που είναι προσανατολισμένες στη συμπεριφορά και σχετίζονται αρνητικά με συμβάσεις που είναι προσανατολισμένες στην έκβαση-αποτέλεσμα των αποφάσεων. **Η δεύτερη επιλογή** είναι να υιοθετηθεί σύμβαση που βασίζεται στην έκβαση-αποτέλεσμα της συμπεριφοράς του εντολοδόχου. Τέτοιου είδους συμβάσεις παρακινούν μια τέτοια συμπεριφορά η οποία συνευθυγραμμίζει τις προτιμήσεις του εντολοδόχου με εκείνες του εντολέα, αλλά με το τίμημα της μεταφοράς του συνόλου ή μέρους του κινδύνου της απόφασης, στον εντολοδόχο. Το θέμα του κινδύνου ανακύπτει γιατί η έκβαση – το αποτέλεσμα της απόφασης είναι μόνο κατά ένα μέρος συνάρτηση της συμπεριφοράς αυτού που λαμβάνει την απόφαση. Οι διάφορες κυβερνητικές πολιτικές, το γενικότερο οικονομικό κλίμα, οι δράσεις των ανταγωνιστών της επιχείρησης, οι τεχνολογικές μεταβολές και άλλοι παράγοντες παρόμοιας φύσης μπορούν να προκαλέσουν μεταβολές στα αποτελέσματα των αποφάσεων. Η προκύπτουσα (απορρέουσα) αβεβαιότητα της έκβασης-αποτελέσματος εισάγει στην ανάλυση όχι μόνο την αδυναμία του προσχεδιασμού αλλά επίσης και το

γεγονός ότι κάποιος θα πρέπει να υποστεί (να φέρει) τις συνέπειες του κινδύνου. Όταν λοιπόν η αβεβαιότητα της έκβασης-αποτελέσματος είναι χαμηλή, τότε τα κόστη της μετατόπισης (shifting) του κινδύνου στον εντολοδόχο είναι χαμηλά και οι συμβάσεις που βασίζονται στην έκβαση-αποτέλεσμα της απόφασης είναι πιο ελκυστικές. Από την άλλη μεριά, καθώς αυξάνει η αβεβαιότητα, καθίσταται πιο δαπανηρό να μετατοπισθεί ο κίνδυνος παρά τα οφέλη παρακίνησης της συμπεριφοράς που παρέχουν οι συμβάσεις που βασίζονται στην έκβαση-αποτέλεσμα της απόφασης. Αυτή η επιλογή σε πιο δομημένη μορφή μπορεί να διατυπωθεί ως εξής: Η αβεβαιότητα της έκβασης-αποτελέσματος της απόφασης σχετίζεται θετικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στην συμπεριφορά και αρνητικά με τις συμβάσεις που βασίζονται στην έκβαση-αποτέλεσμα της απόφασης.

Η ολοκλήρωση της ανάλυσης της κατεύθυνσης της θεωρίας εντολέα-εντολοδόχου απαιτεί να σημειώσουμε ότι **ο πυρήνας αυτής της κατεύθυνσης είναι η αντιστάθμιση** (trade-off) **μεταξύ:** (α) του κόστους μέτρησης της συμπεριφοράς και (β) του κόστους μέτρησης της έκβασης-αποτελέσματος της απόφασης και της μεταφοράς του κινδύνου στον εντολοδόχο.

Το απλό μοντέλο της σχέσης αντιπροσώπευσης έχει αναλυθεί παραπέρα στο πλαίσιο ενός αριθμού τροποποιήσεων των αρχικών υποθέσεων, προκειμένου να προσεγγίσει περισσότερο την πραγματικότητα, των οποίων η αναλυτική διερεύνηση είναι πέρα από τα όρια της παρούσας εργασίας. Ο αναγνώστης που επιθυμεί να ασχοληθεί με το συγκεκριμένο θέμα παραπέμπεται στην ακόλουθη βιβλιογραφία R.W. Waterman and K.J. Meier (1998), P. Wright, A. Mukherji and M.J. Kroll (2001).

I.3 Θεωρία Αντιπροσώπευσης, Θεωρία Ελεύθερης Ταμειακής Ροής και Επενδυτικές Αποφάσεις στο Πλαίσιο της Επιχειρηματικής Οντότητας

Η εταιρική διοικητική ομάδα είναι οι εντολοδόχοι των ιδιοκτητών- μετόχων της εταιρίας. Αμφότερα τα μέλη αυτής της σχέσης αντιπροσώπευσης επιδιώκουν την εξυπηρέτηση του προσωπικού τους συμφέροντος με αποτέλεσμα να ανακύπτουν σοβαρές συγκρούσεις μεταξύ αυτών των μελών σχε-

τικά με την επιλογή της καλύτερης εταιρικής στρατηγικής. Ένα από τα θέματα στο πλαίσιο αυτής της επιλογής είναι ο τρόπος διάθεσης του μεγέθους της **ελεύθερης ταμειακής ροής** (free cash flow). Ελεύθερη ταμειακή ροή είναι η ταμειακή ροή υπεράνω αυτής που απαιτείται για τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών προτάσεων που έχουν θετική καθαρά παρούσα αξία υπολογιζόμενη με το σχετικό σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου (M. Jensen 1986, 1988). Η ελεύθερη ταμειακή ροή θα πρέπει να διανεμηθεί στους μετόχους π.χ. συνήθως υπό μορφή μερισμάτων εάν η επιχείρηση χαρακτηρίζεται αποτελεσματική και μεγιστοποιεί την αξία στους μετόχους. Όμως αυτή η διανομή της ελεύθερης ταμειακής ροής στους μετόχους μειώνει το μέγεθος των πόρων που ελέγχονται από την εταιρική διοικητική ομάδα με αποτέλεσμα να μειώνεται (να εξασθενεί) η δύναμη της ομάδας και δυνητικά να ελέγχεται από την αγορά κεφαλαίου στην περίπτωση που η εταιρία έχει ανάγκη να αντλήσει νέο κεφάλαιο. Επιπλέον η εταιρική διοικητική ομάδα έχει κίνητρα να επεκτείνει την εταιρία πέρα από το μέγεθος που μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων. Αυτή η ανάπτυξη της εταιρίας αυξάνει τη δύναμη της εταιρικής διοικητικής ομάδας αυξάνοντας τους πόρους που θα βρίσκονται υπό τον έλεγχό της και επιφέρει μεταβολές στο ύψος της χρηματικής αμοιβής, η οποία γενικά σχετίζεται θετικά με την ανάπτυξη της εταιρίας. Επίσης, αυτή η ανάπτυξη δημιουργεί νέες θέσεις στη διοικητική ιεραρχία γεγονός που επιτρέπει την ικανοποίηση των στελεχών για προαγωγή. Οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ εταιρικής διοικητικής ομάδας και μετόχων σχετικά με την υιοθετούμενη πολιτική διανομής της ελεύθερης ταμειακής ροής, συγκρούσεις ιδιαίτερα σφοδρές όταν το ύψος της ταμειακής ροής είναι σημαντικό, μπορεί να οδηγήσουν τα στελέχη σε Υπερεπένδυση (Overinvestment or Empire-building) ή Υποεπένδυση (Underinvestment or Shirking).

Η εταιρική διοικητική ομάδα πολλές φορές διενεργεί δαπανηρές με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία επενδύσεις επειδή έτσι επιτυγχάνει να έχει υπό τον έλεγχό της περισσότερα περιουσιακά στοιχεία. Το φαινόμενο αυτό συνιστά την περίπτωση της Υπερεπένδυσης και στην ουσία σημαίνει ότι τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να προχωρούν σε

πραγματοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων ακόμη κι αν έχουν εξαντληθεί όλες οι επενδυτικές επιλογές που αφορούν σχέδια με Θετική Καθαρά Παρούσα Αξία. Η έννοια της Υποεπένδυσης από την άλλη μπορεί να εξηγηθεί, εκτός των άλλων, και από το γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν να εργάζονται λιγότερο σκληρά (*shirking*). Η πραγματοποίηση επενδύσεων όμως συνεπάγεται για τα στελέχη της επιχείρησης που τις πραγματοποιούν μεγαλύτερο κόπο και περισσότερο χρόνο μιας και έτσι διευρύνεται το φάσμα των αρμοδιοτήτων τους καθώς και το πεδίο που έχουν υπό την εποπτεία τους. Για παράδειγμα, επενδύσεις που αφορούν την επέκταση των υπαρχόντων υποδομών ή και την εισαγωγή νέων γραμμών παραγωγής προφανώς προμηνύουν την ύπαρξη πιο πολύπλοκων δομών και αυξημένα επίπεδα κόπου και μόχθου. Η Υποεπένδυση, λοιπόν, κατά ένα μεγάλο ποσοστό πηγάζει από το προσωπικό κόστος που προκύπτει από την πραγματοποίηση επενδύσεων για τα διευθυντικά στελέχη. Πρόκειται για ένα κόστος το οποίο δεν υφίσταται από την πλευρά των μετόχων και της επιχείρησης.

Μια άλλη οπτική του θέματος μας οδηγεί στο συλλογισμό ότι οι παραπάνω συγκρούσεις συμφερόντων δύνανται να εξηγηθούν και από το γεγονός ότι οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων για παράδειγμα ενδιαφέρονται μόνο για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (Συστηματικός κίνδυνος), ενώ τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τον συνολικό κίνδυνο. Η διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους, πηγάζει από την δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Τα διευθυντικά στελέχη όμως δε δύνανται να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνό τους μιας και το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους προέρχεται από τις αμοιβές τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση στην οποία εργάζονται.

Από τα παραπάνω προκύπτει αβίαστα το συμπέρασμα ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους που τους οδηγούν στο να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και, αντίστρο-

φα, να αποδέχονται ζημιογόνες επενδύσεις που οδηγούν σε μείωση του συνολικού εν λόγω κινδύνου. Αφού, λοιπόν τα στελέχη εξαναγκάζονται στο να προχωρούν σε «διασπορά» των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης οδηγούνται ταυτόχρονα στο να επιδεικνύουν τάσεις αποφυγής της ανάληψης κινδύνου. Αυτή η τάση αποφυγής του κινδύνου μεταφράζεται σε επιλογή επενδύσεων που θα αποφέρουν χαμηλές αποδόσεις.

Όπως αναλύεται εκτενέστερα σε μεταγενέστερο κομμάτι της παρούσας εργασίας, στο βαθμό που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα στελέχη αυτά έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλλουν αποφασιστικά στην μακροπρόθεσμη κερδοφορία της επιχείρησης. Με την ίδια λογική μπορεί να υπάρξουν περιπτώσεις κατά τις οποίες τα διευθυντικά στελέχη εγκρίνουν και υλοποιούν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρόλο που αυτά μειώνουν τα κέρδη της επιχείρησης μακροπρόθεσμα.

I.4 Θεωρία Αντιπροσώπευσης και ο σκοπός της παρούσας εργασίας

Η παρούσα εργασία αναφέρεται κυρίως σε εκείνο το κομμάτι της θεωρίας αντιπροσώπευσης που έχει να κάνει με το πλέγμα σχέσεων που αναπτύσσονται μεταξύ των ιδιοκτήτων και της εταιρικής διοικητικής ομάδας των υψηλά ιστάμενων διευθυντικών στελεχών μιας επιχείρησης.

Η κεντρική ιδέα, όπως τονίσαμε, της θεωρίας αντιπροσώπευσης είναι ότι ο εντολέας είναι πολύ απασχολημένος για να μπορεί να κάνει όλες τις απαιτούμενες ενέργειες που συνεπάγεται η ιδιότητά του ως ιδιοκτήτη μιας επιχείρησης και για αυτόν τον λόγο προσλαμβάνει ένα πρόσωπο που θα λειτουργεί ως αντιπρόσωπός του. Το γεγονός, όμως, ότι ο εντολέας είναι πολύ απασχολημένος σημαίνει παράλληλα ότι δεν δύναται να παρακολουθεί πλήρως τις κινήσεις του αντιπροσώπου του. Η θεωρία αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι οι άνθρωποι σε τελική ανάλυση αποτελούν εγωκεντρικά όντα και για αυτό ανακύπτουν συγκρούσεις συμφε-

ρόντων. Το εννοιολογικό περιεχόμενο της θεωρίας και της σχέσης αντιπροσώπευσης καθώς και η σχέση θεωρίας αντιπροσώπευσης, θεωρίας ελεύθερης ταμειακής ροής και επενδυτικών αποφάσεων εξετάστηκαν σ' αυτό το πρώτο μέρος της εργασίας.

Το δεύτερο μέρος της παρούσας εργασίας αναλύει τις τέσσερις περιοχές στις οποίες παρουσιάζονται οι συγκρούσεις μεταξύ διοίκησης και ιδιοκτησίας-μετόχων που διερευνώνται στο πλαίσιο της θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Το τρίτο μέρος παρέχει την ανάλυση της έννοιας του κόστους αντιπροσώπευσης. Οριοθετείται η έννοια του και εξετάζονται οι διάφορες μορφές και εκφάνσεις του έτσι όπως συναντώνται στην αγγλόφωνη βιβλιογραφία. Φυσικά οι βιβλιογραφικές αναφορές δεν εξαντλούν όλα όσα έχουν λεχθεί για το ζήτημα αυτό, κάτι τέτοιο φαντάζει μάλλον αδύνατο λόγω του όγκου της σχετικής βιβλιογραφίας, ωστόσο επιλέχθηκαν τα κατά τη γνώμη μας βασικότερα σχετικά ευρήματα. Το τέταρτο μέρος αυτής της εργασίας καταγράφει τους κυριότερους μηχανισμούς που έχει στη διάθεσή της μια σύγχρονη επιχείρηση προκειμένου να αντιμετωπίσει τα προβλήματα που συνδέονται με την σχέση αντιπροσώπευσης και να μειώσει τα ανακύπτοντα κόστη. Το πέμπτο και τελευταίο μέρος παρέχει μια σύνοψη κάποιων γενικών συμπερασμάτων και προτάσεις για την κατεύθυνση που θα έπρεπε να πάρει η μελλοντική έρευνα σχετικά με τη θεωρία αντιπροσώπευσης.

II. Θεωρία Αντιπροσώπευσης και Περιοχές Συγκρούσεων μεταξύ Εταιρικής Διοικητικής Ομάδας και Ιδιοκτησίας-Μετόχων της Επιχείρησης

II 1. Γενικές παρατηρήσεις

Οι συγκρούσεις-προβλήματα αντιπροσώπευσης προκύπτουν από αποκλίνοντες στόχους-συμφέροντα διαφορετικών ομάδων, μελών διμερών συμφωνιών-συμβολαίων και ως τέτοια είναι σχεδόν απεριόριστα από τη φύση τους. Όμως, η βιβλιογραφία, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο, έχει επικεντρώσει και ομαδοποιήσει τα διά-

φορα είδη συγκρούσεων σε όλες τις εκφάνσεις τους σε τέσσερις βασικές προβληματικές περιοχές. Οι περιοχές αυτές συγκρούσεων είναι οι ακόλουθες:

- Ηθικού Κινδύνου (Moral-Hazard problems)
- Παρακράτησης Κερδών (Earnings Retention)
- Αποστροφής Κινδύνου (Risk Aversion) και
- Χρονικού Ορίζοντα (Time-Horizon problems)

Μια συνοπτική και περιεκτική ανάλυση αυτών των προβληματικών περιοχών καθώς και της έρευνας που έχει γίνει σε κάθε μία από αυτές, δίνεται αμέσως παρακάτω.

II 2. Συγκρούσεις αντιπροσώπευσης λόγω Ηθικού Κινδύνου (Moral-Hazard agency conflicts)

Η διερεύνηση του απλού μοντέλου αντιπροσώπευσης μπορεί να περιγραφεί στο πλαίσιο της πλήρους πληροφόρησης και της περίπτωσης της ατελούς πληροφόρησης, όπως αναπτύξαμε στην παράγραφο I.2. Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης, στην προκειμένη περίπτωση, είναι απόρροια του ότι: (α) εντολέας και εντολοδόχος έχουν διαφορετικούς στόχους και (β) ο εντολέας δεν μπορεί να προσδιορίσει αν ο εντολοδόχος έχει συμπεριφερθεί κατάλληλα. Στο πλαίσιο αυτό ανακύπτει η κατάσταση ηθικού κινδύνου, η οποία μπορεί να ορισθεί ως μια κατάσταση όπου ο εντολοδόχος αναλαμβάνει, μη δυνάμενες να παρατηρηθούν, (κρυφές) ενέργειες (δράσεις) που εξυπηρετούν τα προσωπικά συμφέροντά του προς βλάβη των συμφερόντων του εντολέα. Τέτοιες καταστάσεις, παραδοσιακά, μπορούν να ανακύψουν για τους ακόλουθους δύο βασικούς (κύριους) λόγους: (α) υπάρχει ένα θετικό κόστος για τον εντολέα να παρακολουθεί τις δράσεις του εντολοδόχου και (β) ο εντολέας δεν έχει απαραίτητα την επιδεξιότητα να γνωρίζει αν οι ενέργειες του εντολοδόχου είναι προς το δικό του καλύτερο συμφέρον, ή όχι, με αποτέλεσμα η παρακολούθηση να είναι επίσης ατελής.

Οι καθηγητές Jensen και Meckling (1976) ήταν οι πρώτοι που πρότειναν μιαν εξήγηση των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης πάνω σε αυτή τη βάση. Χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Ιδιοκτήτη-Διοικητικού Στελέχους (Owner-Manager), βασική υπόθεση του οποίου είναι ότι ένα διευθυντικό στέλεχος αποτελεί ταυτόχρονα και τον ιδιοκτήτη του συνόλου μιας επιχείρησης, οδηγήθηκαν σε κάποια βα-

σικά συμπεράσματα. Σύμφωνα με αυτά, τα κίνητρα του Ιδιοκτήτη-Διοικητικού Στελέχους (Owner-Manager) να οικειοποιείται ιδιωτικά, μη χρηματικά οφέλη (perquisites) αντί να επενδύει σε επενδυτικά προγράμματα με θετική Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value), αυξάνονται καθώς μειώνεται το ποσοστό συμμετοχής του στην περιουσία της επιχείρησης. Τα προβλήματα αυτής της μορφής, που δύνανται να εξηγηθούν μέσω του υποδείγματος του παραπάνω μοντέλου, είναι πιο έντονα σε επιχειρήσεις των οποίων το ιδιοκτησιακό καθεστώς διέπεται από υψηλή διασπορά μετοχών, όπου η πλειοψηφία των μετοχών δε βρίσκεται υπό των έλεγχο των διοικούντων. Αυτό σημαίνει πως όσο μικρότερο ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης βρίσκεται στην κυριότητα ενός διοικητικού στελέχους, τόσο μεγαλύτερη τάση έχει το στέλεχος αυτό να ενεργεί όχι προς όφελος της εν λόγω επιχείρησης αλλά προς το δικό του.

Οι Shleifer και Vishny (1989) από την άλλη διατύπωσαν την άποψη ότι τα διοικητικά στελέχη υιοθετούν την εν λόγω συμπεριφορά όχι τόσο μη προβαίνοντας σε επικερδείς επενδύσεις, αλλά μάλλον επιλέγοντας εκείνα τα επενδυτικά προγράμματα που ταιριάζουν καλύτερα με τις προσωπικές τους ικανότητες. Το σκεπτικό που ελλοχεύει σε αυτές τις επιλογές βασίζεται στο γεγονός ότι η επιλογή αυτών των επενδύσεων αυξάνουν την αξία στην επιχείρηση του ατόμου- μάνατζερ και παράλληλα καθιστούν στον μάνατζερ περισσότερο σίγουρο μέσα στην επιχείρηση, αυξάνοντας το κόστος αντικατάστασής του και επιτρέποντας επίσης τον μάνατζερ να αποσπά από την εταιρία μεγαλύτερες αμοιβές.

Ο καθηγητής Jensen (1986) σημειώνει ότι στις μεγαλύτερες και πιο ώριμες επιχειρήσεις η ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών (free cash flow), διογκώνει τα προβλήματα ηθικού κινδύνου. Στην περίπτωση του ηθικού κινδύνου ο μέτοχος- ιδιοκτήτης δεν είναι σίγουρος αν ο εντολοδόχος- αντιπρόσωπος (agent) καταβάλει τη μέγιστη προσπάθεια για το έργο που του έχει ανατεθεί. Τα προβλήματα ηθικού κινδύνου συνήθως ανακύπτουν στις περιπτώσεις εκείνες κατά τις οποίες ο αντιπρόσωπος έχει περισσότερες πληροφορίες από τον αντιπροσωπευόμενο σχετικά με συγκεκριμένες πτυχές των οργανωσιακών δραστηριοτήτων. Για παράδειγμα, όταν οι εξωτερικοί πωλητές μιας επιχείρησης αμείβονται για τις

πωλήσεις που κάνουν, όμως επειδή δεν έχουν άμεσο οικονομικό συμφέρον για κάτι παραπάνω αδιαφορούν για την περαιτέρω εξυπηρέτηση των πελατών, κάτι όμως που είναι προς όφελος της εταιρίας. Αυτό σημαίνει ότι αυτοί οι πωλητές επικεντρώνονται αποκλειστικά στην επιδίωξη του στόχου που τους αμείβει και παραβλέπουν όλες εκείνες τις διαστάσεις δραστηριότητάς τους που η επιχείρηση επιθυμεί αλλά για τις οποίες δεν ανταμείβει ξεκάθαρα και άμεσα.

Αμέσως παρακάτω ακολουθούν δύο διαγράμματα που απεικονίζουν το θεωρητικό εννοιολογικό πλαίσιο που συνθέτει τη σχέση αντιπροσώπευσης γενικά (διάγραμμα 1) και το πρόβλημα του Ηθικού κινδύνου ειδικότερα (διάγραμμα 2).

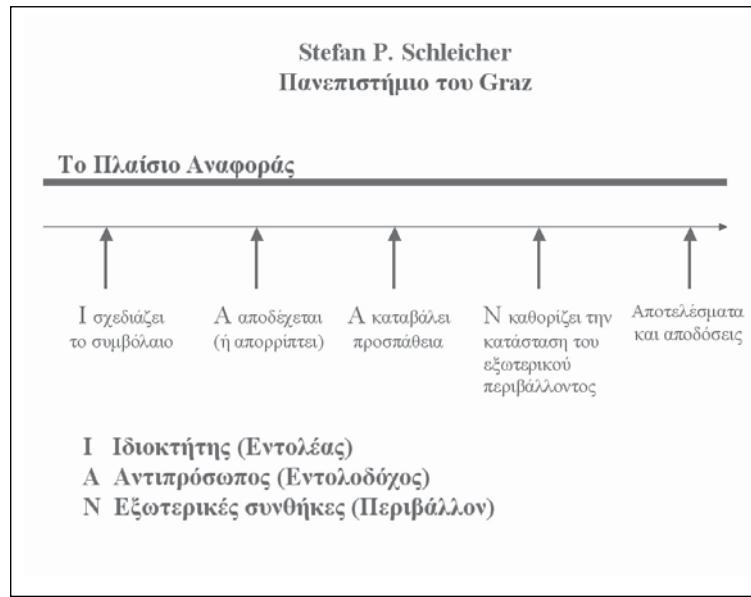
Δύο είναι τα βασικά προβλήματα που εμφανίζονται στο πλαίσιο συνθηκών ελλιπούς πληροφόρησης και αβεβαιότητας, σκηνικό το οποίο χαρακτηρίζει τις περισσότερες επιχειρήσεις παγκοσμίως: το πρώτο είναι αυτό του ηθικού κινδύνου που μόλις αναλύθηκε και το άλλο είναι αυτό της Δυσμενούς Επιλογής (Adverse Selection) στο οποίο αναφερθήκαμε στην παράγραφο I.2.

Η κατάσταση Ηθικού Κινδύνου μπορούμε συμπερασματικά να πούμε ότι περιγράφει τη διαδικασία κατά την οποία ο εντολοδόχος επιλέγει εκείνο το επίπεδο προσπάθειας που μεγιστοποιεί την προσωπική του αναμενόμενη χρησιμότητα (expected utility) και όχι την αντίστοιχη συνολική χρησιμότητα που προκύπτει από τη σχέση αντιπροσώπευσης. Βάσει αυτού του γεγονότος ο εντολέας προβαίνει στο σχεδιασμό και την προσφορά ενός συμβολαίου που δίνει στον αντιπρόσωπό του μόνο την αναμενόμενη αξία της συμφωνημένης του χρησιμότητας.

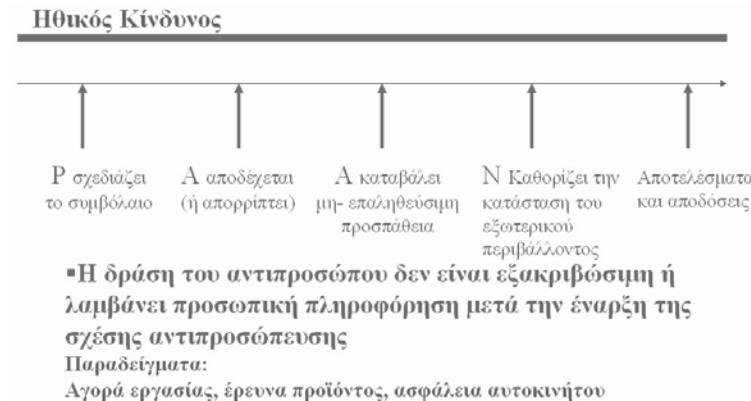
II.3 Συγκρούσεις αντιπροσώπευσης λόγω Παρακράτησης Κερδών (Earnings Retention agency conflicts)

Η επιλογή της καλύτερης εταιρικής στρατηγικής αποτελεί πεδίο σύγκρουσης μεταξύ εταιρικής διοικητικής ομάδας και ιδιοκτησίας- μετόχων. Ένα από τα θέματα στο πλαίσιο αυτής της επιλογής είναι ο τρόπος διάθεσης του μεγέθους της ελεύθερης ταμειακής ροής. Ο καθηγητής M.Jensen (1986) υποστήριξε ότι τα διοικητικά στελέχη προτιμούν η επιχείρηση να παρακρατεί τα κέρδη της ενώ οι μέτοχοι επιθυμούν υψηλότερα επίπεδα διανομής μετρητών (cash distributions)

Διάγραμμα 1



Διάγραμμα 2



σε μορφή μερισμάτων ιδίως όταν η εταιρία έχει στη διάθεσή μικρό αριθμό εσωτερικών επενδυτικών ευκαιριών με θετική καθαρά παρούσα αξία. [Ο όρος **εσωτερικές επενδυτικές ευκαιρίες** γενικά αναφέρεται σε επενδύσεις που απορρέουν από τις υπάρχουσες παραγωγικές-συναλλακτικές δραστηριότητες της εταιρίας, ενώ ο όρος **εξωτερικές επενδυτικές ευκαιρίες** θα αναφέρεται σε μια εταιρία η οποία πραγματοποιεί μια μη σχετιζόμενη εξαγορά ως επενδυτική απόφαση, με βασικό στόχο δυνητικά να διαφοροποιήσει τις παραγωγικές- συναλλακτικές της δραστηριότητες]. Τα διοικητικά στελέχη προτιμούν την παρακράτηση κερδών διότι με αυτόν τον τρόπο ωφελούνται σε όρους μεγαλύτερης δύναμης και επιρροής, υψηλότερου γοήτρου, ικανότητάς τους να επιβάλλονται στο διοικητικό συμβούλιο (board of directors) και απολαβής υψηλότερων αμοιβών- στοιχεία που απορρέουν από την αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης. Οι μέτοχοι από την άλλη μεριά συνήθως έχουν ένα ήδη αρκετά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και ως εκ τούτου η περαιτέρω διαφοροποίηση, σε επίπεδο μεμονωμένης επιχείρησης, δεν είναι στοιχείο που συγκλίνει με τα συμφέροντα και τα ενδιαφέροντά τους.

