



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

Διπλωματική Εργασία:

Η επίδραση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στην
αποδοτικότητα των επιχειρήσεων

Καρελιώτη Μαριάννα : ΜΧΡΗ/1008

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια : Μπότσαρη Α.

Επιτροπή Αξιολόγησης : Απέργης Ν.
Διακογιάννης Γ.

ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2011

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

Περίληψη διατριβής

Σε αυτή την εργασία επιχειρείται να αναλυθεί η σχέση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης με την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αρχικά, περιγράφονται σημαντικές μελέτες που πραγματεύονται την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Συγκεκριμένα αναλύονται το μέγεθος και η σύσταση του διοικητικού συμβουλίου, η περίπτωση Δυαδικότητας (duality), η περίπτωση συμμετοχής του Διευθύνοντος Συμβούλου στην επιλογή νέων μελών, η κατοχή θέσεων σε Διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επιχείρησης, η αμοιβή των στελεχών της επιχείρησης και τέλος η ιδιοκτησία μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης.

Στην συνέχεια ερευνούνται όλες αυτές οι μεταβλητές για τρεις Ευρωπαϊκές χώρες : Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία. Κάθε χώρα εξετάζεται ξεχωριστά. Το δείγμα που θεωρείται για κάθε χώρα είναι οι 20 εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, εξαιρουμένων τραπεζών, ασφαλιστικών οργανισμών και επιχειρήσεων real estate. Ο χρονικός ορίζοντας είναι τα τελευταία 5 έτη που είναι διαθέσιμοι οι ισολογισμοί των εταιρειών, δηλαδή 2006 - 2010. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι καθοριστικός παράγοντας στην επιλογή των χωρών αλλά και των επιχειρήσεων ήταν η διαθεσιμότητα και η συνάφεια των εξεταζόμενων μεταβλητών. Επίσης, τα δεδομένα που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση συλλέχθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κάθε επιχείρησης για την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς δεν είναι διαθέσιμα από βάσεις δεδομένων.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	4
Κεφάλαιο 2 : Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας	
2.1. Προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency problem) και Εταιρική Διακυβέρνηση.....	7
2.2. Σημαντικότητα των Μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	8
2.2.1. Λόγοι ύπαρξης του Διοικητικού Συμβουλίου.....	9
2.3. Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου και Εταιρική Απόδοση	
2.3.1. Εκτελεστικά και Μη εκτελεστικά μέλη.....	11
2.3.2. Έρευνα.....	14
2.3.3 Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου και Απάτη στις καταστάσεις...18	
2.4. Ανάμειξη του Διευθύνοντος συμβούλου στην επιλογή νέων μελών.....	20
2. 5. Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και Εταιρική Απόδοση.....	22
2.5.1 Πλεονεκτήματα μεγάλων Δ.Σ.....	23
2.5.2 Πλεονεκτήματα μικρών Δ.Σ.....	23
2.5.3 Έρευνες.....	26
2.5.4. Διοικητικά Συμβούλια και Εταιρική Απόδοση σε μικρές επιχειρήσεις.....	28
2. 6. Δυαδικότητα (CEO duality) και Εταιρική Απόδοση.....	30
2.6.1. Σημαντικότητα Δυαδικότητας.....	30
2.6.2.Λόγοι διατήρησης δυαδικότητας.....	32
2.6.3 Έρευνες.....	33
2.7. Αμοιβή ανώτατων στελεχών (Executive compensation) και Εταιρική Απόδοση.....	35
2.7.1. Σημαντικότητα Αμοιβής Ανώτατων Στελεχών.....	35
2.7.2. Έρευνες.....	38

2. 8. Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης (Outside directorships) και Εταιρική Απόδοση.....	40
2.9. Κεφαλαιακή δομή και δομή Διοικητικού Συμβουλίου.....	43
2.9.1. Κεφαλαιακή δομή και μη εκτελεστικά μέλη.....	43
2.9.2. Ανάλυση υποθέσεων.....	46
2.9.3. Έρευνα.....	48
2.10. Κεφαλαιακή Δομή και Εταιρική Απόδοση	51
2.10.1 Διευθυντική κυριότητα (Managerial ownership) και εταιρική απόδοση.....	51
2.10.2. Έρευνα.....	53
2.11. Μεγαλομέτοχοι (Blockholders), Θεσμικοί Επενδυτές και Εταιρική Απόδοση.....	58
Συνοπτική παρουσίαση προηγούμενων ερευνών (Πίνακας 1)	61

Κεφάλαιο 3 : Μεθοδολογία

3.1. Μέθοδος.....	66
3.2. Δείγμα.....	67
3.3. Μεταβλητές Ελέγχου (control variables).....	69
3.4. Μεταβλητές Απόδοσης.....	70
3.5. Ιδιαιτερότητες χωρών.....	71

Κεφάλαιο 4 : Εμπειρικά Αποτελέσματα

4.1. Χαρακτηριστικά Δείγματος.....	77
4.2. Αποτελέσματα παλινδρόμησης.....	81

Κεφάλαιο 5 : Γενικά Συμπεράσματα.....94

Βιβλιογραφία.....98

Παράρτημα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

Η επιχείρηση είναι μια νομική οντότητα. Απο τη νομική άποψη συγκεκριμένα, είναι ένα νομικό πρόσωπο που ανήκει στους μετόχους. Ως νομικό πρόσωπο, η επιχείρηση μπορεί να συνάψει συμβόλαια, να αναλάβει εργασίες, να δανειστεί ή να δανείσει χρήματα ακόμα και να εξαγοραστεί ή συγχωνευθεί.

Μία μεγάλη επιχείρηση εισηγμένη στο χρηματιστήριο μπορεί να έχει εκατομμύρια μετόχους. Όπως αναφέρθηκε, μία επιχείρηση ανήκει στους μετόχους της αλλά νομικά είναι απομακρυσμένη από αυτούς, δεν διοικείται ή ελέγχεται από τους μετόχους. Η επιχείρηση διοικείται από το διοικητικό συμβούλιο, το οποίο επιλέγει, συμβουλεύει και παρακολουθεί τα ανώτατα στελέχη. Αυτό σημαίνει ότι οι μέτοχοι έχουν περιορισμένη ευθύνη, δηλαδή δεν είναι προσωπικά υπεύθυνοι για τον δανεισμό της επιχείρησης. Ο *διαχωρισμός της ιδιοκτησίας* από τον έλεγχο της επιχείρησης δίνει στην επιχείρηση μια μονιμότητα. Ακόμα και αν τα στελέχη της επιχείρησης παραιτηθούν ή απολυθούν, η επιχείρηση επιβιώνει. Επίσης οι μέτοχοι μπορούν να πωλήσουν τις μετοχές τους σε άλλους επενδυτές χωρίς να επηρεαστεί η λειτουργία της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις με αυτό τον τρόπο μπορούν να επιβιώσουν για πολλά χρόνια.

Ωστόσο, έχει διαπιστωθεί ότι ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο της επιχείρησης έχει και την αρνητική του μεριά. Με αυτό το τρόπο δίνεται η ευκαιρία στα στελέχη της επιχείρησης και τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου να δράσουν με βάση τα δικά τους συμφέροντα και όχι τα συμφέροντα των μετόχων. Αυτές οι συγκρούσεις μεταξύ των στόχων των μετόχων και των στελεχών της επιχείρησης δημιουργούν τα λεγόμενα *προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems)*.

Τα κόστη αντιπροσώπευσης υπάρχουν όταν : πρώτον, τα στελέχη της επιχείρησης δεν προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης και δεύτερον, οι μέτοχοι δημιουργούν κόστη για να παρακολουθούν τα στελέχη και να περιορίζουν τις πράξεις τους.

Η ανάγκη για επίλυση αυτού του προβλήματος σηματοδοτεί την ανάγκη για μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι το σύστημα με το οποίο οι επιχειρήσεις διοικούνται και ελέγχονται. Τα Διοικητικά Συμβούλια έχουν την ευθύνη για τη διακυβέρνηση της εταιρείας τους. Ο ρόλος των μετόχων στη διακυβέρνηση είναι να διορίζουν το Συμβούλιο και τους Ελεγκτές και να βεβαιώνονται ότι η κατάλληλη δομή διακυβέρνησης είναι σε ισχύ.

Τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης και το πώς διαφορετικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης συμβάλλουν στην απόδοση της εταιρείας έχουν προκαλέσει έντονο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον εδώ και πολλές δεκαετίες. Παρόλα αυτά όμως, ακόμα και σήμερα η οικονομική θεωρία για την σχέση αυτή είναι αρκετά περιορισμένη. Υπάρχουν 2 παράγοντες που κάνουν πολύπλοκη την εμπειρική έρευνα στα Διοικητικά Συμβούλια, αλλά και γενικότερα την εμπειρική έρευνα στη διακυβέρνηση. Πρώτον, σχεδόν όλοι οι παράγοντες που πρέπει να εξεταστούν είναι ενδογενείς. Δεύτερον, πολλά εμπειρικά αποτελέσματα σχετικά με τη διακυβέρνηση μπορούν να ερμηνευτούν είτε ως φαινόμενα ισορροπίας ή ως φαινόμενα εκτός ισορροπίας. Αν και είναι γενικά δύσκολο να γίνει διάκριση μεταξύ των δύο ερμηνειών σε μια συγκεκριμένη μελέτη, συχνά έχουν τελείως διαφορετικές συνέπειες για την πολιτική

Παρά το έντονο ακαδημαϊκό ενδιαφέρον λοιπόν, για τα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, εξακολουθεί να υπάρχει έλλειψη αποδεικτικών στοιχείων για το πώς διαφορετικοί μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης συμβάλλουν στην απόδοση της εταιρείας.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξεταστεί αυτή η σχέση μεταξύ των διάφορων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης της επιχείρησης.

Η ανάλυση έγινε για τρεις Ευρωπαϊκές χώρες : Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία. Ως δείγμα χρησιμοποιήθηκαν οι 20 εταιρίες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση από κάθε χώρα. Ο χρονικός ορίζοντας της μελέτης είναι πέντε χρόνια, από το 2006 – 2010. Τα στοιχεία που αφορούν τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης συλλέχθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κάθε επιχείρησης ενώ τα δεδομένα για την απόδοση συλλέχθηκαν από την βάση δεδομένων DataStream.

Η παρούσα μελέτη οργανώνεται ως εξής :

Στο Κεφάλαιο 2, «Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας» αναλύονται όλες οι βασικές έρευνες που σχετίζονται με τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Στο Κεφάλαιο 3, περιγράφεται η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε στην παρούσα μελέτη. Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα βασικά χαρακτηριστικά του δείγματος, τα αποτελέσματα της μελέτης και η ερμηνεία τους. Τέλος στο Κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα γενικά συμπεράσματα της μελέτης και γίνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

2.1. Προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency problem) και Εταιρική Διακυβέρνηση

Μετά το κλασσικό έργο των Berle και Means (1932), οι οικονομολόγοι έχουν αναγνωρίσει ότι οι συγκρούσεις συμφερόντων (conflict of interest) και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) που προκύπτουν μεταξύ των στελεχών και των μετόχων της επιχείρησης, εμφανίζονται όταν η ιδιοκτησία και ο έλεγχος διαχωρίζονται. Το πρόβλημα ηθικού κινδύνου που δημιουργείται τότε, δημιουργεί με την σειρά του ζήτηση για μηχανισμούς παρακολούθησης και ελέγχου. Δηλαδή, για μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance). Συνεπώς, η εταιρική διακυβέρνηση, μπορεί να οριστεί ως ο τρόπος που οι εταιρίες ελέγχονται, καθοδηγούνται και καθιστούνται υπόλογες.

Αναλυτικότερα, το θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης προκύπτει όπως αναλύθηκε στην εισαγωγή, όταν κάποιος αναχωρεί από το ορθόδοξο μοντέλο του ιδιοκτήτη - διαχειριστή της επιχείρησης και κινείται προς το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο λήψης αποφάσεων. Στο πλαίσιο αυτού του διαχωρισμού, η ιδιοκτησία, ή αλλιώς η κατοχή μετοχών, αποφέρει ορισμένα δικαιώματα σε αντάλλαγμα για την ανάληψη μη ασφαλίσιμων κινδύνων. Ένα ενδεικτικό παράδειγμα είναι ότι οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να καθορίσουν τις αποδοχές της διοίκησης και τα πλεονάσματα που προκύπτουν όταν όλες οι συμβατικές υποχρεώσεις έχουν εκπληρωθεί. Από την άλλη μεριά, η διοίκηση, ασκεί άμεσο έλεγχο σε όλους τους πόρους της επιχείρησης (κεφάλαιο, άνθρωποι, κ.λπ.) και έχει την δυνατότητα να κατευθύνει τη χρήση αυτών των πόρων. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μπορεί να προκαλέσει προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problem). Αντίθετα με το ορθόδοξο μοντέλο του ιδιοκτήτη και διαχειριστή της

επιχείρησης, όπου η διαχειριστική προσπάθεια και άλλα είδη κόστους μπορούν να αμείβονται ή να αποδίδονται άμεσα, το μοντέλο όπου η ιδιοκτησία και η διαχείριση έχουν διαχωριστεί (principal – agent model) χαρακτηρίζεται από ατελή και ασύμμετρη πληροφόρηση. Συγκεκριμένα, ο Διευθύνων Σύμβουλος έχει ένα πλεονέκτημα πληροφόρησης όταν η συμπεριφορά του ή το επίπεδο προσπαθειών του, δημιουργεί πιθανότητες για καιροσκοπική συμπεριφορά. Το εύρος τέτοιου είδους καιροσκοπισμού, κινητοποιεί την ανάγκη να καθοριστούν σαφή κίνητρα για τα στελέχη της επιχείρησης ώστε να ενεργούν με τέτοιο τρόπο που να ελαχιστοποιούνται τα συναφή κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs).

2.2. Σημαντικότητα των Μηχανισμών Εταιρικής Διακυβέρνησης

Μία λύση σε ότι έχει να κάνει με τις αναφερθείσες πιθανότητες για καιροσκοπική συμπεριφορά των στελεχών, θα ήταν να προσληφθεί κάποιος που πρώτον, θα παρακολουθεί τις κινήσεις της διοίκησης και δεύτερον θα αξιολογεί την ατομική προσπάθεια στα κατώτερα στρώματα της επιχείρησης για την επίτευξη των στόχων της ομάδας (Alchian and Demsetz, 1972). Ωστόσο το θέμα του ποιός θα παρακολουθεί τις κινήσεις της ανώτατης διοίκησης δεν είναι καθόλου προφανές. Ελλείψει ενός τέτοιου ατόμου, μια εναλλακτική λύση στο πρόβλημα αυτό είναι η σύνδεση των διευθυντικών αμοιβών με παρατηρήσιμες μετρήσεις των επιδόσεων της εταιρείας (Holmstrom and Milgrom, 1987; Tirole, 1988). Κίνητρα με μεγάλη δύναμη ευθυγραμμίζουν τα συμφέροντα της διοίκησης στενότερα με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών, μέσω της σύνδεσης της ιδιωτικής αμοιβής που καταβάλλεται στα στελέχη της επιχείρησης με τις πτυχές της εταιρικής απόδοσης που αφορούν τους ιδιοκτήτες- μετόχους. Η πραγματική σχέση μεταξύ της αμοιβής του στελέχους και της εταιρικής απόδοσης έχει γίνει αντικείμενο πολλών σύγχρονων ερευνών. Ο σύνδεσμος μεταξύ της αμοιβής του στελέχους και της εταιρικής απόδοσης εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός αλλά συνήθως μικρός σε μέγεθος. Άλλες έρευνες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια ασθενής σχέση μεταξύ πληρωμής και απόδοσης, η οποία σιωπηρά

αμφισβητεί τα κίνητρα που θέτονται στην διοίκηση για να ακολουθεί τα συμφέροντα των μετόχων.

Ακόμα και αν η σχέση μεταξύ της αμοιβής του στελέχους και της εταιρικής απόδοσης είναι ασθενής, υπάρχουν άλλοι μηχανισμοί για να εξασφαλιστεί ένα υψηλό επίπεδο συμβατότητας μεταξύ των ιδιοκτητών και της διοίκησης. Ένας τέτοιος μηχανισμός είναι το διοικητικό συμβούλιο. Όπως αναφέρει ο Jensen (1993) “Το διοικητικό συμβούλιο, βρισκόμενο στη κορυφή του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, έχει την τελική ευθύνη για τη λειτουργία της επιχείρησης”. Υπάρχει μια γενική αποδοχή ότι η ενεργός παρακολούθηση των ανώτατων διοικητικών στελεχών μπορεί να βελτιώσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων και, επομένως, την εταιρική απόδοση. Ομοίως, ο Fama (1980 pp. 293–94) έχει παρατηρήσει ότι “ Η βιωσιμότητα του διοικητικού συμβουλίου ως ένας μηχανισμός για την εσωτερική μεταβίβαση του ελέγχου, με χαμηλό κόστος, θα μπορούσε να ενισχυθεί με την συμπερίληψη μη εκτελεστικών μελών (outside directors) ”. Σύμφωνα με τον Yermack (1996), η εταιρική απόδοση εξαρτάται από την ποιότητα του ελέγχου και των αποφάσεων που παίρνονται από το διοικητικό συμβούλιο. Κατά συνέπεια, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου γίνεται ένας ακόμα σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της εταιρικής απόδοσης.

Ο Hart (1995) έδωσε μια θεωρητική βάση, όπου περιγράφει τις δυο κύριες καταστάσεις κάτω από τις οποίες οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης είναι σημαντικοί. Πρώτα, πρέπει να υπάρχει ένα πρόβλημα ανιπροσώπησης (agency problem) μεταξύ των μελών του οργανισμού (π.χ ιδιοκτήτες, στελέχη, καταναλωτές ή προμηθευτές). Δεύτερον, τα κόστη συναλλαγών πρέπει να είναι απαγορευτικά, έτσι ώστε το πρόβλημα ανιπροσώπησης (agency problem) να μην μπορεί να επιλυθεί με μια καλά καθορισμένη σύμβαση.

2.2.1. Λόγοι ύπαρξης του Διοικητικού Συμβουλίου

Τα διοικητικά συμβούλια, όντας ένας μηχανισμός που ασκεί τη διακυβέρνηση στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων, τόσο σε εισηγμένες όσο και σε μη εισηγμένες εταιρίες, έχουν μελετηθεί από πολλούς ερευνητές. Άλλοι έχουν

αμφισβητήσει την χρησιμότητα τους ενώ άλλοι τα έχουν αναγάγει στον σημαντικότερο μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης. Ένα κύριο ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί λοιπόν είναι γιατί υπάρχουν τα διοικητικά συμβούλια.

Οι B.E. Hermalin και M.S. Weisbach (2003) θεωρώντας αυτό το ερώτημα ως ως το επίκεντρο της εταιρικής διακυβέρνησης, έχουν προσπαθήσει να δώσουν μια πλήρη απάντηση. Σύμφωνα με αυτούς λοιπόν, μία ενδεχόμενη απάντηση στο γιατί υπάρχουν τα διοικητικά συμβούλια είναι ότι είναι απλά ένα προϊόν του κανονισμού. Μεταξύ των εταιρικών νόμων και της διακυβέρνησης του χρηματιστηρίου, οι περισσότερες επιχειρήσεις πρέπει να έχουν ένα διοικητικό συμβούλιο που να ανταποκρίνεται σε πληθώρα απαιτήσεων : πρέπει να έχει κάποιο ελάχιστο αριθμό μελών, πρέπει να ανταποκρίνεται σε κάποιους συγκεκριμένους κανονισμούς, μπορεί να χρειάζεται να έχει κάποιες επιτροπές και κάποια μέλη του συμβουλίου μπορεί να χρειάζεται να έχουν ανεξαρτησία από την επιχείρηση. Ωστόσο, δεδομένης της διατήρησης αυτού του θεσμού με το πέρασμα του χρόνου, δεν είναι μόνο αυτοί οι λόγοι για την ύπαρξη ενός συμβουλίου. Επιπλέον, εάν τα διοικητικά συμβούλια υπήρχαν μόνο για να ικανοποιούν τις απαιτήσεις της νομοθεσίας, θα περιμέναμε να είχαν και το ελάχιστο μέγεθος που απαιτείται από τη νομοθεσία. Στην πράξη όμως τα διοικητικά συμβούλια είναι πολύ μεγαλύτερα από ότι απαιτείται από τον νόμο. Επομένως πρέπει να υπάρχει μια άλλη εξήγηση για την ύπαρξη των Δ.Σ. Μια πιο εύλογη υπόθεση είναι ότι τα συμβούλια είναι μια λύση της αγοράς σε ένα οργανωτικό πρόβλημα, ένας ενδογενώς καθορισμένος θεσμός που βοηθά στο μετριασμό των προβλημάτων αντιπροσώπευσης (agency problems) που μαστίζουν κάθε μεγάλο οργανισμό. Ανεξάρτητα από τις αρετές ή τα προβλήματά τους, τα διοικητικά συμβούλια αποτελούν μέρος της λύσης της αγοράς στα προβλήματα που υπάρχουν εντός των περισσότερων οργανισμών.

Σημείο εκκίνησης μας είναι, συνεπώς, ότι ένα διοικητικό συμβούλιο είναι η λύση ισορροπίας στα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) που αντιμετωπίζει η εταιρεία.

Το επόμενο ερώτημα που γεννάται είναι τι προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) λύνουν και γιατί τα Διοικητικά Συμβούλια είναι η λύση;

Τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) υπάρχουν μεταξύ των ιδιοκτητών μιας επιχείρησης, δηλαδή των μετόχων οι οποίοι γενικώς δεν έχουν την δυνατότητα να ελέγχουν την διοίκηση άμεσα, και την διοίκηση, η οποία τείνει να είναι ανεπαρκώς προσεκτική ή αξιόπιστη όταν πρόκειται για την ιδιοκτησία άλλων ανθρώπων. Μια λύση στο πρόβλημα αυτό είναι να παρέχονται στη διοίκηση συμβόλαια με ισχυρά κίνητρα. Αλλά αυτό θέτει το ερώτημα του ποιος θα παρέχει τα κίνητρα και ποιος θα εξασφαλίσει ότι οι συμβάσεις παροχής κινήτρων είναι άριστα δομημένες; Στις περισσότερες μεγάλες εταιρείες, οι μέτοχοι είναι πολύ διάσπαρτοι και πολύ απληροφόρητοι για να ρυθμίσουν τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών. Αυτό το πρόβλημα, καθώς και το πρόβλημα του άμεσου ελέγχου, θα μπορούσαν να μετριασθούν σε περιπτώσεις κατά τις οποίες ένας μεγάλος εξωτερικός μέτοχος έχει αρκετά κίνητρα για την αντιμετώπιση τους. Ενώ υπάρχουν βεβαίως περιπτώσεις στις οποίες μεγαλομέτοχοι διαδραματίζουν σημαντικό διακυβερνητικό ρόλο, αυτό σίγουρα δεν είναι μια καθολική λύση. Επιπλέον, το στάδιο στο οποίο ένας μεγάλος μέτοχος παίζει αυτόν τον ρόλο είναι συχνά το ίδιο το διοικητικό συμβούλιο. Δηλαδή, η δύναμή του προέρχεται μέσα από τη θέση του στο συμβούλιο ή από τον έλεγχο του πάνω σε κάποιο αριθμό των διευθυντών. Τελικά, η θεωρητική βιβλιογραφία θα θέσει το διοικητικό συμβούλιο ως μέρος της λύσης ισορροπίας στα προβλήματα σύγκρουσης μεταξύ μετόχων και διοίκησης.

2.3. Σύνοψη Διοικητικού Συμβουλίου και Εταιρική Απόδοση

2.3.1. Εκτελεστικά και Μη εκτελεστικά μέλη

Τα διοικητικά συμβούλια αποτελούνται γενικώς από ένα μείγμα εκτελεστικών (inside directors) και μη εκτελεστικών μελών (outside directors). Τα μη εκτελεστικά μέλη είναι μέλη με λίγους, ή καθόλου, οικονομικούς δεσμούς με την εταιρεία. Δηλαδή, είναι τα μέλη του συμβουλίου που δεν ανήκουν ούτε και

άνηκαν στην ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης και επιπρόσθετα, δεν είναι στενοί συγγενείς του διεθύνοντα συμβούλου. Ένα σημαντικό σημείο προσοχής είναι ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών, στο να αναλαμβάνουν την παρακολούθηση της διοίκησης εκ μέρους των μετόχων.

Είναι λογικό να εννοείται ότι τα εκτελεστικά στελέχη ίσως να μην είναι ικανά να ελέγχουν τους εαυτούς τους ή να ελέγχουν την απόδοση του Διευθύνοντος Σύμβουλου (CEO), σε ένα εντελώς ανεξάρτητο πλαίσιο. Η καριέρα των εκτελεστικών στελεχών, σε τελική ανάλυση είναι στενά συνδεδεμένη με τον διευθύνων σύμβουλο και έτσι μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να επικρίνουν, να καταργήσουν ή να περιορίσουν την αμοιβή που καταβάλλεται στον διευθύνων σύμβουλο (Crystal,1992, Jensen,1993, Hart,1995). Αυτή η δυσκολία μπορεί να είναι ιδιαίτερα έντονη στις μικρές επιχειρήσεις όπου ο διευθύνων σύμβουλος (CEO) είτε ίδρυσε την επιχείρηση, είτε ανήκει στην ιδρυτική οικογένεια, ή κατέχει ένα μεγάλο μερίδιο μετοχών. Τα μικρότερα διοικητικά συμβούλια μπορεί ωστόσο να έχουν ένα μεγαλύτερο κίνητρο να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση, παρόλο που η έρευνα του Morck (1988) δεν βρήκε ισχυρή σχέση μεταξύ του ποσού των ιδίων κεφαλαίων που ανήκουν σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου και την αξία της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο σημαντικοί λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (outside directors) μπορεί να έχουν αρκετά κίνητρα να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση :

- Πρώτον, θέλουν να σηματοδοτηθεί η διοικητική τους ικανότητα στην εξωτερική αγορά εργασίας για στελέχη (Fama and Jensen,1983, Weisbach,1988). Η φήμη των μη-εκτελεστικών στελεχών (outside directors) που δεν παρακολουθούν την διοικητική ομάδα αποτελεσματικά θα πληγεί και η πιθανότητα για περεταίρω πρόσληψη ως μη-εκτελεστικά στελέχη μειώνεται.
- Δεύτερον, τα μη-εκτελεστικά μέλη συχνά έχουν μεγάλη εμπειρία στη λήψη αποφάσεων έτσι ώστε να μπορούν να ελέγχουν τις δράσεις της

ανώτατης διοίκησης (Fama and Jensen, 1983). Μπορούν να έχουν ως εκ τούτου το σχετικό ανθρώπινο δυναμικό για να παρακολουθεί την ομάδα διοίκησης με αποτελεσματικό τρόπο.

Υπάρχουν ωστόσο και πολλοί πειστικοί λόγοι για τους οποίους τα μη-εκτελεστικά μέλη (outside directors) μπορεί να μην έχουν επαρκή κίνητρα για να παρακολουθούν την ανώτατη διοίκηση :

- Πρώτον, σε πολλές χώρες (για παράδειγμα στο Ηνωμένο Βασίλειο) η νομική δομή είναι τέτοια ώστε ο εκτελεστικός - μη εκτελεστικός διαχωρισμός είναι κάπως τεχνητός, δεδομένου ότι όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι συλλογικά υπεύθυνα για την εποπτεία των εργασιών της επιχείρησης.
- Δεύτερον, υπάρχει μια σαφής ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των εκτελεστικών και των μη-εκτελεστικών στελεχών. Τα εκτελεστικά μέλη είναι εργαζόμενοι πλήρους απασχόλησης στην επιχείρηση, σε αντίθεση με τα μη-εκτελεστικά που ξοδεύουν ένα μόνο μέρος του χρόνου τους στην επιχείρηση και μπορεί να εργάζονται για ένα πλήθος άλλων επιχειρήσεων. Αυτή η διαδικασία φαίνεται να δημιουργεί μια προκατάληψη πληροφοριών προς όφελος των εκτελεστικών μελών (inside directors) στο εσωτερικό σύστημα διακυβέρνησης.
- Τρίτον, τα μη- εκτελεστικά μέλη μπορεί να μην έχουν αρκετά κίνητρα να μετακινήσουν στελέχη της επιχείρησης από την ανώτατη εκτελεστική ομάδα για την αντιμετώπιση της κακής απόδοσης της εταιρείας. Τα ίδια κεφάλαια που κατέχουν τα μη-εκτελεστικά μέλη είναι λίγα και έτσι η προθυμία τους για να σχολιάσουν κριτικά τα διευθυντικά λάθη που βλάπτουν την αξία των μετοχών μπορεί να είναι χαμηλή. Επιπλέον, η αμοιβή που λαμβάνεται από τα μη-εκτελεστικά μέλη, σε συνδυασμό με τις πιθανότητές τους για εκ νέου επιλογή τους ως μη εκτελεστικά μέλη του συμβουλίου, τείνουν να επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τις απόψεις του διευθύνοντος συμβούλου (CEO).

Δεδομένων των παραπάνω επιχειρημάτων, οι οικονομολόγοι διαφωνούν για για το κατά πόσο τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) είναι χρήσιμα. Οι Demsetz (1983) και Hart (1983) δείχνουν ότι τα συμβούλια είναι περιττά επειδή οι αγορές παρέχουν ισχυρά κίνητρα για την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών και των μετόχων. Αυτοί που θεωρούν τα συμβούλια ένα σημαντικό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης, αναγνωρίζουν τον ρόλο των μη εκτελεστικών μελών στο να παρακολουθούν την διοίκηση και να παρέχουν σχετικές συμπληρωματικές γνώσεις. Παρ' όλα αυτά ο κυρίαρχος ρόλος που διαδραματίζουν πολλές φορές οι διευθύνοντες σύμβουλοι στην επιλογή των μη εκτελεστικών μελών, όπως θα συζητηθεί σε επόμενη ενότητα, προκαλεί ερωτήματα για την ικανότητα του μη εκτελεστικού μέλους να υποβάλει ανεξάρτητες κριτικές σχετικά με τις επιδόσεις της επιχείρησης.