Ο καθηγητής Brennan (1995) διατύπωσε την άποψη ότι οι θεωρίες που βασίζονται στο υπόδειγμα του Ηθικού Κινδύνου υπεραπλουστεύουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης αφού το τοποθετούν ως ένα πρόβλημα θέλησης αποφυγής προσπάθειας. Εκείνο το οποίο θα πρέπει να μας απασχολήσει είναι η υιοθέτηση «μεγαλόπρεπων» στόχων από την εταιρική διοικητική ομάδα και η διάθεση της ταμειακής ροής στους μετόχους. Επομένως το πρόβλημα της υπερεπένδυσης πολλές φορές είναι πιο σημαντικό από αυτό της οικειοποίησης μη χρηματικών ωφελειών (*perquisites*) από πλευράς διοικητικών στελεχών.

Η διεθνής έρευνα, πάνω στη δομή των αμοιβών της εταιρικής διοικητικής ομάδας, έχει καταδείξει ότι οι αμοιβές των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών αποτελούν θετική συνάρτηση του μεγέθους της επιχείρησης (*company size*). Οι κυριότερες έρευνες στον τομέα αυτό έχουν διεξαχθεί από τους Jensen και Murphy (1990) και τους Conyon και Murphy (2000). Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι η διοίκηση έχει ισχυρά κίνητρα να εστιάζει τις προσπάθειές της στην αύξηση του

μεγέθους της επιχείρησης παρά στην αύξηση των μετοχικών αποδόσεων (shareholder returns).

Άλλες εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει ότι μια τέτοια στρατηγική υπέρμετρης παρακράτησης κερδών αποτελεί δυσοίωνο παράγοντα για τον πλούτο των μετόχων. Οι Lang και Stulz (1994) βρήκαν ότι οι αποδόσεις των μετόχων σε μη διαφοροποιημένες επιχειρήσεις είναι μεγαλύτερες από τις αποδόσεις εκείνων που προσπαθούν να μειώσουν την έκθεσή τους στον κίνδυνο μέσω της διαφοροποίησης. Η ίδια έρευνα έδειξε ότι η αξία αυτών των επιχειρήσεων μειώνεται καθώς αυξάνεται περαιτέρω η διαφοροποίησή τους.

Η παρακράτηση κερδών φυσικά καθιστά λιγότερο απαραίτητη την προσφυγή σε άντληση ξένων κεφαλαίων, όταν απαιτείται χρηματοδότηση για τα διάφορα επενδυτικά προγράμματα. Ωστόσο, πέρα από το προφανές κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης, οι εξωτερικές αγορές εξασφαλίζουν μια διάσταση χρήσιμου τρόπου ελέγχου που οδηγούν σε μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

II.4 Συγκρούσεις Αντιπροσώπευσης λόγω Διευθυντικής-Διοικητικής Αποστροφής προς τον Κίνδυνο (Managerial Risk Aversion Agency Conflicts).

Οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την διευθυντική-διοικητική αποστροφή προς τον κίνδυνο είναι απόρροια του γεγονότος της ύπαρξης περιορισμών στη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου σε σχέση με το διευθυντικό-διοικητικό εισόδημα. Αν οι ιδιοκτήτες- μέτοχοι επιθυμούν να διαφοροποιήσουν τα περιουσιακά στοιχεία (π.χ. μετοχές, ομολογίες, ακίνητη περιουσία) που κατέχουν μπορούν να προβούν σε αυτό με μικρό σχετικά κόστος. Από την άλλη μεριά όμως τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρικής διοικητικής ομάδας είναι περισσότερο σχετιζόμενα με δέσμευση σ' ένα μοναδικό στοιχείο ή σε πολύ μικρό αριθμό μετοχών.

Ερευνητές που έχουν ασχοληθεί με το θέμα, όπως ο καθηγητής Denis (2000), παρατηρούν ότι η πλειοψηφία του ανθρώπινου κεφαλαίου της εταιρικής ομάδας είναι άμεσα προσδεμένη με την επιχείρηση όπου εργάζεται. Αυτό σημαίνει ότι το εισόδημα των διοικητικών στελεχών εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την επίδοση της επιχείρησης όπου αυτοί απασχολούνται. Ο παράγοντας αυτός προσφέρει ένα

ισχυρό επιχείρημα στην προσέγγιση σύμφωνα με την οποία τα διοικητικά στελέχη επίζητούν την ελαχιστοποίηση του κινδύνου στον οποίο εκτίθεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη να αποφεύγουν επενδυτικές αποφάσεις που αυξάνουν τον κίνδυνο για την επιχείρηση και να επιδιώκουν επενδύσεις που επιφέρουν διαφοροποίηση και επομένως μείωση του κινδύνου (Jensen, 1986).

Οι Demsetz και Lehn (1985) βρήκαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ του κινδύνου που ενυπάρχει στη μετοχή μιας επιχείρησης και του επιπέδου της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης (ownership concentration). Με άλλα λόγια, η εταιρική διοικητική ομάδα σε επιχειρήσεις όπου αναλαμβάνονται επενδυτικά έργα υψηλού κινδύνου, παρατηρείται ότι προτιμά να τοποθετεί μικρό τμήμα του προσωπικού πλούτου της στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Συνεπώς, η επιχείρηση χαρακτηρίζεται από χαμηλό βαθμό ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης. Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι επιχειρούν να αντισταθμίσουν τον υψηλό κίνδυνο με τη διατήρηση ενός έντονα διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου. Στην αντίθετη περίπτωση, σε επιχειρήσεις δηλαδή χαμηλού κινδύνου, το επίπεδο της ιδιοκτησιακής συγκέντρωσης είναι μεγάλο. Το μετοχικό κεφάλαιο κατέχεται από λίγους μεγάλους μετόχους, για τους οποίους δεν συντρέχει λόγος αντιστάθμισης κινδύνου. Το πρόβλημα καθίσταται περισσότερο οξύ όταν η συνολική αμοιβή των διοικούντων διέπεται βασικά από σταθερό μισθό (fixed salary) ή όταν οι ειδικές διευθυντικές ικανότητες είναι δύσκολο να μεταφερθούν από τη μία επιχείρηση σε μια άλλη.

Μια άλλη διάσταση του εν λόγω θέματος έχει να κάνει με το γεγονός ότι η ανάληψη επενδύσεων υψηλού κινδύνου αυξάνει την πιθανότητα πτώχευσης της επιχείρησης και άρα την πιθανότητα καταστροφής της φήμης των υπεύθυνων διοικούντων στην αγορά. Το παραπάνω σημαίνει ότι καθίσταται σχεδόν απίθανο για τα διοικητικά στελέχη να αποκατασταθούν επαγγελματικά σε μια άλλη επιχείρηση.

Το πρόβλημα της διοικητικής αποστροφής προς τον κίνδυνο επηρεάζει και την πολιτική χρηματοδότησης που θα ακολουθήσει η εταιρία. Σύμφωνα με τον Jensen (1986) η διοικητική αποστροφή προς τον κίνδυνο θα οδηγήσει σε

άντληση αυξημένων ξένων κεφαλαίων, γεγονός που θα επιφέρει και μείωση των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Η κατεύθυνση προς την άντληση ξένων κεφαλαίων εξηγείται από το γεγονός ότι η επιλογή αυτή αποτελεί φθηνότερο κόστος χρηματοδότησης από ότι, για παράδειγμα, η έκδοση μετοχών και επίσης επιτρέπει τη διατήρηση του ελέγχου της εταιρίας από τους παλαιούς μετόχους. Άλλωστε, στην περίπτωση ανάληψης μιας επένδυσης με υψηλές αποδόσεις αλλά συγχρόνως και με υψηλό κίνδυνο, αν αυτή δεν αποφέρει τελικά τα επιθυμητά οφέλη, οι πιστωτές είναι αυτοί που θα επιβαρυνθούν με το μεγαλύτερο κόστος. Βεβαίως, από την άλλη υπάρχει και η αντίθετη άποψη του Brennan (1995), ο οποίος θεωρεί ότι η διοικητική αποστροφή προς τον κίνδυνο ακολουθείται από πολιτικές χρηματοδότησης που στρέφονται περισσότερο προς την άντληση ιδίων κεφαλαίων, μιας και η εξωτερική χρηματοδότηση αυξάνει τον κίνδυνο πτώχευσης.

II.5 Συγκρούσεις αντιπροσώπευσης λόγω χρονικού ορίζοντα (Time Horizon agency conflicts)

Οι συγκρούσεις συμφερόντων μέσα στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης μεταξύ ιδιοκτησίας-μετόχων και εταιρικής διοικητικής ομάδας μπορούν να προέλθουν και από το τάιμινγκ (timing) των ταμειακών ροών. Οι ιδιοκτήτες- μέτοχοι ενδιαφέρονται για όλες τις μελλοντικές ταμειακές ροές που εκτείνονται θεωρητικά στο διηνεκές. Η εταιρική διοικητική ομάδα, από την άλλη μεριά, επικεντρώνεται μόνο σε εκείνες τις ταμειακές ροές που εκτείνονται χρονικά μέχρι και τη λήξη της απασχόλησής τους στην επιχείρηση. Το γεγονός αυτό συνθέτει ένα πλαίσιο εντός του οποίου οι μάνατζερς διάκεινται περισσότερο θετικά, δημιουργείται από μέρους τους μια μεροληψία, ως προς τα βραχυπρόθεσμης λογιστικής απόδοσης επενδυτικά προγράμματα. Όμως αυτή η μεροληψία λειτουργεί φυσικά σε βάρος των μακροπρόθεσμων επενδύσεων θετικής Καθαράς Παρούσας Αξίας.

Το όλο πρόβλημα καθίσταται εντονότερο καθώς τα υψηλά διοικητικά στελέχη πλησιάζουν προς την συνταξιοδότησή τους ή όταν σχεδιάζουν να μετακινηθούν και απασχοληθούν σε μια άλλη επιχείρηση. Σύμφωνα με έρευνα των Dechow και Sloan (1991) καθώς οι διοικούντες πλη-

σιάζουν προς την συνταξιοδότησή τους παρατηρείται μείωση των δαπανών στον τομέα της Έρευνας και Ανάπτυξης (Research and Development). Οι δαπάνες R&D μειώνουν τα κέρδη μιας επιχείρησης και κατά συνέπεια και τις βραχυπρόθεσμες απολαβές των διευθυντικών στελεχών που συνδέονται με αυτά, γεγονός που εξηγεί το παραπάνω εμπειρικό εύρημα.

Οι συγκρούσεις χρονικού ορίζοντα οδηγούν πολλές φορές και σε αυτό που ονομάζουμε «Δημιουργική Λογιστική» (creative accounting), δηλαδή στην υιοθέτηση λογιστικών πρακτικών που παραποιούν τα λογιστικά αποτελέσματα βάσει των οποίων αξιολογούνται και ανταμείβονται τα διευθυντικά στελέχη. Ο Weisbach (1988) βρήκε ότι τα λογιστικά κέρδη έχουν την τάση να εμφανίζονται διογκωμένα κατά τον χρόνο που προηγείται της απομάκρυνσης του Chief Executive Officer (CEO) από την εταιρία.

II.6 Τελικές παρατηρήσεις για τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης.

Οι συγκρούσεις αντιπροσώπευσης στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης απορρέουν από διϊστάμενα συμφέροντα μεταξύ δύο οποιονδήποτε μερών που προχωρούν στη σύναψη μιας σύμβασης στο πλαίσιο μιας επιχειρηματικής οντότητας (ενός οργανισμού). Ως αποτέλεσμα, οι συγκρούσεις θα πρέπει να είναι σχεδόν απεριόριστες από τη φύση τους.

Το παρόν τμήμα, τμήμα II, αυτής της εργασίας προσπάθησε να καλύψει τις σημαντικότερες περιοχές συγκρούσεων αφού μια προσπάθεια να καλύψει πλήρως αυτές τις συγκρούσεις θα ήταν αδύνατη.

Διαφορετικοί ερευνητές, θα πρέπει να σημειωθεί, έχουν επιχειρηματολογήσει σχετικά με τη σοβαρότητα κάθε μιας από τις περιοχές συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Η έρευνα από τον M. Jensen (1986) και τον G.P. Himmelberg και συνεργάτες (1999) μεταξύ άλλων υπογραμμίζει τη σημασία του εταιρικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο συνάπτεται η σύμβαση ως καθοριστικής σημασίας στον προσδιορισμό της σημασίας τέτοιων προβλημάτων π.χ. η κατανάλωση των ιδιωτικών, μη χρηματικών οφελών μπορεί να αποτελεί σημαντικό πρόβλημα στις μεγάλες εταιρίες, δεν έχει όμως την ίδια

σημαντικότητα σε μικρότερες επιχειρήσεις όπου τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν πιο εύκολα να αποτελέσουν αντικείμενο παρακολούθησης.

III. ΚΟΣΤΗ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (Agency Costs)

III.1 Γενικές παρατηρήσεις

Η συμπεριφορά των συμβαλλομένων μερών (εντολέα- εντολοδόχου) στη σχέση αντιπροσώπευσης υποτίθεται ότι αποβλέπει στη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους. Ως αποτέλεσμα υπάρχει επαρκής δικαιολόγηση να πιστεύουμε ότι ο εντολοδόχος δεν θα ενεργεί πάντοτε στην κατά τον καλύτερο τρόπο εξυπηρέτηση των συμφερόντων του εντολέα. Ο εντολέας μπορεί να περιορίσει αυτήν την αποκλίνουσα συμπεριφορά του εντολοδόχου από τα συμφέροντά του με διάφορους τρόπους, που συνεπάγονται κόστη, τα κόστη αντιπροσώπευσης. Ο περιορισμός ή η άμβλυνση των περιοχών συγκρούσεων αντιπροσώπευσης συνδέεται με τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Τι εννοούμε όμως με τον όρο αυτόν; παρακάτω ακολουθεί μια παράθεση των κατά τη γνώμη μας βασικών αναλύσεων και αναφορών της βιβλιογραφίας στον εν λόγω τομέα.

III.2 Το εννοιολογικό περιεχόμενο του όρου «κόστη αντιπροσώπευσης» σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976)

III.2.1 Γενικά σχόλια

Η πρώτη σύγχρονη και σφαιρική προσέγγιση του θέματος των κοστών αντιπροσώπευσης έγινε από τους Jensen και Meckling (1976), οι οποίοι όρισαν την σχέση αντιπροσώπευσης ως ένα συμβόλαιο κάτω από το οποίο η μια πλευρά (ο εντολέας-principal) δεσμεύει την άλλη πλευρά της συμφωνίας (τον εντολοδόχο-agent) να προβεί σε μια σειρά από ενέργειες εκ μέρους του. Άμεση απόρροια του παραπάνω συμβολαίου είναι η εκχώρηση εξουσίας και δυνατότητας λήψης αποφάσεων από τον εντολέα προς τον εντολοδόχο. Οι εν λόγω συγγραφείς προχώρησαν στη διάκριση του κόστους αντιπροσώπευσης σε κάποιες κύριες κατηγορίες χρησιμο-

ποιώντας το μοντέλο του ιδιοκτήτη-manager. Ακολουθεί η κατηγοριοποίηση του κόστους αντιπροσώπευσης, όπως προέκυψε από τους Jensen και Meckling:

III.2.2 Γενικά Κόστη Αντιπροσώπευσης

Κόστη παρακολούθησης που υφίσταται ο εντολέας (Monitoring Costs by the principal): περιλαμβάνουν όλες τις ενέργειες του εντολέα που έχουν ως στόχο τον έλεγχο της συμπεριφοράς του εντολοδόχου. Οι εξωτερικοί μέτοχοι (principals) προκειμένου να περιορίσουν τη δυνατότητα του ιδιοκτήτη-διευθυντικού στελέχους (owner-manager) να αποκομίζει μη χρηματικά οφέλη, εφαρμόζουν διάφορες μεθόδους ελέγχου (επίσημα συστήματα ελέγχου, περιορισμοί στον προϋπολογισμό, συστήματα αμοιβών που παρέχουν κίνητρα, ελεγκτικές διαδικασίες). Οι μέτοχοι λαμβάνουν υπόψη την τρέχουσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών εξόδων παρακολούθησης ώστε να προσδιορίσουν τη μέγιστη τιμή που θα πληρώσουν για να αποκτήσουν μια μετοχή της εταιρίας.

Κόστη δέσμευσης που υφίσταται ο εντολοδόχος (Bonding expenditures by the agent): αφορά τους πόρους που δαπανώνται από τον εντολοδόχο προκειμένου να βεβαιώσει τον εντολέα ότι δεν θα προβεί σε ενέργειες που θα τον βλάψουν, ή ακόμη και αν συμβεί κάτι τέτοιο, να τον βεβαιώσει ότι θα τον αποζημιώσει.

Οιδικήτης-διευθυντικός στέλεχος (owner-manager) επίσης μπορεί να δαπανήσει πόρους ώστε να εγγυηθεί στους άλλους ιδιοκτήτες (outside shareholders) της επιχείρησης ότι θα περιορίσει τις δραστηριότητες που βλάπτουν τους ίδιους και την εταιρία ως σύνολο. Τα κόστη δέσμευσης μπορούν να πάρουν τη μορφή συμφωνιών για έλεγχο των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ή και περιορισμό της ικανότητας για λήψη αποφάσεων από το διοικητικό στέλεχος-γεγονός που βλάπτει όμως την εταιρία καθώς περιορίζει την δυνατότητα των στελέχών να εκμεταλλευθούν πλήρως ορισμένες κερδοφόρες ευκαιρίες. Η ανάληψη των παραπάνω δαπανών από το διοικητικό στέλεχος μειώνει την σύγκρουση και αυξάνει την αξία της εταιρίας.

Υπολειμματική ζημία που υφίσταται ο εντολέας (Residual loss): πρόκειται για την ισοδύναμη νομισματική μείωση

της ευημερίας που υφίσταται ο εντολέας λόγω της απόκλισης μεταξύ των αποφάσεων του εντολοδόχου και των αποφάσεων που θα μεγιστοποιούσαν την ευημερία του εντολέα. Αυτή η υπολειμματική ζημία, αντιπροσωπεύει τη ζημία ευκαιρίας που παραμένει όταν οι συμβάσεις σχεδιάζονται κατά άριστο τρόπο αλλά εφαρμόζονται ελλιπώς. Αυτή η μορφή κόστους σχεδόν πάντοτε θα υφίσταται τα θετικά κόστη παρακολούθησης και δέσμευσης.

Τα γενικά κόστη αντιπροσώπευσης είναι αναπόφευκτο αποτέλεσμα της σχέσης αντιπροσώπευσης. Σχετίζονται με τον διαχωρισμό μεταξύ της ιδιοκτησίας και του ελέγχου της εταιρίας.

III.2.3 Τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τη χρηματοδότηση από Ιδια Κεφάλαια

Η ανάλυση της επίδρασης της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια θα γίνει με τη σύγκριση της συμπεριφοράς ενός μάνατζερ όταν κατέχει το 100% της καθαρής θέσης (υπολειμματικής αξιωσης) της επιχείρησης με την συμπεριφορά του όταν πουλάει ένα τμήμα αυτής της υπολειμματικής αξιωσης σε άτομα-επενδυτές εκτός επιχείρησης. Στην περίπτωση που έχουμε έναν ιδιοκτήτη-διευθυντικό στέλεχος (owner-manager), που κατέχει όλο το ποσοστό των δικαιωμάτων στην Καθαρή Θέση της εταιρίας (equity claims), τότε αυτός θα προβαίνει σε όλες εκείνες τις ενέργειες που μεγιστοποιούν τη χρησιμότητα του. Το άριστο μίγμα των διαφόρων χρηματικών και μη χρηματικών ωφελειών (τέτοια όπως η παροχή γραμματειακής υποστήριξης, το επίπεδο πειθαρχίας των εργαζομένων, το είδος και το ποσό των φιλανθρωπικών παροχών που έχουν στην διακριτική ευχέρειά τους, οι προσωπικές σχέσεις-«αγάπης», «σεβασμού» με τους εργαζόμενους, η παροχή επιπρόσθετου χρόνου χρησιμοποίησης του ηλεκτρονικού υπολογιστή και άλλων παρόμοιων μέσων) θα επιτευχθεί εκεί όπου η οριακή χρησιμότητα που θα προκύψει από την επιπλέον δαπάνη είναι ίση με στοιχείο μη χρηματικής ωφέλειας και ίση με την οριακή χρησιμότητα που απορρέει από την επιπλέον αγοραστική δύναμη (πλούτου).

Όταν όμως ο ιδιοκτήτης- διευθυντικό στέλεχος (owner-manager) πωλήσει ένα μέρος των μετοχών, τότε θα δημιουργηθούν κόστη αντιπροσώπευσης λόγω της απόκλισης

των συμφερόντων αυτού και των μετόχων εντολέων, καθώς ο πρώτος θα βαρύνεται με ένα μέρος μόνο του κόστους για κάθε μη χρηματικό όφελος που θα απολαμβάνει, μεγιστοποιώντας τη δική του χρησιμότητα. Για παράδειγμα, έστω ότι ο ιδιοκτήτης κατέχει το 95% των μετοχών, θα δαπανά πόρους μέχρι το σημείο όπου η οριακή χρησιμότητα που απορρέει από τη δαπάνη ενός ευρώ των πόρων της επιχείρησης σε τέτοια στοιχεία θα ισούται με την οριακή χρησιμότητα των επιπρόσθετων 95 λεπτών σε γενική αγοραστική δύναμη και όχι σε δύναμη του ενός ευρώ.

Όταν οι μέτοχοι αντιληφθούν τη διάσταση συμφερόντων που υπάρχει μεταξύ αυτών και του ιδιοκτήτη- διευθυντικού στελέχους θα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μικρότερη τιμή για τις μετοχές λόγω της ύπαρξης των κοστών παρακολούθησης (monitoring costs).

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι μια άλλη πηγή σύγκρουσης μεταξύ του ιδιοκτήτη-διευθυντικού στελέχους και των μετόχων είναι ότι καθώς τα δικαιώματα ή αξιώσεις του πρώτου πάνω στην εταιρία μειώνονται, πουλώντας περισσότερες μετοχές, το κίνητρό του να αφιερώσει προσπάθεια σε δημιουργικές δραστηριότητες μειώνεται επίσης. Δηλαδή, το κίνητρό του να αφιερώσει σημαντική προσπάθεια για τη δημιουργία δραστηριοτήτων τέτοιων, όπως έρευνα για νέα αποδοτικά επιχειρηματικά τολμήματα, μειώνεται.

III.2.4 Τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με το δανειακό κεφάλαιο (The agency costs of debt)

Με τον όρο χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης-πώλησης τίτλων δανειακού κεφαλαίου (Debt financing) εννοούμε τη χρηματοδότηση που προέρχεται βασικά από την έκδοση ομολογιών, προνομιούχων μετοχών (οι προνομιούχες μετοχές σύμφωνα με την αποδεκτή άποψη έχουν χαρακτηριστικά που τις κατατάσσουν στο ξένο κεφάλαιο), από τον προσωπικό δανεισμό, τις μετατρέψιμες ομολογίες.

Μορφές των κοστών αντιπροσώπευσης που προκύπτουν από την έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου είναι οι ακόλουθες:

1. Οι συνέπειες από τη φύση των κινήτρων (incentives) που σχετίζονται με εταιρίες που έχουν υψηλό βαθμό μόχλευσης.
2. Τα κόστη παρακολούθησης και δέσμευσης που σχετίζονται με τα δανειακά κεφάλαια.

3. Τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλα αυτά τα κόστη είναι απλά ειδικές πτυχές (περιπτώσεις) των κοστών αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την ύπαρξη δανειακών αξιώσεων (debt claims) πάνω στην επιχείρηση. Ακολουθεί συνοπτική αλλά περιεκτική ανάλυση αυτών των μορφών κόστους.

1. Όταν ο ιδιοκτήτης-διοικητικό στέλεχος (owner-manager) χρηματοδοτείται από δανειακά κεφάλαια έχει ισχυρό κίνητρο να αναλαμβάνει επενδύσεις με υψηλές αποδόσεις αλλά με χαμηλή πιθανότητα επιτυχίας. Αν οι επενδύσεις αυτές τελικά στεφθούν με επιτυχία τότε αυτός θα αποκομίσει τα περισσότερα οφέλη, ενώ αν αποτύχουν οι πιστωτές θα είναι αυτοί που θα επιβαρυνθούν με το μεγαλύτερο κόστος.

2. Ο ρόλος των κοστών παρακολούθησης και των κοστών δεσμευσης που σχετίζονται με τα δανειακά κεφάλαια

Η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων παίρνει την μορφή της έκδοσης- πώλησης ομολογιών. Οι επενδυτές- κάτοχοι ομολογιών προκειμένου να προστατευθούν από τις προθέσεις του ιδιοκτήτη-διευθυντικού στελέχους να ενεργήσει προς όφελός του, όπως περιγράψαμε παραπάνω, έχουν τη δυνατότητα να προωθήσουν συμφωνίες οι οποίες θα περιορίσουν την συμπεριφορά του διοικητικού στελέχους, η οποία οδηγεί στη μείωση της αξίας των ομολογιών. Οι συμφωνίες αυτές θέτουν περιορισμούς σε διοικητικές αποφάσεις αναφορικά π.χ. με τη μερισματική πολιτική, μελλοντικά θέματα εξωτερικής χρηματοδότησης, διατήρηση ενός επιπέδου κεφαλαίου κινήσεως και άλλους περιορισμούς. Οι παραπάνω συμφωνίες για να προστατεύσουν αποτελεσματικά τους επενδυτές-κατόχους ομολογιών θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα λεπτομερείς και να καλύπτουν περισσότερο λειτουργικές πλευρές της εταιρίας, όπως π.χ. περιορισμό της επικινδυνότητας των έργων που αναλαμβάνονται. Όλα τα παραπάνω, που σχετίζονται με τις συμφωνίες και τα κόστη σύνταξης τέτοιων συμφωνιών και εφαρμογής τους, όπως και η μειωμένη κερδοφορία της επιχείρησης λόγω των περιορισμών που τίθενται στην ικανότητα του διοικητικού στελέχους να αναλαμβάνει κάποιες φορές επικερδείς, για την επιχείρηση, επενδύσεις, αποτελούν τα λεγόμενα κόστη παρακολούθησης των δανειακών συμβάσεων.

Οι επενδυτές-κάτοχοι ομολογιών έχουν κίνητρο να προωθήσουν τέτοιες συμφωνίες και να προβαίνουν σε ενέργειες παρακολούθησης του διοικητικού στελέχους μέχρι το σημείο όπου το ονομαστικό οριακό κόστος αυτών των ενεργειών να είναι ίσο με το οριακό όφελος τους. Χρησιμοποιούμε την έννοια “ονομαστικό” και όχι πραγματικό καθώς το κόστος αυτό δεν επιβαρύνει τους ίδιους αλλά το διοικητικό στέλεχος. Εφόσον αναγνωρίζεται η ύπαρξή τους θα λαμβάνονται υπόψη για τον καθορισμό της τιμής που θα δώσουν για να αγοράσουν μια ομολογία και συνεπώς ο πωλητής της δανειακής αξιώσης (ο ιδιοκτήτης-διοικητικό στέλεχος) θα υποστεί τα κόστη όπως και στην περίπτωση της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια.