2.3.2. Έρευνα

Μελέτες που ερευνούν την επίδοση της εταιρείας ως συνάρτηση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου παράγουν μικτά αποτελέσματα. Ωστόσο η πρόσφατη εμπειρική έρευνα αποκαλύπτει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) τελικά είναι σημαντικά. Για παράδειγμα, οι Brickley και James (1987), βρήκαν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην αξιολόγηση των προτάσεων εξαγοράς. Επίσης βρήκαν ότι σε πολιτείες που καμία αγορά εταιρικού ελέγχου δεν πειθαρχεί την ομάδα των στελεχών, τα συμβούλια στα οποία κυριαρχούν τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors), βοηθούν στον έλεγχο της εκμετάλλευσης προνομίων και διευκολύνσεων από τα ανώτατα στελέχη της επιχείρησης. Ο Weisbach (1988) αναφέρει ότι η αντικατάσταση του διευθύνων σύμβουλου είναι πιο υψηλά συσχετισμένη με την εταιρική απόδοση σε επιχειρήσεις που έχουν πλειοψηφία μη εκτελεστικών μελών (outside directors) από ό, τι σε εκείνες που κυριαρχούν τα εκτελεστικά μέλη, πράγμα που σημαίνει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη είναι σημαντικά στη παρακολούθηση της διοίκησης. Επιπλέον οι Hermalin και Weisbach (1989), βρήκαν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη έχουν περισσότερες πιθανότητες να ενταχθούν σε ένα διοικητικό συμβούλιο μετά από μια ανεπαρκή απόδοση της εταιρείας ή από το κλείσιμο

μιας μονάδας μιας βιομηχανίας, γεγονός που συνεπάγεται την ανάγκη για πρόσθετη εξωτερική καθοδήγηση, όταν είναι απαραίτητη μια αλλαγή στη στρατηγική.

Το επόμενο εξίσου πολυσυζητημένο ερώτημα σχετικά με την σύνθεση των συμβουλίων είναι εάν το να έχουν περισσότερα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) σημαίνει και αύξηση της επιχειρηματικής απόδοσης. Ένας μεγάλος αριθμός ερευνών διαπραγματεύεται αυτο το ερώτημα, χρησιμοποιώντας ένα πλήθος μεθόδων.

Μία πρώτη μέθοδος είναι η μελέτη της συσχέτισης μεταξύ της λογιστικά μετρήσιμης απόδοσης και του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο (MacAvoy et al. (1983), Hermalin και Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998), και Bhagat και Black (2000)). Με αυτή την μέθοδο όλοι οι παραπάνω μελετητές βρήκαν ασήμαντες σχέσεις μεταξύ της λογιστικά μετρήσιμης απόδοσης και του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών.

Μια δεύτερη μέθοδος είναι η χρησιμοποίηση του δείκτη Tobin's Q ως μέτρο απόδοσης. (Hermalin και Weisbach (1991) και Bhagat και Black (2000)). Τα αποτελέσματα ωστόσο παρέμειναν τα ίδια, δείχνοντας μια μη παρατηρήσιμη σχέση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών και του δείκτη Tobin's Q. Τέλος, οι Bhagat και Black (2000) εξέτασαν την επίδραση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στην μακροπρόθεσμη αγορά μετοχών και στη λογιστική απόδοση. Για άλλη μια φορά, δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης.

Οι MacAvoy και Millstein (1999) υποστηρίζουν ότι ένας από τους λόγους για τους οποίους οι ερευνητές μέχρι τώρα γενικά δεν μπόρεσαν να εντοπίσουν μια σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της απόδοσης της εταιρείας, είναι διότι έχουν χρησιμοποιηθεί «παλαιά» στοιχεία, δηλαδή δεδομένα που προηγήθηκαν από τα υπάρχοντα διοικητικά συμβούλια. Στην προκλητική μελέτη τους, οι MacAvoy και Millstein βρήκαν στοιχεία που αποδεικνύουν ότι η βαθμολόγηση «CalPERS'» των διαδικασιών του διοικητικού συμβουλίου (ένα υποκατάστατο για την ανεξαρτησία) είναι

θετικά συσχετιζόμενη με την λογιστικά μετρήσιμη απόδοση. Εδώ πρέπει να αναφερθεί ότι η CalPERS είναι από τα μεγαλύτερα συνταξιοδοτικά ταμεία της Αμερικής και, δεδομένου του μεγέθους της, είναι σε θέση να ασκεί σημαντική πίεση για να κάνει τις επιθυμητές αλλαγές στις εταιρίες στις οποίες επενδύει. Η CalPERS δημοσιεύει κάθε χρόνο μια λίστα η οποία περιλαμβάνει εταιρείες με προβληματική οικονομική απόδοση και αμφισβητήσιμες ή ανεπιθύμητες πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Επιστρέφοντας στην έρευνα, επειδή η βαθμολόγηση CalPERS των διαδικασιών του διοικητικού συμβουλίου είναι πρόσφατη, είναι αδύνατο να ελεγχθεί άμεσα ο ισχυρισμός των MacAvoy και Millstein για τα δεδομένα. Τα γενικώς φτωχά αποτελέσματα στην εκτίμηση της σύνθεσης, δεν προκαλούν έκπληξη. Η εταιρική απόδοση είναι ένας παράγοντας πολλών διαφορετικών παραγόντων και έτσι είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι η επίδραση περιστασιακών συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, κλπ., θα είναι ανιχνεύσιμα.

Μία πιο επιτυχημένη προσέγγιση ήταν η μέτρηση της επίδρασης στην αξία της εταιρείας, των αλλαγών στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Οι S.Rosenstein και J.G.Wyatt (1990) σε έρευνα τους εξετάζουν τα αποτελέσματα στο πλούτο των μετόχων που συνοδεύουν τον διορισμό ενός εξωτερικού διευθυντή από τη διοίκηση. Συγκεκριμένα, μελετούν την αντίδραση στη τιμή της μετοχής την ημέρα της ανακοίνωσης ότι μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) θα προστεθούν στο συμβούλιο. Το δείγμα τους αποτελούνταν από επιχειρήσεις που άνηκαν στους δείκτες NYSE ή/και AMEX και ανακοίνωσαν πρόσληψη μη εκτελεστικού μέλους την περίοδο 1981-1985. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι ο διορισμός ενός επιπλέον μη εκτελεστικού μέλους συνοδεύεται, κατά μέσο όρο, από σημαντικά θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, δηλαδή αυξάνει την αξία της επιχείρησης, παρόλο που πολλά συμβούλια ήταν αριθμητικά κυριαρχούμενα από μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) ακόμα και πριν τον νέο διορισμό.

Αναλυτικότερα, βρήκαν ότι κατά μέσο όρο υπάρχει μια στατιστικά σημαντική αύξηση στις τιμές των μετοχών, της τάξης του 0,2% , σε αντίδραση της ανακοίνωσης αυτών των διορισμών. Αυτό το εύρημα υπονοεί ότι τα αναμενόμενα οφέλη από την εξωτερική καθοδήγηση που κερδίζονται από

αυτούς τους διορισμούς αντισταθμίζουν τα αναμενόμενα κόστη απο ενδεχόμενη διοικητική εδραίωση (managerial entrenchment) και αναποτελεσματικότητα στην λήψη αποφάσεων.

Από πολλές απόψεις, η προσέγγιση των Rosenstein και Wyatt είναι μια πιο καθαρή εξέταση της σχέσης μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της αξίας σε σχέση με τις άλλες μελέτες που εξετάστηκαν προηγουμένως. Η προσέγγιση των Rosenstein και Wyatt ελέγχει την επίδραση απο όλους τους ειδικούς παράγοντες της εταιρίας και εξετάζει άμεσα για το επιθυμητό αποτέλεσμα. Ο έλεγχος της επίδρασης όλων των ειδικών παραγόντων της εταιρίας είναι σημαντικός καθώς όπως είχαν αναφέρει οι Hermalin (1994) , Kole (1997), Hermalin και Wallace, δεν υπάρχει λόγος να φανταζόμαστε οτι μια συγκεκριμένη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου (για παράδειγμα το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών) είναι ιδανική για όλες τις επιχειρήσεις. Ως εκ τούτου, η επίπτωση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου στη επίδοση είναι δύσκολο να εντοπιστεί.

Ωστόσο, υπάρχει ένα ενδεχόμενο μειονέκτημα στην προσέγγιση των Rosenstein και Wyatt. Πιθανώς οι επιχειρήσεις αλλάζουν την δομή του διοικητικού συμβουλίου τους για να βελτιώσουν τις λειτουργίες τους και συνεπώς και την αξία τους. Έτσι, όλες οι ανακοινώσεις για αλλαγή, στο βαθμό που είναι απροσδόκητες, θα πρέπει να προκαλέσουν μια θετική αλλαγή στη τιμή της μετοχής. Εάν αυτό αληθεύει τότε τα αποτελέσματα των Rosenstein και Wyatt δεν μας λένε τίποτα για την πραγματική αξία των μη εκτελεστικών μελών (outside directors). Μια εναλλακτική εξήγηση των αποτελεσμάτων είναι λοιπόν ότι η προσθήκη ενός μη εκτελεστικού μέλους σηματοδοτεί μια αλλαγή στην στρατηγική της εταιρίας και όχι τα οφέλη από την εξωτερική καθοδήγηση. Επίσης, αν μόνο η προσθήκη μη εκτελεστικών μελών αυξάνει την αξία της επιχείρησης, όταν οι άλλες αλλαγές έχουν ουδέτερη ή αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης, τότε γεννιέται το ερώτημα του γιατί γίνεται αυτό και γιατί οι επιχειρήσεις δεν προσθέτουν συνεχώς μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) ώστε να στηρίζουν την αξία τους. Σε επόμενο άρθρο τους οι Rosenstein και Wyatt (1997) πραγματεύονται κάποια απο αυτά τα ερωτήματα. Σε γενικές γραμμές, δεν βρίσκουν καμία οριστική επίδραση της

προσθήκης μέλος στο διοικητικό συμβούλιο απο το εσωτερικό της επιχείρησης. Σε κάποιες ειδικές περιπτώσεις ωστόσο βρήκαν οτι η προσθήκη ενός εκτελεστικού μέλους αυξάνει την τιμή της μετοχής. Όμως, όπως συζητήθηκε και παραπάνω, η αυξηση αυτη μπορεί να αντικατοπτρίζει την αλλαγή και όχι κάτι συγκεκριμένο για τα μη εκτελεστικά μέλη.

2.3.3 Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου και Απάτη στις καταστάσεις

Ένα θέμα που πρέπει να αναφερθεί αφορά την σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της εμφάνισης απάτης στην οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Αυτη η σχέση, είναι σημαντική για την λογιστική επιστήμη, καθώς οι λογιστές έχουν την ευθύνη να αναγνωρίσουν περιπτώσεις όπου υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα να εμφανιστεί απάτη στις οικονομικές καταστάσεις. Ενω λοιπόν πολλές έρευνες έχουν ασχοληθεί με το κατα πόσο η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει την απόδοση της επιχείρησης, καμία απο τις ανωτέρω μελέτες δεν έχει ασχοληθεί με την σύνθεση του συμβουλίου στο πλαίσιο της οικονομικής απάτης. Ο Mark S. Beasley (1996) στην μελέτη του, προσπαθεί να εξηγήσει αυτη την σχέση.

Οι Fama και Jensen (1983), όπως έχει ήδη αναφερθεί, διατύπωσαν οτι το διοικητικό συμβούλιο είναι ο ανώτατος εσωτερικός μηχανισμός ελέγχου που είναι υπεύθυνος για τη παρακολούθηση των δράσεων της ανώτατης διοίκησης. Υποστηρίζουν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) έχουν κίνητρα να εκτελούν τα καθήκοντα παρακολούθησης και να μην συνεργούν με τα ανώτατα στελέχη στο να απαλλοτριώνουν τον πλούτο των μετόχων, οπότε η συμπερίληψη των μη εκτελεστικών μελών (outside directors) αυξάνει την ικανότητα του διοικητικού συμβουλίου να παρακολουθεί την ανώτατη διοίκηση αποτελεσματικά, στις ρυθμίσεις του οργανισμού που προκύπτουν από τον διαχωρισμό της εταιρικής ιδιοκτησίας και του ελέγχου.

Καθώς υπάρχουν μεγάλες διακυμάνσεις ανάμεσα στις εταιρίες στο ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών (outside directors) στο διοικητικό συμβούλιο, η έρευνα του M. S. Beasley εξετάζει τις διακυμάνσεις της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου για να ελέγξει κατα πόσο η συμπερίληψη των μη

εκτελεστικών μελών (outside directors) βοηθάει στη μείωση των περιπτώσεων απάτης μέσω των οικονομικών καταστάσεων. Η μελέτη αυτή εξετάζει την πρόβλεψη ότι το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών (outside directors) στο διοικητικό συμβούλιο είναι χαμηλότερο για επιχειρήσεις που έχουν απάτη στις οικονομικές καταστάσεις τους σε σύγκριση με αυτές που δεν έχουν. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι η έννοια της απάτης εδώ, περιορίζεται σε δυο είδη : Το πρώτο είδος περιλαμβάνει περιστατικά όπου η διοίκηση σκοπίμως εκδίδει παραπλανητικές πληροφορίες στις οικονομικές καταστάσεις για τους εξωτερικούς χρήστες. Το δεύτερο είδος περιλαμβάνει περιστατικά κατάχρησης των περιουσιακών στοιχείων από την ανώτερη διοίκηση (δηλαδή, τον πρόεδρο, αντιπρόεδρο, διευθύνων σύμβουλο, επικεφαλή των οικονομικών υπηρεσιών κ.α.)

Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την πρόταση για τη σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και την εμφάνιση απάτης στην οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις που δεν έχουν κάποια απάτη στις καταστάσεις τους, έχουν σημαντικά υψηλότερα ποσοστά μη εκτελεστικών μελών (outside directors) στο διοικητικό συμβούλιο από τις επιχειρήσεις που εμφανίζουν απάτη.

Επιπλέον, καθώς συχνά τα Δ.Σ αναθέτουν την αρμοδιότητα του ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων σε μία ελεγκτική επιτροπή, έγιναν επιπρόσθετοι έλεγχοι για να διαπιστωθεί εάν η παρουσία μιας ελεγκτικής επιτροπής επηρεάζει σημαντικά την πιθανότητα απάτης στις οικονομικές καταστάσεις. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου εξακολουθεί να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των επιχειρήσεων με απάτη και χωρίς απάτη στις οικονομικές καταστάσεις, άσχετα με την παρουσία της ελεγκτικής επιτροπής. Αναλυτικότερα, είναι ενδιαφέρον ότι οι χωρίς απάτη επιχειρήσεις δεν είναι σημαντικά πιο πιθανό να έχουν ελεγκτική επιτροπή, και η αλληλεπίδραση της σύνθεσης διοικητικού συμβουλίου με την παρουσία ελεγκτικής επιτροπής δεν επηρεάζει σημαντικά την πιθανότητα απάτης στην οικονομική κατάσταση.