Επιπλέον το διοικητικό στέλεχος έχει κίνητρα (συμφέρον) να λαμβάνει υπόψη τα κόστη που επιβάλλονται στην επιχείρηση από τους όρους οι οποίοι άμεσα επηρεάζουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης αφού μειώνουν την αγοραία αξία των αξιώσεων του. Επειδή αμφότερα τα εξωτερικά και εσωτερικά κόστη παρακολούθησης επιβάλλονται στον ιδιοκτήτη-διοικητικό στέλεχος είναι προς το συμφέρον του να προσπαθήσει ώστε η παρακολούθηση να γίνεται με το χαμηλότερο δυνατό κόστος. Έτσι λοιπόν, για παράδειγμα αν το διοικητικό στέλεχος μπορεί με χαμηλότερο κόστος να ετοιμάσει χρηματοοικονομικές καταστάσεις από το κόστος που θα μπορέσουν να τις ετοιμάσουν οι ομολογιούχοι (ή οι κάτοχοι κοινών μετοχών) θα είναι προς το συμφέρον να συμφωνήσει εκ των προτέρων (εξ υπαρχής) να υποστεί το κόστος να παρέχει τέτοιες καταστάσεις και να χρησιμοποιήσει ανεξάρτητους ορκωτούς ελεγκτές να επαληθεύσουν την ακρίβεια αυτών των καταστάσεων. Αυτό αποτελεί ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα για το τι εννοούμε με τον όρο κόστη δέσμευσης που σχετίζονται με τα δανειακά κεφάλαια.

**3. Κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και κόστη αναδιοργάνωσης της επιχείρησης
(αναλύονται παρακάτω)**

III.3. Το εννοιολογικό περιεχόμενο του όρου «κόστη αντιπροσώπευσης» σε συνδυασμό με την κεφαλαιακή δομή, σύμφωνα με την εργασία των Barnea, Haugen και Senbet (1981)

III.3.1 Γενικά σχόλια

Η διερεύνηση του θέματος σχετικά με την επίδραση της κεφαλαιακής δομής της εταιρίας στην αγοραία αξία της, παρά τις πολλές έρευνες, οδήγησε τελικά σε διάσταση απόψεων. Από την μια πλευρά οι Modigliani και Miller (*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, 1958) υποστηρίζουν ότι κάτω από αγορές τέλειου ανταγωνισμού (ελεύθερη είσοδος, ίση πρόσβαση στην πληροφόρηση, απουσία κόστους συναλλαγών και φόρων) η αξία της εταιρίας είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της δομή. Επίσης, οι εν λόγω συγγραφείς θεωρούν ότι η επιλογή ανάμεσα στους διάφορους τρόπους χρηματοδότησης δεν επηρεάζει την αξία της εταιρίας. Την παραπάνω άποψη ενισχύει περαιτέρω και ο Stiglitz (*On the irrelevance of corporate financial policy*, 1974), ο οποίος πραγματοποίησε εμπειρική έρευνα που έδειξε ότι οι επιχειρηματικές αποφάσεις που σχετίζονται τόσο με την κεφαλαιακή δομή όσο και με την επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης αφήνουν ανεπηρέαστη την αξία της εταιρίας στο πλαίσιο μιας επιπρόσθετης υπόθεσης δηλαδή ότι το δανειακό κεφάλαιο εμπειρέχει κίνδυνο λαμβανομένου υπόψη ότι το σύνολο των επενδυτικών ευκαιριών δεν επηρεάζεται από τη χρηματοοικονομική πολιτική της επιχείρησης.

Οι επιχειρησιακές χρηματοοικονομικές πολιτικές στον πραγματικό όμως κόσμο συνδέονται με τις ατέλειες της αγοράς. Ως εκ τούτου, οι πόροι που δαπανώνται για την εύρεση των άριστων χρηματοοικονομικών αποφάσεων πρέπει να γίνονται αντικείμενο διαχείρισης έχοντας ως γνώμονα τις ατέλειες της αγοράς.

Μια μορφή ατέλειας της αγοράς είναι και τα προβλήματα που συνεπάγεται η σχέση αντιπροσώπευσης. Τα παραπάνω προβλήματα σύμφωνα με την άποψη των συγγραφέων προκύπτουν από τρεις πηγές:

- Ατέλειες της αγοράς που οδηγούν στην ανικανότητα του διοικητικού στελέχους-εντολοδόχου να αποκαλύψει την ακριβή φύση της εταιρίας στους δανειοδότες και μετό-

χους της εταιρίας-εντολείς (debt and equity financers/principals) χωρίς κόστος. Αυτό είναι το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης.

- Η ύπαρξη χρηματοδότησης με εξωτερικό δανεισμό λαμβανομένης υπόψη και της περιορισμένης ευθύνης των μετόχων δημιουργεί:
 - i) κίνητρα στους μετόχους να δέχονται και μη μέγιστης απόδοσης και παράλληλα, υψηλού κινδύνου, επενδύσεις, μεταφέροντας έτσι πλούτο για παράδειγμα από τους κατόχους ομολογιών στους ίδιους (Jensen, Meckling 1976).
 - ii) κίνητρα στους μετόχους να παραιτούνται από την ανάληψη νέων κερδοφόρων επενδύσεων, όταν προηγούμενος πραγματοποιηθείς εξωτερικός δανεισμός υποστηρίζεται από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία και το δικαίωμα-option να αναληφθούν αυτές οι επενδύσεις.
 - iii) κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που σχετίζονται με την επίλυση των διαφορών μεταξύ των μετόχων και των κατόχων ομολογιών, όταν εμφανίζεται αφερεγγυότητα
- Η μερική ιδιοκτησία της εταιρίας από έναν ιδιοκτήτη-διοικητικό στέλεχος ενδέχεται να του δώσει το κίνητρο να αναλώνει (καταναλώνει) μη χρηματικά οφέλη περισσότερα από αυτά που θα αποκόμιζε αν ήταν ο μοναδικός ιδιοκτήτης (Jensen, Meckling 1976).

Τα προβλήματα της σχέσης αντιπροσώπευσης μπορεί να οδηγήσουν σε μείωση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης αν οι αγορές χρηματικού και ανθρώπινου κεφαλαίου δεν μπορέσουν να τα επιλύσουν χωρίς κόστος. Διάφορες προσπάθειες για έλεγχο των παραπάνω προβλημάτων, τα οποία δεν λύνονται από τις δυνάμεις της αγοράς, οδηγούν σε σύνθετα συμβόλαια, συμβάσεις, τα οποία εν μέρει ίσως τα επιλύσουν, σε διαφορετικές αποδόσεις μεταξύ διαφόρων τύπων χρηματοδοτικών τίτλων και σε σύνθετη και πιθανόν άριστη κεφαλαιακή δομή.

Παρακάτω ακολουθεί μια συνοπτική και περιεκτική ανάλυση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης που αναφέρθηκαν παραπάνω.

III.3.2 Κόστη Αντιπροσώπευσης και Θεωρία Κεφαλαιακής Δομής: το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που απορρέει από την ύπαρξη της ασυμμετρίας της πληροφόρησης

Ας υποθέσουμε ότι ένα διοικητικό στέλεχος επιδιώκει να χρηματοδοτήσει ένα επενδυτικό έργο με την έκδοση- πώληση χρηματοδοτικών τίτλων. Η αληθινή απόδοση του επενδυτικού έργου είναι άγνωστη στην εξωτερική αγορά. Το στέλεχος διαθέτει κάποιες πολύτιμες πληροφορίες, οι οποίες όμως δεν είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό. Αν αυτές οι πληροφορίες αποκαλύπτονταν στην αγορά με διαφάνεια και σαφήνεια, η αγορά θα αξιολογούσε την αξία του έργου έστω V_A . Διαφορετικά η αγορά είναι ανίκανη να ξεχωρίσει αυτό το έργο από ένα άλλο λιγότερο κερδοφόρο με αξία έστω V_B . Αυτό είναι το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. Θα πρέπει να τονισθεί ότι αυτό δεν υπονοεί ότι το στέλεχος έχει καλύτερη ή περισσότερη πληροφόρηση από την αγορά, αλλά ότι αυτό κατέχει κάποιες πολύτιμες πληροφορίες, μη διαθέσιμες στην αγορά, χωρίς τις οποίες η αγορά δεν μπορεί να αναγνωρίσει την πραγματική φύση του επενδυτικού έργου πριν αυτό αναληφθεί.

Η ασυμμετρία μπορεί να επιλυθεί, με ένα κόστος, διαμέσου διαφόρων μηχανισμών όπως σχετίζονται με τη θεωρία σηματοδότησης (signaling theory). Αν όμως δεν συμβεί αυτό τότε το διοικητικό στέλεχος θα αποκομίσει μικρότερο χρηματικό ποσό από τους τίτλους που πώλησε σε σχέση με τη δίκαιη τιμή που αντανακλάται στην πραγματική φύση του έργου. Η διαφορά μεταξύ της δίκαιης τιμής και της τιμής που διαμορφώνεται αποτελεί το κόστος αντιπροσώπευσης και ισχύει τόσο για την περίπτωση της έκδοσης-πώλησης τίτλων δανειακού κεφαλαίου όσο και στην περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών ως πηγή χρηματοδότησης.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι μοναδικό, επειδή σε αντίθεση με άλλα, δεν μπορεί να επιλυθεί χωρίς κόστος μέσω αρμπιτράζ (arbitrage) στις χρηματοδοτικές αγορές (οικονομική πρακτική που συνίσταται στην απόκτηση, ως επί το πλείστον, π.χ. συναλλάγματος σε μια αγορά και την άμεση μεταπώλησή του σε μια άλλη με σκοπό τον προσπορισμό κέρδους από την διαφορά των τιμών που ισχύουν στις δύο αγορές). Συνεπώς, αυτό το πρόβλη-

μα μπορεί να θεωρηθεί ως σημαντικότερο από τα άλλα σε σχέση με το να προκαλέσει διαφορετικές αποδόσεις μεταξύ τίτλων και άριστης δομής κεφαλαίου.

III.3.3 Κόστη αντιπροσώπευσης και Θεωρία Κεφαλαιακής δομής: Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τον δανεισμό κάτω από τη συνθήκη περιορισμένης ευθύνης για τους μετόχους

Η συνθήκη περιορισμένης ευθύνης των μετόχων ισχύει τόσο στην χώρα μας όσο και άλλες χώρες. Με τον όρο αυτό εννοούμε ότι οι μέτοχοι δεν ευθύνονται με το σύνολο της ατομικής περιουσίας τους για τα χρέη της εταιρίας αλλά ευθύνονται μέχρις του ποσού (ποσοστού μετοχικού κεφαλαίου) που έχουν επενδύσει στην ανώνυμη εταιρία. Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που προκύπτουν υπό αυτές τις, περιορισμένης ευθύνης, συνθήκες είναι τα ακόλουθα:

i) *To κίνητρο των μετόχων να υφίστανται αδικαιολόγητο (unwarranted) κίνδυνο σε επενδυτικά έργα*

Το γεγονός ότι οι μέτοχοι μπορεί να ωφελούνται δεσμεύοντας κεφάλαια σε υψηλού κινδύνου επενδυτικά έργα γίνεται πιο ξεκάθαρο αν θεωρήσουμε τις κοινές μετοχές σαν ένα ευρωπαϊκό τύπου δικαιώμα προαίρεσης (call option) αγοράς πίσω ολόκληρης της εταιρίας από τους κατόχους τίτλων δανειακού κεφαλαίου στην λήξη, σε μια τιμή ίση με την ονομαστική αξία των εν λόγω τίτλων. Οι κάτοχοι των τίτλων δανειακού κεφαλαίου μπορεί να θεωρηθούν ότι αγοράζουν τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας και εκδίδουν το call option (κοινές μετοχές) σ' αυτά τα περιουσιακά στοιχεία.

Το παραπάνω είναι εύκολα αντιληπτό αν η χρηματοδότηση με δανεισμό πάρει τη μορφή ομολογίας μηδενικού κουπονιού (pure discount bond), έτσι ώστε ο χρόνος λήξης του δικαιώματος (option/equity) να είναι η ημερομηνία λήξης των ομολογιών. Καθώς, η αξία του call option, αυξάνεται με τη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών των υποκείμενων περιουσιακών στοιχείων, οι μέτοχοι θα αυξάνουν την αγοραία αξία των κοινών μετοχών σε βάρος των κατόχων τίτλων δανειακού κεφαλαίου επιλέγοντας υψηλού κινδύνου επενδυτικά έργα.

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε δύο εναλλακτικές επενδύσεις διαθέσιμες στην επιχείρηση με διαφορετικό βαθμό κινδύνου. Αν και οι δύο, χαμηλού και υψηλού κινδύνου επενδύσεις, έχουν την ίδια αγοραία αξία, η επιλογή δεν επηρεάζει την συνολική αξία της εταιρίας. Επηρεάζει μόνο τη διανομή της αξίας μεταξύ των κατόχων κοινών μετόχων και κατόχων ομολογιών. Οι ορθολογικοί κάτοχοι ομολογιών αναγνωρίζουν την ύπαρξη των εναλλακτικών επενδύσεων και το κίνητρο για ανάληψη κινδύνου από την πλευρά των μετόχων, και συνεπώς προσφέρουν μια τιμή για τις ομολογίες που αντανακλά την κατανομή του πλούτου με δεδομένο ότι η επένδυση που έχει επιλεγεί είναι αυτή με τον υψηλότερο κίνδυνο. Σε κάθε περίπτωση, επειδή οι επενδύσεις έχουν την ίδια αξία, κανένα από τα εμπλεκόμενα μέρη δεν υφίσταται καμία ζημία.

Η κατάσταση περιπλέκεται όταν η υψηλής μεταβλητότητας επένδυση έχει χαμηλότερη αγοραία αξία, έστω €9 σε αντίθεση με τα €10 της επένδυσης με χαμηλή μεταβλητότητα, δηλαδή κίνδυνο. Ας υποθέσουμε ότι για μια δεδομένη ονομαστική αξία και τοκομερίδιο, η τιμή της ομολογίας θα είναι €5 αν τιμολογηθεί σε σχέση με την υιοθέτηση της ανώτερης αγοραίας αξίας αλλά χαμηλού ρίσκου επένδυσης και €3 αν τιμολογηθεί με την υπόθεση ότι η κατώτερη (υψηλού κινδύνου) επένδυση υιοθετήθηκε. Αν οι κάτοχοι ομολογιών δεν έχουν τα μέσα να ουδετεροποιήσουν το κίνητρο των μετόχων για μετατόπιση κινδύνου, αυτοί θα υποθέσουν ότι η κατώτερη (υψηλότερου κινδύνου) επένδυση θα υιοθετηθεί και έτσι θα προσφέρουν την τιμή των €3. Αντίθετα με την προηγούμενη περίπτωση η τιμή αντανακλά όχι μόνο το υψηλότερο ρίσκο από το οποίο οι κάτοχοι μετοχών ωφελούνται αλλά επίσης και την μικρότερη τρέχουσα αξία της επένδυσης. Αν οι μέτοχοι θελήσουν να χρηματοδοτήσουν την επένδυση με την μεγαλύτερη τρέχουσα αξία, θα χάσουν, επειδή η τιμή της ομολογίας θα ανέβει στα €5 από €3 και η τιμή της μετοχής θα πέσει από €6 σε €5. Συνεπώς θα αναγκαστούν στην περίπτωση αυτή να υιοθετήσουν την κατώτερη επένδυση με μια διαφορική αξία €1. Αυτή η διαφορική αξία είναι ένα κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο επιφανειακά φαίνεται να βαρύνει τους κατόχους των κοινών μετοχών.

ii) Το κίνητρο των μετόχων να παραιτούνται από κερδοφόρες επενδύσεις

Σε αυτήν την περίπτωση θεωρείται ότι η επιχείρηση κατέχει ένα δικαίωμα σ' ένα σύνολο από μελλοντικές ευκαιρίες επενδύσεων. Βασισμένη σε αυτές τις ευκαιρίες η εταιρία προβαίνει σε έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου στον χρόνο $t = 0$ με ονομαστική αξία **D** που λήγει στον χρόνο $t = 2$ μετά την αποκάλυψη της πραγματικής αγοραίας αξίας των επενδύσεων στον χρόνο $t = 1$. Αυτοί οι τίτλοι δανειακού κεφαλαίου υποστηρίζονται εξ' ολοκλήρου από μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Στον χρόνο $t = 1$ η εταιρία αντιμετωπίζει την απόφαση αν θα ασκήσει το δικαίωμα δηλαδή αν θα αναλάβει την επένδυση ή όχι. Στην περίπτωση που δεν υπάρχει χρηματοδότηση μέσω της έκδοσης-πώλησης τίτλων δανειακού κεφαλαίου, η εταιρία δέχεται κάθε επένδυση για την οποία η αγοραία αξία, μείον την απαιτούμενη επένδυση, είναι θετική. Δεδομένου όμως της ύπαρξης χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης-πώλησης τίτλων δανειακού κεφαλαίου, οι μέτοχοι μεγιστοποιούν τον πλούτο τους μόνο αν η καθαρή αγοραία αξία της επένδυσης (αγοραία αξία μείον απαιτούμενη επένδυση) είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία **D**. Συνεπώς, η παρουσία χρηματοδότησης με άντληση δανειακών κεφαλαίων και η συνακόλουθη αλλαγή της κεφαλαιακής δομής οδηγεί την εταιρία στην απόρριψη κάθε επένδυσης της οποίας η (θετική) καθαρή αγοραία αξία είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία **D**. Προφανώς, οι ορθολογικοί κάτοχοι ομολογιών αναγνωρίζουν την αυξημένη πιθανότητα να μην ικανοποιηθούν όλες οι απαιτήσεις τους και την λαμβάνουν υπόψη στον υπολογισμό της τιμής που είναι διατεθειμένοι να προσφέρουν στην εταιρία για τις ομολογίες της. Συνεπώς, οι κάτοχοι κοινών μετοχών για μια ακόμη φορά αναγκάζονται να υποστούν ολόκληρο το φορτίο του συγκεκριμένου κόστους αντιπροσώπευσης.

iii) Κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας

Η χρηματοοικονομική δυσπραγία (financial distress) θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι είναι μια κατάσταση διαφορετική από την εκκαθάριση - ρευστοποίηση της επιχείρησης (*liquidation*). Μια εταιρία βρίσκεται σε κατάσταση χρηματο-

οικονομικής δυσπραγίας όταν δεν μπορεί να αντεπεξέλθει σε τρέχουσες πληρωμές για τις υποχρεώσεις της που προέρχονται από δανεισμό. Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι έχουν χάσει όλα τα δικαιώματα ή αξιώσεις τους πάνω στην εταιρία και η υπόλοιπη ζημία, η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας των σταθερών αξιώσεων (fixed claims) π.χ. ομολογιών και της αγοραίας αξίας της εταιρίας, βαρύνει τους δανειοδότες (Λεπτομερή ανάλυση για την χρηματοοικονομική δυσπραγία βλέπε Λαζαρίδη- Παπαδόπουλου 2005β).

Η συνολική αγοραία αξία της εταιρίας δεν θα επηρεαζόταν από την αύξηση της πιθανότητας να συμβεί το παραπάνω γεγονός εάν δεν υπήρχαν καθόλου κόστη που να συνδέονται με το γεγονός της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας στην πράξη όμως, συνοδεύεται από την ύπαρξη κάποιων κοστών, είναι μια διαδικασία που η ίδια αναλίσκει ένα μέρος της εναπομείνουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Συνεπώς το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας θα ενδιαφέρει τους ενδεχόμενους αγοραστές των σταθερών αξιώσεων της εταιρίας π.χ. ομολογιών καθώς η ύπαρξη τους θα μειώσει τις αναμενόμενες αποδόσεις. Η τιμή που θα είναι διατεθειμένοι λοιπόν να δώσουν οι αγοραστές σχετίζεται αντίστροφα με την πιθανότητα των ανωτέρω κοστών. Η συνολική αξία της εταιρίας θα μειωθεί και οι μέτοχοι θα επιβαρυνθούν με τη συνολική επίδραση στον πλούτο από το κόστος της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

III.3.4 Κόστη Αντιπροσώπευσης και Κεφαλαιακή δομή: Το πρόβλημα αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με την μερική ιδιοκτησία της εταιρίας από τον ιδιοκτήτη-διοικητικό στέλεχος

Η προσέγγιση, των Jensen και Meckling (1976), όσον αφορά το συγκεκριμένο πρόβλημα, είναι η εξής: Ένα διοικητικό στέλεχος που αποτελεί παράλληλα και τον μοναδικό ιδιοκτήτη μιας εταιρίας επιβαρύνεται με ολόκληρο το κόστος για τα μη χρηματικά οφέλη τα οποία απολαμβάνει. Στην περίπτωση όμως που πουλήσει ένα μέρος των κοινών μετοχών στο επενδυτικό κοινό, θα συνεχίσει να απολαμβάνει ολόκληρο το οφέλος από τα επιπρόσθετα μη χρηματικά οφέλη αλλά θα επιβαρύνεται μόνο με το δικό του ποσοστό

ιδιοκτησίας για την πιθανή μείωση της αξίας της μετοχής της εταιρίας που μπορεί να επέλθει λόγω των πράξεών του. Το πρόβλημα αυτό της σχέσης αντιπροσώπευσης δημιουργεί κόστη τα οποία βαρύνουν τον ιδιοκτήτη-διευθυντικό στέλεχος καθώς το επενδυτικό κοινό, μελλοντικοί μέτοχοι και δανειοδότες, θα λάβουν υπόψη αυτό το κίνητρο του διευθυντικού στελέχους, στον υπολογισμό της τιμής που θα είναι διατεθειμένοι να δώσουν για τους τίτλους της εταιρίας.

III.4 Τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών στο πλαίσιο της εργασίας του M. Jensen, 1986
 Η πτυχή της σχέσης αντιπροσώπευσης μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων η οποία δεν έχει τύχει ιδιαίτερης προσοχής από τους ερευνητές, παρόλο που αποτελεί πηγή σύγκρουσης μεταξύ των δύο συμβαλλόμενων πλευρών, είναι οι πληρωμές σε μετρητά στους κατόχους κοινών μετοχών ή, με άλλα λόγια, τα μερίσματα. Οι παραπάνω πληρωμές μειώνουν τους χρηματοοικονομικούς πόρους που βρίσκονται υπό τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών, περιορίζοντας έτσι τη δύναμη τους και αναγκάζοντας τους να επιβαρυνθούν με τα κόστη ελέγχου των κεφαλαιακών αγορών, από όπου η επιχείρηση θα αποκτήσει το κεφάλαιο που χρειάζεται (Rozeff 1982, Easterbrook 1984). Η χρηματοδότηση των επενδύσεων από παρακρατηθέντα κέρδη μειώνει τα κόστη ελέγχου και την πιθανότητα οι πόροι να μην είναι διαθέσιμοι ή να είναι διαθέσιμοι σε πολύ υψηλές τιμές.

Τα διοικητικά στελέχη έχουν κίνητρα να επιδιώκουν την αύξηση του μεγέθους της εταιρίας τους πάνω από το άριστο μέγεθος. Η ανάπτυξη αυτή αυξάνει τη δύναμη τους καθώς αυξάνονται οι πόροι που έχουν στη διακριτική ευχέρειά τους. Επίσης σχετίζεται με αυξήσεις στην αποζημίωση τους, εφόσον οι αμοιβές τους αποτελούν θετική συνάρτηση της αύξησης των πωλήσεων (Kevin Murphy, 1985). Η τάση των εταιριών να ανταμείβουν τα μεσαία διοικητικά στελέχη με προαγωγές (promotion-based reward systems) και όχι με διάφορα μπόνους παραγωγικότητας χρόνο με το χρόνο, προκαλεί επίσης μια έντονη προσπάθεια από μέρους των στελεχών αυτών με κύριο σκοπό την ανάπτυξη της εταιρίας, γεγονός που θα επιφέρει και τη δημιουργία νέων θέσεων (George Baker, 1986).

Ο ανταγωνισμός στις αγορές προϊόντων και συντελεστών παραγωγής τείνει να οδηγεί τις τιμές με τέτοιον τρόπο που να εξασφαλίζεται το ελάχιστο μέσο κόστος σε μια δραστηριότητα. Τα διευθυντικά στελέχη συνεπώς πρέπει να παρακινούν τις εταιρίες τους να αυξάνουν τη αποδοτικότητα τους ώστε να ενισχύουν την πιθανότητα επιβίωσης. Όμως, οι δυνάμεις πειθαρχίας που συνδέονται με τις αγορές προϊόντων και συντελεστών παραγωγής είναι συχνά ασθενέστερες σε νέες δραστηριότητες ή σε δραστηριότητες που περιλαμβάνουν σημαντικές οικονομικές προσόδους (rents). Οι οικονομικές πρόσοδοι είναι αποδόσεις που υπερβαίνουν το κόστος ευκαιρίας των πόρων που αναλώνονται στην συγκεκριμένη δραστηριότητα. Σε αυτές τις περιπτώσεις ο έλεγχος από το εσωτερικό σύστημα ελέγχου της εταιρίας και την αγορά για εταιρικό έλεγχο που εκδηλώνεται με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι πιο σημαντικά. Οι δραστηριότητες που δημιουργούν σημαντικές οικονομικές προσόδους είναι ο τύπος των δραστηριοτήτων αυτών που παράγουν σημαντικά ποσά ελεύθερων ταμειακών ροών.

Οι “ελεύθερες” ταμειακές ροές (free cash flows), είναι οι ροές που υπερβαίνουν αυτές που απαιτούνται ώστε να χρηματοδοτηθούν όλες οι επενδύσεις που έχουν θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες όταν η προεξόφληση της ταμειακής ροής της επένδυσης γίνεται με την χρησιμοποίηση του σχετικού σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου. Οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των κατόχων κοινών μετοχών όσον αφορά τις πολιτικές μερισμάτων είναι ιδιαίτερα σφοδρές όταν η εταιρία παράγει σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Το πρόβλημα έγκειται στο πως θα παρακινηθούν τα διευθυντικά στελέχη να διανείμουν τα μετρητά παρά να τα επενδύουν σε επενδύσεις με αποδόσεις κάτω από το κόστος κεφαλαίου ή να τα σπαταλούν σε δραστηριότητες που δεν είναι αποδοτικές για την επιχείρηση.

Τα διευθυντικά στελέχη που δρουν σε επιχειρήσεις όπου υπάρχουν σημαντικές ελεύθερες ταμειακές ροές έχουν την δυνατότητα να αυξήσουν τα μερίσματα ή να επαναγοράσουν μετοχές και να δαπανήσουν έτσι τα τρέχοντα μετρητά, τα οποία διαφορετικά θα επενδύονταν σε έργα χαμηλής απόδοσης ή θα σπαταλούνταν. Αυτό αφήνει στα διευθυντικά στελέχη τον έλεγχο πάνω στην χρησιμοποίηση των μελ-

λοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών, αλλά μπορούν να υποσχεθούν ότι θα πληρώσουν μελλοντικές ταμειακές ροές ανακοινώνοντας μια “μόνιμη” αύξηση των μερισμάτων, όμως τέτοιες υποσχέσεις είναι αδύναμες επειδή τα μερίσματα υπάρχει το ενδεχόμενο να μειωθούν στο μέλλον. Το γεγονός ότι οι αγορές κεφαλαίων τιμωρούν τις μειώσεις των μερισμάτων με ευρείες μειώσεις των τιμών των μετοχών είναι συνεπές (σύμφωνο) με τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια, στο πλαίσιο της προηγηθείσας ανάλυσης, δίνει τη δυνατότητα στα διοικητικά στελέχη να δεσμευτούν αποτελεσματικά στην υπόσχεση τους για διανομή μελλοντικών ταμειακών ροών εφόσον φυσικά δεν παρακρατούν το προϊόν είσπραξης από τον δανεισμό αλλά το διαθέτουν. Συνεπώς η άντληση δανειακών κεφαλαίων μπορεί να αποτελέσει ένα αποτελεσματικό υποκατάστατο για μερίσματα, κάτι όμως που δεν αναγνωρίζεται στην βιβλιογραφία της εταιρικής χρηματοοικονομικής. Εκδίδοντας ομολογίες σε αντάλλαγμα μετοχών, τα διευθυντικά στελέχη δεσμεύονται να τηρήσουν την υπόσχεση τους για διανομή μελλοντικών ταμειακών ροών με έναν τρόπο που δεν μπορεί να επιτευχθεί με απλές αυξήσεις μερισμάτων. Προβαίνοντας στην παραπάνω ενέργεια δίνουν στους μετόχους- αποδέκτες των ομολογιών, το δικαίωμα να φέρουν την εταιρία σε κατάσταση χρεοκοπίας αν αυτή δεν εξιφλήσει το αρχικό κεφάλαιο συν τους τόκους.

Η άντληση δανειακών κεφαλαίων μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών μειώνοντας τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στην υποκειμενική και διακριτική κρίση στελεχών για να δαπανηθούν. Αυτές οι επιδράσεις ελέγχου της άντλησης δανεικών κεφαλαίων αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για τη διαμόρφωση της κεφαλαιακής δομής της εταιρίας. Βέβαια πρέπει να σημειωθεί ότι ένας υψηλός δείκτης μόχλευσης, λόγω της αυξημένης χρηματοδότησης από δανειακά κεφάλαια, συνεπάγεται ότι τα συνήθη κόστη από την δανειακή χρηματοδότηση αυξάνουν, συμπεριλαμβανομένων και των κοστών χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και πτώχευσης. Όπως γίνεται αποδεκτό στη βιβλιογραφία, το άριστο μίγμα Ξένων και Ιδίων Κεφαλαίων επιτυγχάνεται στο σημείο όπου η αξία

της επιχείρησης μεγιστοποιείται και στο σημείο στο οποίο τα οριακά κόστη από την έκδοση-πώληση δανειακού κεφαλαίου αντισταθμίζονται από τα οριακά οφέλη.

Η προηγηθείσα ανάλυση σχετικά με την υπόθεση ελέγχου δεν υπονοεί ότι η έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου θα φέρει πάντοτε θετικά αποτελέσματα ελέγχου. Για παράδειγμα αυτά τα αποτελέσματα δεν θα είναι τόσο σημαντικά για ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις με μεγάλα και υψηλής κερδοφορίας επενδυτικά προγράμματα αλλά χωρίς ελεύθερες ταμειακές ροές. Τέτοιες εταιρίες θα πρέπει να καταφεύγουν τακτικά στις χρηματοοικονομικές αγορές για να αντλούν κεφάλαια. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι αγορές θα έχουν την ευκαιρία να αξιολογήσουν την εταιρία, τη διοίκηση της και τις προτεινόμενες επενδύσεις της. Οι επενδυτικές τράπεζες (investment bankers) και οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές διαδραματίζουν ένα σημαντικό ρόλο στον έλεγχο αυτό, και η εκτίμηση της αγοράς γίνεται έκδηλη από την τιμή που οι επενδυτές προσφέρουν για τους χρηματοδοτικούς τίτλους της εταιρίας.

Η λειτουργία ελέγχου που έχει η έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου είναι πιο σημαντική σε εταιρίες που παράγουν μεγαλύτερες ταμειακές ροές αλλά έχουν μικρότερες προοπτικές ανάπτυξης, και ακόμη σημαντικότερη σε επιχειρήσεις που πρέπει να συρρικνωθούν. Σε αυτές τις επιχειρήσεις οι πιέσεις για σπατάλη ταμειακών ροών δια της επένδυσής τους σε μη αποδοτικά επενδυτικά έργα είναι πολύ σοβαρές.

III.5 Το εννοιολογικό περιεχόμενο του όρου «κόστος αντιπροσώπευσης» και οι τρόποι μείωσης αυτών των κοστών μέσω της ιδιοκτησίας της επιχείρησης από διευθυντικά στελέχη, της επιχειρηματικής μόχλευσης και της μερισματικής πολιτικής, σύμφωνα με την προσέγγιση των Crutchley και Hansen (1989)

Η θεωρία αντιπροσώπευσης προκύπτει βασικά από την σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών, κατόχους κοινών μετοχών εκτός επιχείρησης και κατόχους ομολογιών. Τα διευθυντικά στελέχη επιλέγουν την ιδιοκτησία τους σε μετοχές, το μίγμα χρηματοδότησης με δανεισμό και με πώληση κοινών μετοχών στο επενδυτικό κοινό και δια-

μορφώνουν την μερισματική πολιτική προκειμένου να μειώσουν τα κόστη που δημιουργούνται από τις συγκρούσεις στο πλαίσιο της σχέσης αντιπροσώπευσης. Η μόχλευση είναι σχετική στην ανάλυση με τα κόστη αντιπροσώπευσης γιατί χρησιμοποιώντας για παράδειγμα τον τραπεζικό δανεισμό ως μέσο χρηματοδότησης, μειώνεται η σύγκρουση που δημιουργείται από την έκδοση και πώληση τίτλων κοινών μετοχών. Η ιδιοκτησία μετοχών εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών και η αντίστοιχη μερισματική πολιτική μειώνουν τη σύγκρουση μεταξύ των πρώτων και των κατόχων κοινών μετοχών εκτός επιχείρησης.

Οι κάτοχοι κοινών μετοχών, όπως αναγνωρίζεται από τη θεωρία αντιπροσώπευσης, συνήθως διατηρούν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο (διασπορά κινδύνου). Αυτοί σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης εκχωρούν χρηματοοικονομική και άλλης μορφής λήψη αποφάσεων στα διοικητικά στελέχη. Οι μέτοχοι, στο πλαίσιο αυτό, προτιμούν τη διαφοροποίηση κινδύνων που συνδέονται με την συγκεκριμένη επιχείρηση ενώ τα διευθυντικά στελέχη προωθούν τα δικά τους συμφέροντα και παίρνουν βραχυχρόνιες λειτουργικές αποφάσεις που μειώνουν το προσωπικό τους ρίσκο, βλάπτοντας όμως τους μετόχους. Η παραπάνω σύγκρουση οδηγεί στα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την έκδοση-πώληση τίτλων κοινών μετοχών.

Η θεωρία αντιπροσώπευσης υποδεικνύει διάφορους τρόπους για την ερμηνεία αλλά και τους μηχανισμούς άμβλυνσης των κοστών που σχετίζονται με την έκδοση-πώληση τίτλων κοινών μετοχών. Παρακάτω παρατίθενται οι σημαντικότεροι από αυτούς:

- 1)** Αύξηση του μεριδίου ιδιοκτησίας της επιχείρησης από τα διοικητικά στελέχη. Μ' αυτόν τον τρόπο ευθυγραμμίζονται και θα λέγαμε επιτυγχάνεται μια σύγκλιση των συμφερόντων μεταξύ αυτών και των μετόχων (Jensen, Meckling 1976). Ο λόγος είναι ότι τα διοικητικά στελέχη κινητοποιούνται έτσι ώστε να ακολουθήσουν μια συμπεριφορά μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης. Όμως, καθώς ένα στέλεχος αυξάνει το μερίδιο του σε μετοχές μιας εταιρίας, μειώνει και τη διαφοροποίηση (diversification) του προσωπικού του χαρτοφυλακίου υπό την έννοια ότι ταυτίζεται ακόμη περισσότερο με τα συμ-

φέροντα της εν λόγω εταιρίας και εξαρτάται περισσότερο από την πορεία της. Τα επιπλέον κόστη που αντιμετωπίζει ως αποτέλεσμα της μείωσης αυτής ονομάζονται **κόστη διαφοροποίησης** (diversification costs). Συνεπώς, η χρήση της αυξημένης ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης από τα διευθυντικά της στελέχη ως τρόπος ελέγχου των κοστών αντιπροσώπευσης δεν μπορεί να γίνει δίχως κόστος. Τα διοικητικά στελέχη είναι διστακτικά και κατ' επέκταση απαιτούν αυξημένα ποσά αποζημίωσης, δηλαδή αμοιβές.

2) Ένας δεύτερος τρόπος μείωσης των κοστών αντιπροσώπευσης είναι η αύξηση των μερισμάτων (Rozeff 1982, Easterbrook 1984). Αυξάνοντας η επιχείρηση το ποσό των κερδών που δίνει ως μέρισμα αναγκάζεται να στραφεί στις εξωτερικές αγορές κεφαλαίου για επιπλέον χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Η άντληση κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές όμως, τοποθετεί την εταιρία κάτω από μεγαλύτερο και συνεχή έλεγχο τόσο από ειδικούς των αγορών, όσο και από νομοθετικές ρυθμίσεις και κανονισμούς. Ο έλεγχος αυτός αναγκάζει τα διοικητικά στελέχη να ενεργούν με τρόπο που συγκλίνει περισσότερο με τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα μερίσματα, πέρα από τον έλεγχο των κοστών αντιπροσώπευσης, θεωρούνται μια αξιόπιστη πηγή για σηματοδότηση προς τους επενδυτές στις αγορές κεφαλαίου. Με άλλα λόγια η μερισματική πολιτική αποτελεί και πληροφοριακό στοιχείο. Το στοιχείο αυτό καθιστά τα μερίσματα μεταφορείς σημαντικών χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στα ανακοινωθέντα κέρδη της εταιρίας όταν αυτά συνοδεύονται από ανακοινώσεις των πληρωμών σε μερίσματα. Όταν οι επενδυτές είναι πιο σίγουροι για την οικονομική δύναμη της εταιρίας, αντιδρούν λιγότερο σε αμφιβόλου αξίας πηγές πληροφόρησης και οι προσδοκίες τους για την αξία της εταιρίας πιθανόν απομονώνονται από μη λογικές επιρροές. Συνεπώς, η χρήση της μερισματικής πολιτικής μπορεί να μειώσει και το κόστος αντιπροσώπευσης το οποίο προκύπτει από το πρόβλημα της ασυμμετρίας της πληροφόρησης. (Juliet D'Souza and Sashena K. Atul, 1999).

3) Ένας τρίτος τρόπος για την μείωση των κοστών αντιπρο-

σώπευσης που σχετίζονται με την έκδοση-πώληση τίτλων κοινών μετοχών είναι η χρήση περισσότερης χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης και πώλησης ομολογιών (Jensen, Meckling 1976). Με την άντληση κεφαλαίων μέσω ομολογιών μειώνεται η ανάγκη για χρηματοδότηση μέσω έκδοσης μετοχών και, ταυτόχρονα, εξαλείφεται η βασική πηγή της σύγκρουσης μεταξύ διευθυντικών στελέχων και μετόχων. Όμως, η πρακτική της χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης και πώλησης ομολογιών δημιουργεί νέες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και πιστωτών, οι οποίες αυξάνουν τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου (debt agency costs).

Μια ανησυχία των κατόχων ομολογιών, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι ότι οι μέτοχοι μπορεί να επιδιώξουν να “απαλλοτριώσουν” ή να “δημεύσουν” τον πλούτο τους αυξάνοντας τον κίνδυνο μέσω επιλογών επενδύσεων που εμπεριέχουν το στοιχείο του υψηλού κινδύνου.

Μια άλλη σύγκρουση μπορεί να δημιουργηθεί σχετικά με την πολιτική επιλογής επενδύσεων που εφαρμόζει η επιχείρηση. Αυτό σημαίνει ότι κάποιες φορές τα διευθυντικά στελέχη ίσως παραιτηθούν από εκείνες τις επενδύσεις των οποίων το κύριο όφελος είναι η αύξηση του πλούτου των κατόχων ομολογιών παρά η αύξηση του πλούτου των μετόχων. Άλλα περισσότερο εμφανή κόστη αντιπροσώπευσης που προκύπτουν από την άντληση κεφαλαίων, έχουμε στην περίπτωση των κοστών χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, για τα οποία έχει γίνει εκτενής λόγος παραπάνω.

Τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τις κοινές μετοχές και τα δανειακά κεφάλαια μειώνουν την αξία της εταιρίας. Προκειμένου τα διευθυντικά στελέχη να μειώσουν αυτά τα κόστη επιλέγουν το λιγότερο δαπανηρό μίγμα χρηματοοικονομικής πολιτικής, με γνώμονα την αντιστάθμιση των ωφελειών και των κοστών της προσωπικής ιδιοκτησίας μετοχών με τα οφέλη και τα κόστη τόσο της εξωτερικής χρηματοδότησης όσο και της καταβολής μερισμάτων. Το κίνητρο των διευθυντικών στελέχων να επιδιώκουν την λιγότερο δαπανηρή πολιτική προέρχεται και από την δυνητική αύξηση του προσωπικού τους πλούτου και από τις εξωτερικές ανταγωνιστικές δυνάμεις της αγοράς.

Οι Crutchley and Hansen κατά την εξέταση της θεωρίας αντιπροσώπευσης ανέπτυξαν ένα μοντέλο το οποίο με τη χρήση παλινδρόμησης μπορεί να δείξει πώς πέντε χαρακτηριστικά αντιπροσώπευσης της εταιρίας επηρεάζουν τρεις βασικές μεταβλητές χρηματοοικονομικής πολιτικής.

Οι τρεις μεταβλητές χρηματοοικονομικής πολιτικής σύμφωνα με το μοντέλο των Crutchley και Hansen είναι οι ακόλουθες:

- I) **Η Ιδιοκτησία κοινών μετοχών από Διευθυντικά Στελέχη.** Η ιδιοκτησία υπολογίζεται ως το ποσοστό του μέσου όρου των μετοχών που κατέχουν για πέντε χρόνια τα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας.
- II) **Η εταιρική μόχλευση.** Υπολογίζεται ως ο μέσος όρος πέντε ετών του δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Ο δείκτης αυτός είναι η αναλογία των δανειακών κεφαλαίων στο σύνολο των εξωτερικών κεφαλαίων.
- III) **Εταιρικά μερίσματα.** Η μεταβλητή αυτή υπολογίζεται ως ο μέσος όρος πέντε ετών του λόγου των συνολικών μερισμάτων που έχουν πληρωθεί διαιρεμένα με την αγοραία αξία της κοινής μετοχής.

Τα πέντε χαρακτηριστικά μιας εταιρίας σύμφωνα με το μοντέλο των Crutchley και Hansen (1989):

I) **Διαφοροποίηση (Diversification).** Όπως, έχουμε ήδη αναφέρει το διευθυντικό στέλεχος θα διατηρεί περισσότερες μετοχές όσο μικρότερο είναι το κόστος διαφοροποίησής αυτών των μετοχών (diversification cost). Επίσης, κατά τη διαδικασία λήψης της απόφασης για το μίγμα χρηματοδότησης που πρέπει να επιλεγεί, όσο τα κόστη διαφοροποίησης μειώνονται τόσο λιγότερο το διευθυντικό στέλεχος θα βασίζεται στις μεταβλητές “εταιρική μόχλευση” και “εταιρικά μερίσματα” για να ελέγχει τα κόστη αντιπροσώπευσης που προκύπτουν από την έκδοση-πώληση μετοχών. Συνεπώς, το εν λόγω χαρακτηριστικό φαίνεται να έχει θετική συσχέτιση με την πρώτη μεταβλητή χρηματοοικονομικής πολιτικής και αρνητική με την δεύτερη και την τρίτη.

II) **Η μεταβλητότητα των κερδών.** Όσο η μεταβλητότητα των κερδών αυξάνεται, τόσο αυξάνονται και τα αναμενόμενα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Το παραπάνω γεγονός έχει ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της

χρηματοδότησης μέσω άντλησης δανειακών κεφαλαίων ως μέθοδος ελέγχου των κοστών αντιπροσώπευσης που προκύπτουν από την έκδοση-πώληση μετοχών. Συνεπώς, το χαρακτηριστικό αυτό εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με την μεταβλητή “εταιρική μόχλευση” και θετική με τις άλλες δύο, αφού αυτές επηρεάζουν την επιδίωξη του διοικητικού στελέχους προς τον έλεγχο των κοστών αντιπροσώπευσης από την έκδοση-πώληση μετοχών.

III) Η τυπική απόκλιση της απόδοσης των κοινών μετοχών. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλη τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών, πρέπει να βασίζονται λιγότερο στην μεταβλητή “εταιρικά μερίσματα” και περισσότερο στις “ιδιοκτησία κοινών μετοχών” και “εταιρική μόχλευση” για να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης.

IV) Οι δαπάνες για διαφήμιση και για έρευνα και ανάπτυξη της εταιρίας. Στο βαθμό που οι παραπάνω δαπάνες καταγράφουν την ύπαρξη επιλεκτικών επενδυτικών ευκαιριών, περισσότερες από αυτές τις δαπάνες θα μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως «όξυ» για μεγαλύτερα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την έκδοση-πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου. Άρα η θεωρία αντιπροσώπευσης υποδεικνύει ότι τα διευθυντικά στελέχη μιας επιχείρησης πρέπει να μειώνουν τον βαθμό μόχλευσης και να αυξάνουν την ιδιοκτησία κοινών μετοχών και τα μερίσματα. Όμως, καθώς οι δαπάνες αυτές αυξάνονται τα μερίσματα μπορεί να αυξάνονται αλλά και να μειώνονται. Συνεπώς, σύμφωνα και με προηγούμενες μελέτες (Jensen, Meckling 1976) το χαρακτηριστικό εμφανίζει αρνητική συσχέτιση με την μεταβλητή “εταιρική μόχλευση”, θετική με την “ιδιοκτησία κοινών μετοχών” και αμφίβολη επίδραση στα “εταιρικά μερίσματα”.

V) Το μέγεθος της εταιρίας. Το χαρακτηριστικό αυτό αναμένεται να σχετίζεται αρνητικά με την μεταβλητή “ιδιοκτησία κοινών μετοχών” (λόγω του μεγάλου μεγέθους των κοστών διαφοροποίησης των διοικητικών στελεχών) και θετικά με τις μεταβλητές “εταιρική μόχλευση” και τα “εταιρικά μερίσματα”.

IV. Μηχανισμοί Ελέγχου και Περιορισμού των Συγκρούσεων και των Συνακόλουθων Κοστών, μέσα στο Πλαίσιο της Θεωρίας Αντιπροσώπευσης

IV.1 Γενικές παρατηρήσεις

Η μοντέρνα επιχείρηση, προκειμένου να αντιμετωπίσει το ευρύ φάσμα των επιπτώσεων των συγκρούσεων που απορρέουν από τη σχέση αντιπροσώπευσης, έχει στη διάθεσή της μια σειρά από εσωτερικούς και εξωτερικούς μηχανισμούς παρακολούθησης προκειμένου να ελέγχει αυτές τις συγκρούσεις. Ο Denis (2001) θεωρεί ότι προκειμένου ένας τέτοιος μηχανισμός να είναι αποτελεσματικός θα πρέπει να πληρούνται δύο προϋποθέσεις:

- να διαπιστωθεί αν ο μηχανισμός πράγματι συνεισφέρει προς την επίτευξη σύγκλισης μεταξύ των συμφερόντων των ενδιαφερομένων μερών (εντολέων και εντολοδόχων) και
- να αναζητηθεί η σπουδαιότητα του αντίκτυπου που έχει ο εν λόγω μηχανισμός στην επίδοση και αξία της επιχείρησης.

Η οποιαδήποτε επιχείρηση τείνει να προχωράει από την εφαρμογή ενός μηχανισμού σε έναν άλλον με γνώμονα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντός της. Το σύμπλεγμα των δομών που διέπουν κάθε επιχείρηση αποτελούν ένα πλέγμα μοναδικών συστατικών και ως εκ τούτου όποιος μηχανισμός είναι βέλτιστος για μια επιχείρηση δεν είναι απαραίτητα ιδανικός και για μια άλλη. Έτσι αν ένας από τους μηχανισμούς αυτούς χρησιμοποιηθεί σε μικρότερο βαθμό, άλλοι μπορεί να χρησιμοποιηθούν περισσότερο.

Οι κυριότεροι μηχανισμοί ελέγχου και μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης, που συναντώνται στην σχετική βιβλιογραφία είναι οι ακόλουθοι:

1. Το σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.
2. Η σύνθεση και οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου.
3. Το γενικότερο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance).
4. Η αγορά για εταιρικό έλεγχο που εκδηλώνεται με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και άλλες συναφείς επιχειρηματικές πρακτικές.
5. Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο.

6. Η αγορά εργασίας για διευθυντικά στελέχη.

Αμέσως παρακάτω δίνουμε συνοπτική αλλά περιεκτική ανάλυση αυτών των μηχανισμών.

IV.2 Το σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελέχών ως μηχανισμός ελέγχου και μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης

IV.2.1 Τενικά σχόλια

Η πολιτική αμοιβών μιας επιχείρησης, στο πλαίσιο της σύγχρονης αντίληψης του μάνατζμεντ, συνίσταται στον βέλτιστο συνδυασμό σχεδιασμού και υιοθέτησης του κατάλληλου μίγματος των διαφόρων μορφών αμοιβής. Τα συστατικά στοιχεία μιας συνολικής αμοιβής είναι:

1. Ο βασικός μισθός (basic salary).
2. Τα μπόνους ή τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα (Accounting Based Bonus Schemes).
3. Η παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών.
4. Παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή και χρηματιστηριακών στόχων.

IV.2.2 Ο βασικός μισθός (basic salary)

Το πρώτο συστατικό στοιχείο της αμοιβής των διευθυντικών στελέχών είναι ο βασικός μισθός. Το ύψος του εν λόγω μισθού καθορίζεται κυρίως από παράγοντες όπως η αγορά εργασίας για διευθυντικά στελέχη (εξίσωση προσφοράς και ζήτησης), το μέγεθος της εταιρίας αλλά και τη θέση που κατέχει το κάθε στέλεχος στην ιεραρχική κλίμακα. Ωστόσο, η σταθερότητα που χαρακτηρίζει τη φύση του βασικού μισθού, σε συνδυασμό με την αδυναμία του να εναρμονίσει και να συγχρονίσει την αμοιβή με την απόδοση, αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες που καθιστούν αυτό το είδος αμοιβής αναποτελεσματικό ως προς την ικανότητά του να παρέχει κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη. Ο βασικός μισθός από μόνος του δεν δύναται να κατευθύνει τις δραστηριότητες των διευθυντικών στελέχών προς την επίτευξη μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

Η κατανόηση της αναποτελεσματικότητας του μεγέθους του βασικού μισθού να συνδράμει στην αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα της επιχείρησης, διαφαίνεται

και από το εμπειρικό εύρημα των Jensen και Murphy (1990) σύμφωνα με το οποίο σε κάθε αύξηση της εταιρικής αξίας κατά \$1000 αντιστοιχεί μία αύξηση του μισθού του Chief Executive Officer (CEO) κατά 2 cents. Το παράδειγμα του Διευθύνοντος Συμβούλου της Apple Computers, Steven Jobs είναι πλήρως συναφές με το προηγούμενο εμπειρικό εύρημα. Ο μισθός του για το έτος 2003 ήταν μηδενικός, όμως η αμοιβή του μόνο από τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options – τα οποία αναλύονται διεξοδικά παρακάτω) έφτανε τα \$74,8 εκατομμύρια.

Το ύψος του βασικού μισθού καθορίζεται βασικά από μια ανάλυση του τι κάνει ο ανταγωνισμός (competitive benchmarking), κάτι το οποίο βασίζεται κυρίως σε διάφορες έρευνες σχετικά με το ύψος και τη δομή της αμοιβής. Οι έρευνες αυτές μπορεί να είναι γενικές, να αφορούν δηλαδή το σύνολο της οικονομίας, δύνανται όμως να συνοδεύονται και από επιμέρους λεπτομερείς αναλύσεις των πρακτικών αμοιβής σε επίπεδο συγκεκριμένου κλάδου ή ομάδας ανταγωνιστών. Οι έρευνες αυτές καταλήγουν στην εξαγωγή μιας σειράς από ταξινομήσεις των επιχειρήσεων (25^η, 50^η, 75^η κ.τ.λ.) οι οποίες αναπροσαρμόζονται βάσει κάποιων χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα **το μέγεθός τους**. Να σημειωθεί ότι το μέγεθος των επιχειρήσεων συνήθως υπολογίζεται βάσει των εσόδων (revenues) της. Σχετικά με την ταξινόμηση έχει επικρατήσει οι επιχειρήσεις που κατατάσσονται κάτω από την 50^η θέση να θεωρούνται ως εκείνες που η αμοιβή τους είναι «κάτω από την αγορά» (below the market), ενώ αυτές που κατατάσσονται μεταξύ της 50^{ης} και 75^{ης} θέσης θεωρούνται ως ανταγωνιστικές (competitive) ως προς την αμοιβή που προσφέρουν. Έρευνες σαν και αυτές που μόλις προαναφέρθηκαν μπορεί να αναπροσαρμόζουν τα δεδομένα τους βάσει του μεγέθους των επιχειρήσεων, εντούτοις **παραβλέπουν** άλλες σημαντικές παραμέτρους όπως η ηλικία, η εμπειρία, η εκπαίδευση και το επίπεδο επίδοσης των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, η παράμετρος που αφορά το μέγεθος μιας επιχειρησης δεν αποτελεί ισχυρή ένδειξη για τον προσδιορισμό κάποιων άλλων σημαντικών στοιχείων που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση όπως οι απαιτούμενες διοικητικές ικανότητες, η πολυπλοκότητα των θέσεων

εργασίας και το εύρος εξουσίας και ελέγχου των διευθυντικών στελεχών.

Η βαρύτητα που αποδίδουν τα διευθυντικά στελέχη στην διαδικασία προσδιορισμού του ύψους του βασικού μισθού είναι μεγάλη, παρόλο που το ποσοστό του εν λόγω μεγέθους στο συνολικό ύψος της αμοιβής τείνει να μειώνεται όλο και πιο πολύ. Η σπουδαιότητα που αποδίδεται στον βασικό μισθό, από την μεριά των διευθυντικών στελεχών, καταδεικνύεται από το γεγονός ότι αποτελεί ένα καίριο συστατικό που ορίζεται στα συμβόλαια που συνάπτουν τα στελέχη με την επιχείρηση (executive employment contracts). Ειδικά, στην περίπτωση των στελεχών που από τη φύση τους αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse executives) η σπουδαιότητα του βασικού μισθού καθίσταται ακόμη πιο έντονη, μιας και τέτοιες προσωπικότητες προτιμούν μια αύξηση κατά €1 του βασικού μισθού τους, παρά μια ισόποση αύξηση του μεταβλητού μέρους της αμοιβής τους. Ωστόσο, το σημαντικότερο επιχείρημα που καθιστά σαφή την βαρύνουσα θέση που κατέχει ο βασικός μισθός ως κομμάτι της συνολικής αμοιβής, παρέχεται από το γεγονός ότι μια αύξηση κατά €1 στο εν λόγω μέγεθος συνεπάγεται θετική επίπτωση σε πολλά από τα υπόλοιπα συστατικά της αμοιβής ενός στελέχους. Για παράδειγμα, τα πριμ που παρέχονται έπειτα από την επίτευξη κάποιων στόχων συνήθως εκφράζονται ως ποσοστό του βασικού μισθού.

Ωστόσο, η σταθερότητα που χαρακτηρίζει τη φύση του βασικού μισθού, σε συνδυασμό με την αδυναμία του να εναρμονίσει και να συγχρονίσει την αμοιβή με την απόδοση, αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες που καθιστούν αυτό το είδος αμοιβής αναποτελεσματικό ως προς την ικανότητά του να παρέχει κίνητρα. Ο βασικός μισθός από μόνος του δε δύναται να κατευθύνει τις δραστηριότητες των διευθυντικών στελεχών προς την επίτευξη μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης.

IV.2.3 Μπόνους ή πριμ ετήσιας παραγωγικότητας που παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη: κατηγοριοποίηση με βάση κάποιου είδους επίδοση, μέθοδοι καθορισμού του μπόνους, οι δυνατότητες λογιστικών χειρισμών που παρέχουν τα μέτρα επίδοσης, οι δυνατότητες

αρνητικής συμπεριφοράς που παρέχουν τα πρότυπα επίδοσης και η σχέση της δομής της αμοιβής, της επίδοσης και η επενδυτική συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών.

IV.2.3.1 Επιγραμματική παρουσίαση της κατηγοριοποίησης των μπόνους των διευθυντικών στελεχών με βάση κάποιου είδους επίδοση

Αν και γενικά παρατηρείται υψηλή ετερογένεια μεταξύ των επιχειρήσεων και κλάδων σχετικά με τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας, εντούτοις μπορούμε να τα κατηγοριοποιήσουμε βάσει κάποιου είδους επίδοσης: τα Μέτρα Επίδοσης (Performance Measures) και τα Πρότυπα Επίδοσης (Performance Standards). Αμέσως παρακάτω αναλύουμε συνοπτικά αλλά περιεκτικά τη σχέση των μπόνους των διευθυντικών στελεχών με αυτά τα είδη επίδοσης.