Μια ξεχωριστή έρευνα για το υποσύνολο του δείγματος των επιχειρήσεων που έχουν ελεγκτική επιτροπή, έδειξε ότι δεν υπάρχει σημαντική διαφορά στην σύνθεση της ελεγκτικής επιτροπής μεταξύ των επιχειρήσεων με απάτη και χωρίς απάτη στις οικονομικές καταστάσεις.

Αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου παίζει μεγαλύτερο ρόλο στην μείωση της πιθανότητας απάτης, από ότι η ύπαρξη ή η σύνθεση της ελεγκτικής επιτροπής.

2.4. Ανάμειξη του Διευθύνοντος συμβούλου στην επιλογή νέων μελών

Ένα ακόμα θέμα που πρέπει να εξεταστεί στα πλαίσια της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου, είναι η ανάμειξη του Διευθύνοντος συμβούλου στην επιλογή νέων μελών και η επίδραση αυτής της ανάμειξης στη φύση των προσλήψεων στο διοικητικό συμβούλιο.

Ένα διοικητικό συμβούλιο λειτουργεί ως κεντρικός μηχανισμός για την παρακολούθηση των διευθυντικών στελεχών της εισηγμένης επιχείρησης, έχοντας ως κύρια υπευθυνότητα την προστασία των συμφερόντων των μετόχων. Επομένως, μαζί με τις νομικές υποχρεώσεις τους για επανεξέταση των σημαντικών σχεδίων και δράσεων της εταιρείας, τα μέλη του Συμβουλίου είναι επιφορτισμένα με την επιλογή, την αποζημίωση, την αξιολόγηση, και, κατά περίπτωση, την απόρριψη των ανώτατων στελεχών.

Μια μακροχρόνια κριτική αυτής της διαδικασίας είναι ότι, στην πράξη, τα μέλη του Συμβουλίου δεν έχουν επιλεγεί από τους μετόχους, αλλά από τα στελέχη της επιχείρησης τα οποία υποτίθεται ότι πρέπει να επιβλέπουν. Ο Mace (1971) βρήκε αποδείξεις για διευθύνοντες συμβούλους που ασκούν εξουσία στην επιλογή των υποψήφιων μελών για το διοικητικό συμβούλιο. Ομοίως, οι Lorsch και MacIver (1989) δημοσιεύουν στοιχεία από την έρευνα τους που δείχνουν ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι ασκούν σημαντική επιρροή στην επιλογή των νέων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Ο Tejada (1997) παρουσιάζει την περίπτωση ενός μη εκτελεστικού μέλους του συμβουλίου

μιας εταιρείας που στερήθηκε την υποψηφιότητα για επανεκλογή μετά από την κριτική που άσκησε στη διοίκηση.

Παρά τις απόψεις αυτές, η έρευνα δεν έχει αναδείξει συστηματικά στοιχεία για το βαθμό στον οποίο οι διευθύνοντες σύμβουλοι εμπλέκονται άμεσα στην επιλογή των νέων μελών και αν η συμμετοχή αυτή επηρεάζει τη φύση των μελών που τελικά εκλέγονται στο διοικητικό συμβούλιο. Οι Hermlin και Weisbach (1988) μελετούν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων για το διορισμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών και βρίσκουν ότι οι διορισμοί εκτελεστικών μελών εμφανίζονται με μεγαλύτερη συχνότητα όταν οι διευθύνοντες σύμβουλοι πλησιάζουν την ηλικία συνταξιοδότησης και ότι οι διορισμοί μη εκτελεστικών μελών είναι πιο πιθανό να εμφανιστούν μετά από κακή απόδοση της επιχείρησης. Ο Gilson (1990) βρίσκει περισσότερους διορισμούς στο συμβούλιο τραπεζιτών και μεγάλων μετόχων όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες. Ομοίως, οι Kaplan και Minton (1994) μελετούν ιαπωνικές εταιρείες και βρίσκουν μια μεγαλύτερη ένταση για διορισμούς μη εκτελεστικών μελών, όταν αυτές οι επιχειρήσεις έχουν χαμηλή απόδοση. Οι Rosenstein και Wyatt (1990), όπως αναλύθηκε προηγουμένως, βρίσκουν ότι οι αντιδράσεις των μετόχων σε ανακοινώσεις διορισμών ανεξάρτητων διευθυντών είναι σημαντικά θετικές.

Αυτές οι έρευνες παρέχουν κάποια στοιχεία αναφορικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τους διορισμούς ανεξάρτητων μελών. Ωστόσο, ο ρόλος του Διευθύνοντος συμβούλου σε αυτή την διαδικασία παραμένει άγνωστος. Αυτό το κενό έρχεται να αναπληρώσει η έρευνα των A.Shivdasani και D.Yermack (1999).

Σε αυτή τη μελέτη βρέθηκε ότι όταν οι διευθύνοντες σύμβουλοι αναμειγνύονται στην επιλογή μελών :

- Οι επιχειρήσεις επιλέγουν νέα μέλη που είναι λιγότερο πιθανό να ασκήσουν επιθετική παρακολούθηση στη διοίκηση.

- Οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να προσλάβουν μη εκτελεστικά μέλη που έχουν συμφέροντα και λιγότερο πιθανό να διορίσουν ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη υπό αυτές τις συνθήκες.
- Επίσης είναι λιγότερο πιθανό να κάνουν διορισμούς που δίνουν στο διοικητικό συμβούλιο πλειοψηφία από ανεξάρτητους εξωτερικούς διευθυντές.
- Η αντίδραση της αγοράς στο διορισμό μη εκτελεστικών μελών είναι σημαντικά αρνητική όταν ο διευθύνων σύμβουλος εμπλέκεται στην επιλογή των μελών και ασθενώς θετική όταν δεν εμπλέκεται. Οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών για διορισμούς ανεξάρτητων μελών είναι σημαντικά χαμηλότερες όταν ο διευθύνων σύμβουλος συμμετέχει στην επιλογή των μελών.

Μια πιθανή ερμηνεία αυτών των στοιχείων είναι ότι η ανάμειξη στη διαδικασία επιλογής μελών είναι ένας μηχανισμός που χρησιμοποιείται από τους ισχυρούς διευθύνοντες συμβούλους για τον περιορισμό των πιέσεων για την απόδοση που δέχονται από την παρακολούθηση από το διοικητικό συμβούλιο.

Γενικότερα, τα αποτελέσματα διφωτίζουν πως η επιρροή που ασκεί ο Διευθύνων Σύμβουλος λειτουργεί ως ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της διακυβερνητικής δομής των επιχειρήσεων.

2. 5. Μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και Εταιρική Απόδοση

Ένα σημαντικό θέμα που ενδιαφέρει τους ερευνητές της εταιρικής διακυβέρνησης αφορά το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου. Το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της εταιρικής απόδοσης. Εξαιτίας του κόστους που δημιουργείται από το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency costs) το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η απόδοση σχετίζονται. Συγκεκριμένα, υπάρχουν κόστη που

σχετίζονται με ένα μεγάλο διοικητικό συμβούλιο, τα οποία μπορεί να παρακωλύουν την αποτελεσματικότητα της διοίκησης. Τα επιχειρήματα που συζητούν αυτή την σχέση αναλύονται παρακάτω.

2.5.1 Πλεονεκτήματα μεγάλων Δ.Σ

Άρκετά επιστημονικά άρθρα που ασχολούνται με την εξάρτηση των πόρων πρεσβέβουν την άποψη ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερα επίπεδα εταιρικής απόδοσης. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να είναι ένα μέτρο της ικανότητας ενός οργανισμού να δημιουργήσει συνδέσεις για την εξασφάλιση κρίσιμων πόρων. Όσο μεγαλύτερη δηλαδή, είναι η ανάγκη για εξωτερικές διασυνδέσεις τόσο μεγαλύτερο πρέπει να είναι το διοικητικό συμβούλιο (Pfeffer και Salancik) .

Μία άλλη άποψη που δίνει εξήγηση στο γιατί τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια αναμένεται να συνδέονται με θετικά εταιρικά αποτελέσματα είναι η έρευνα της αλληλεπίδρασης των μελών του Διοικητικού συμβουλίου (για παράδειγμα, Bazerman & Schoorman, 1983, Burt, 1980). Υπάρχουν κάποιες αποδείξεις ότι οι αλληλεπιδράσεις των μελών του διοικητικού συμβουλίου σχετίζονται με την αποτελεσματική απόκτηση κεφαλαίων. Ίσως αυτό συμβαίνει γιατί τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια παρέχουν περισσότερες πιθανότητες για τέτοιες αλληλεπιδράσεις.

Ακόμα, ένα μεγαλύτερο διοικητικό συμβούλιο με περισσότερα μέλη που είναι Διευθύνοντες σύμβουλοι άλλων εταιριών, όπως θα συζητηθεί και σε επόμενη ενότητα, μπορεί να προσφέρει ένα σημαντικό επίπεδο συμβουλών υψηλής ποιότητας. Σύμφωνα με τους Lorsch και Mac Iver (1989), οι Διευθύνοντες σύμβουλοι έχουν την πιο σχετική εμπειρία και εξειδίκευση για να είναι αποτελεσματικά μέλη του συμβουλίου. Αυτά τα μέλη κατανοούν τα πολύπλοκα προβλήματα της λειτουργίας μια μεγάλης επιχείρησης και παρέχουν τις καλύτερες συμβουλές και προτάσεις.

2.5.2 Πλεονεκτήματα μικρών Δ.Σ

Δεν συμφωνούν ωστόσο όλοι οι ερευνητές ότι μεγάλα διοικητικά συμβούλια σημαίνει και μεγάλη απόδοση.

Ο Jensen (1993) διατύπωσε ότι “Όταν τα Διοικητικά συμβούλια είναι μεγαλύτερα των 7, 8 ατόμων είναι λιγότερο πιθανό να λειτουργήσουν αποτελεσματικά και γίνεται ευκολότερο για τον Διευθύνοντα σύμβουλο (CEO), να τα ελέγξει”. Επειδή σε αυτή την περίπτωση τα προβλήματα συντονισμού και τα διαδικαστικά προβλήματα ξεπερνούν τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από το ότι υπάρχουν περισσότεροι άνθρωποι προς αξιοποίηση. Σε συμφωνία με αυτή την άποψη, οι Firstenberg και Malkiel (1994) διατύπωσαν ότι ένα διοικητικό συμβούλιο με 8 ή λιγότερα μέλη “επιφέρει μεγαλύτερη εστίαση, συμμετοχή, πραγματική αλληλεπίδραση και συζήτηση”.

Επιπλέον, όπως έχουν διατυπώσει και πολλοί ερευνητές, υπάρχει το φαινόμενο που ονομάζεται ‘Κοινωνική Οκνηρία’ (Social Loafing) το οποίο αναφέρεται στη μείωση της προσπάθειας που ασκείται από τα άτομα μιας ομάδας καθώς ο συνολικός αριθμός των ανθρώπων της ομάδας αυξάνεται.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας είναι η συνοχή της ομάδας. Έχει διαπιστωθεί ότι η συνοχή, η οποία είναι μεγαλύτερη για μικρότερες ομάδες ατόμων, σχετίζεται με την αποδοτικότητα της ομάδας. (Lipton & Lorsch, 1992, cf. Jensen, 1993). Οι Lipton και Lorsch (1992) δηλώνουν ότι “οι κανόνες συμπεριφοράς στα περισσότερα συμβούλια είναι δυσλειτουργικοί” , υποστηρίζουν ότι όταν ο αριθμός των στελεχών στο διοικητικό συμβούλιο αυξάνεται τα προβλήματα που συνδέονται με αυτά τα πρότυπα συμπεριφοράς επίσης αυξάνονται. Αυτή η αύξηση των προβλημάτων προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από μια απροθυμία να κρατηθεί ανοικτή και ειλικρινής η συζήτηση για τις βασικές διευθυντικές αποφάσεις. Ο Jensen (1993) υποστηρίζει ότι “ η εχθρότητα και η ανταπόδοση ”, ανάμεσα σε άλλα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να εμποδίσει την αποτελεσματική παρακολούθηση και αξιολόγηση των Διευθύνοντων Συμβούλων.

Επίσης, έχει παρατηρηθεί από πολλούς ερευνητές ότι το μεγάλο μέγεθος ενός Διοικητικού συμβουλίου μπορεί να εμποδίσει σημαντικά την ικανότητα του να εισάγει και να εφαρμόσει στρατηγικές δράσεις. Αντίθετα ένα μικρό Διοικητικό συμβούλιο σχετίζεται με υψηλότερη απόδοση κεφαλαίων και υψηλότερη απόδοση πωλήσεων. Επομένως, όποια πλεονεκτήματα σχετίζονται με ένα μεγάλο Διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αντισταθμιστούν πλήρως από τη κακή επικοινωνία, συνεργασία και την μη αποτελεσματική διαδικασία λήψης αποφάσεων (Yermack 1996).

Ο Mintzberg (1983) διατύπωσε ότι οι εκτιμήσεις του διοικητικού συμβουλίου για τα ανώτατα διοικητικά στελέχη χειραγωγούνται πιο εύκολα όταν το συμβούλιο είναι μεγάλο και ποίκιλο στη δομή του. Θα μπορούσε να είναι αναμενόμενο ότι τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια θα τείνουν να είναι πιο ποίκιλα, πιο αμφιλεγόμενα και πιο κατακερματισμένα σε σύγκριση με τα μικρά. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι διευθύνοντες σύμβουλοι μπορεί να αποκτήσουν πλεονέκτημα στις σχέσεις εξουσίας με το διοικητικό συμβούλιο εφαρμόζοντας διάφορες τακτικές. Ωστόσο, άλλοι ερευνητές έχουν εκφράσει την ακριβώς αντίθετη άποψη για την σχέση μεταξύ των μεγάλων Δ.Σ και των διοικητικών στελεχών.

Έχει επίσης διατυπωθεί η άποψη ότι στα μεγαλύτερα συμβούλια αναπτύσσονται παρατάξεις και συμμαχίες μεταξύ των μελών τους, που οδηγούν τελικά σε σύγκρουση της ομάδας. Τέτοια δυναμική μπορεί να δυσκολέψει τη διαδικασία επίτευξης ομοφωνίας (Goodstein et al., 1994)

Ένα άλλο μέτρο της σημαντικότητας του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου είναι πως οι συμμετέχοντες στην αγορά το βλέπουν. Η Wu (2000) συζητά την εξέλιξη των διοικητικών συμβουλίων την περίοδο 1991- 1995. Βρήκε ότι το μέγεθος του συμβουλίου μειώνεται κατά μέσο όρο για αυτή την περίοδο και ότι η μείωση μπορεί να εξηγηθεί τουλάχιστον μερικώς από την πίεση από ενεργούς επενδυτές, όπως η CalPERS. Οι συμμετέχοντες στην αγορά φαίνεται να πιστεύουν ότι τα μικρά συμβούλια κάνουν καλύτερη δουλειά στη παρακολούθηση της διοίκησης από ότι τα μεγάλα.