- **Μπόνους ή πριμ ετήσιας παραγωγικότητας των διευθυντικών στελεχών με βάση κάποια μέτρα επίδοσης (Performance Measures)**

Το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων για τον προσδιορισμό του μπόνους των διευθυντικών στελεχών χρησιμοποιούν κάποιο μέτρο επίδοσης που βασίζεται στα λογιστικά κέρδη. Οι παράγοντες που συνδράμουν προς την ευρεία εφαρμογή των λογιστικών κερδών ως μέτρο επίδοσης είναι πρώτον ότι αποτελούν εξακριβώσιμο-επαληθεύσιμο μέγεθος, και δεύτερον το γεγονός ότι τα διευθυντικά στελέχη εύκολα μπορούν να κατανοήσουν τη διαδικασία και το βαθμό στον οποίο οι διάφορες ενέργειές τους μπορούν να επηρεάσουν το ύψος τους. Ως μέτρα επίδοσης που σχετίζονται με τα λογιστικά κέρδη μπορούν να εκληφθούν για παράδειγμα τα Έσοδα (revenues), το Καθαρό Εισόδημα (net income), τα Λειτουργικά Κέρδη (operating profits), ο δείκτης Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added – EVA).

Αν και ο καθορισμός του ύψους των πριμ ετήσιας παραγωγικότητας συνήθως βασίζεται σε λογιστικά μεγέθη, πολλές φορές χρησιμοποιείται και κάποιο μέτρο χρηματιστηριακής αξίας (per – share basis), όπως τα Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings Per Share – EPS). Πολλές φορές, επίσης, χρησιμοποιούνται και μέτρα επίδοσης (return metrics) όπως ο δείκτης Κέρδη προς Πωλήσεις, το Ποσοστό Απόδοσης επί των

Ιδίων Κεφαλαίων (ROE – Return on Equity), το Ποσοστό Απόδοσης επί των Περιουσιακών Στοιχείων (ROA – Return on Assets), και το Ποσοστό Απόδοσης επί της Επένδυσης (ROI – Return on Investment) [Λεπτομερής ανάλυση των δεικτών αυτών δίνεται στην εργασία Ι.Τ. Λαζαρίδη και Δ.Λ. Παπαδόπουλου 2005α].

Το πιο σύνηθες μη χρηματοοικονομικό (non financial) μέτρο επίδοσης που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό των πριμ ετήσιας παραγωγικότητας είναι η Ατομική Επίδοση (Individual Performance). Η ατομική επίδοση υπολογίζεται κυρίως βάσει της επίδοσης, έτσι όπως αυτή εμφανίζεται σε σύγκριση με προκαθορισμένους στόχους, αλλά και βάσει υποκειμενικών αποτιμήσεών της. Κάποια άλλα μη χρηματοοικονομικά μέτρα επίδοσης αποτελούν η ικανοποίηση των πελατών και η επίτευξη λειτουργικών ή και στρατηγικών στόχων (για παράδειγμα η αύξηση της δυναμικότητας ενός εργοστασίου, η εισαγωγή ενός νέου πληροφοριακού συστήματος μέχρι μια συγκεκριμένη ημερομηνία και άλλα).

- **Μπόνους ή πριμ ετήσιας παραγωγικότητας των διευθυντικών στελεχών με βάση κάποια πρότυπα επίδοσης (Performance Standards)**

Το κάθε μέτρο επίδοσης που χρησιμοποιείται αντιστοιχεί σύμφωνα με την επικρατούσα άποψη σε ένα Πρότυπο Επίδοσης το οποίο καθορίζει την διαδικασία αξιολόγησής του. Συγκεκριμένα:

- Τα Προϋπολογιστικά Πρότυπα (Budget Standards) αφορούν τη σύγκριση του μέτρου επίδοσης της τρέχουσας χρήσης με τις τιμές του εν λόγω μέτρου έτσι όπως προκύπτουν από το Επιχειρηματικό Πλάνο Δράσης (Business Plan) ή τους στόχους του προϋπολογισμού.
- Τα Πρότυπα του «Προηγούμενου έτους» (Prior – year standards) συγκρίνουν την επίδοση της τρέχουσας χρήσης με αυτή της προηγούμενης και καταλήγουν σε μια αξιολόγηση του μέτρου επίδοσης σε όρους αύξησης, βελτίωσης του εν λόγω μεγέθους από έτος σε έτος.
- Τα Πρότυπα «Διακριτικής Ευχέρειας» (Discretionary standards) αφορούν τη σύγκριση της επίδοσης με αντίστοιχα πρότυπα επίπεδα επίδοσης που καθορίζονται υποκειμενικά από το Διοικητικό Συμβούλιο (Board of Directors) έπειτα από ανάλυση του επιχειρηματικού πλάνου δρά-

σης, της επίδοσης της προηγούμενης χρήσης, ή τα προϋπολογιστικά μεγέθη επίδοσης της επιχείρησης.

- Τα πρότυπα που βασίζονται στην ανάλυση του Ανταγωνισμού (Peer Group Standards), τα οποία στην ουσία αξιολογούν το επίπεδο της επιτευχθείσας επίδοσης βάσει της αντίστοιχης επίδοσης που εμφανίζουν οι ανταγωνιστές.
- Ως "Timeless Standards" νοούνται εκείνα τα πρότυπα που αξιολογούν το επίπεδο απόδοσης βάσει ενός σταθερού κάθε έτος προτύπου. Για παράδειγμα, 10% ROA, όπου το ποσοστό 10% παραμένει σταθερό για όλα τα έτη.
- Τέλος, τα πρότυπα «Κόστους Κεφαλαίου» (Cost of Capital) συσχετίζουν την επίδοση με κάποιο μέτρο του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα της περίπτωσης αυτής αποτελεί η περίπτωση του δείκτη Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added – EVA) [Ι.Τ Λαζαρίδης και Δ.Λ. Παπαδόπουλος, 2005α, σελ. 383-388].

IV.2.3.2 Μέθοδοι καθορισμού του ύψους του μπόνους που λαμβάνουν τα διευθυντικά στελέχη ή η σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών και της επίδοσης (the structure of pay – performance relation).

Το ύψος της αμοιβής που λαμβάνουν τα διευθυντικά στελέχη υπό την μορφή των πριμ παραγωγικότητας, διαμορφώνεται και υπολογίζεται βάσει μιας σειράς από μεθόδους. Η πιο συνηθισμένη από τις μεθόδους αυτές είναι αυτή που βασίζεται στο λεγόμενο «**80/120**» σχέδιο. Βάσει της μεθόδου αυτής θα πρέπει να επιτευχθεί τουλάχιστον το 80% του Προτύπου Επίδοσης (Performance Standard) προκειμένου να δοθεί οποιοδήποτε μπόνους στα διευθυντικά στελέχη. Επίσης, αν η επιτευχθείσα απόδοση κυμανθεί μεταξύ του 80% (Performance Threshold) και του 120% (Upper Cap) του Προτύπου Επίδοσης, τότε αναφερόμαστε στην ζώνη κινήτρων (Incentive zone) εντός των ορίων της οποίας η σχέση μεταξύ επίδοσης και παρεχόμενων σχετικών αμοιβών είναι γραμμική. Στην περίπτωση, όμως, που η επίδοση ξεπεράσει το ανώτατο όριο του 120% του Προτύπου Επίδοσης, τότε κανένα επιπλέον ποσό αμοιβής δεν αποδίδεται στα διευθυντικά στελέχη. Αν και τα ποσοστά 80% και 120% αποτελούν

τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα, εντούτοις άλλοι πιθανοί συνδυασμοί που συναντώνται στην διεθνή επιχειρηματική πρακτική είναι οι 90/110, 95/100, 50/150, 80/110, 90/120, 80/140.

Μια άλλη μέθοδος που καθορίζει το ύψος της αμοιβής σε σχέση με την επιτευχθείσα επίδοση είναι το «Τροποποιημένο Άθροισμα των Στόχων» (Modified Sum – of – Targets), σύμφωνα με την οποία σε κάθε στόλεχος ανατίθεται κάποιος στόχος που αποφέρει μπόνους (target bonus) και το άθροισμα των επιμέρους αυτών στόχων ορίζουν έναν συνολικό στόχο, κατά την επίτευξη του οποίου αντιστοιχεί ένα συγκεκριμένο ύψος «συνολικού» μπόνους (target bonus pool). Στο τέλος της χρήσεως το ύψος των μπόνους που πραγματικά θα αποδοθούν στα διευθυντικά στελέχη καθορίζεται από τον επαναπροσδιορισμό του «συνολικού» μπόνους (target bonus pool) βάσει του βαθμού επίτευξης ή μη του προτύπου επίδοσης.

Πολλές φορές συναντάται και η μέθοδος προσδιορισμού του μπόνους που βασίζεται σε κάποια φόρμουλα (formula-based) που οδηγεί στη δημιουργία ενός ύψους «συνολικού» μπόνους (bonus pool) το οποίο διαφοράζεται μεταξύ των διευθυντικών στελεχών βάσει ενός συνδυασμού κριτηρίων που έχουν να κάνουν και με την ατομική επίδοση του καθενός.

IV.2.3.3 Οι δυνατότητες λογιστικών χειρισμών που παρέχουν τα μέτρα επίδοσης στα διευθυντικά στελέχη προκειμένου να «ωραιοποιήσουν» την επίδοσή τους

Η βιβλιογραφία διατυπώνει έντονη αμφισβήτηση ως προς το βαθμό στον οποίο τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας αποτελούν αποτελεσματικό μηχανισμό που προάγει τα εταιρικά συμφέροντα. Ο Healey (1985) διερευνά τα κίνητρα που παρέχουν τα εν λόγω πριμ στα ανώτατα διευθυντικά στελέχη, όσον αφορά την επιλογή από μέρους τους συγκεκριμένων μεθόδων λογιστικοποίησης εσόδων και εξόδων ώστε να μεγιστοποιείται το μέρος των ετήσιων αμοιβών τους που βασίζεται στα πριμ. Αυτό που βρήκε είναι ότι τα στελέχη επιλέγουν λογιστικές πρακτικές απεικόνισης δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων που οδηγούν άλλοτε σε αύξηση και άλλοτε σε μείωση της τρέχουσας κερδοφορίας ανάλογα με τα συμφέροντά τους. Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυση του

Healey καταλήγει στα παρακάτω βασικά συμπεράσματα:

- Αν τα κέρδη προτού γίνει οποιαδήποτε χειραγώγησή τους, βρίσκονται κάτω από το χαμηλότερο σύνορο (lower bound) του εύρους παροχής του πριμ, τότε το διευθυντικό στέλεχος έχει κίνητρο να επιλέξει τεχνικές χειραγώγησης των κερδών που θα οδηγήσουν στην μείωσή τους. Το κίνητρο αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι κατά την τρέχουσα χρήση όσο και αν αυξηθούν τα κέρδη, δεν θα προσεγγιστεί η περιοχή εντός των ορίων της οποίας τα στελέχη λαμβάνουν πριμ. Ταυτόχρονα, η μείωση των κερδών κατά την τρέχουσα χρήση συνεπάγεται αντίστοιχη αύξηση των κερδών κατά τις επόμενες χρήσεις, κατά τη διάρκεια των οποίων μπορεί να επιτευχθεί η προσέγγιση της περιοχής παροχής κινήτρων (Incentive zone).
- Αν τα κέρδη προτού γίνει οποιαδήποτε χειραγώγησή τους, βρίσκονται μεταξύ του κατώτατου και ανώτατου συνόρου, δηλαδή, μέσα στα όρια της περιοχής παροχής κινήτρων, τότε τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να επιλέξουν τεχνικές χειραγώγησης των κερδών που θα επιφέρουν αύξησή τους. Το εν λόγω κίνητρο εξηγείται από τη θετική σχέση που υπάρχει, στην περιοχή αυτή, μεταξύ απόδοσης (κερδών) και πριμ παραγωγικότητας.
- Αν καθορίζεται ένα ανώτατο σύνορο κερδών για μπόνους (upper cap on bonuses), μέχρι την επίτευξη του οποίου ισχύει η θετική σχέση κερδών και παρεχόμενων πριμ, και τα κέρδη προτού γίνει οποιαδήποτε χειραγώγησή τους, βρίσκονται πάνω από αυτό το όριο, τότε τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρο να χρησιμοποιήσουν τεχνικές που θα οδηγήσουν στην εμφάνιση μειωμένων κερδών. Πράγματι, αν έχει ήδη επιτευχθεί το ανώτατο επίπεδο κερδών που συνεπάγεται ανάλογα και το ανώτατο ύψος παρεχόμενων πριμ, δεν υπάρχει κανένα κίνητρο για τα στελέχη να αυξήσουν επιπλέον τα κέρδη της επιχείρησης. Απεναντίας, υπάρχει ισχυρό επιχείρημα για αυτούς να μειώσουν τα κέρδη στην τρέχουσα χρήση μιας κι έτσι θα επέλθει αντίστοιχη αύξηση των κερδών κατά τις επόμενες χρήσεις.

Το γενικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει ο Healey είναι ότι το κίνητρο που οδηγεί τα διευθυντικά στελέχη στο να ενστερνίζονται τεχνικές χειραγώγησης των λογιστικών κερδών, πηγάζει από την μη γραμμικότητα της σχέσης κερ-

δών – πριμ. Ένα ακόμη εύρημα του συγγραφέα είναι ότι οι αλλαγές σε πρακτικές λογιστικής απεικόνισης συγκεκριμένων μεγεθών σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τον σχεδιασμό και την εφαρμογή νέων ή την μετατροπή υφιστάμενων συστημάτων αμοιβής των διευθυντικών στελεχών.

Ο Weisbach (1988) διαπίστωσε μέσα από σχετική έρευνα ότι κατά τον χρόνο πριν από την μετακίνηση του Chief Executive Officer (CEO) σε άλλη επιχείρηση τα λογιστικά κέρδη εμφανίζονται φουσκωμένα. Επίσης, οι Dechow και Sloan (1991) αναφέρουν ότι οι δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης (Research and Development Expenditures) εμφανίζουν πτωτική τάση στο χρονικό διάστημα πριν από τη συνταξιοδότηση του Chief Executive Officer (CEO). Τα παραπάνω εμπειρικά ευρήματα καταδεικνύουν ότι η πρακτική των πριμ ετήσιας παραγωγικότητας αποτελεί έναν όχι και τόσο απόλυτα αποτελεσματικό μηχανισμό σύγκλισης των αντικρουόμενων συμφερόντων μέσα σε μια επιχείρηση. Αντιθέτως, η εν λόγω πρακτική αμοιβής πολλές φορές επιδεινώνει το πρόβλημα της εστίασης του ενδιαφέροντος των στελεχών στη βραχυπρόθεσμη βάση και θεώρηση (Executive Time – Horizon problem), παραμελώντας τη μακροπρόθεσμη κερδοφορία της επιχείρησης.

Τα αποτελέσματα τόσο του Healey (1985) που αναφέρθηκαν παραπάνω, όσο και των Jensen και Murphy (1990) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το να αμείβονται τα διευθυντικά στελέχη με βάση λογιστικά μεγέθη είναι γεγονός που τους δίνει κίνητρα για να χειρίζονται το λογιστικό σύστημα με τρόπο που ευνοεί τις βραχυπρόθεσμες λογιστικές προσόδους σε βάρος των μακροπρόθεσμων επενδύσεων καθαρής παρούσας αξίας (Net Present Value). Επίσης αυτού του είδους η αμοιβή μπορεί να μεγαλώσει το σύνολο των παρακρατηθέντων κερδών (Earnings Retention) και να οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση του μεγέθους της εταιρίας, γεγονός που δεν ισοδυναμεί πάντα με αύξηση του πλούτου των μετόχων.

Η εμπειρική διερεύνηση του θέματος οδηγεί στη διατύπωση ενός ακόμη επιχειρήματος κατά της χρησιμοποίησης των λογιστικών κερδών ως μέτρου επίδοσης. Αυτό επικεντρώνεται στο γεγονός ότι η λογιστική από τη φύση της αποτελεί μια οπτική των ιστορικών γεγονότων και δεδομέ-

νων (backward looking) μιας και σκοπός της είναι η καταγραφή των συναλλαγών και των γεγονότων που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν. Αυτό το χαρακτηριστικό της λογιστικής της προσδίδει το μειονέκτημα μη ικανότητάς της να ενσωματώσει μελλοντικά στοιχεία για την πορεία της επιχείρησης, προοπτικές και προσδοκίες. Η λογιστική δεν δύναται να καταγράψει το σύνολο της «διανοητικής μη οικονομικής» περιουσίας της επιχείρησης. Η ποιότητα του εργατικού δυναμικού, οι εν εξελίξει έρευνες που δεν έχουν αποφέρει ακόμη αποτελέσματα είναι λίγα μόνο από τα παραδείγματα στοιχείων που η λογιστική δεν δύναται να παρουσιάσει.

Η ενδεχόμενη εστίαση των διευθυντικών στελεχών από την άλλη μεριά στους προσδιοριστικούς παράγοντες ανταμοιβής βάσει των πριμ ετήσιας παραγωγικότητας και η συνακόλουθη παραμέληση των άλλων όψεων του πρίσματος που συνιστά την επίδοση μιας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί ως ένα ακόμη σημείο που συνιστά την αρνητική πλευρά της εφαρμογής τέτοιων πολιτικών αμοιβής ή την μυωπική προσέγγιση του προβλήματος της επίδοσης των στελεχών (myopia problem).

IV.2.3.4 Οι δυνατότητες αρνητικής συμπεριφοράς που παρέχουν τα πρότυπα επίδοσης στα διευθυντικά στελέχη προκειμένου να τα παρακάμψουν

Η λειτουργία των προτύπων επίδοσης είναι προβληματική στην περίπτωση που τα άτομα των οποίων η επίδοση εξετάζεται επηρεάζουν την διαδικασία που καθορίζει τα εν λόγω πρότυπα. Στο πρόβλημα αυτό υπόκεινται βασικά τα προϋπολογιστικά πρότυπα καθώς και τα πρότυπα που βασίζονται στην επίδοση της προηγούμενης χρήσης.

Τα προϋπολογιστικά πρότυπα πιο συγκεκριμένα δίνουν κίνητρο στα διευθυντικά στελέχη να επηρεάσουν την προϋπολογιστική διαδικασία μέσω της αποφυγής κάποιων πράξεων κατά τη φετινή χρήση, προκειμένου να αποφευχθεί κάποιος αρνητικός για τα ίδια αντίκτυπος όσον αφορά τη σύνταξη του προϋπολογισμού κατά το επόμενο έτος.

Τα πρότυπα που βασίζονται στην επίδοση της προηγούμενης χρήσης κατά όμοιο τρόπο οδηγούν στο “Ratchet Effect” και στην φυγοπονία (Shirking) εκ μέρους των διευ-

θυντικών στελεχών. Και αυτό συμβαίνει διότι τα στελέχη γνωρίζουν ότι μια ενδεχόμενη πραγματοποίηση πολύ καλής επίδοσης κατά την τρέχουσα χρήση θα επιφέρει κάποιο είδος «τιμωρίας» για αυτούς, υπό την μορφή ενός προτύπου επίδοσης αυξημένου ύψους, κατά την επόμενη χρήση. Στην ουσία ως “**Ratchet Effect**” νοείται το σύνολο των κινήτρων που έχουν τα στελέχη να εξομαλύνουν τα κέρδη της επιχείρησης, έτσι όπως εμφανίζονται από έτος σε έτος, γεγονός που υπαγορεύεται από την ίδια τη φύση του προϋπολογισμού και του ρόλου που διαδραματίζει στα πρότυπα επίδοσης. Τα διευθυντικά στελέχη έρχονται αντιμέτωπα με μια δυναμική και αέναη διαδικασία αντιστάθμισης των τωρινών καλύτερων ανταμοιβών που συνεπάγεται η επίδειξη από μέρους τους μιας μεγαλύτερης επίδοσης φέτος, με τα μελλοντικά κόστη που θα προκύψουν για αυτά από την ανάθεση επίτευξης υψηλότερων στόχων στο μέλλον.

IV.2.3.5 Η σχέση μεταξύ της δομής αμοιβής επίδοσης και η επενδυτική συμπεριφορά των διευθυντικών στελέχών (the structure of pay – performance relation and Investment Incentives)

Αν το ύψος των μπόνους που παρέχονται στα διευθυντικά στελέχη βασίζεται στην συνολική ετήσια επίδοσή τους, και παράλληλα τα ίδια τα στελέχη δύνανται να αυξομειώσουν το επίπεδο της καθημερινής τους προσπάθειας αλλά και τις επενδυτικές τους αποφάσεις, μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η μη γραμμικότητα της σχέσης επίδοσης-επίπεδο σχετικής αμοιβής αποτελεί το έναυσμα για μια σειρά από προβλήματα επενδυτικής συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών (Holmstrom και Milgrom, 1991). Αυτό σημαίνει ότι:

- Αν μέχρι το τρέχον χρονικό σημείο η φετινή επίδοση καταδεικνύει ότι η συνολική επίδοση αναμένεται να ξεπεράσει το ανώτατο σημείο της περιοχής παροχής κινήτρων, τότε τα διευθυντικά στελέχη θα κρατήσουν «απόθεμα προσπάθειας». Αυτό σημαίνει πως σε αυτήν την περίπτωση τα στελέχη έχουν κίνητρο να εμφανίσουν μικρότερα κέρδη φέτος, αυξάνοντας ενδεχομένως τις επενδύσεις.
- Από την άλλη αν τα μέχρι τώρα δεδομένα δείχνουν ότι η επίδοση αναμένεται να φτάσει σε ένα επίπεδο αρκετά πιο

χαμηλό από αυτό που απαιτείται για την εισαγωγή στην περιοχή παροχής κινήτρων, τότε τα στελέχη έχουν κίνητρο να αυξήσουν τις επενδύσεις κατά τη διάρκεια της τρέχουσας χρήσεως.

Τέλος, αν το αναμενόμενο ύψος της απόδοσης είναι αρκετά κοντά στην περιοχή παροχής κινήτρων, τότε υπάρχει για τα στελέχη ισχυρό κίνητρο να αυξήσουν την τρέχουσα απόδοση είτε με την επίδειξη μεγαλύτερου ζήλου, είτε με την μείωση των επενδύσεων.

IV.2.4 Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών και Προγράμματα Παροχής Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών

IV.2.4.1 Εννοιολογική οριοθέτηση, πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών

- Το υψηλό κόστος που χαρακτηρίζει τα διάφορα μέτρα παρακολούθησης και εναρμόνισης των συμφερόντων των διευθυντικών στελεχών με τα αντίστοιχα συμφέροντα των μετόχων, δύναται να αμβλυνθεί σε μεγάλο βαθμό μέσω της υιοθέτησης καινοτόμων συστημάτων που προσδίδουν νέες διαστάσεις στην έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης (Corporate Governance). Μια τέτοια καινοτομία που εμφανίστηκε τη δεκαετία του 1980 στις ΗΠΑ και τη Μ. Βρετανία αποτέλεσε η εισαγωγή της παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options Plans) στο πακέτο αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.

Τα εν λόγω δικαιώματα παρέχουν στον κάτοχό τους τη δυνατότητα να αγοράσει σε κάποια μελλοντική στιγμή (Περίοδος Άσκησης) μετοχές της εταιρίας σε κάποια συγκεκριμένη τιμή (Τιμή Άσκησης). Η προκαθορισμένη αυτή τιμή συνήθως βρίσκεται πολύ κοντά στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, έτσι όπως είναι διαμορφωμένη κατά την χρονική στιγμή που δημιουργείται το πρόγραμμα παροχής των δικαιωμάτων αυτών. Η περίοδος άσκησης του δικαιώματος, προκείμενου να εναρμονίζεται με το γενικότερο ρόλο και σκοπό των εν λόγω προγραμμάτων, είναι μεγάλη και μπορεί να φθάσει και τα δέκα χρόνια.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό πως αν κατά την περίοδο άσκησης του δικαιώματος η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από την καθορισμένη τιμή

άσκησης, το διευθυντικό στέλεχος μπορεί να καρπωθεί τη διαφορά, αγοράζοντας αρχικά τη μετοχή στη χαμηλή τιμή εξασκώντας έτσι το δικαιώμα του και πουλώντας αμέσως μετά την μετοχή στην υψηλότερη τιμή. Η ενέργεια αυτή δύναται να αποφέρει σημαντικό κέρδος στο στέλεχος. Πρόκειται για κέρδος το οποίο προκύπτει δίχως την απαίτηση επένδυσης κάποιου χρηματικού ποσού από μέρους του στελέχους και είναι τόσο μεγαλύτερο ανά μετοχή, όσο μεγαλύτερη είναι η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών.

- Το γεγονός ότι ο κάτοχος του δικαιώματος αυτού έχει τη δυνατότητα να αποκτήσει μελλοντικά τη μετοχή της εταιρίας σε καθορισμένη τιμή, σε συνδυασμό με το ενδεχόμενο μη αποκόμισης κέρδους από μέρους του στην περίπτωση που η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν ξεπεράσει το επίπεδο της τιμής άσκησης καθιστά προφανές το κίνητρο που παρέχουν τα δικαιώματα αυτά. Τα διευθυντικά στελέχη ωθούνται προς την κατεύθυνση βελτίωσης της επίδοσης της εταιρίας καθώς επιθυμούν να δρέψουν τις ωφέλειες που θα προκύψουν από την αύξηση της χρηματιστηριακής της αξίας. Μια σειρά από θετικά στοιχεία που συνδέονται άρρηκτα με τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών τα κατέστησαν ιδιαίτερα δημοφιλή σε ΗΠΑ και Μ. Βρετανία. Τα σημαντικότερα από τα χαρακτηριστικά αυτά είναι τα εξής:
 - Αποτελούν ένα είδος αμοιβής το οποίο έχει σχεδιαστεί με τέτοιον τρόπο που επιτυγχάνει την εστίαση του ενδιαφέροντος του κατόχου του στη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής και ενισχύει τη μετοχική βάση της εταιρίας. Επίσης προάγει την αφοσίωση των στελεχών και απολήγει στην ταύτιση των προσωπικών και επιχειρησιακών στόχων. Μεταβάλλει τη βραχυπρόθεσμη θεώρηση του προσωπικού συμφέροντος σε μια σαφώς πιο μακροπρόθεσμη βάση κι εν τέλει αμβλύνει τα αντικρουόμενα συμφέροντα.
 - Επίσης, η χρησιμοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης, αντί μετρητών καθιστά ευκολότερη την προσέλκυση δημιουργικών στελεχών η προσωπικότητα των οποίων διέπεται από τα στοιχεία της επιχειρηματικότητας και πρωτοβουλίας. Πρόκειται για άτομα που υποκινούνται και δύνανται να προάγουν το συμφέρον των μετόχων.

- Ακόμη τα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών συνήθως προϋποθέτουν την παραμονή των διευθυντικών στελεχών στην επιχείρηση για αρκετά χρόνια, γεγονός που εξαλείφει σε μεγάλο βαθμό τη μετακίνησή τους σε άλλες επιχειρήσεις.
- Τα προγράμματα αυτά έχουν ως αποτέλεσμα να μη γίνεται άμεσα γνωστό τόσο στο εσωτερικό της επιχείρησης όσο και στο ευρύ επενδυτικό κοινό το ακριβές μέγεθος της αμοιβής των στελεχών. Αυτό το γεγονός αμβλύνει δραστικά τις όποιες αρνητικές αντιδράσεις μπορεί να επιφέρει η παροχή υψηλών αμοιβών. Ιδιαίτερη σημασία αποκτά η διάσταση αυτή όταν έχουμε την περίπτωση του δημόσιου τομέα.
- Πολύ σημαντικό, επίσης, είναι ότι μέσω αυτών των προγραμμάτων αμοιβών δύναται να ξεπεραστούν οι όποιοι περιορισμοί, που προκύπτουν από νομοθετικές ρυθμίσεις, και έχουν να κάνουν με το επιτρεπόμενο όριο αύξησης του επιπέδου των αμοιβών.
- Τα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, που εμπεριέχουν οικονομικά και αναπτυξιακά οφέλη, υπέστησαν έντονη κριτική κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και κυρίως μετά τα σκάνδαλα που παρατηρήθηκαν σε μεγάλες εταιρίες όπως η Enron και η WorldCom. Τα προαναφερθέντα σκάνδαλα είχαν ως γενεσιούργές αιτίες την υπερβολική επικέντρωση στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών και στην υπερεπένδυση σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Τα κυριότερα επιχειρήματα που χρησιμοποιούν οι επικριτές των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών είναι τα εξής:
 - Οι αμοιβές που δίδονται σε διευθυντικά στελέχη ως επιβράβευση της επίδοσής τους βάσει αυτών των δικαιωμάτων πολλές φορές στηρίζονται σε λάθος βάση. Υπάρχουν, δηλαδή, περιπτώσεις κατά τις οποίες η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών οφείλεται σε παράγοντες του ευρύτερου εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης οι οποίοι δεν άπτονται των δραστηριοτήτων των στελεχών. Αντίστοιχα, υπάρχουν περιπτώσεις όπου παρά την πραγματικά μεγάλη προσπάθεια, την άρτια επιτέλεση των καθηκόντων τους και την υπέρ του δέοντος επίδειξη ικανοτήτων και ενδιαφέροντος από μέρους

των στελεχών η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής να μειωθεί. Κάποιο εξωγενές στοιχείο, λοιπόν, συνέβαλε αρνητικά ώστε ικανά και άξια στελέχη δεν καρπώθηκαν τα κέρδη που έπρεπε να λάβουν για την προσπάθειά τους.

- Η παροχή των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών δεν απαιτούν από τους λήπτες να προβούν σε χρηματική επένδυση, γεγονός που τους καθιστά ιδιαίτερα επιρρεπείς στην ανάληψη κινδύνου. Και πράγματι αυτό είναι λογικό αν αναλογιστούμε ότι ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος για τους κατόχους των δικαιωμάτων αυτών είναι μηδαμινός –στην ουσία δεν υφίσταται– ενώ απεναντίας σε περίπτωση που τα πράγματα πάνε καλά έχουν τη δυνατότητα να δρέψουν μεγάλα κέρδη (Upside Potential). Στην περίπτωση αυτή δεν έχουμε καμία έννοια αντιστάθμισης του κινδύνου απώλειας με τη δυνατότητα περισσότερων κερδών.
- Η πρακτική παροχής των εν λόγω δικαιωμάτων σε όλα τα διευθυντικά στελέχη ανεξαιρέτως, αποτελεί σοβαρό ανασταλτικό παράγοντα που τροχοπεδεί την ταύτιση των στόχων και τη μείωση των συγκρούσεων μιας και δημιουργεί αδικίες.
- Εκτός των προαναφερθέντων υπάρχει μία ακόμη παράμετρος που δεν μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί στοιχείο που συνθέτει την αρνητική διάσταση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, αν όμως δεν προσεχθεί και σχεδιαστεί κατάλληλα δύναται να αποτελέσει δυσοίωνο σημείο. Πρόκειται για την σύνθεση της επιτροπής που εισηγείται τη θέσπιση των προγραμμάτων παροχής των εν λόγω δικαιωμάτων. Η επιτροπή αυτή θα πρέπει να αποτελεί έναν ανεξάρτητο φορέα που δεν επηρεάζεται από τα άμεσα ενδιαφερόμενα μέρη προκειμένου να λειτουργεί μέσα σε ένα πλαίσιο διαφάνειας και αντικειμενικότητας.
- Το αβίαστο συμπέρασμα που προκύπτει από όσα αναφέρθηκαν είναι ότι παρά τις όποιες ωφέλειες προκύπτουν από το σχεδιασμό και υλοποίηση προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, η εφαρμογή τους θα πρέπει να γίνεται με ιδιαίτερη προσοχή. Η υπερβολική, και χωρίς ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους συνεπειών στην επιχείρηση, χρησιμοποίησή τους δύναται να

αποτελέσει παράγοντα διάβρωσης του αρχικού σκοπού θέσπισής τους και να μην επιφέρει τα αποτελέσματα για την υλοποίηση των οποίων σχεδιάστηκαν συχνά δε οδηγεί σε καταχρηστικές συμπεριφορές, αξιοποιώντας εσωτερική πληροφόρηση για την επιχείρηση ή τον κλάδο. Τα εν λόγω προγράμματα, λοιπόν, οφείλουν να είναι ένα μέγιστο και όχι το κυρίαρχο μέρος των αποδοχών, το οποίο μάλιστα πρέπει να μειώνεται όταν πλησιάζει η λήξη ή η ανανέωση του συμβολαίου. Η μαζική ρευστοποίηση μετοχών που κατέχουν οι μάνατζερ δεν πρέπει να επιτρέπεται, όσο κατέχει την θέση, διότι το μήνυμα στην αγορά είναι ο «σώζων εαυτόν» και αυτό οδηγεί τις αγορές ακόμη χαμηλότερα.

- Η εμπειρική διερεύνηση του θέματος καταδεικνύει τη θετική επίδραση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών στην εταιρική αποδοτικότητα αλλά και στις επιμέρους επιχειρηματικές δραστηριότητες, παρά την εντονότατη κριτική που υφίστανται.
- Πιο συγκεκριμένα, έχει βρεθεί ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της αμοιβής και της εταιρικής αποδοτικότητας όταν οι αμοιβές εμπεριέχουν και την αξία των προγραμμάτων προαίρεσης επί μετοχών. Ειδικότερα ο Mehran (1995) βρήκε θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό που καταλαμβάνουν τα Stocks Options στο συνολικό πακέτο αμοιβής του Chief Executive Officer (CEO) και στην εταιρική αξία.
- Επίσης, οι εταιρίες που περιλαμβάνουν Stock Options στα πακέτα αμοιβών, αλλά και γενικότερα αμοιβές που συνδέουν άρρηκτα τις αμοιβές με τη μακροπρόθεσμη εταιρική επίδοση παρουσιάζουν πιο επικερδείς επενδυτικές δραστηριότητες (για παράδειγμα πράξεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων) σε σχέση με εκείνες τις εταιρίες που δεν πετυχαίνουν τον παραπάνω σύνδεσμο (Tehranian, Travlos και Waagelein [1987a, 1987b]) και Mehran, Nogler και Schwartz (1998).
- Ένα ακόμη συναφές εμπειρικό εύρημα είναι αυτό που έχει να κάνει με την ασθενή σχέση που βρέθηκε ανάμεσα στην εταιρική αποδοτικότητα και τις αμοιβές, όταν οι αμοιβές δεν περιλαμβάνουν τα Stocks Options Plans (Jensen και Murphy [1990]), Gregg, Machin και Szymanski (1992) και Conyon και Leech (1994).

IV.2.4.2 Σχέση μεταξύ Προγραμμάτων Παροχής Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών και Επενδυτικές Απόφασεις

Το γεγονός ότι ο κάτοχος του δικαιώματος προαίρεσης επί μετοχών έχει τη δυνατότητα να αποκτήσει μελλοντικά τη μετοχή της εταιρίας σε καθορισμένη τιμή, σε συνδυασμό με το ενδεχόμενο μη αποκόμισης κέρδους από μέρους του στην περίπτωση που η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν ξεπεράσει το επίπεδο της τιμής άσκησης, καθιστά προφανές το κίνητρο που παρέχουν τα δικαιώματα αυτά. Τα διευθυντικά στελέχη ωθούνται προς την κατεύθυνση βελτίωσης της επίδοσης της εταιρίας καθώς επιθυμούν να δρέψουν τις ωφέλειες που θα προκύψουν από την αύξηση της χρηματιστηριακής της αξίας.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών ανταμείβουν μόνο την αύξηση της μετοχικής αξίας της επιχείρησης και όχι την Συνολική Απόδοση των Μετόχων (Total Shareholder Return – TSR). Το μέγεθος TSR δίνεται από τον εξής τύπο:

$$\text{TSR} = \frac{\left[\frac{\text{Τιμή Μετοχής (t+1)}}{\text{Τιμή Μετοχής (t)}} - 1 \right] + \frac{\text{Άθροισμα των Μερισμάτων}}{\text{Ανά Μετοχή (t+1)}}}{\text{Τιμή Μετοχής (t)}}$$

Εφόσον, λοιπόν, τα δικαιώματα αυτά παραβλέπουν τα μερίσματα δημιουργείται κίνητρο για τα διευθυντικά στελέχη να αποφεύγουν την διανομή μερισμάτων. Οι Lambert, Lanen και Larcker (1989) βρήκαν ότι η εισαγωγή και υιοθέτηση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών ως τρόπος αμοιβής των διευθυντικών στελεχών, συνεπάγεται μείωση του ύψους των αναμενόμενων μερισμάτων (expected dividends). Ενώ οι Lewellen, Loderer και Martin (1987) διαπίστωσαν την ύπαρξη μιας μικρής μεταβλητότητας (volatility) της τιμής των μετοχών, τα στελέχη έχουν κίνητρο να προχωρούν σε Επενδύσεις Υψηλότερου Κινδύνου (riskier

investments). Σύμφωνο με τα παραπάνω είναι το εμπειρικό εύρημα των Hirshleifer και Mandelker (1987) σύμφωνα με το οποίο τα Προγράμματα Παροχής Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών δύνανται να αμβλύνουν το πρόβλημα της αποστροφής κινδύνου που χαρακτηρίζει τα διευθυντικά στελέχη, και να παρέχουν κίνητρα προς την κατεύθυνση ανάληψης Επενδύσεων Υψηλού Κινδύνου.

IV.2.5 Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών και Παροχές που συνδέονται με την επίτευξη Μακροπρόθεσμων Οικονομικών ή και Χρηματιστηριακών Στόχων

Η τελευταία βασική μέθοδος αμοιβής των διευθυντικών στελεχών είναι αυτή που συνδέεται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή και χρηματιστηριακών στόχων (Long-term Incentives Plans). Οι παροχές αυτές μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές, όμως η συνήθης πρακτική είναι να δίδεται ένα προκαθορισμένο χρηματικό ποσό ή ένας συγκεκριμένος αριθμός μετοχών, εφόσον βέβαια η επιχείρηση επιτύχει κάποιους συγκεκριμένους στόχους. Έναν τέτοιο στόχο συχνά αποτελεί η επίτευξη ενός συγκεκριμένου μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης του τζίρου ή των κερδών ανά μετοχή κατά την προηγούμενη περίοδο των 3-5 ετών. Ένας άλλος στόχος που συχνά τίθεται είναι η επίτευξη ενός συγκεκριμένου μέσου όρου χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη στην αντίστοιχη περίοδο.

Οι παροχές δωρεάν μετοχών καθώς και τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών αποτελούν παράγοντες ισχυρής επίδρασης και σύγκλισης των στόχων και επιδιώξεων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων. Η αποτελεσματικότητα αυτών των πολιτικών αμοιβής έγκειται στα ισχυρά και άρρηκτα συνδεδεμένα και συνυφασμένα με την αποδοτικότητα και βιωσιμότητα της επιχείρησης κίνητρα που παρέχουν.

Η διερεύνηση της εμπειρικής βιβλιογραφίας επί του θέματος μας επιτρέπει να αναφέρουμε τα ακόλουθα:

- O Larcker (1983) κατέγραψε εμπειρικά ότι εταιρίες οι οποίες ενσωμάτωσαν στο σύστημα αμοιβών τους παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών στόχων, παρουσίασαν στη συνέχεια μεγαλύτερη αύξηση των επενδυτικών τους δαπανών, σε σχέση με

παρόμοιες εταιρίες που δεν προέβησαν σ' αυτήν την πολιτική αμοιβών.

- Οι Brickley, Bhagat και Lease (1985) βρήκαν αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής εταιριών που προβαίνουν στην ανακοίνωση θέσπισης μορφών αμοιβής που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων εταιρικών χρηματοοικονομικών στόχων. Η ερμηνεία που έδωσαν οι συγγραφείς στο παραπάνω εύρημα έγκειται στην υπόθεση ότι τα ανώτερα στελέχη, όταν δέχονται ισχυρά κίνητρα, τότε δραστηριοποιούνται με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων.
- Οι Tahranian, Travlos και Waegelein (1987a) υποστήριξαν ότι οι όποιες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών θα είχαν τον αντίκτυπό τους πάνω στις σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι συγγραφείς μελέτησαν το θέμα των συγχωνεύσεων (mergers). Θέλησαν να εξετάσουν την υπόθεση ότι οι εταιρίες που στο σύστημα αμοιβών των ανώτερων διευθυντικών στελεχών ενσωματώνουν, εκτός από το μισθό και το πριμ ετήσιας παραγωγικότητας, παροχές που συνδέονται με την υλοποίηση μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων και την πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής τους, θα προέβαιναν σε πιο επικερδείς συγχωνεύσεις σε σχέση με αυτές που δεν το κάνουν. Τα αποτελέσματα της έρευνάς τους κατέδειξαν ότι, πράγματι, στην περίπτωση ενσωμάτωσης παροχών που συνδέονται με μακροπρόθεσμους στόχους υπήρξε αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της εξαγοράζουσας επιχείρησης κατά την ανακοίνωση συγχωνεύσεων. Ακριβώς την αντίθετη κατεύθυνση ακολούθησε η χρηματιστηριακή τιμή όταν το σύστημα αμοιβών δεν προέβλεπε την παροχή των παραπάνω αμοιβών.

IV.3 Η Σύνθεση και Οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου ως Μηχανισμός Ελέγχου και Μείωσης του Κόστους Αντιπροσώπευσης

IV.3.1 Γενικά σχόλια

Η διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων στη σύγχρονη επιχείρηση γίνεται από ομάδα διευθυντικών στελεχών και εκπροσώπους των μετόχων, η οποία συγκροτεί το Διοικητικό

Συμβούλιο (Board of Directors). Το Διοικητικό Συμβούλιο (Δ.Σ) εκλέγεται από τους μετόχους της εταιρείας στην ετήσια γενική συνέλευση τους (Annual General Meeting) και σκοπός του είναι η διαφύλαξη των συμφερόντων των μετόχων, ο έλεγχος των υψηλόβαθμων διοικητικών στελεχών και η μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής (εάν η εταιρεία είναι εισηγμένη). Αν τα στελέχη επιθυμούν να παραμείνουν στις θέσεις τους τότε πρέπει να προβαίνουν στη λήψη αποφάσεων που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης και συνεπώς τον πλούτο των μετόχων.

Το Δ.Σ. αποτελείται από δύο ειδών εκπροσώπους- αντιπροσώπους: αυτούς που έχουν ελάχιστη συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης αλλά ασκούν καθήκοντα διοίκησης και από αυτούς που εκπροσωπούν σημαντικό ποσοστό ιδιοκτησίας. Στην προκειμένη περίπτωση έχουμε διαχωρισμό της διοίκησης από την ιδιοκτησία. Αυτή η συγκρότηση του Δ.Σ είναι φυσικό να δημιουργεί τις προϋποθέσεις ώστε να ανακύπτουν συχνά σημαντικές διαφορές ανάμεσα στις επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων, με αποτέλεσμα την ανάληψη αποφάσεων εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών που εξυπηρετούν τα δικά τους συμφέροντα σε βάρος των συμφερόντων των μετόχων (θεωρία αντιπροσώπευσης).

IV.3.2 Μια τυπική σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου έχει ως εξής:

• Πρόεδρος του Δ.Σ. (Chairman of the board)

Το άτομο που είναι ο υψηλότερος σε αξίωμα στην ιεραρχία του Δ.Σ. Έκλέγεται από το σώμα των συμβουλίου, και τα καθήκοντά του είναι η επικοινωνία με τα υψηλόβαθμα στελέχη, η χάραξη της στρατηγικής της επιχείρησης και η ισόρροπη εκπροσώπευση των συμφερόντων τόσο των ιδιοκτητών όσο και των διευθυντικών στελεχών της επιχείρησης. Σε πολλές επιχειρήσεις ταυτίζεται με το Γενικό Διευθύντη (Managing Director) ή τον ανώτατο εκτελεστικό αξιωματούχο (Chief Executive Officer – CEO).

• Μέλη του Δ.Σ. με Εκτελεστικά Καθήκοντα (Executives Directors)

Τα διευθυντικά στελέχη που προέρχονται από το εσωτερικό της επιχείρησης, είναι υπεύθυνα για την υιοθέτηση ή όχι

των χρηματοοικονομικών προτάσεων των συμβούλων, τη λήψη αποφάσεων σε θέματα στρατηγικής της επιχείρησης, και την απόφαση υλοποίησης ή όχι επενδυτικών σχεδίων. Μπορούν να κατέχουν μεγάλο μερίδιο μετοχών στην εταιρεία, μπορούν όμως και να είναι μικρομέτοχοι ή απλά να ασκούν διοικητικά καθήκοντα χωρίς παραπέρα ανάμειξη με την εταιρεία. Τέτοια στελέχη που χαρακτηρίζονται ότι ανήκουν στην ομάδα Διοίκησης (Management Team) είναι τα ακόλουθα:

Chief Executive Officer (CEO): Ο γενικός υπεύθυνος για όλες τις αποφάσεις και δραστηριότητες της εταιρείας σε καθημερινή βάση, ο οποίος απευθύνεται απευθείας στον Πρόεδρο του Δ.Σ. και λογοδοτεί σε αυτόν.

Chief Operations Officer (COO): Είναι ο γενικός υπεύθυνος για τις λειτουργίες (operations) της εταιρείας: μάρκετινγκ, πωλήσεις, παραγωγή, ανθρώπινο δυναμικό. Δίνει λόγο στο CEO.

Chief Finance Officer (CFO): Είναι ο γενικός υπεύθυνος επί των χρηματοοικονομικών θεμάτων και αποφάσεων. Αναλύει και παρουσιάζει τα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης, προετοιμάζει ισολογισμούς, προϋπολογισμούς δραστηριοτήτων κ.τ.λ. Έχει συχνά θέση Αντιπροέδρου, και παρουσιάζει τις προτάσεις του ενώπιον του Διοικητικού Συμβουλίου.

- **Μέλη του Δ.Σ. με Μη εκτελεστικά καθήκοντα (Non Executives Directors)**

Έχουν τις ίδιες ευθύνες με τα μέλη του Δ.Σ. με εκτελεστικά καθήκοντα στη διαμόρφωση στρατηγικής και λήψης αποφάσεων, ωστόσο δεν ανήκουν στα ενεργά μέλη της ομάδας Διοίκησης καθώς δεν έχουν καθημερινή επαφή με τα δρώμενα στην εταιρεία. Ενημερώνονται για την πορεία της εταιρείας και μετέχουν στο Δ.Σ. προασπίζοντας κυρίως τα συμφέροντα των μετόχων ασκώντας κριτική στα στελέχη της εσωτερικής διοίκησης. Ένας ακόμη λόγος για τον οποίο είναι θεμιτή η παρουσία τους στο Δ.Σ., είναι για να προσφέρουν στα μέλη του Συμβουλίου μια εξωτερική και ανεπηρέαστη άποψη για τα θέματα που αφορούν την επιχείρηση.

Αυτό το οργανωτικό σχήμα έχει ένα βασικό πρόβλημα που σχετίζεται με το ρόλο των εκτελεστικών μελών του Δ.Σ

ο οποίος είναι διπλός: ως μέλη του Δ.Σ. ασκούν εποπτεία στο έργο που οι ίδιοι παράγουν ενώ παράλληλα εξυπηρετούν τα δικά τους συμφέροντα μέσω από τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Από την άλλη τα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. θεωρητικά καλούνται να υπερασπιστούν τα συμφέροντα των μικρομετόχων, αλλά αυτό συμβαίνει συχνά χωρίς να υπάρχουν η απαραίτητη καθοδήγηση, ο καθορισμός συγκεκριμένων στόχων ή η παροχή κινήτρων.

Τα μέλη του Δ.Σ. γίνεται φανερό ότι παρουσιάζουν ετερόκλητα συμφέροντα και οι συνεδριάσεις του Δ.Σ. συχνά παρομοιάζονται ως πεδίο αντιπαράθεσης (conflict) μεταξύ των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών (executives and non-executives) (Roberts, J. T. McNulty και P. Stilles, 2005).

Πολύ συχνά παρουσιάζεται το πρόβλημα ότι οι κινήσεις του Chief Executive Officer (Διευθύνων Σύμβουλος) δεν υφίστανται άμεσο έλεγχο καθώς δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση για να αξιολογηθεί το έργο του. Έτσι, όταν παρουσιάζονται οι δράσεις του ενώπιον του Δ.Σ. αλλά και του Προέδρου του Δ.Σ. ο Γενικός Διευθυντής είναι ικανός να παρουσιάσει μια ωραιοποιημένη εικόνα του έργου του, η οποία να ικανοποιεί τους αντιπροσώπους των μετόχων, ενώ στην πραγματικότητα έχει απλά καταφέρει να πείσει το ακροατήριο για τις προθέσεις του, εξυπηρετώντας κυρίως τα δικά του συμφέροντα.

Τα προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων είναι εντονότερα στις περιπτώσεις κατά τις οποίες:

- α)** ο μεγαλομέτοχος είναι ταυτόχρονα και ανώτατο διοικητικό/διευθυντικό στέλεχος της επιχείρησης (δηλ. πρόεδρος Δ.Σ. ή διευθύνων σύμβουλος), και
- β)** τα δικαιώματα ψήφου –άρα και ελέγχου της επιχείρησης – ξεπερνούν τη συμμετοχή του μεγαλομετόχου στη διανομή κερδών, όπως όταν υπάρχουν δύο σειρές μετοχών με διαφορετικά δικαιώματα ψήφου, ή όταν ο μεγαλομέτοχος ελέγχει πολλές θυγατρικές εταιρείες μέσω πυραμοειδούς ιδιοκτησιακού σχήματος.

IV.3.3 Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και το μοντέλο πρόβλεψης συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών (Corporate Governance and manager behavior prediction)

Τα τελευταία χρόνια έγιναν προσπάθειες, στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης και με σκοπό να βρεθούν τρόποι αντιμετώπισης της έννοιας του κόστους αντιπροσώπευσης, να ερμηνευθούν καλύτερα οι συμπεριφορές των διευθυντικών στελεχών. Θεωρητικά αλλά και εμπειρικά δεδομένα οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι οι μάνατζερ άλλοτε δρουν στα πλαίσια του τέλειου ανταγωνισμού με κριτήρια ιδιοτέλειας (αρχική θεώρηση του agency cost) και άλλοτε αμφιταλαντεύονται μεταξύ οπορτουνισμού και ψυχολογικής ικανοποίησης.

Τα ζητήματα αυτά απασχόλησαν μεγάλη μερίδα του τύπου στις Η.Π.Α. μετά τα σκάνδαλα που ξέσπασαν σε εταιρίες όπως η Enron, Tyco, Worldcom και τις οδήγησαν σε πτώχευση.

Τα μέλη μιας επιχείρησης, σύμφωνα με τη μία θεωρία, επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της προσωπικής οικονομικής τους χρησιμότητας (economic utility maximization) και είναι αυτή που καθορίζει τη δράση τους και τις αποφάσεις τους μέσα στην επιχείρηση, και επομένως μπορεί να προβλεφθεί. Αυτό το πλαίσιο δράσης, τόσο των εκτελεστικών όσο και των μη εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, μπορεί να αποτυπωθεί σε ένα περιβάλλον τέλειου ανταγωνισμού, όπου ο οπορτουνισμός και η ιδιοτέλεια (self-seeking) αποτελούν καθοριστικά στοιχεία πάνω στα οποία βασίζεται η θεωρία αντιπροσώπευσης. Το μοντέλο αυτό συμπεριφοράς μπορεί να έχει σημαντικές πιθανότητες να οδηγήσει σε μία ασφαλή πρόβλεψη (από μαθηματικής πλευράς) ωστόσο όμως κρίνεται ανεπαρκής η αρχική του θεώρηση, η οποία δεν λαμβάνει υπόψη τις ανάγκες ηθικής ικανοποίησης των στελεχών μέσα από την εργασία τους.

Πιο κοντά στην πραγματικότητα φαίνεται να βρίσκεται η λιγότερο απόλυτη θεώρηση συμπεριφοράς των διευθυντικών στελεχών. Σύμφωνα με αυτή, μέρος της χρησιμότητας για ένα στέλεχος επιχειρήσεων αποτελεί και η ψυχολογική ικανοποίηση (psychological gratification) που πηγάζει από το αποτέλεσμα της εργασίας. Η απόλυτη θεώρηση της ιδιο-

τέλειας ως κίνητρο για τη δράση των διοικητικών στελεχών αποτελεί μια μονόφθαλμη και προφανώς ελλιπή οπτική. Μάλιστα έρευνες έδειξαν ότι μια τέτοια μοντελοποίηση της συμπεριφοράς των στελεχών, η οποία ταλαντεύεται ανάμεσα στην ιδιοτέλεια και στην θηθική ικανοποίηση, με κίνητρα που εκπορεύονται ανάμεσα στις δύο αυτές σφαίρες επιρροής, είναι πιο κοντά στα εμπειρικά δεδομένα και στις παρατηρήσεις των τελευταίων ετών (Prendergast, C. 1999).

Οι τελευταίες έρευνες θεωρούν ότι τα προβλήματα στην θεωρία αντιπροσώπευσης δεν λύνονται μόνο με την εφαρμογή μέτρων παρακολούθησης από τη μεριά των μη εκτελεστικών στελεχών. Άλλα ούτε είναι λογικό να συμπυκνωθεί η κακή αντιπροσώπευση των συμφερόντων των μετόχων στην ιδιοτελή πρακτική ορισμένων κορυφαίων εκτελεστικών στελεχών. Πλέον τίθεται ανοιχτά το ζήτημα της έλλειψης συνεργασίας (collaboration), καθοδήγησης (guidance) και εκπαίδευσης (training) μεταξύ των κορυφαίων στελεχών. Όπως ως θεμελιώδης λίθος της αντιπροσώπευσης τίθεται πλέον η σωστή καθοδήγηση και εκπαίδευση που λαμβάνουν τα στελέχη.

Εισάγεται λοιπόν μια νέα διάσταση στις αιτίες πλημμελούς αντιπροσώπευσης, που πέρα από την έννοια του ακραίου ανταγωνισμού, που δημιουργεί συνθήκες αμοιβαίας καχυποψίας, εισάγει και την έννοια της μη ικανότητας για ειλικρίνεια (honest incompetence). Στη τελευταία κατάσταση ο προσδιορισμός των λαθών γίνεται σε επίπεδο μη ιδιοτελών κριτηρίων. Τα λάθη υπάρχουν λόγω της μη ικανοποιητικής επίδοσης (performance) των στελεχών, τα οποία κυρίως λόγω έλλειψης πληροφόρησης, εκπαίδευσης, συνεργασίας οδηγούνται σε λάθος αποφάσεις.