2.5.3 Έρευνες

Οικονομετρικές έρευνες που αφορούν την εταιρική απόδοση και το μέγεθος του Δ.Σ είναι σχετικά σπάνιες.

Ο Yermack (1996) σε μία τέτοια έρευνα εξετάζει την σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης (όπως μετράται απο τον δείκτη Tobin's Q) και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, ενός δείγματος μεγάλων επιχειρήσεων των Η.Π.Α. Στο δείγμα του Yermack, τα Διοικητικά συμβούλια είχαν μέγεθος απο 6 μέχρι 24 μέλη, με πολύ λίγες εταιρίες να έχουν Διοικητικά συμβούλια μικρότερα των 6 μελών. Τα αποτελέσματα του δείχνουν οτι υπάρχει μια σημαντικά αρνητική σχέση μεταξύ των δυο αυτών μεταβλητών. Ακόμα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η παρούσα σύνδεση είναι κυρτή, υπονοώντας ότι οι μεγαλύτερες απώλειες στην αξία της επιχείρησης συμβαίνουν όταν μια εταιρία κινείται από ένα μικρό σε ένα μεσαίο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου.

Ο Eisenberg et al. (1998) , όπως θα αναλυθεί στην συνέχεια, επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα του Yermack για ένα δείγμα μικρών, Φιλανδικών επιχειρήσεων. Τα στοιχεία δηλαδή αποκάλυψαν μια καθαρή εικόνα : υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της αξίας της εταιρίας.

Ο Huther (1997) βρίσκει ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια σχετίζονται σημαντικά με υψηλότερα κόστη.

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Dan R. Dalton , C.M. Daily , J.L. Johnson και A.E. Ellstrand (1999), στην ανάλυση τους με δείγματα μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων της Αμερικής είναι τα εξής:

- Το μέγεθος της επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην σχέση εταιρικής απόδοσης – μέγεθος συμβουλίου. Συγκεκριμένα τα αποτελέσματα έδειξαν οτι η σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της αποδοτικότητας είναι πιο ισχυρή για μικρές επιχειρήσεις. Αυτό το φαινόμενο ίσως εξηγείται απο τους όρους του κυρίαρχου συνασπισμού (Cyert & March, 1963). Μπορεί να είναι ότι οι

μικρότερες επιχειρήσεις δεν έχουν τόσο ανταγωνιστικές συμμαχίες σε σχέση με τους μεγαλύτερους ομολόγους τους. Στην περίπτωση αυτή, η σταθερότητα και η συνεκτικότητα μεταξύ των ομάδων μπορεί να είναι υψηλότερη και η συνοχή για τον στόχο ισχυρότερη.

- Ο βαθμός ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου δεν μετριάξει τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του και της απόδοσης.
- Οι έρευνες σχετικά με την εταιρική δομή και την εταιρική απόδοση, γίνονται με δείκτες που στηρίζονται σε λογιστικές μετρήσεις, σε μετρήσεις της αγοράς ή σε συνδυασμούς και των 2. Μπορεί επομένως τα αποτελέσματα να διαφέρουν, ανάλογα με την μέθοδο μέτρησης. Σε αυτή την έρευνα, παρατηρήθηκε ότι δεν υπήρχε απόδειξη ότι ο τρόπος μέτρησης που χρησιμοποιήθηκε επηρέασε την σχέση μεταξύ μεγέθους διοικητικού συμβουλίου και απόδοσης. Τα αποτελέσματα των μετρήσεων με βάση την λογιστική μέθοδο δεν διέφεραν στατιστικά από τα αποτελέσματα των μετρήσεων με βάση την μέθοδο της αγοράς.

Οι προηγούμενες έρευνες αναφέρονται σε δεδομένα της Αμερικής. Η μελέτη των M.J. Conyon και S.I. Peck (1998) εξετάζει την επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην εταιρική απόδοση (όπως αποδίδεται από την απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων – ROE και τον δείκτη Tobin's Q), για διαφορετικές Ευρωπαϊκές χώρες (Αγγλία, Γαλλία, Δανία, Ιταλία και Ολλανδία). Τα αποτελέσματα της ανάλυσης δείχνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό είναι συμβατό με τα αποτελέσματα του Yermack (1996).

Ωστόσο, τα αποτελέσματα μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης, το νομοθετικό και πολιτιστικό περιβάλλον κ.α.

2.5.4. Διοικητικά Συμβούλια και Εταιρική Απόδοση σε μικρές επιχειρήσεις

Καθώς οι περισσότερες έρευνες ασχολούνται με μεγάλες επιχειρήσεις των ΗΠΑ, οι Eisenberg et al. (1998) στην έρευνα τους εξέτασαν μικρές Φιλανδικές επιχειρήσεις. Η έρευνα για μικρές επιχειρήσεις έχει ενδιαφέρον καθώς οι παράγοντες που επηρεάζουν το μέγεθος και τη δομή του διοικητικού συμβουλίου των μικρών εταιριών μπορεί να είναι διαφορετικοί από αυτούς των μεγάλων επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα της έρευνας δείχνει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της κερδοφορίας, όπως μετράται από την προσαρμοσμένη απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, για μικρές Φιλανδικές επιχειρήσεις, με μικρό μέγεθος συμβουλίου. Το φαινόμενο του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου (Board size effect) υπάρχει λοιπόν και για μικρότερες επιχειρήσεις. Προβλήματα δηλαδή επικοινωνίας και συντονισμού μπορεί να υπάρξουν και στις μικρές επιχειρήσεις. Επίσης, από τα αποτελέσματα συμπεραίνεται ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) στο επίπεδο που τα αντιμετωπίζουν οι μεγάλες εταιρείες, δεν είναι προϋπόθεση για την ύπαρξη του (Board size effect) φαινομένου του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου. Η παρουσία του φαινομένου σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις με μικρό διοικητικό συμβούλιο δείχνει ότι το φαινόμενο αυτό μπορεί να υπάρχει ακόμα και όταν ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου είναι μικρότερος σε σχέση με τις μεγάλες επιχειρήσεις. Και ακόμα και αν υπάρχει ένα ιδανικό μέγεθος συμβουλίου, ποικίλει ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης.

Η αρνητική αυτή σχέση μεταξύ του μεγέθους του συμβουλίου και της προσαρμοσμένης απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων, αποδεικνύεται ισχυρή σε ελέγχους για το μέγεθος της επιχείρησης, τη βιομηχανία, την ηλικία της εταιρείας και την αλλαγή των στοιχείων του ενεργητικού ως υποκατάστατο για τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Επίσης στην έρευνα του εάν το μέγεθος του συμβουλίου αυξάνει ως αποτέλεσμα προηγούμενων χαμηλών επιδόσεων δεν βρέθηκε σημαντική σχέση μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων και της καθαρής μεταβολής του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου.

Σε μικρές, ιδιωτικές επιχειρήσεις, πιθανώς υπάρχει μικρός διαχωρισμός μεταξύ της ιδιοκτησίας και της διαχείρισης, με μια αντίστοιχη μείωση των συγκρούσεων μεταξύ της διοίκησης και του συμβουλίου. Έτσι, ο υπερβολικός έλεγχος της διοίκησης, παρα το ότι προσφέρει ένα πιθανό λόγο για τα μεγάλα διοικητικά συμβούλια των μεγάλων εισηγμένων εταιριών, είναι μια λιγότερο ισχυρή εξήγηση του (Board size effect) φαινομένου του “μεγέθους του Δ.Σ ”, για τις μικρές επιχειρήσεις. Το (Board size effect) φαινόμενο του “μεγέθους του Δ.Σ ” μπορεί να παραμένει στις μικρές επιχειρήσεις εάν τα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού υπάρχουν και σε πολύ μικρότερα μεγέθη Διοικητικού Συμβουλίου.

Το φαινόμενο του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να έχει διαφορετικές ρίζες στις μικρές επιχειρήσεις από ό, τι στις μεγάλες. Μια εναλλακτική εξήγηση είναι ότι το μέγεθος διοικητικού συμβουλίου αντανάκλα τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια μπορούν να αποτελούνται από περισσότερα μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία να ενθαρρύνουν περισσότερο την προσεκτική λήψη αποφάσεων για πολιτικές της επιχείρησης δεδομένου ότι το κόστος φήμης, εάν η επιχείρηση αποτύχει, είναι πιθανό να είναι υψηλό σε σύγκριση με το ιδιωτικό τους όφελος, αν ένα έργο αποδειχθεί να κερδοφόρο. Η πιθανή αλλαγή στις προτιμήσεις κινδύνου, που προκαλείται από την αλλαγή της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι ιδιοκτήτες επιλέγουν μη ικανοποιητικού μεγέθους διοικητικό συμβούλιο. Αντίθετα θα μπορούσαν να επιλέξουν συμβούλια που ταιριάζουν με τις δικές τους προτιμήσεις. Οι ιδιοκτήτες που έχουν τον περισσότερο από τον πλούτο τους επενδυμένο σε μια συγκεκριμένη εταιρεία μπορεί να προτιμούν μια σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου που συνδέεται με προσεκτική λήψη των αποφάσεων, ενώ οι πιο διαφοροποιημένοι επενδυτές θα μπορούσαν να επιλέξουν μια σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου που σχετίζεται με πιο τολμηρές επενδυτικές πολιτικές.

Αυτα τα αποτελέσματα, δημιουργούν κάποια ερωτήματα. Για παράδειγμα, γιατί αν είναι καταστρεπτικά για την αξία της επιχείρησης, βλέπουμε ακόμα μεγάλα συμβούλια ; Ίσως τα μεγάλα συμβούλια να είναι καταστρεπτικά, επειδή το μέγεθος επιδεινώνει κάποια καιροσκοπικής συμπεριφοράς

προβλήματα μεταξύ των μελών σε σχέση με το σύστημα παρακολούθησης της διοίκησης. Αλλά τότε, γιατί η αγορά τους επιτρέπει να υπάρχουν;

2.6. Δυαδικότητα (CEO duality) και Εταιρική Απόδοση

Η ταύτιση των 2 ρόλων ή αλλιώς δυαδικότητα (CEO duality) αφορά την περίπτωση όπου ο Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας και ο πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι το ίδιο πρόσωπο. Η ταύτιση των 2 ρόλων έχει προξενήσει το ενδιαφέρον πολλών ερευνητών καθώς θεωρείται ο,τι έχει σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση και στην εταιρική διακυβέρνηση.

2.6.1. Σημαντικότητα Δυαδικότητας

Υποστηρικτές της ταύτισης των 2 ρόλων ισχυρίζονται ότι μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλη απόδοση για την εταιρία, καθώς επιτρέπει σαφή ηγεσία για τους σκοπούς της διαμόρφωσης και υλοποίησης της στρατηγικής. Αντίθετα η μη ταύτιση των ρόλων δημιουργεί πλήθος προβλημάτων. Συγκεκριμένα :

(1) Μειώνεται η δύναμη των Διευθύνοντων Συμβούλων (CEOs) να παρέχουν αποτελεσματική ηγεσία της εταιρίας καθώς αυξάνεται η πιθανότητα οι δράσεις και οι προσδοκίες της διοίκησης και του διοικητικού συμβουλίου να έρχονται σε αντίθεση μεταξύ τους.

(2) Δημιουργεί την πιθανότητα αντιπαράθεσης μεταξύ του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνοντος Συμβούλου.

(3) Δημιουργεί σύγχυση ως αποτέλεσμα της ύπαρξης 2 δημόσιων 'ομιλητών' , του προέδρου και του Διευθύνοντος Συμβούλου.

(4) Περιορίζει την καινοτομία και την εσωτερική επικοινωνία αν ο Διευθύνων Σύμβουλος αισθάνεται ότι το Διοικητικό Συμβούλιο συνεχώς θα αμφισβητεί τις πράξεις του.

Απο την άλλη μεριά οι αντίπαλοι της ταύτησης των 2 ρόλων υποστηρίζουν ότι η ταύτηση :

(1) Περιορίζει την ανεξαρτησία του συμβουλίου και μειώνει την πιθανότητα το συμβούλιο να μπορεί να εκτελέσει σωστά την εποπτεία και τον κυβερνητικό του ρόλο.

(2) Σηματοδοτεί την απουσία διαχωρισμού μεταξύ των αποφάσεων του μάνατζμεντ και των αποφάσεων του ελέγχου, η επιχείρηση υποφέρει απο τον ανταγωνισμό για επιβίωση.

(3) Καθιστά δύσκολο για τα ανασφαλή μέλη του συμβουλίου να είναι ειλικρινής όταν αξιολογούν την απόδοση της επιχείρησης.

Ακόμα, για να τονιστεί η σημαντικότητα της δυαδικότητας των ρόλων πρέπει να σημειωθεί ότι συχνά αναγνωρίζεται ως ένας πρωταρχικής σημασίας λόγος για σοβαρές ζημιές και πτώσεις μεγάλων Αμερικάνικων επιχειρήσεων, όπως είναι οι Westinghouse, Sears, General Motors (GM) και IBM. Για παράδειγμα η περίπτωση της GM, η οποία το 1992 έχασε 23,5\$ δις. Πρόκειται για μία απο τις μεγαλύτερες, αν όχι η μεγαλύτερη ζημιά που καταγράφει εταιρεία που ανήκει στον δείκτη Fortune 500. Οι κριτικοί της GM καταγγέλλουν ότι η κακή απόδοση της εταιρίας προέκυψε από την αποτυχία της να προσαρμοστεί στις μεταβαλλόμενες προτιμήσεις των καταναλωτών, στην ανάδυση νέων και ισχυρών ανταγωνιστών, και στις όλο και περισσότερο αυστηρότερες απαιτήσεις ασφαλείας και περιβαλλοντικής προστασίας. Όμως οι επικριτές της δυαδικότητας πάνε ένα βήμα παραπέρα και υποστηρίζουν ότι ο Roger Smith, με την εξουσία που προέκυπτε απο τον διπλό του ρόλο ως Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος, περιόρισε την εποπτεία που ασκούσε το διοικητικό συμβούλιο και την υιοθέτηση των κατάλληλων στρατηγικών για το μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Ομοίως κατηγορήθηκε και ο Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της IBM, για την δυσκολία του συμβουλίου να αξιολογήσει την απόδοση της διοίκησης και να ασκήσει ανεξάρτητη κριτική. Όπως διατύπωσαν ορισμένοι συγγραφείς, ο διπλός ρόλος και μάλιστα για

μεγάλο διάστημα κάνει τους Διευθύνοντες Συμβούλους να υιοθετούν την στάση “ η δική μου εταιρία, το δικό μου συμβούλιο”.