IV.4 Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και η σημασία του ως μηχανισμού ελέγχου και μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης

IV.4.1 Γενικά σχόλια

Το πώς κυβερνούνται οι επιχειρήσεις είναι ένα γεγονός που επηρεάζει όχι μόνο την πορεία των ίδιων των εταιριών, αλλά και ολόκληρων των αγορών και των οικονομιών σε παγκόσμιο επίπεδο. Οι εταιρίες προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια απευθύνονται στις διεθνείς αγορές, σε μια διε-

θνή, πλέον, κοινότητα επενδυτών που υπερβαίνει τις τοπικές αγορές και τα παραδοσιακά κανάλια χρηματοδότησης. Αυτοί οι επενδυτές, και ιδίως οι θεσμικοί, θέλουν να βεβαιωθούν ότι οι εταιρείες που χρηματοδοτούν λειτουργούν με ένα αξιόπιστο καθεστώς που ελαχιστοποιεί τις πιθανότητες για κακοδιαχείριση, παραπληροφόρηση, νοθεία και απάτες. Οι επενδυτές αναλύουν και συγκρίνουν την απόδοση εταιρειών είτε αυτές έχουν έδρα τους την Ελλάδα είτε άλλη χώρα, με τις δικές τους προδιαγραφές διαφάνειας και πιστότητας στις οικονομικές τους καταστάσεις, πριν επενδύσουν.

Μία πρόσφατη έρευνα (Mc Kinsey, 2002) έδειξε ότι τα θέματα εταιρικής διακυβέρνησης αποτελούν αντικείμενο μεγάλης προσοχής για τους επενδυτές, με πρώτη προτεραιότητα την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων. Οι επενδυτές φαίνεται να αποδίδουν την ίδια βαρύτητα, σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης με αυτά των χρηματοοικονομικών δεικτών, όταν αξιολογούν επενδυτικές αποφάσεις. Η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν πρόσθετη αμοιβή (premium) για μετοχές εταιρειών με υψηλά κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης, 12-14% παραπάνω για εταιρείες Β. Αμερικής και Δ. Ευρώπης και 20-30% για εταιρείες στον υπόλοιπο κόσμο. Το 60% μάλιστα εξέφρασε την άποψη ότι αποφεύγει εντελώς τις επενδύσεις σε εταιρείες με χαμηλά κριτήρια εταιρικής διακυβέρνησης.

Η ενίσχυση θεσμών διαφάνειας στην εταιρική διακυβέρνηση πέραν της διευκόλυνσης άντλησης κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις-επενδυτές, αποφέρει και οφέλη στη επιχείρηση μέσω της αποτελεσματικής χρήσης των πόρων της, όπως στην ορθολογική λήψη αποφάσεων για επενδύσεις, αγορές και εξαγορές, συστήματα αμοιβών, μείωση στα κρούσματα λογιστικής νοθείας, κ.τ.λ.

Η ενίσχυση θεσμών διαφάνειας στην εταιρική διακυβέρνηση ενισχύει επίσης την εμπιστοσύνη του κοινού στην διαδικασία μετοχοποίησεων και ιδιωτικοποίησεων. Με τον τρόπο αυτό συμβάλει στην καλή πορεία των επιχειρήσεων και κατά συνέπεια στην ενδυνάμωση της απασχόλησης και της οικονομίας.

IV.4.2 Βασικοί κανόνες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Εταιρική διακυβέρνηση (corporate governance) σημαίνει θέσπιση ξεκάθαρων κανόνων παιγνιδιού που χαρακτηρίζονται από διαφάνεια, συνέπεια και υπεύθυνη λογοδοσία. Τα κυριότερα ερωτήματα που ανακύπτουν και χρήζουν απάντησης στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης είναι:

1. Πώς προστατεύονται καλύτερα τα δικαιώματα και συμφέροντα των μετόχων και μάλιστα ισότιμα μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών μετόχων;
2. Πώς επιτυγχάνεται η διασφάλιση των δικαιωμάτων όλων των εμπλεκόμενων φορέων στην εταιρεία (stakeholders);
3. Διαφανής, ακριβής, διασταυρωμένη και σε εύθετο χρόνο ενημέρωση για όλα τα θέματα που αφορούν την επιχείρηση συμπεριλαμβανομένης της χρηματοοικονομικής κατάστασης, της επίδοσης, της ιδιοκτησίας και της μετοχικής σύνθεσης.
4. Πώς διασφαλίζεται αποτελεσματική διαχείριση της εταιρείας από το Διοικητικό Συμβούλιο, το οποίο είναι υπόλογο στους μετόχους.

Η απάντηση στα ερωτήματα αυτά προϋποθέτει ένα νέο πλαίσιο που περιλαμβάνει:

Πρώτον, κανόνες που διασφαλίζουν την αμερόληπτη και διαφανή λειτουργία της επιχείρησης, αλλά και την προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων, να συμμετάσχουν ισότιμα και αποτελεσματικά στις γενικές συνελεύσεις, και ισότιμη μεταχείριση των ξένων και μειοψηφικών μετόχων. Δεύτερον, συμμετοχή ανεξάρτητων, μη-εκτελεστικών μελών στο Δ.Σ. και ενεργός συμμετοχή τους στη στρατηγική της επιχείρησης. Επίσης, κανόνες που αναγνωρίζουν τα δικαιώματα των εμπλεκομένων φορέων (stakeholders) και ενθαρρύνουν την ενεργό συνεργασία τους στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Τρίτον, δημιουργία Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ., στην οποία θα αναφέρεται ο εσωτερικός έλεγχος της εταιρείας και κανόνες που διασφαλίζουν διαφάνεια και αμεροληψία στη λήψη αποφάσεων για τη λειτουργία της επιχείρησης. Τέταρτον, διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου της επιχείρησης.

Μία καλή εταιρική διακυβέρνηση προϋποθέτει σταθερότητα κανόνων και συμπεριφορών και ξεκάθαρη αναγνώριση του βασικού στόχου και της βασικής φιλοσοφίας, που έχει κάθε επιχείρηση. Ταυτόχρονα όμως οι επενδυτές θέλουν να ξέρουν, ότι η διοίκηση μπορεί να αντιδράσει αποτελεσματικά σε μία αιφνιδιαστική εξέλιξη και να προετοιμάσει έγκαιρα τις προσαρμογές της επιχείρησης στις εξωτερικές εξελίξεις. Συνοψίζοντας χρειάζονται τέσσερα **κριτήρια**:

- α) Σταθεροί κανόνες
- β) Αναγνωρίσιμη φιλοσοφία/ταυτότητα
- γ) Ικανότητα προσαρμογής
- δ) Ευέλικτη αντίδραση

(τα παραπάνω βασίστηκαν σε όσα λέχθηκαν σε ομιλία του κυρίου Νίκου Μ. Χριστοδουλάκη όταν διατελούσε καθήκοντα Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών στην Ημερίδα του London Business School Greek Alumni Association «Εταιρική Επιβίωση και Εταιρική Διακυβέρνηση»)

IV.5 Η αγορά για εταιρικό έλεγχο, που εκδηλώνεται με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, ως μηχανισμός ελέγχου στην θεωρία αντιπροσώπευσης

Η αγορά για εταιρικό έλεγχο (the market for corporate control) γνώρισμα της οποίας είναι οι επιχειρούμενες εξαγορές και συγχωνεύσεις αποτελεί ένα μέσο αντιμετώπισης της σύγκρουσης μεταξύ ιδιοκτητών και μάνατζερς, καθώς και ένα τρόπο να προστατευθούν τα συμφέροντα των μετόχων, στην περίπτωση που η εν λόγω εταιρεία είναι «μικρή», με την μεταβίβαση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης σε πιο αποτελεσματικά διευθυντικά στελέχη.

Η μεταβίβαση του ελέγχου μιας «μικρής» επιχείρησης (εξαγορά ή συγχώνευση), πραγματοποιείται μέσω της απόκτησης ικανού αριθμού μετοχών της από άλλο επενδυτή ή «μεγάλη» επιχείρηση. Η ιδιοκτησιακή αυτή αλλαγή μπορεί να γίνει με τη συναίνεση της διοίκησης (friendly acquisition) ή χωρίς αυτή (hostile take-over).

Ο αγοραστής μπορεί:

- να είναι στρατηγικός επενδυτής,
- να αποβλέπει σε κέρδη, επειδή θεωρεί πως η επιχείρηση είναι υποτιμημένη,

- να έχει την πεποίθηση ότι η υπάρχουσα διοίκηση δεν αξιοποιεί στο έπακρο τις δυνατότητές της, οπότε υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης και κέρδους.

Η προοπτική της εξαγοράς της εταιρείας από μία μεγαλύτερη και η παράλληλη αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μπορεί να βλάψει τα συμφέροντα των μάνατζερς, κυρίως του CEO. Η διατήρηση της θέσης του στη νέα διευρυμένη επιχείρηση καθίσταται πλέον επισφαλής. Στη εξαγορά της εταιρείας μπορεί να οδηγήσει και η μη ικανοποιητική επίδοσή των κορυφαίων στελεχών (top management group), τα οποία δεν ικανοποίησαν τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα παραπάνω συμβαίνουν στην περίπτωση που η εξαγορά γίνεται ως ένας τρόπος πειθαρχικής τιμωρίας της εταιρείας και των στελεχών της, λόγω των φτωχών αποτελεσμάτων ως προς την ικανοποίηση των προσδοκιών των μετόχων [David P. Ely και Moon H. Song]. Η μη συναινετική εξαγορά αποτελεί κίνδυνο που αντιμετωπίζουν τα διευθυντικά στελέχη, και συνεπώς πρόκειται για ένα εργαλείο πίεσης των μετόχων προς τα εν λόγω στελέχη. Επίσης, η φήμη και μόνο της πιθανότητας εξαγοράς από μεγαλύτερη εταιρεία, μπορεί να οδηγήσει σε βελτίωση της επίδοσης των κορυφαίων στελεχών.

Τέλος, σκόπιμο είναι να διευκρινισθεί ότι ακριβώς τα αντίθετα αποτελέσματα στην συμπεριφορά των μάνατζερς έχουμε στην περίπτωση όπου η εταιρεία στην οποία ανήκουν είναι «μεγάλη» και εξαγοράζει μία άλλη μικρότερη. Σε αυτή την περίπτωση, υπάρχει αισιοδοξία και προβάλλεται μια ωραιοποιημένη εικόνα της συγχώνευσης. Η χρηματιστηριακή αξία της «μεγάλης» εταιρίας αυξάνεται και αυτό ευνοεί τόσο τους μετόχους όσο και τους μάνατζερς. Η εμπιστοσύνη των μετόχων προς τους μάνατζερς ενδυναμώνεται τον πρώτο καιρό της συγχώνευσης. Ως αποτέλεσμα, οι μάνατζερς επωφελούνται είτε χρηματικά είτε μπορούν να δρουν ακόμη πιο ανεξέλεγκτα και να αποβλέπουν σε δικά τους προσωπικά οφέλη. Στο μέλλον βέβαια, η εικόνα είναι διαφορετική καθώς αρχίζουν οι πρώτες οργανωτικές δυσλειτουργίες. Πολλές φορές τα εμπόδια είναι ανυπέρβλητα και η μετοχή της εταιρείας τελικώς καταποντίζεται, αλλά οι μάνατζερς ενδεχομένως αποχωρούν έχοντας αποκομίσει μεγάλα οικονομικά οφέλη.

Η αποτελεσματικότητα της πολιτικής εξαγορών και συγχωνεύσεων γενικά εξαρτάται από τη σκοπιά από την οποία εξετάζεται. Ο έλεγχος των διευθυντικών στελεχών επιτυγχάνεται μόνο στην περίπτωση όπου υπάρχουν φήμες για εξαγορά από μεγαλύτερη εταιρεία. Σε αντίθετη περίπτωση, όπου δηλαδή η εταιρεία στην οποία ανήκουν εξαγοράζει μια μικρότερη, τα αποτελέσματα είναι η επιδείνωση της διαμάχης μεταξύ ιδιοκτητών και διοικητικών στελεχών, λόγω της αμφισβήτησης της χρησιμότητας της εν λόγω εξαγοράς.

IV.6 Θεσμικό και Νομικό Πλαίσιο για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης: το υπόδειγμα της Ελλάδας και η εφαρμογή της Λευκής Βίβλου

Οι σχετικές πρωτοβουλίες για τη νομική αντιμετώπιση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης στη χώρα μας ξεκίνησαν από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία σε συνεργασία με τους αρμόδιους παραγωγικούς φορείς της Ελληνικής οικονομίας συνέστησε ειδική επιτροπή με την επωνυμία «Επιτροπή για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα».

Στη συνέχεια διατυπώθηκαν οι αρχές και βέλτιστες πρακτικές διακυβέρνησης στην Ελλάδα, οι οποίες περιλαμβάνονται στη Λευκή Βίβλο με τίτλο «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της», που εκδόθηκε το 1999. Η Λευκή Βίβλος περιλαμβάνει προτάσεις για το Διοικητικό Συμβούλιο, τα μη Εκτελεστικά Μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και τα Εκτελεστικά Διευθυντικά Στελέχη.

Οι προτάσεις ενθαρρύνουν τους μετόχους, ιδιαίτερα τους θεσμικούς επενδυτές, σε ενεργό συμμετοχή στη διοίκηση της εταιρείας. Αποθαρρύνουν την ύπαρξη μετοχών πολλαπλής ψήφου και την έκδοση προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο. Ορίζουν το πως οι εταιρείες πρέπει να διασφαλίζουν και να εγγυώνται την έγκαιρη και πλήρη γνωστοποίηση πληροφοριών που έχουν σχέση με την επιχείρηση ή τους φορείς της και που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής.

Οι σχετικές προτάσεις επίσης προβλέπουν την καθέρωση επιτροπής εσωτερικού ελέγχου με εξασφάλιση οικονομικής και λειτουργικής αυτονομίας των μελών της, προβλέπο-

ντας πως τουλάχιστον τρία μέλη της θα είναι μη εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Περαιτέρω προβλέπονται: ο διαχωρισμός των ρόλων του προέδρου Διοικητικού Συμβουλίου (*chairman of the board*) και του διευθύνοντος συμβούλου (*CEO*). Η σύνδεση της αμοιβής των εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου με την κερδοφορία και αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Ο Νόμος 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση εισάγει ειδικά θέματα διοίκησης και λειτουργίας ανώνυμων εταιρειών που έχουν εισηγμένες μετοχές ή άλλες κινητές αξίες τους σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν στη χώρα μας. Συγκεκριμένα, ορίζεται πως πρώτιστη υποχρέωση και καθήκον των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου είναι η διαρκής επιδίωξη ενίσχυσης της μακροχρόνιας οικονομικής αξίας της εταιρείας και η προάσπιση του γενικού εταιρικού συμφέροντος. Επιπλέον, απαγορεύεται στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου να επιδιώκουν συμφέροντα αντίθετα προς τα συμφέροντα της εταιρείας. Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου περαιτέρω οφείλουν εγκαίρως να αποκαλύπτουν στο Διοικητικό Συμβούλιο τα ίδια συμφέροντά τους που προκύπτουν από συναλλαγές της εταιρείας, καθώς και κάθε άλλη σύγκρουση ιδίων συμφερόντων με αυτών της εταιρείας ή συνδεδεμένων με αυτήν επιχειρήσεων η οποία προκύπτει κατά την άσκηση των καθηκόντων τους. Επίσης, ο σχετικός νόμος αναφέρεται στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, επιβάλλοντας τη συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο μη εκτελεστικών μελών, τουλάχιστον στο 1/3 του συνολικού αριθμού των μελών του. Επιπλέον, μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών πρέπει να υπάρχουν δύο τουλάχιστον ανεξάρτητα μέλη, εκτός εάν στο Διοικητικό Συμβούλιο μετέχουν και εκπρόσωποι της μειοψηφίας των μετόχων. Τα ανεξάρτητα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου δεν πρέπει να έχουν σχέση εξάρτησης με την εταιρεία ή, με τα συνδεδεμένα με αυτή, πρόσωπα.

Ο νόμος επιβάλλει τη θέσπιση εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου. Συγκεκριμένα, η διενέργεια εσωτερικού ελέγχου διεξάγεται από ειδική υπηρεσία της εταιρείας στην οποία απασχολείται τουλάχιστον ένα φυσικό πρόσωπο πλήρους και αποκλει-

στικής απασχόλησης, το οποίο δεν υπάγεται ιεραρχικά σε καμία άλλη υπηρεσιακή μονάδα της εταιρείας και εποπτεύεται από μη εκτελεστικά μέλη (ένα έως τρία) του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι εσωτερικοί ελεγκτές ορίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο. Απαγορεύεται να είναι μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, εν ενεργείᾳ διευθυντικά στελέχη ή συγγενείς των παραπάνω μέχρι και δευτέρου βαθμού, εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, οι εσωτερικοί ελεγκτές δικαιούνται πρόσβαση σε οποιοδήποτε βιβλίο, έγγραφο, αρχείο, τραπεζικό λογαριασμό, χαρτοφυλάκιο και υπηρεσία της εταιρείας. Το Διοικητικό Συμβούλιο διατηρεί την υποχρέωση να συνεργάζεται με τους εσωτερικούς ελεγκτές και να διευκολύνει το έργο τους, η δε διοίκηση οφείλει να παρέχει τα απαραίτητα μέσα προς διεκπεραίωση του έργου τους. Από τις αρμοδιότητες της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου έχει ιδιαίτερη σημασία η δυνατότητά της να αναφέρει στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας τυχόν περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών με τα συμφέροντα της εταιρείας.

Ο Νόμος 3016/2002, σε γενικές γραμμές, που κινείται πολύ κοντά στο πλαίσιο του Κώδικα Βέλτιστης Συμπεριφοράς της Επιτροπής Cadbury, αποτελεί βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση. Ιδιαίτερη σημασία έχουν οι διατάξεις που προωθούν περαιτέρω τη διαφάνεια στις συναλλαγές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των διευθυντικών στελεχών με την εταιρεία, καθώς και με βασικούς πελάτες ή προμηθευτές της. Περαιτέρω, οι σχετικές διατάξεις προστατεύουν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι τυχόν αντίθετων επιδιώξεων των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου ή των διευθυντικών στελεχών. Επιπλέον, η συμμετοχή στο Διοικητικό Συμβούλιο ενός ελάχιστου αριθμού μη εκτελεστικών μελών και ιδιαίτερα η πρόβλεψη ύπαρξης ανεξαρτήτων μη εκτελεστικών μελών περιορίζει τις δυνατότητες τυχόν εκμετάλλευσης των μικρομετόχων από τους μεγαλομετόχους.

IV.7 Η αγορά εργασίας για διευθυντικά στελέχη ως μηχανισμός αντιμετώπισης των προβλημάτων αντιπροσώπευσης

IV.7.1 Γενικά σχόλια

Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ εντολέα και εντολοδόχου αλλά και με την σπατάλη προσωπικών μη χρηματικών προσωπικών ωφελειών (*perk consumption*) μπορούν να επιλυθούν μέσω της λειτουργίας αγοράς διευθυντικών στελεχών (*managerial labor market*) που βρίσκεται σε ισορροπία. Το πρόβλημα του *perk consumption*, στο πλαίσιο της λειτουργίας της αποτελεσματικής αγοράς εργασίας για διευθυντικά στελέχη, διασπάται υπό την έννοια ότι οι μισθοί στην εν λόγω αγορά αντικατοπτρίζουν με αντικειμενικότητα και αμεροληψία το αναμενόμενο οριακό προϊόν του κάθε διευθυντικού στελέχους. Αυτό σημαίνει ότι η παρούσα αξία των μελλοντικών μισθών των διευθυντικών στελεχών προσαρμόζεται απόλυτα προκειμένου να αναπαριστά τυχόν φυγοπονία (*shirking*) ή υπερβάλλουσα κατανάλωση μη χρηματικών προσωπικών απολαβών (*perks*). Υπό τη λειτουργία μιας τέτοιας τέλειας και αποτελεσματικής αγοράς εργασίας και της συνακόλουθης πλήρους προσαρμογής του επιπέδου των μισθών, επιτυγχάνεται η συμμόρφωση του μάνατζερ και η παροχή κινήτρων σε αυτόν να προβαίνει σε ενέργειες που συνάδουν με τη βελτιστοποίηση των εταιρικών στόχων και συμφερόντων.

IV.7.2 Η μελέτη του Eugene F. Fama (1980)

Η αγορά εργασίας πιέζει την επιχείρηση να πληρώνει τα διευθυντικά στελέχη σύμφωνα με την επίδοσή τους. Οι δυνητικά νέοι μάνατζερς επιζητούν επιχειρήσεις όπου θα αναγνωρίζεται η επίδοσή τους. Αυτό σημαίνει πως αν μια επιχείρηση δεν εφαρμόζει αυτό το μοντέλο ανταμοιβής, τότε χάνει την ευκαιρία να απασχολήσει τα καλύτερα διευθυντικά στελέχη της αγοράς (Eugene F. Fama 1980).

Ο ίδιος ερευνητής σημειώνει ότι υπάρχουν τρεις βασικές συνθήκες προκειμένου η αγορά εργασίας για διευθυντικά στελέχη να λειτουργεί αποτελεσματικά όσον αφορά την πολιτική αμοιβών των στελεχών.

- Οι ικανότητες και οι τάσεις των μάνατζερς για σπατάλη-κατανάλωση μη χρηματοοικονομικών προσωπικών ωφε-

λειών στο χώρο εργασίας (private consumption on the job) δεν είναι γνωστές με ακρίβεια και βεβαιότητα και είναι πιθανόν να αλλάζουν με το πέρασμα του χρόνου. Το μοντέλο της αλλαγής των στοιχείων αυτών δύναται να επηρεαστεί από τον μηχανισμό της αγοράς εργασίας και την πληροφόρηση για παρελθόντα και τωρινά στοιχεία επιδόσεων.

Η αρχική ανάλυση επικεντρώνεται κυρίως στους Jensen και Meckling (1976) και στο πρόβλημα του Ηθικού Κινδύνου στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Ωστόσο η ανάλυση του Fama (1980) μπορεί να επεκταθεί και να ενσωματώσει τις προτιμήσεις των στελεχών σχετικά με τη μεγιστοποίηση του μεγέθους της επιχείρησης (το πρόβλημα που συνδέεται με την παρακράτηση κερδών) την ηλικιακή τους βάση, τον χρόνο που διατίθενται να παραμείνουν στην επιχείρηση (το πρόβλημα που συνδέεται με την παρακράτηση κερδών) (time horizon) και τις επιδιώξεις τους για προσωπικό πλούτο και διάθεση για διαφοροποίηση προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος.

- Η δεύτερη συνθήκη έχει να κάνει με την αποτελεσματικότητα της διαδικασίας ροής πληροφοριών που παρέχει η αγορά εργασίας προκειμένου να αξιολογηθεί η διοίκηση. Ωστόσο, τα κόστη συγκέντρωσης των πληροφοριών θα οδηγηθούν σε μια κατάσταση ισορροπίας στην αγορά εργασίας, όπου τα διαφορετικά ενδιαφερόμενα μέρη κατέχουν διαφορετικά ποσοστά πληροφόρησης.
- Τέλος, ο Fama υποστηρίζει ότι η βαρύτητα της διαδικασίας επανεξέτασης των μισθών πρέπει να είναι ικανή να επιλύσει όποια προβλήματα ανακύπτουν αναφορικά με τα κίνητρα δράσης των διοικητικών στελεχών.

IV.7.3 Επιπλέον Εμπειρικά ευρήματα

Η πλειονότητα της διεθνούς βιβλιογραφίας καταδεικνύει ότι οι διοικούντες είναι πολύ πιθανότερο να χάσουν τις θέσεις τους όταν επιδεικνύουν χαμηλή επίδοση. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει τη δυναμική του ρόλου της αγοράς εργασίας ως μέσου πειθαρχίας για τα διοικητικά στελέχη. Η πειθαρχία στην περίπτωση αυτή σημαίνει ότι τα στελέχη έχουν συμφέρον να ενεργούν προς όφελος της επιχείρησης μιας και η κερδοφορία της συνδέεται με εδραίωσή τους μέσα σε αυτή.

Ωστόσο, οι Weisbach (1988) και Warner et al. (1988) έχουν διαπιστώσει ότι μόνο τα πραγματικά και συγκριτικά λιγότερο αποδοτικά διευθυντικά στελέχη χάνουν τελικά τις θέσεις τους και ότι γενικά μεσολαβεί μεγάλη χρονική περίοδος μέχρις ότου τα χαμηλά επίπεδα επίδοσης ενός διευθυντικού στελέχους οδηγήσουν στην απομάκρυνσή του από την επιχείρηση. Η διαπίστωση αυτή αμβλύνει κάπως τη σπουδαιότητα του ρόλου της αγοράς εργασίας για διευθυντικά στελέχη ως μέσο εναρμόνισης των συμφερόντων τους με αυτά της επιχείρησης, εντούτοις δεν το ανατρεί.

Ο Gilson (1989) επίσης διαπίστωσε ότι οι εξωτερικές αγορές εργασίας χρησιμοποιούν δεδομένα από παρελθούσες επιδόσεις προκειμένου να οριοθετήσουν τις ευκαιρίες απασχόλησης και τα επίπεδα ανταμοιβής των διοικητικών στελεχών. Μια άλλη έρευνα που διεξήχθη από τους Kaplan και Reishus (1990) έδειξε ότι τα διευθυντικά στελέχη στις εταιρίες των οποίων συνηθίζουν να ακολουθούν πολιτικές μειωμένης διανομής μερισμάτων στους μετόχους έχουν μικρότερες πιθανότητες να προσληφθούν από άλλες επιχειρήσεις ως εξωτερικά διοικητικά στελέχη καθώς θεωρούνται ως στελέχη με «χαμηλή-φτωχή» επίδοση.

IV.7.4 Αποτελεσματικότητα του μηχανισμού της αγοράς εργασίας

Ο μηχανισμός της εξωτερικής αγοράς εργασίας για διευθυντικά στελέχη, όπως δείχνουν έρευνες σαν αυτές που προαναφέρθηκαν, αποτελεί έναν αποτελεσματικό τρόπο σύγκλισης των αντικρουόμενων συμφερόντων, έτσι όπως αναπτύσσονται στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Ωστόσο υπάρχει η άποψη (Jensen και Murphy 1990, Kaplan και Reishus 1990) ότι ίσως η αποτελεσματικότητα του εν λόγω μηχανισμού να περιορίζεται μόνο στη συμμόρφωση των λιγότερο αποδοτικών διοικητικών στελεχών.

V. Τελικές Παρατηρήσεις και Προτάσεις για Παραπέρα Διερεύνηση του Θέματος

- Η Θεωρία της Αντιπροσώπευσης και η εφαρμογή της στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής διοίκησης αναμφίβολα αποτελεί ένα θέμα του οποίου τα συστατικά και οι παράμετροι συναντώνται καθημερινά σε διάφορους το-

μείς δραστηριοτήτων. Η πτυχή της εν λόγω θεωρίας στην οποία εστιάσαμε το ενδιαφέρον μας στη συγκεκριμένη εργασία είναι αυτή που εμφανίζεται στο επιχειρηματικό πεδίο και αφορά τη σχέση μεταξύ ιδιοκτητών και ανώτατων διευθυντικών στελεχών μιας, συνήθως εισηγμένης στο χρηματιστήριο, επιχείρησης. Όπου υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και διαχείρισης κεφαλαίου, προκύπτει ζήτημα εκχώρησης εξουσιών από τον εντολέα-ιδιοκτήτη προς τους εντολοδόχους-διευθυντικά στελέχη. Ο κεντρικός άξονας γύρω από τον οποίο δημιουργούνται και αυξάνονται τα λεγόμενα «κόστη αντιπροσώπευσης», είναι το γεγονός ότι τα προσωπικά συμφέροντα και οι επιδιώξεις των εντολοδόχων δεν ταυτίζονται με αυτά της επιχείρησης και των ιδιοκτητών-μετόχων εντολέων. Το γεγονός αυτό σημαίνει ότι τα στελέχη είτε δεν μοχθούν για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, και άρα για το όφελος των μετόχων, με τον ίδιο ζήλο που θα το έπρατταν στην περίπτωση που η επιχείρηση τους ανήκε, είτε ότι δραστηριοποιούν τις δυνάμεις και την προσπάθειά τους προς την κατεύθυνση επίτευξης των προσωπικών τους στόχων. Οι προσωπικοί στόχοι, όμως, των διευθυντικών στελεχών δεν είναι εναρμονισμένοι με αυτούς της επιχείρησης.