Προσπαθώντας να συνδυάσουν τις δύο προοπτικές, οι Finkelstein και D’Aveni (1994) πρότειναν ένα μοντέλο της δυαδικότητας (duality) του Διευθύνοντος Συμβούλου. Υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντος Συμβούλου και της εγρήγορσης του συμβουλίου μεταβάλεται ανάλογα με τις περιστάσεις. Το συμβούλιο που είναι σε εγρήγορση πιστεύει ότι η δυαδικότητα (duality) είναι λιγότερο επιθυμητή όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι καλή και ο Διευθύνων Σύμβουλος κατέχει σημαντική άτυπη εξουσία. Η λογική για αυτή τη φαινομενικά παράδοξη θέση είναι ότι τα διοικητικά συμβούλια φοβούνται ότι η δυαδικότητα (duality), υπό αυτές τις συνθήκες, περιορίζει την ικανότητά τους να εκπληρώσουν τον εποπτικό τους ρόλο.

2.6.2. Λόγοι διήρησης της Δυαδικότητας

Όπως θα διαπιστωθεί στην ανάλυση που πραγματοποιείται στο επόμενο κεφάλαιο, η δυαδικότητα συναντάται σε ορισμένες σύγχρονες επιχειρήσεις, σε χώρες όπου ο νόμος δεν την απαγορεύει. Οι B. R. Baliga, R. C. Moyer και R. S. Rao (1996) δίνουν μια λίστα με τους πιθανούς λόγους που συμβάλουν στην διατήρηση της ταυτισης των δυο ρόλων :

1. Η δυαδικότητα αντανakλά την παραδοσιακή επιρροή της διοίκησης στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και την απροθυμία του διοικητικού συμβουλίου να ασκήσει τις διακυβερνητικές του αρμοδιότητες.
2. Το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να αδιαφορεί για το θέμα της δυαδικότητας και να αρκείται στο να αφήσει τη δυαδικότητα να επικρατήσει εφ 'όσον είναι πεπεισμένο ότι ο διευθύνων σύμβουλος έχει τη δυνατότητα να καταλάβει τις δύο θέσεις αποτελεσματικά.
3. Η δυαδικότητα μπορεί να είναι μια ανώτερη οργανωτική δομή.

4. Ακόμα και αν μια δομή μη-δυναμικότητας είναι ανώτερη από μια δομή δυναμικότητας, δεδομένου των υπόλοιπων παραγόντων σταθερών (*ceteris paribus*), υπάρχουν και άλλοι διοικητικοί μηχανισμοί ελέγχου που εφαρμόζονται για τον περιορισμό της κατάχρησης της διευθυντικής εξουσίας που μπορεί να προκύψει από μια δομή δυναμικότητας.

2.6.3. Έρευνες

Οι εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν τη σύνδεση μεταξύ της ταύτησης των 2 ρόλων και της απόδοσης της επιχείρησης είναι λίγες και τα αποτελέσματα που παρουσιάζουν είναι διαφορετικά. Ένας σημαντικός λόγος για την διαφορά των αποτελεσμάτων, είναι ότι οι έρευνες χρησιμοποιούσαν διαφορετικά μέτρα για την απόδοση. Οι Pi και Timme (1993) και Rechner και Dalton (1991) χρησιμοποιώντας αποκλειστικά μέτρα λογιστικής απόδοσης (όπως η απόδοση των επενδύσεων, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και τα περιθώρια κέρδους) βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις που δεν έχουν ταύτιση των δυο ρόλων, έχουν σταθερά υψηλότερες επιδόσεις σε σχέση με επιχειρήσεις που έχουν ταύτιση των δυο ρόλων. Τα αποτελέσματα αυτά όμως δεν είναι απόλυτα συγκρίσιμα με τα πορίσματα των Chaganti et al. (1985) που χρησιμοποίησαν ως κριτήριο απόδοσης την χρεοκωπία / επιβίωση της επιχείρησης. Επιπλέον, αυτές οι μελέτες δεν έλενξαν για παράγοντες όπως φαινόμενα κλάδου ή άλλα θέματα διακυβέρνησης.

Οι B. R. Baliga, R. C. Moyer και R. S. Rao (1996), στην έρευνα τους για τη σύνδεση μεταξύ της ταύτησης των 2 ρόλων και της απόδοσης της επιχείρησης προσπαθούν να αντιμετωπίσουν αυτά τα θέματα ελέγχοντας για επιδράσεις ανακοινώσεων που αφορούν μεταβολή της δυναμικότητας των ρόλων, μεταβολές στα λογιστικά μέτρα της απόδοσης με την αλλαγή της δυναμικότητας και για επίδραση της δυναμικότητας στη μακροχρόνια απόδοση της επιχείρησης.

Απο τα αποτελέσματα τους διαπίστωσαν ότι :

- Δεν υπήρξε καμία σημαντική διαφορά στην απόδοση της επιχείρησης μετά την αλλαγή της δομής που αφορά την δυαδικότητα, τόσο απο μη-ταύτηση σε ταύτηση των 2 ρόλων όσο και απο ταύτηση σε μη-ταύτηση. Σύμφωνα με τους ερευνητές, αυτό σημαίνει ότι η αλλαγή της δομής στη ταύτηση των ρόλων, είναι περισσότερο μια παραλλαγή του «φαινομένου αποδιοπομπαίων τράγων» (scapegoating phenomenon) καθώς και ένας συμβολικός τρόπος για να σηματοδοτηθεί ότι το διοικητικό συμβούλιο ασκεί αποτελεσματικά το ρόλο της διακυβέρνησης του, παρά ένας αποτελεσματικός τρόπος για την παροχή κινήτρων για θεμελιώδεις αλλαγές στην απόδοση της επιχείρησης.
- Δεν υπήρχαν αποδείξεις για σημαντικές επιπτώσεις απο την ανακοίνωση μεταβολής της κατάστασης δυαδικότητας της επιχείρησης. Απο την πλευρά της αγοράς, η αλλαγή της κατάστασης της δυαδικότητας δεν επιφέρει καμία αλλαγή. Αυτό μπορεί να αποδίδεται σε διάφορους λόγους, όπως είναι η διαρροή πληροφοριών για την αλλαγή της κατάστασης πρίν την επίσημη ανακοίνωση, έτσι όταν έγινε η επίσημη ανακοίνωση δεν υπήρχε στην ουσία κάποια καινούρια πληροφορία για να απορροφηθεί στην αξία. Η αδυναμία των επενδυτών να κρίνουν τις πιθανές επιπτώσεις της μεταβολής ή η ύπαρξη άλλων εσωτερικών και εξωτερικών μηχανισμών ελέγχου που καθιστούν την αλλαγή της δυαδικότητας αδιάφορη, είναι επίσης κάποιοι πιθανοί λόγοι για αυτο το φαινόμενο.
- Τέλος, ακόμα και στην μακροχρόνια απόδοση της επιχείρησης, δεν παρατηρήθηκε κάποια σημαντική μεταβολή μεταξύ των επιχειρήσεων με δομή με ταύτηση και μη-ταύτηση των ρόλων. Η ταύτηση αν και μπορεί να αυξήσει την πιθανότητα για κατάχρηση της εξουσίας ενός μάνατζερ, δεν φαίνεται να έχει απτές εκδηλώσεις αυτής της κατάχρησης.

Αυτό το εύρημα είναι ιδιαίτερα σημαντικό καθώς δείχνει οτι η εστίαση σε ένα μόνο παράγοντα στο πλέγμα εταιρικής διακυβέρνησης- απόδοσης της

επιχείρησης, είναι απίθανο να οδηγήσει σε μετρήσιμες βελτιώσεις της εταιρικής απόδοσης. Οι καθοριστικοί παράγοντες της απόδοσης της εταιρείας είναι εξαιρετικά πολύπλοκοι και αλληλένδετοι και δεν μπορεί να γίνει απομόνωση μίας μόνο μεταβλητής όπως είναι η δυαδικότητα.

2.7. Αμοιβή ανώτατων στελεχών (Executive compensation) και Εταιρική Απόδοση

Η αμοιβή των ανώτατων στελεχών μιας επιχείρησης είναι τελείως διαφορετική από την αμοιβή των υπόλοιπων υπαλλήλων στους περισσότερους οργανισμούς. Αρχικά, λέγοντας αμοιβή των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) αναφερόμαστε στην αμοιβή των προέδρων, διευθυνόντων συμβούλων (CEOs), οικονομικών διευθυντών (CFOs), αντιπροέδρων, περιστασιακών διευθυντών και άλλων ανώτερων διευθυντικών στελεχών της εταιρείας. Ο μισθός και οι λοιπές παροχές αυτών αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης και τεκμηριώνονται σε μια εξατομικευμένη σύμβαση εργασίας. Η σύμβαση διευκρινίζει τις αμοιβές, τα επιδόματα, τις διευκολύνσεις- προνόμια, τα πριμ απόδοσης, την αποζημίωση σε περίπτωση απόλυσης, και άλλους ειδικούς όρους απασχόλησης.

2.7.1. Σημαντικότητα Αμοιβής Ανώτατων Στελεχών

Για πολλά χρόνια οι θεωρητικοί της οργανωτικής θεωρίας αναγνώριζαν τη σημασία της αμοιβής για την παροχή κινήτρων στα κορυφαία στελέχη. Ένας τρόπος για τον περιορισμό της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των στελεχών και των μετόχων στην εταιρική μορφή οργάνωσης μπορεί να γίνει με τις συμβάσεις αμοιβών. Έχουν γίνει λίγες έρευνες, ωστόσο, για το πώς τα στελέχη πρέπει να ανταμείβονται και για τη σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής των στελεχών και της απόδοσης της επιχείρησης.

Οι Jensen και Meckling (1976) υποστήριξαν ότι η δομή της ιδιοκτησίας, η δομή της αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) και η δομή του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται το ένα από το άλλο και από τη

φύση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Επίσης, υποστήριξαν ότι αυτές οι μεταβλητές επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης. Αν και πτυχές αυτής της πολύπλοκης σχέσης έχουν εξεταστεί από ερευνητές, μόνο περιορισμένη έρευνα έχει γίνει για τη δομή της αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation). Επιπλέον, δεν έχει ακόμα αποδειχθεί η εμπειρική σχέση μεταξύ των κινήτρων των ανώτατων στελεχών και της απόδοσης της επιχείρησης.

Τα κορυφαία στελέχη, όπως και τα περισσότερα άτομα, προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο. Σύμφωνα με τους Harris και Raviv (1979) αυτό υπονοεί ότι τα στελέχη της διοίκησης θέλουν η αμοιβή τους να είναι δομημένη με τέτοιο τρόπο ώστε να έχουν τον μικρότερο προσωπικό κίνδυνο. Για ένα δεδομένο επίπεδο αμοιβής δηλαδή, τα στελέχη θα προτιμούσαν μια σταθερή πληρωμή σε μετρητά από μια αμοιβή βασισμένη στα ίδια κεφάλαια. Η δεύτερη μορφή αμοιβής συνδέεται με την απόδοση των μετοχών της επιχείρησης και είναι σε κάποιο βαθμό πέραν του ελέγχου των στελεχών. Η προτίμηση αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι η αξία του ανθρώπινου κεφαλαίου ενός στελέχους θα ποικίλλει ανάλογα με την απόδοση της μετοχής της επιχείρησης. Προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο αμοιβής τους τα ανώτατα στελέχη μπορεί να εμπλακούν σε πράξεις που μειώνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης και κατ'επέκταση επηρεάζουν δυσμενώς τον πλούτο των μετόχων.

Από την άλλη μεριά, οι μέτοχοι, θεωρούνται ουδέτεροι στον κίνδυνο καθώς μπορούν να μετριάσουν τον μη συστηματικό κίνδυνο της επιχείρησης απλώς έχοντας ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Επιπλέον, οι μέτοχοι θα προβλέψουν ότι τα στελέχη της επιχείρησης θα προσπαθήσουν να αποφύγουν τους κινδύνους με τρόπους που μπορεί να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Παρόλο που υπάρχουν αρκετοί τρόποι για να μετριασθεί αυτή η διαμάχη για τον κίνδυνο, πολλές έρευνες μέχρι τώρα (για παράδειγμα Holmstrom, 1979, Harris και Raviv, 1979, Grossman και Hart, 1983) προτείνουν ότι η σύνδεση της αμοιβής των στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης, τους παρακινεί να παίρνουν αποφάσεις που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Άλλες έρευνες (για παράδειγμα Jensen and Murphy,

1990a) προτείνουν ότι ένας τρόπος για να συνδεθεί η αμοιβή με την απόδοση είναι να βασίζεται ένα μεγαλύτερο ποσοστό της στα ίδια κεφάλαια. Άλλες έρευνες (για παράδειγμα Hirshleifer and Suh, 1992) έχουν αποδείξει ότι σχέδια που έχουν ως κίνητρο την αμοιβή μπορεί να παρακινήσουν τα στελέχη να αναλάβουν μεγαλύτερους κινδύνους. Για αυτούς τους λόγους, οι μέτοχοι θα έπρεπε να προτιμούν οι αμοιβές των στελεχών να περιέχουν μεγαλύτερο ποσοστό αποζημίωσης βασισμένο στα ίδια κεφάλαια, παρόλο που μπορεί να μην είναι ιδανικό να συνδεθούν όλα τα συστατικά μέρη των πακέτων αποδοχών με την τιμή της μετοχής της εταιρείας.

Οι μέτοχοι δεν ρυθμίζουν την αμοιβή των ανώτατων στελεχών αλλά εκλέγουν τα μέλη του συμβουλίου που θα έχουν το αποκλειστικό δικαίωμα βάση νόμου να διαχειρίζονται την επιχείρηση και να ορίζουν την δομή και το επίπεδο της αποζημίωσης των στελεχών. Αυτό, θέτει το ερώτημα του πώς η σύνθεση του Διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει την δομή της αποζημίωσης των στελεχών. Υπάρχει ένας μεγάλος όγκος ερευνών που συμπαιρνούν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors), δηλαδή αυτοί που δεν εργάζονται για την επιχείρηση, είναι πιο ανεξάρτητοι από την ανώτατη διοίκηση σε σχέση με τα εκτελεστικά μέλη και επομένως εκπροσωπούν καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων. Ενδεικτικά, οι Rosenstein και Wyatt (1990) θεωρούν ότι ο διορισμός μη εκτελεστικών μελών (outside directors) έχει μια θετική ανταπόκριση στην τιμή των μετοχών, κατά μέσο όρο. Ο Weisbach (1988) υποστηρίζει ότι η κακή απόδοση των μετοχών αυξάνει την πιθανότητα ο διευθύνων σύμβουλος να αντικατασταθεί, αυτή η πιθανότητα αυξάνεται περισσότερο ανάλογα με το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών.

Όμως η δομή της αμοιβής της ανώτατης διοίκησης είναι απίθανο να καθορίζεται μόνο από την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Μια άποψη που προκύπτει από πολλές έρευνες είναι ότι η παρουσία μεγαλομέτοχων (blockholders) παίζει ρόλο στις διοικητικές αποφάσεις, δημιουργώντας έτσι την πιθανότητα η χρησιμοποίηση αμοιβής που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια (equity based form) να αυξηθεί με την παρουσία των μεγαλομέτοχων (blockholders). Εναλλακτικά όμως, εάν οι μεγαλομέτοχοι λειτουργούν ως υποκατάστατα για τις δραστηριότητες ελέγχου που ασκεί το διοικητικό

συμβούλιο, η αμοιβή που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια θα μειωθεί ως αποτέλεσμα της παρουσίας τους. Γενικά ωστόσο, υπάρχουν λίγες εμπειρικές αποδείξεις για την σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής και της παρουσίας μεγαλομέτοχων (blockholders).

Ένα άλλο θέμα, είναι η σχέση μεταξύ της δομής της αμοιβής και της εταιρικής διακυβέρνησης. Ο Murphy (1985) βρήκε μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου πληρωμής και της απόδοσης της επιχείρησης. Οι Jensen και Murphy (1990b) βρήκαν επίσης μια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου πληρωμής (μετρημένο ως μεταβολή του πλούτου των στελεχών) και της απόδοσης (μετρημένη ως μεταβολή της αξίας της επιχείρησης), όμως είναι περίεργο ότι υπάρχει έλλειψη μιας δυνατής οικονομικής σχέσης μεταξύ της μεταβολής στον πλούτο των στελεχών και της μεταβολής της αξίας της επιχείρησης. Οι συγγραφείς αναφέρουν ότι μπορεί να υπάρχει μια δυνατότερη σχέση μεταξύ της αμοιβής που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια (equity based form) και της αξίας της επιχείρησης. Επίσης, θεωρούν ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις μπορούν να αυξήσουν την αξία τους χρησιμοποιώντας αμοιβή που βασίζεται περισσότερο στα ίδια κεφάλαια (equity based form).

Πρέπει να αναφερθεί ότι η μορφή της αμοιβής που είναι βασισμένη σε ίδια κεφάλαια (equity based form) θεωρείται από τους μελετητές ως το σύνολο της αξίας των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών (stock options), των μετοχών που δίνονται εάν επιτευχθούν συγκεκριμένοι στόχοι απόδοσης (performance shares), μετοχών που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης (restricted stocks) και μετοχών 'φαντάσματα' (phantom stocks).

2.7.2. Έρευνες

Ο H.Mehran (1995) ερευνά όλα αυτά τα σενάρια. Η έρευνα του διαφέρει από προηγούμενες έρευνες για την αμοιβή σε δυο μέρη. Αρχικά, επικεντρώνεται στη δομή και όχι στο επίπεδο της αμοιβής και δεύτερον, ερευνά την αμοιβή των διευθυντών (Executive compensation) στο πλαίσιο της ιδιοκτησιακής δομής της επιχείρησης και της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης,

χρησιμοποιεί ένα δείγμα απο 153 τυχαία επιλεγμένες κατασκευαστικές εταιρείες, το οποίο περιέχει μικρές αλλά και μεγάλες επιχειρήσεις.

Καταλήγει στα εξής αποτελέσματα για την δομή της αμοιβής:

- Επιχειρήσεις με περισσότερα (outside directors) μη εκτελεστικά μέλη στο διοικητικό συμβούλιο, έχουν ένα υψηλότερο ποσοστό αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) σε μορφή βασισμένη σε ίδια κεφάλαια (equity based form).
- Το ποσοστό της αμοιβής των στελεχών (Executive compensation) που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια είναι αντιστρόφως ανάλογο του ποσοστού των ιδίων κεφαλαίων που διαθέτουν.
- Σε επιχειρήσεις όπου το μεγαλύτερο μέρος των μετοχών ανήκει σε εξωτερικούς μεγαλομέτοχους (blockholders), χρησιμοποιείται λιγότερο η αμοιβή που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια

Τα αποτελέσματα της έρευνας του H.Mehran για την εταιρική απόδοση (όπως μετράται απο την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων (ROA) και τον δείκτη Tobin's Q) ήταν τα εξής :

- Η εταιρική απόδοση είναι θετικά συσχετισμένη με το ποσοστό της αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια (equity based form).

Τα ευρήματα αυτά υποστηρίζουν την στενότερη σύνδεση της αμοιβής των ανώτατων στελεχών (Executive compensation) με τις επιδόσεις της εταιρείας και υποστηρίζουν επίσης ότι η μορφή, και όχι το επίπεδο, της αποζημίωσης είναι αυτό που παρακινεί τους διευθυντές να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης.

Ο Yermack (1996) διαπιστώνει ότι η σχέση αμοιβής- απόδοσης για διευθύνοντες συμβούλους μειώνεται με το μέγεθος του συμβουλίου. Αυτό το γεγονός υποδηλώνει ότι τα μικρά συμβούλια δίνουν στους διευθύνοντες συμβούλους μεγαλύτερα κίνητρα και τους αναγκάζουν να φέρουν μεγαλύτερο κίνδυνο από ό, τι τα μεγάλα συμβούλια.

Επίσης, πρέπει να αναφερθεί η έρευνα των Core et al. (1999) που μελετά τις σχέσεις μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου, της ιδιοκτησιακής δομής (ownership structure) και της αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι : οι επιχειρήσεις με τις ασθενέστερες δομές διακυβέρνησης τείνουν να πληρώνουν περισσότερο τους διευθύνοντες συμβούλους. Συγκεκριμένα, διαπιστώνουν ότι η πληρωμή του διευθύνοντος συμβούλου αυξάνεται με τον αριθμό των μη εκτελεστικών μελών που διορίζονται κατά τη διάρκεια της θητείας του διευθύνοντος συμβούλου και για τους διορισμούς των οποίων ο διευθύνων σύμβουλος ως εκ τούτου είχε λόγο. Η αμοιβή του διευθύνοντος συμβούλου αυξάνεται επίσης μαζί με τις μεταβλητές που ενδέχεται να υποδηλώνουν έλλειψη συμμετοχής του συμβουλίου : το μέγεθος του συμβουλίου, τον αριθμό των μελών πάνω από την ηλικία εξήντα εννέα και τον αριθμό των " πολυάσχολων" μελών (όπου ο πολυάσχολος ορίζεται με βάση τον αριθμό των επιπλέον διοικητικών συμβουλίων που συμμετέχει ως μη εκτελεστικό μέλος).

2.8. Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης (Outside directorships) και Εταιρική Απόδοση

Η απόδοση μιας επιχείρησης σε σχέση με την υπηρεσία των ανώτατων στελεχών της σε άλλα διοικητικά συμβούλια, είναι επίσης ένα σημαντικό θέμα το οποίο δεν έχει ερευνηθεί ιδιαίτερα.

Οι S.N.Karlan και D.Reishus (1990) στο άρθρο τους 'Outside directorships and corporate performance', εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης μιας επιχείρησης και της υπηρεσίας των ανώτατων στελεχών της σε άλλα Διοικητικά Συμβούλια ως μη εκτελεστικά μέλη.

Χρησιμοποιώντας τις μεταβολές των μερισμάτων ως μέτρο απόδοσης, η έρευνα έδειξε ότι τα ανώτατα στελέχη από εταιρείες που μείωσαν τα μερίσματα τους είναι 50% λιγότερο πιθανό να αναλάβουν επιπλέον μη εκτελεστικές θέσεις (Outside directorships), από ότι τα ανώτατα στελέχη από εταιρείες που δεν μείωσαν τα μερίσματά τους. Πρέπει να αναφερθεί ότι τα αποτελέσματα ήταν όμοια ακόμα και όταν χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών ως μέτρο απόδοσης. Επίσης, η σχέση αυτή μεταξύ απόδοσης και διευθυντικών θέσεων παρέμενε ακόμα και αφού λήφθηκαν υπόψη παράγοντες όπως μη εκτελεστικές θέσεις (Outside directorships) που υπήρχαν αρχικά, ιδιοκτησία μετοχών στην ίδια εταιρία που εργάζονται ως στελέχη και θητεία ενός στελέχους στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας που εργάζεται.

Από την άλλη μεριά, βρέθηκε ότι η πιθανότητα ένα ανώτατο στέλεχος να παραιτηθεί ή να χάσει την μη εκτελεστική θέση (Outside directorship) που ήδη κατέχει, είναι αρνητικά, αλλά όχι σημαντικά, συσχετισμένη με την απόδοση της εταιρείας που εργάζεται και ως στέλεχος.

Τέλος, παρατηρήθηκε ότι η πλειοψηφία των στελεχών, τόσο των επιχειρήσεων με χαμηλή όσο και αυτών με υψηλή απόδοση, δεν προσλαμβάνονται ή απολύονται από μη εκτελεστικές θέσεις (Outside directorships) για τα τρία επόμενα χρόνια από την ανακοίνωση της μείωσης μερίσματος.

Εάν η χαμηλή απόδοση της επιχείρησης οφείλεται σε κακή διοίκηση και όχι σε κακή τύχη, τότε τα αποτελέσματα της έρευνας συνιστούν ότι τα στελέχη αυτής της επιχείρησης, τα οποία θεωρούνται καλοί μάνατζερ τείνουν να γίνονται μη εκτελεστικά μέλη (Outside directors). Αυτό συμφωνεί με την άποψη των Fama και Jensen (1983) ότι οι καλοί μάνατζερ προτιμούνται για θέσεις ως μη εκτελεστικά μέλη (Outside directors) καθώς θα είναι καλύτεροι στη παρακολούθηση των διευθυντικών αποφάσεων. Τα αποτελέσματα είναι επίσης συνεπή με τους Mace (1986) και Herman (1981) οι οποίοι θεωρούν ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (Outside directors) δεν αξιολογούνται με βάση την

ικανότητα τους να ελέγχουν, αλλά με την ικανότητα τους να συμβουλεύουν, να σταθεροποιούν την επιχείρηση και τις διαπροσωπικές σχέσεις και να εγγυούνται ότι η επιχείρηση είναι σε καλή κατάσταση.

Με άλλα λόγια, τα αποτελέσματα συνιστούν ότι τα ανώτερα στελέχη αντιμετωπίζουν μια εξωτερική αγορά εργασίας, όπως περιγράφηκε από τον Fama (1980). Ο Mace (1986) ανέφερε ότι τα ανώτερα στελέχη δέχονται μη εκτελεστικές θέσεις σε άλλες εταιρείες προκειμένου να δείξουν ότι έχουν γίνει αποδεκτοί από τους συναδέλφους τους. Οι μη εκτελεστικές θέσεις, ως εκ τούτου, παρέχουν κύρος. Επίσης, διευρύνουν την προβολή και τις επαφές ενός στελέχους και, κατά πάσα πιθανότητα, τις μελλοντικές του ευκαιρίες. Εάν η αποδοχή μιας μη εκτελεστικής θέσης, μπορεί να θεωρηθεί κριτήριο για την ελκυστικότητα ενός μάνατζερ στην αγορά εργασίας, τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας παρέχουν αποδείξεις ότι η 'αξία' ενός μάνατζερ στην αγορά είναι θετικά συσχετισμένη με την απόδοση της εταιρείας του.

Μια άλλη εναλλακτική ερμηνεία είναι ότι τα στελέχη των εταιρειών με χαμηλή απόδοση αποδέχονται λιγότερες θέσεις ως μη εκτελεστικά μέλη (Outside directors) διότι χρειάζεται να ξοδέψουν περισσότερο χρόνο στις δικές τους επιχειρήσεις. Αντίστοιχα τα στελέχη εταιρειών με υψηλή απόδοση αποδέχονται περισσότερες θέσεις ως μη εκτελεστικά μέλη (Outside directors) διότι έχουν περισσότερο χρόνο και όχι μεγαλύτερη ζήτηση. Ωστόσο καθώς στην έρευνα έχουν καταμετρηθεί οι θέσεις που γίνονται τελικά αποδεκτές από τα στελέχη και όχι οι θέσεις που τους προσφέρονται, δεν είναι δυνατό να διαχωρίσουμε τις δύο αυτές ερμηνείες.

Κάτω από οποιαδήποτε ερμηνεία, η φήμη ενός στελέχους όπως μετράται από την εταιρική απόδοση της εταιρείας του, σχετίζεται περισσότερο με την απόκτηση θέσης σε άλλα διοικητικά συμβούλια και όχι με την απομάκρυνση του. Δηλαδή, καθώς ένα στέλεχος αποδέχεται μια θέση ως μη εκτελεστικό μέλος (Outside director), η απόδοση της δικής του εταιρείας σχετίζεται ελάχιστα με την πιθανότητα να απομακρυνθεί.

Τέλος, όσο αναφορά την φήμη ενός στελέχους στην δική του εταιρεία : Τα στελέχη των εταιρειών με χαμηλή απόδοση έχουν πάνω από έξι φορές περισσότερες πιθανότητες να χάσουν την θέση του ως μέλη του συμβουλίου στη δική τους εταιρεία απο ότι οι διευθυντές εταιριών με υψηλή απόδοση. Φαίνεται επομένως ότι η σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης της επιχειρήσης όπου εργάζεται με τη θητεία του στο Διοικητικό Συμβούλιο της ίδιας επιχειρήσης είναι πιο ισχυρή απο την σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης της επιχείρησης όπου εργάζεται με τη θέση του ως μη εκτελεστικό μέλος (Outside director) σε άλλη εταιρεία.

Παρόμοια έρευνα σε σχέση με μη εκτελεστικές θέσεις έχει πραγματοποιήσει και ο Gilson (1990), ο οποίος εξέτασε ένα δείγμα επιχειρήσεων που κήρυξαν πτώχευση ή αναδιάρθρωση του χρέους τους. Τα αποτελέσματα του έδειξαν ότι μέλη που αποχώρησαν απο τα συμβούλια εταιριών με οικονομικές δυσκολίες, μετα απο τρία χρόνια κατείχαν κατα ένα τρίτο λιγότερες θέσεις ως μέλη συμβουλίων. Είναι πιθανό τα μέλη που αναχωρούν να είναι τα λιγότερο ικανά των επιχειρήσεων που διενεργούν ιδιαίτερα χαμηλές αποδόσεις.

2.9. Κεφαλαιακή δομή και δομή Διοικητικού Συμβουλίου

Η κεφαλαιακή δομή (structure of equity ownership) και η δομή του Διοικητικού συμβουλίου έχουν τραβήξει την προσοχή πολλών οικονομολόγων τα τελευταία χρόνια. Παρά τον αριθμό των ερευνών πάνω σε αυτά τα θέματα, λίγα είναι γνωστά για το πώς η ιδιοκτησία και η δομή εξελίσσονται σε μεμονωμένες επιχειρήσεις.