Μια πρώτη, γενικευμένη βέβαια, προσέγγιση και διαπίστωση της ύπαρξης του προβλήματος έγινε από τον Adam Smith το 1776. Η αφετηρία της σύγχρονης πάντως βιβλιογραφίας, σχετικά με το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διαχείρισης κεφαλαίου, έγινε από τους Berle και Means το 1932.

- Οι συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών λαμβάνουν τέσσερις βασικές μορφές. Η πρώτη μορφή περιγράφεται από αυτό που ονομάζουμε «Προβλήματα Ηθικού Κινδύνου» και ουσιαστικά αναφέρεται στην μη επίδειξη του μέγιστου δυνατού ζήλου εκ μέρους των εντολοδόχων, γεγονός που οφείλεται και στην αδυναμία των εντολέων- μετόχων να βρίσκονται συνεχώς μέσα στην επιχείρηση προκειμένου να διασφαλίζουν το επίπεδο των προσπαθειών και του κόπου που καταβάλλεται προς όφελος της επιχείρησης. Μέσα στο πλαίσιο της έννοιας του Ηθικού Κινδύνου ενυπάρ-

χει και αυτή της «Δυσμενούς Επιλογής» που αναφέρεται στην ποιότητα της διοίκησης, στο κατά πόσο δηλαδή οι αποφάσεις της είναι οι βέλτιστες σε σχέση με τα διάφορα εναλλακτικά σενάρια. Μια ακόμη έννοια αρκετά συναφής με τα παραπάνω είναι και αυτή της «Ασύμμετρης Πληροφόρησης» μεταξύ διευθυντικών στελεχών και ιδιοκτητών μιας επιχείρησης, γεγονός που αποτελεί την γενεσιοναργό αιτία και των δύο φαινομένων που προαναφέρθηκαν.

Μια άλλη μορφή που μπορεί να λάβουν οι συγκρούσεις, μεταξύ των δύο ενδιαφερομένων πλευρών, είναι τα προβλήματα «Παρακράτησης Κερδών» και αναφέρεται στην τάση των διευθυντικών στελεχών να προτιμούν παρακράτηση παρά διανομή των κερδών μιας και με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης, οι απολαβές και η δύναμη τους, ενώ μειώνεται η ανάγκη για προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό. Ο εξωτερικός δανεισμός, όμως, εξασφαλίζει, μέσω της λειτουργίας των αγορών, έναν αποτελεσματικό τρόπο ελέγχου. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι αυτή η τάση των διευθυντικών στελεχών έρχεται σε σύγκρουση με τα συμφέροντα των μετόχων-επενδυτών, οι οποίοι έχοντας ήδη ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, δεν επιδιώκουν περαιτέρω διαφοροποίηση σε επίπεδο μεμονωμένης επιχείρησης-επένδυσης.

Η τρίτη μορφή με την οποία εκφράζονται οι συγκρούσεις μεταξύ των δύο εν λόγω μερών, είναι αυτή που περιγράφεται από τα προβλήματα «Χρονικού Ορίζοντα» που αφορούν την αντίθεση μεταξύ της βραχυπρόθεσμης θεώρησης της επιχείρησης από την πλευρά των διευθυντικών στελεχών και της μακροπρόθεσμης αντίστοιχης θεώρησης των μετόχων οι οποίοι ενδιαφέρονται για όλες τις μελλοντικές ταμειακές ροές που εκτείνονται στο διηνεκές.

Η τελευταία μορφή με την οποία εμφανίζονται οι συγκρούσεις που καθιστούν υπαρκτό το πρόβλημα που περιγράφεται από τη θεωρία Αντιπροσώπευσης, είναι τα προβλήματα «Αποστροφής Κινδύνου». Τα διευθυντικά στελέχη εξαρτώνται από οικονομικής άποψης, αποκλειστικά από το μέλλον της επιχείρησης στην οποία εργάζονται, γεγονός που διευκολύνει την υιοθέτηση από μέρους τους μιας περισσότερο συντηρητικής στάσης έναντι

των ριψοκίνδυνων επενδύσεων. Τα διευθυντικά στελέχη, λοιπόν, αποστρέφονται τον κίνδυνο σε αντίθεση με τους μετόχους οι οποίοι, έχοντας ήδη ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, επιζητούν μεγαλύτερη απόδοση σε επίπεδο μεμονωμένης επιχείρησης, και άρα μεγαλύτερου κινδύνου επενδύσεις.

- Το θέμα που χωρίς αμφιβολία έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές στην πάροδο του χρόνου και το οποίο προσπαθήσαμε να καλύψουμε όσο το δυνατόν πληρέστερα στην παρούσα εργασία είναι τα κόστη που προκύπτουν από την σχέση αντιπροσώπευσης. Έπειτα από την μελέτη των απώψεων ενός ικανοποιητικού αριθμού συγγραφέων, καταλήξαμε στην παράθεση με αύξουσα χρονολογική σειρά των σημαντικότερων, κατά την γνώμη μας, αναφορών της παγκόσμιας βιβλιογραφίας στο εν λόγω θέμα. Η πρώτη σύγχρονη και σφαιρική προσέγγιση του θέματος των κοστών αντιπροσώπευσης έγινε από τους Jensen και Meckling το έτος 1976, από όπου προέκυψε μια πρώτη κατηγοριοποίηση του κόστους ως εξής: α) γενικά κόστη αντιπροσώπευσης, β) κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την χρηματοδότηση από Ίδια Κεφάλαια και γ) κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την χρηματοδότηση από την έκδοση και πώληση τίτλων δανειακού κεφαλαίου (*The agency costs of debt*).

Οι ερευνητές-καθηγητές Barnea, Haugen και Senbet το έτος 1981 θεώρησαν τα κόστη αντιπροσώπευσης από μια διαφορετική σκοπιά και συνδέοντας τα με την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης κατέληξαν σε τρεις επιπλέον διακρίσεις: α) το κόστος αντιπροσώπευσης που απορρέει από την ύπαρξη της ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ των διοικητικών στελεχών και των μετόχων-ιδιοκτητών της εταιρίας, β) τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με την χρηματοδότηση της εταιρίας με εξωτερικό δανεισμό, η οποία οδηγεί σε περιορισμένη ευθύνη των μετόχων και γ) το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με την μερική ιδιοκτησία της εταιρίας από το διοικητικό στέλεχος.

Άξια αναφοράς γι' αυτό και συμπεριλήφθη σε αυτό το τμήμα της παρούσας εργασίας είναι μια προγενέστερη μελέτη του Michael C. Jensen (1986) για τα κόστη αντιπρο-

σώπευσης των «ελευθέρων ταμειακών ροών». Πρόκειται για τις ροές που υπερβαίνουν αυτές που απαιτούνται ώστε να χρηματοδοτηθούν όλες οι επενδύσεις που έχουν θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες και που αποτελούν σημαντική πηγή σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και των μετόχων.

Το έτος 1989 έχουμε μια προσέγγιση του θέματος από τους ερευνητές-καθηγητές Crutchley και Hansen οι οποίοι υπέδειξαν τρεις τρόπους για τη μείωση των κοστών αντιπροσώπευσης: α) αύξηση του μεριδίου ιδιοκτησίας της επιχείρησης από τα διοικητικά στελέχη, β) αύξηση των μερισμάτων και γ) χρήση μεγαλύτερης χρηματοδότησης μέσω της έκδοσης και πώλησης τίτλων δανειακού κεφαλαίου. Επιπλέον οι παραπάνω ερευνητές-καθηγητές ανέπτυξαν ένα μοντέλο το οποίο με τη χρήση παλινδρόμησης μπορεί να δείξει πώς πέντε χαρακτηριστικά αντιπροσώπευσης της εταιρίας επηρεάζουν τρεις βασικές μεταβλητές χρηματοικονομικής πολιτικής.

- Τόσο οι συγκρούσεις που προκύπτουν από την σχέση αντιπροσώπευσης, όσο και τα συνακόλουθα κόστη, δύνανται να αμβλυνθούν μέσω κάποιων μηχανισμών. Πρώτο και βασικό εργαλείο που συμβάλλει προς την κατεύθυνση αυτή είναι η υιοθέτηση του βέλτιστου μίγματος πακέτου αποδοχών των ανώτατων διευθυντικών στελεχών. Ο βασικός μισθός, για παράδειγμα, δεν δύναται από μόνος του να δώσει κίνητρα για μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας. Από την άλλη όμως, η ανασφάλεια που συνεπάγεται η μη ύπαρξή του τον καθιστά απαραίτητο συστατικό του πακέτου αποδοχών. Από την άλλη, τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας, που βασίζονται στην επίτευξη των ετήσιων οικονομικών στόχων της επιχείρησης, αντισταθμίζουν μεν σε ικανοποιητικό βαθμό την ανικανότητα του βασικού μισθού να ωθήσει τα διευθυντικά στελέχη σε επίδειξη μεγαλύτερου ζήλου, ωστόσο όμως χαρακτηρίζονται από κάποια στοιχεία που τα καθιστούν αμφιλεγόμενης αποτελεσματικότητας. Για παράδειγμα, τα εν λόγω πριμ πολλές φορές οδηγούν σε παραποίηση των λογιστικών κερδών, εκ μέρους των στελεχών, ενώ δύνανται να οδηγήσουν σε πλήρη παραμέληση των μη χρηματοοικονομικών στοιχείων που καθιστούν μια επιχείρηση επιτυ-

χημένη. Τα Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών ωθούν τα διευθυντικά στελέχη να σκέφτονται ως μέτοχοι, εφόσον προσφέρουν σημαντικά κίνητρα, όμως το γεγονός ότι η μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της επιχείρησης μπορεί να προέλθει όχι από την ποιότητα της διοίκησης, αλλά από εξωτερικούς, άσχετους παράγοντες μειώνει την αξιοπιστία τους. Ένα ακόμη σημαντικό συστατικό του πακέτου αποδοχών των διευθυντικών στελέχών είναι οι παροχές που συνδέονται με την επίτευξη Μακροπρόθεσμων Οικονομικών και Χρηματιστηριακών Στόχων. Οι εν λόγω παροχές προσφέρουν σημαντικά κίνητρα, ωστόσο απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στο σχεδιασμό τους.

Ένας δεύτερος μηχανισμός ελέγχου των συγκρούσεων και των κοστών αντιπροσώπευσης είναι η σύνθεση και η οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου, στοιχείο άρρηκτα συνδεδεμένο με την έννοια της Εταιρικής Διακυβέρνησης. Ο όρος Εταιρική Διακυβέρνηση αναφέρεται στο σχεδιασμό και την εφαρμογή ενός συνόλου μηχανισμών οι οποίοι ελέγχουν τις δραστηριότητες των διοικητικών στελέχών, και στην ουσία λειτουργούν ως ο συνδετικός κρίκος μεταξύ διοικούντων και ιδιοκτητών μιας επιχείρησης. Σκοπός των μηχανισμών της Εταιρικής Διακυβέρνησης είναι η προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων. Μια σειρά από σκάνδαλα και λογιστικές ατασθαλίες από μέρους της Διοίκησης μεγάλων επιχειρήσεων, έχουν καταστήσει το ζήτημα της Εταιρικής Διακυβέρνησης ένα από τα πιο φλέγοντα στο στίβο της σύγχρονης και παγκοσμιοποιημένης επιχειρηματικής πραγματικότητας. Στην Ελλάδα η μετάβαση προς την υιοθέτηση των πρακτικών της Εταιρικής Διακυβέρνησης ξεκίνησε με την σύσταση ειδικής επιτροπής η οποία το 1999 προχώρησε στην διατύπωση των Αρχών Εταιρικής Διακυβέρνησης στην Ελλάδα: Συστάσεις για την Ενίσχυση της Αποτελεσματικότητας και του Ανταγωνιστικού Μετασχηματισμού της. Το 2002, έπειτα από σχετική εισήγηση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οριστικοποιήθηκε ο Νόμος περί Εταιρικής Διακυβέρνησης των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιριών (Ν. 3016/2002). Στην ουσία πρόκειται για τον πρώτο νόμο ο οποίος υπο-

χρεώνει τις ελληνικές επιχειρήσεις να ενστερνιστούν μια σειρά από κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης.

Ένας ακόμη, αρκετά σημαντικός, μηχανισμός με τον οποίο δύναται να ελεγχθούν οι συγκρούσεις μεταξύ διοικούντων και μετόχων είναι η αγορά για εταιρικό έλεγχο που εκδηλώνεται με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις. Η προοπτική εξαγοράς μιας επιχείρησης από κάποια άλλη συνεπάγεται και αλλαγή στο ιδιοκτησιακό της καθεστώς, γεγονός που δύναται να βλάψει τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και κυρίως του CEO. Η ιδιοκτησιακή αυτή αλλαγή μπορεί να γίνει είτε με την συναίνεση της διοίκησης (*friendly acquisition*) είτε χωρίς αυτήν (*hostile take-over*). Η περίπτωση, λοιπόν, της μη συναινετικής εξαγοράς, προοπτική την οποία αντιμετωπίζουν τα διευθυντικά στελέχη όταν παρουσιάζουν χαμηλά επίπεδα επίδοσης, αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό εργαλείο πειθάρχησης στα χέρια των μετόχων. Βέβαια, η αποτελεσματικότητα του μηχανισμού των εξαγορών και συγχωνεύσεων, εξαρτάται από την σκοπιά από την οποία εξετάζεται. Για παράδειγμα, στην περίπτωση όπου μια μεγάλη εταιρία προχωρά σε εξαγορά μίας μικρότερης, επιδεινώνονται οι διαμάχες και συγκρούσεις μεταξύ των διοικούντων και των μετόχων. Αυτό γίνεται επειδή σε μακροπρόθεσμη βάση προκύπτουν προβλήματα οργανωτικής φύσεως, τα διευθυντικά στελέχη εκμεταλλεύονται την νέα κατάσταση και ικανοποιούν τα προσωπικά τους συμφέροντα αποκομίζοντας μεγάλα οικονομικά οφέλη. Επομένως χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στον χειρισμό των παραμέτρων του εν λόγω μηχανισμού, προκειμένου να επιτευχθεί ο αρχικός σκοπός της άμβλυνσης των συγκρούσεων προς όφελος της επιχείρησης.

Βασικότατος μηχανισμός στην επίλυση των προβλημάτων που προκύπτουν από την αντιπροσώπευση και τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και της διοίκησης του κεφαλαίου μιας επιχείρησης, είναι το Θεσμικό και Νομικό πλαίσιο. Στοιχεία που προτείνονται από το νομικό πλαίσιο που παρέχει ο νόμος 3016/2002 είναι η καθιέρωση Επιτροπής Εσωτερικού Ελέγχου με εξασφάλιση οικονομικής και λειτουργικής αυτονομίας των μελών της, το γεγονός ότι τρία τουλάχιστον μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου θα πρέπει

να είναι Μη Εκτελεστικά, ο διαχωρισμός των ρόλων του Προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου (Chairman) και του Διευθύνοντος Συμβούλου (CEO) όπως και μια σειρά από άλλα μέτρα. Σκοπός όλων αυτών των κανόνων είναι η προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων και ο έλεγχος των διοικούντων, καθώς και η σύνθεση ενός πλαισίου υγιούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος που θα οδηγήσει σε αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων, στη βελτίωση της εταιρικής τους εικόνας, στην αύξηση της αξιοπιστίας των οικονομικών τους καταστάσεων κι εν τέλει στην προσέλκυση νέου επενδυτικού κοινού το οποίο θα οδηγήσει στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων αλλά και της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο μηχανισμός της εξωτερικής αγοράς εργασίας για διευθυντικά στελέχη αποτελεί έναν αποτελεσματικό τρόπο σύγκλισης των αντικρουόμενων συμφερόντων έτσι όπως αυτά αναπτύσσονται μέσα στο πλαίσιο της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Η εν λόγω αγορά πλέζει την επιχειρηση να πληρώνει τα διευθυντικά της στελέχη σύμφωνα με την επίδοσή τους. Εκτός αυτού όμως η αγορά αυτή ωθεί και τα ίδια τα στελέχη να επιδεικνύουν ζήλο και υψηλές αποδόσεις προκειμένου να μη χάσουν την θέση τους, αλλά και για να δημιουργήσουν καλή φήμη γύρω από το όνομά τους έτσι ώστε να καταστούν περιζήτητα στην αγορά εργασίας.

- Η ανάλυση που επιχειρήθηκε στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας, έκανε φανερή την σπουδαιότητα της γνώσης των βασικών παραμέτρων που συνιστούν το θέμα της θεωρίας αντιπροσώπευσης στις επιχειρήσεις. Η σπουδαιότητα της κατανόησης των θεμάτων που σχετίζονται με το διαχωρισμό διοίκησης και ιδιοκτησίας του κεφαλαίου, έχει εφαρμογή σε πολλές εκφάνσεις της καθημερινότητάς μας. Η παρούσα μελέτη προσπάθησε να καλύψει συνοπτικά αλλά και περιεκτικά τα σημαντικότερα σημεία της μέχρι τώρα έρευνας σχετικά με την Θεωρία της Αντιπροσώπευσης στο πλαίσιο της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης.

Αν και γύρω από το θέμα της θεωρίας αντιπροσώπευσης υπάρχει πολλή βιβλιογραφική και εμπειρική έρευνα, εντούτοις πολλές πτυχές του εν λόγω θέματος χρήζουν περαιτέρω έρευνας. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα εξής: Ποια

είναι η σχέση μεταξύ Στρατηγικής Διοίκησης (Strategic Management), Venture Capital και Εταιρικής Διακυβέρνησης ως μηχανισμού άμβλυνσης των συγκρούσεων μεταξύ διευθυντικών στελεχών και μετόχων; Πώς αυτού του είδους η πηγή χρηματοδότησης δύναται να επηρεάσει και να επηρεαστεί από όσα στοιχεία αναλύθηκαν στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας; Επίσης, γνωρίζουμε ότι η αποτελεσματικότητα της εφαρμογής των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση. Το ζητούμενο είναι μια λεπτομερής εξέταση και ανάλυση των υποπαραμέτρων των εν λόγω μηχανισμών προκειμένου να γίνει κατανοητό το γιατί δεν είναι το ίδιο αποτελεσματικοί σε όλες τις επιχειρήσεις. Επίσης, θα πρέπει να διερευνηθούν τα συστατικά των επιμέρους οικονομιών και αγορών, προκειμένου να διαπιστωθούν οι σύνδεσμοι αυτών με το βαθμό αποτελεσματικότητας των μηχανισμών ελέγχου των συγκρούσεων και των συνακόλουθων κοστών ελέγχου. Παράλληλα, φρονούμε ότι η έννοια των θεσμικών επενδυτών χρήζει διεξοδικότερης έρευνας και ανάλυσης προκειμένου να κατανοηθεί ο ρόλος τους στον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών.

VI. Βιβλιογραφία

- Ang S. James, Cole A. Kebel and Lin Wuh James, " Agency Costs and ownership structure", *The journal of Finance*, vol. Lv. no. 1, February 2000.
- Arthurs D. Janathan and Busenitz W. Lowell, "The boundaries and limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship", Baylor University 2003.
- Baker, George, "Compensation and Hierarchies", Harvard Business School, January 1986.
- Barnea Amir, Haugen A. Robert and Senbet W. Lemma, "Market Imperfections, agency problems and capital structure: a review", *Financial Management*, vol. 10, no. 3, pp. 7-22, Summer 1981.
- Berle A.A. and Means G.C., *The Modern Corporation and the Private Property*, New York, 1932.
- Bitler P. Marianne, Moskovitz J. Tobias and Jorgensen-Vissing Annette, "Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth", *The Journal of Finance*, vol. LX, no. 2, April 2005.
- Brennan, M.J., "Corporate Finance Over the Past 25 Years", *Financial Management*, 24, 1955, pp. 9-22.
- Brickley, James A., Sanjai Blagat and Ronald C. Lease, "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985.
- Conyon, M.J and K.J. Murphy, "The Prince and the Pauper. CEO Pay in the U.S. and U.K.", *Economic Journal*, vol. 110, 2000, pp. 640-671.
- Crutchley E. Claire and Hansen S. Robert, "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends", *Financial Management Association*, Winter 1989, pp. 7-22.
- Dechow, P.M and R.G. Sloan, "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 1991, pp. 51-89.
- Demsetz, H. and K. Lehn "The structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences" *Journal of Political Economy*, 93, 1985, pp. 1155-1177.
- Dennis J. David, "Managerial Discipline and Corporate Restructuring following Performance Declines", *Journal of Financial Economics*, vol. 55, pp. 391-424, 2000.
- Denis, D.K "Twenty- five Years of Corporate Governance Research and Counting" *Review of Financial Economics*, 10, 2001, pp. 191-212.

- Dewatripont Mathias, Jewitt Ian and Tirole Jean, "Multitask agency problems: focus and tasking clustering", *European Economic Review*, Elsevier, vol. 44 (4-6), May 2000, pp. 869-877.
- Donaldson Lex and Davis H. James, " Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16, I, June 1991.
- D' Sousa Juliet and Saxena, K. Atul, "Agency Cost, market risk investment opportunities and dividend policy-an international perspective", *Managerial Finance*, vol. 25, no. 6, 1999.
- Easterbrook, F.H., "Two Agency-cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, September 1984, 74, pp. 650-659.
- Eisenhardt, Kathleen, M, "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Journal*, 1989, vol. 14, no. 1, pp. 57-74.
- Ely P. David and Song H. Moon, "Acquisition activity of large depository institutions in the 1990's. An empirical analysis of motives", San Diego University, 1997.
- Fama F. Eugene, "Agency problems and the theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, 1980, pp. 299-307.
- Fama F. Eugene and Jensen C. Michael, "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, June 1983, pp. 301-323.
- Gilson S.L., "Management Turnover and Financial Distress", *Journal of Financial Economics* 25 (2), 1989, pp. 241-262.
- Healy P., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions" *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985, pp. 85-108.
- Hendry John, "Beyond self-interestQ agency theory and board in a satisfying world", British Journal of Management, vol. 16, 2005, pp. 55-S63.
- Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard and D. Palia, "Understanding the Determinants of Ownership and the link between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, 53, 1999, pp. 353-384.
- Hogg Tad and Huberman A. Bernardo, "Avoiding Moral Hazards in Organization Forecasting", Palo Alto, June 2002.
- Holmstrom, Bengt R., and Paul Milgrom, "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership and Job Design" *Journal of Law, Economics and Organization*, 7, 1991, pp. 24-52.
- Hufft M. Edward and Dufrene Uric, "Small firm capital decisions: the effects of agency costs", *Accounting*, vol. 20, January 1983, pp. 83-98.

- Jensen C. Michael, "Agency Costs of free cash flow, corporate Finance and takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, no. 2, 1986, pp. 323-329.
- Jensen C. Michael, "Organizational theory and Methodology", *The Accounting Review*, vol. LVIII, no. 2, April 1983, pp. 319-339.
- Jensen C. Michael, "Takeovers: folklore and science", *Harvard Business Review*, November-December 1984, pp. 109-121.
- Jensen C. Michael, "Takeovers: their causes and consequences", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 1, Winter 1988, pp. 21-48.
- Jensen C. Michael, "Self- interest, altruism, Incentives & Agency Theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. VII, no. 2, Summer 1994.
- Jensen M.C. Michael and Clifford W. Smith, "Stockholder, Manager and Creditor Interests: applications of agency theory", *Social Science Research Network*, 1985.
- Jensen M.C. Michael and Meckling H. William, "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, July 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M.C and K.J. Murphy, "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98 (2), 1990, pp. 225-264.
- Johnson Brown Nancy and Droege Scott, "Reflections of the Generalization of Agency Theory: Cross-cultural considerations", *Human Resource Management Review*, 14, pp. 325-335, 2004.
- Kaplan W. Steven and Reishus David, "Outside Directorships and Corporate Performance", *Journal of Financial Economics* 27 (2), 1990, pp. 389-410.
- Karni Edi, "Axiomatic Foundations of Agency Theory", Blackwell Publishing Ltd, volume 12, no. 4, October 2004.
- Λαζαρίδης Τ.Ι και Δ.Α. Παπαδόπουλος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, τεύχος Α΄, Β΄, έκδοση, Θεσσαλονίκη 2005α, Κεφάλαιο 7.
- Λαζαρίδης Τ.Ι και Δ.Α. Παπαδόπουλος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, τεύχος Γ΄, Θεσσαλονίκη 2005β, Κεφάλαια 4 και 5.
- Lang, L.H and R.M. Stulz, "Tobins Q, Corporate Diversification and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1994, pp: 1248-1280.
- Larcher, David F. "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics*, 5, 1983, pp. 3-30.
- Leland E. Hayne, "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure", April 1998.
- Manos Ronny, "Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on

- Indian Firms”, Institute for development policy and management, University of Manchester, Working paper No 41, April 2002.
- Mehran, H., “Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, 38(2), 1995, pp. 163-184.
- McColgan Patrick, “Agency Theory and Corporate Governance: A Review of The Literature From a UK Perspective”, University of Strathclyde, Glasgow, United Kingdom, May 2001, pp. 1-76.
- Miller, M., and Modigliani, F., (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48: 261-297.
- Mollah A. Sabur, Keasey Kevin and Short Hellen, “The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange”, Sixth ENBS Workshop, University of Oslo, May 2000.
- Murphy, Kercn, J., “Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis”, *Journal of Accounting and Economics*, April 1985, 7, pp. 11-42.
- Myers S., “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Finance* 39 (3), pp. 575-592, 1984.
- Padilla Alexandre, “Agency Theory, Evolution , and Austrian Economics”, Department of Economics, The Metropolitan State College of Denver, Denver Colorado, pp. 1-64.
- Padilla Alexandre, “Can Agency Theory justify the regulation of insider Trading?” *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, vol. 5, no. 1, Spring 2002, pp. 3-38.
- Pendergast, C., “The Provision of Incentives in Firms”, *Journal of Economic Literature*, 37(1), 1999, pp. 7-63.
- Roberts, J., T. McNulty and P. Stiles, “Beyong Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom”, *British Journal of Management*, 16, 2005, Special Issue, pp. 5-26.
- Rosenow, Victoria, “Agency Problems-a financial burden for German Stock Corporations” Faculty of Economics, Otto- Von-Guercke Universität Magdeburg, Magdeburg, Germany, July 2002, pp. 1-17.
- Ross A. Stephen, “The Economic Theory of Agency: The principal’s problem”, *American Economic Association*, vol. 63, no. 2, 1973.
- Rozeff,M., “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, Fall 1982, 5, pp. 249-259.
- Shleifer A. and R Vishny., “Management Entrenchment: The Case

- of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 1989, pp. 123-139.
- Shleifer A. and R Vishny., “A Survey of Corporate Governance Developments in OECD Countries”, *Journal of Finance* 52 (2), 1997, pp. 737-783.
- Short Hellen, Keasey Kevin and Duxbury Darren, “Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis”, *Int. J. of the Economic of Business*, vol. 9, no. 3, pp. 375-299, 2002.
- Stiglitz, Joseph E. “On the Irrelevance of Corporate Financial Policy,” Cowles Foundation Discussion Papers 339, Cowles Foundation, Yale University, 1972
- Tehranian, Travlos and Waefelein “The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Selloff Induced Abnormal Returns”, *Journal of Finance*, September 1987, pp. 933-942.
- Vilasulo Jon and Minkler Alanson, “Agency Costs, asset specificity and the capital structure of the firm” *Journal of Economic Behavior*, vol. 44, 1998.
- Warner, Jerold, Ron Watts and Karen Wruck, “Stock Prices and Top Management Changes”, *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 461-492.
- Weisback, M.S, “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 1988, pp. 431-460.
- Wright Peter, Mukherji Ananda and Kroll J. Mark, “A re-examination of Agency Theory assumptions: extensions and extrapolations”, *Journal of Socio-Economics*, vol. 30, 2001, pp. 413-429.