2.9.1. Κεφαλαιακή δομή και μη εκτελεστικά μέλη

Η οικονομική θεωρία έχει επικεντρωθεί στις συγκρούσεις συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν μεταξύ των διευθυντών και μετόχων σε εταιρείες με διεσπαρμένη ιδιοκτησία. Στην περίπτωση που οι υπάλληλοι που παίρνουν τις αποφάσεις δεν αντιμετωπίζουν ένα σημαντικό μέρος των επιπτώσεων στο πλούτο, που οφείλεται στις ενέργειες τους, ο διαχωρισμός της διαχείρισης και

του ελέγχου βοηθά στο περιορισμό της δυνατότητας των στελεχών να πραγματοποιήσουν ενέργειες αντίθετες προς τα συμφέροντα των εξωτερικών μετόχων (Fama και της Jensen, 1983). Το Διοικητικό Συμβούλιο είναι ο κύριος μηχανισμός για την επίτευξη ενός υψηλού επιπέδου διαχωρισμού των λειτουργιών της διαχείρισης και του ελέγχου. Το Διοικητικό Συμβούλιο αναθέτει τις περισσότερες διοικητικές αποφάσεις και πολλές λειτουργίες ελέγχου στους εσωτερικούς παράγοντες (στελέχη), ενώ διατηρεί απόλυτο έλεγχο επί αυτών των παραγόντων μέσω των δικαιωμάτων για κύρωση και παρακολούθηση των βασικών αποφάσεων, καθώς και των δικαιωμάτων να διορίζει, να απολύει, και να καθορίζει την αμοιβή των στελεχών. Με λίγα λόγια, το διοικητικό συμβούλιο έχει την τελική ευθύνη για τη διασφάλιση ότι η επιχείρηση λειτουργεί προς το συμφέρον των μετόχων.

Λαμβάνοντας υπόψη τη ζήτηση για εμπειρία στη διαχείριση, σε συνδυασμό με την απαίτηση για λεπτομερείς ειδικές εταιρικές γνώσεις, είναι φυσικό τα συμβούλια να περιέχουν ανώτερα διευθυντικά στελέχη του ίδιου του οργανισμού (Fama και της Jensen, 1983). Ωστόσο, όπως έρχει ήδη αναλυθεί, η ένταξη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο συγκρούεται με την ελεγκτική του λειτουργία. Για τον περιορισμό του προβλήματος αυτού τα διοικητικά συμβούλια περιλαμβάνουν συνήθως εξωτερικά / μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) ως θεματοφύλακες των συμφερόντων των μετόχων. Η υπάρχουσα θεωρία είναι σχετικά σιωπηλή όσον αφορά την έκταση και τους καθοριστικούς παράγοντες του βέλτιστου συνδυασμού των εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών. Πρόσφατες εμπειρικές έρευνες, όπως αναλύθηκε ήδη, ρίχνουν λίγο φως στο θέμα αυτό, αποδεικνύοντας την σχέση μεταξύ της αποτελεσματικής παρακολούθησης και της παρουσίας μη εκτελεστικών μελών (outside directors) στο διοικητικό συμβούλιο σε καταστάσεις κρίσης (π.χ., Brickley et al, 1994, Byrd και Hickman, 1992, Weisbach, 1988). Παρ' όλα αυτά, οι Hermalin και Weisbach καταδεικνύουν σαφέστατα ότι η κατανόησή μας για τους λόγους που οι επιχειρήσεις επιλέγουν συγκεκριμένες δομές συμβουλίου, δεν είναι πλήρης.

Η θεωρία προβλέπει ότι η ζήτηση για παρακολούθηση από μη εκτελεστικά μέλη θα είναι υψηλή όταν οι μετοχές που κατέχουν τα στελέχη της

επιχείρησης είναι λίγες και ιδιαίτερα όταν η κατοχή μετοχών είναι διασκορπισμένη (Jensen, 1993, Fama και Jensen, 1983, Jensen και Meckling, 1976). Καθώς η ιδιοκτησία μετοχών από τα στελέχη (managerial ownership) αυξάνεται, οι επιπτώσεις από την ευθυγράμμιση των κινήτρων (incentive-alignment) της ιδιοκτησίας μετοχών θα μειώσει τη ζήτηση για έλεγχο από μη εκτελεστικά μέλη (outside directors). Οι Denis και Sarin (1999), Weisbach (1988) και Zajac και Westphal (1994) παρέχουν αποδεικτικά στοιχεία για την προβλεπόμενη αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών (outside directors) και της διευθυντικής κυριότητας (managerial ownership).

Σχετικά λίγη προσοχή έχει δοθεί στην πιθανότητα τα υψηλά επίπεδα κατοχής μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης (managerial ownership) να είναι δαπανηρά για τους άλλους μετόχους. Για παράδειγμα, οι μέτοχοι που είναι και στελέχη μπορεί να μην διαθέτουν τις διαχειριστικές ικανότητες για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Μπορούν επίσης να έχουν κίνητρα να πάρουν αποφάσεις που μειώνουν την αξία της επιχείρησης, σε βάρος των υπόλοιπων μετόχων που είναι η μειοψηφία (Bebchuck και Jolls, 1998). Επιπλέον, οι εδραιωμένοι ιδιοκτήτες-διευθυντές έχουν την ευκαιρία να απαλλοτριώνουν τον πλούτο των μετόχων που είναι η μειοψηφία καταβάλλοντας υπερβολικές αμοιβές στους εαυτούς τους, διαπραγματεύοντας συμφωνίες με άλλες εταιρείες που ελέγχουν, αποσύροντας εταιρικά κεφάλαια, καταναλώνοντας προνόμια, ή δανειζόμενοι από την επιχείρηση με επιτόκια χαμηλότερα της αγοράς (Holderness και Sheehan, 1991). Αυτά τα προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency problems) επιδεινώνονται από τη μειωμένη πειθαρχία στη διευθυντική αγορά εργασίας και στην αγορά εταιρικού ελέγχου στην οποία οι ιδιοκτήτες-στελέχη υπόκεινται (Denis et al, 1997, Morck et al, 1988, DeAngelo και DeAngelo, 1985).

Σε μια αποτελεσματική αγορά μετοχών, η αξία της επιχείρησης θα αντικατοπτρίζει το αναμενόμενο κόστος της κατοχύρωσης (cost of entrenchment). Ενώ μερικοί ιδιοκτήτες-διευθυντές θα είναι διατεθειμένοι να λάβουν αποφάσεις που καταστρέφουν την αξία της επιχείρησης, άλλοι θα επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν την αξία επιχείρησης. Εάν η αγορά δεν

μπορεί να διακρίνει μεταξύ των στελεχών - ιδιοκτητών που μεγιστοποιούν την αξία και αυτών που καταστρέφουν την αξία, η πρώτη ομάδα θα αντιμετωπίζει το κόστος, επειδή οι επιχειρήσεις τους (και ως εκ τούτου οι μετοχές τους) θα είναι υποτιμημένες. Οι ιδιοκτήτες- διευθυντές που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης αναμένεται ως εκ τούτου να προσπαθήσουν να σηματοδοτήσουν με αξιόπιστο τρόπο ότι δεν θα απαλλοτριώσουν τις ταμειακές ροές των μειοψηφούντων μετόχων. Η ενσωμάτωση μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο είναι ένα τέτοιο μήνυμα: όχι μόνο μπορούν τα μη εκτελεστικά μέλη να συμβάλουν στη μείωση της συχνότητας εμφάνισης συμπεριφοράς που καταστρέφει την αξία της επιχείρησης, αλλά η παρουσία τους στο διοικητικό συμβούλιο επίσης αυξάνει την πιθανότητα ότι μια τέτοια συμπεριφορά θα γίνει με δημόσια γνώση. Η ασυμμετρία πληροφόρησης δείχνει ότι απλά το ενδεχόμενο της απαλλοτρίωσης από τους ιδιοκτήτες-διευθυντές θα μπορούσε να είναι επαρκής για να δημιουργήσει μια ζήτηση για αυξημένη παρακολούθηση από μη εκτελεστικά μέλη σε επιχειρήσεις με υψηλή διευθυντική κυριότητα.

Ο ρόλος των συμβουλίων στην παρακολούθηση σε επιχειρήσεις με υψηλή εσωτερική κυριότητα (managerial ownership) δεν είναι καθολικά αποδεκτός. Οι Holderness και Sheehan (1988, 1991) θέτουν υπό αμφισβήτηση την ικανότητα των διοικητικών συμβουλίων να ενεργούν ως ένα αποτελεσματικό εμπόδιο για τους ιδιοκτήτες-διευθυντές, επειδή ένας διευθύνων σύμβουλος που κατέχει δεσπόζουσα θέση μπορεί απλά να επιλέξει να αντικαταστήσει τα διαφωνούντα μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Οι Denis και Denis (1994) εξετάζουν τη σύνθεση διοικητικού συμβουλίου, σε ένα δείγμα επιχειρήσεων με ιδιοκτήτη που είναι και μάνατζερ, και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα μη εκτελεστικά μέλη δεν χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατο των ασθενών εξωτερικών περιορισμών. Τα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων αυτών μπορεί να έχουν μη-εκτελεστικά μέλη για τις επαφές τους και για τις ειδικές δεξιότητες που κατέχουν και μπορούν να βοηθήσουν στη λειτουργία της επιχείρησης και όχι ως επιτηρητές της διοίκησης.

2.9.2. Ανάλυση υποθέσεων

Η προηγούμενη ανάλυση δείχνει ότι υπάρχουν δύο διαφορετικοί παράγοντες που καθορίζουν τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας των στελεχών (managerial ownership) και ζήτησης για μη εκτελεστικά μέλη (outside directors). Εξετάζοντας τους μεμονωμένα, ο παράγοντας ευθυγράμμισης κινήτρων (incentive-alignment) προβλέπει ότι η σχέση θα είναι αρνητική σε όλο το φάσμα της διευθυντικής κυριότητας. Η σχέση δεν χρειάζεται να είναι γραμμική. Μπορεί να υπάρχει ζήτηση για μη εκτελεστικά μέλη ανεξάρτητη από τη λειτουργία παρακολούθησης. Κρατώντας σταθερό το μέγεθος της επιχείρησης, τέτοιες μη-διακυβερνητικές απαιτήσεις θα οδηγούσαν στη πρόβλεψη μιας αρνητικής αλλά εξασθενημένης σχέσης μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο και του ποσοστού των μετοχών της επιχείρησης που ανήκουν σε στελέχη.

Ο άλλος παράγοντας που πρέπει να εξεταστεί είναι η ζήτηση για μη εκτελεστικά μέλη λόγω (entrenchment-ameliorating) 'κατοχύρωσης' που απορρέει από το ενδεχόμενο ότι οι εσωτερικοί μέτοχοι θα απαλλοτριώσουν τις ταμιακές ροές των εξωτερικών μετόχων. Οι εν λόγω απαλλοτρίωση γίνεται μια πραγματική πιθανότητα, αν τα στελέχη της επιχείρησης έχουν αρκετά μεγάλο μερίδιο μετοχών στην εταιρεία ώστε η απομάκρυνσή τους να καταστεί πολύ δύσκολη ή αδύνατη. Εξ ορισμού, αυτή η ζήτηση (entrenchment-amelioration) 'κατοχύρωσης' θα είναι μηδενική μέχρι η κατοχύρωση να γίνει ένα θέμα, και μια θετική λειτουργία της διευθυντικής κυριότητας στη συνέχεια. Εάν η ζήτηση λόγω κατοχύρωσης (entrenchment-amelioration demand) προστεθεί στη ζήτηση λόγω ευθυγράμμισης κινήτρων (incentive-alignment demand), αναμένουμε ότι ο αρνητικός παράγοντας από την ευθυγράμμιση κινήτρων θα ισχύει σε χαμηλά και μέτρια επίπεδα διευθυντικής κυριότητας, αλλά ότι αυτό θα αντικατασταθεί σε υψηλότερα επίπεδα ιδιοκτησίας από το θετικό παράγοντα της 'κατοχύρωσης'. Εάν ο παράγοντας της 'κατοχύρωσης' είναι ισχυρός περιμένουμε να παρατηρήσουμε ένα U σχηματισμό σε υψηλά επίπεδα διευθυντικής κυριότητας, καθώς η ζήτηση λόγω ευθυγράμμισης κινήτρων πρέπει να είναι πολύ χαμηλή εάν τα στελέχη κατέχουν σημαντικό μερίδιο μετοχών.

2.9.3. Έρευνα

Οι Denis και Sarin (1999) στην μελέτη τους εξετάζουν την δομή της ιδιοκτησίας των μετοχών (equity ownership structure) της επιχείρησης σε σχέση με την δομή του διοικητικού συμβουλίου. Το δείγμα τους αποτελείται από 583 αμερικάνικες επιχειρήσεις από τις οποίες εξετάζουν δεδομένα για δέκα χρόνια (1983-1992). Η ανάλυση τους δείχνει ότι μία υποομάδα των επιχειρήσεων του δείγματος που εξετάστηκε υπέστη ουσιαστικές αλλαγές στη διάρθρωση της κυριότητας και της δομής του διοικητικού συμβουλίου σε μεμονωμένες χρονιές. Αυτές οι αλλαγές συσχετίζονται μεταξύ τους και αντιπροσωπεύουν διακριτές αλλαγές στην ιδιοκτησιακή δομή και στη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Επιπρόσθετα, οι μεταβολές αυτών των δυο στοιχείων σχετίζονται και με τυχόν αλλαγή κορυφαίων στελεχών της επιχείρησης, προηγούμενες αποδόσεις μετοχών και απειλές εταιρικού ελέγχου, αλλά είναι μόνο ασθενώς συσχετιζόμενες με μεταβολές των ειδικών καθοριστικών παραγόντων για κάθε επιχείρηση της ιδιοκτησίας και της δομής του διοικητικού συμβουλίου.

Ακόμα, βρέθηκε ότι μεγάλες μεταβολές στη κυριότητα και στη δομή του διοικητικού συμβουλίου, έρχονται μετά από θεμελιώδεις αλλαγές στις επιχειρηματικές συνθήκες που αντιμετωπίζει η επιχείρηση και ακολουθούνται από μεγάλης κλίμακας αναδιαρθρώσεις του ενεργητικού. Αυτά τα ευρήματα συνιστούν ότι οι μεταβολές στη κυριότητα και στη δομή του διοικητικού συμβουλίου είναι μέρος μιας διαδικασίας που ανακατανέμει τα περιουσιακά στοιχεία σε διάφορες χρήσεις και σε διαφορετικές διοικητικές ομάδες ως αντίδραση σε μία αλλαγή των επιχειρηματικών συνθηκών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι ο προσδιορισμός της εταιρικής ιδιοκτησίας και της δομής του διοικητικού συμβουλίου είναι μια πολύ πιο δυναμική διαδικασία από ό, τι πιστεύονταν προηγουμένως. Η ιδιοκτησία και η δομή του διοικητικού συμβουλίου προσαρμόζονται συχνά στις οικονομικές δυσκολίες, με αποτέλεσμα να είναι σημαντικά λιγότερο σταθερά από ό,τι γενικώς πιστεύεται.

Η έρευνα των Kenneth V. Peasnell, Peter F. Pope και Steven Young (2003) εξετάζει το σύνδεσμο μεταξύ της ιδιοκτησίας των στελεχών της διοίκησης (managerial ownership) και την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Για την έρευνα τους χρησιμοποιούν δύο μεγάλα δείγματα εταιριών απο την Αγγλία, για την περίοδο 1991 – 1995. Σε αντίθεση με τις Αμερικάνικες, οι Αγγλικές εισηγμένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερη ελευθερία σε ότι αφορά την επιλογή τους για την σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου. Για παράδειγμα, το συμβούλιο μπορεί να συσταθεί και χωρίς μη εκτελεστικά μέλη. Ο διορισμός μη εκτελεστικών μελών για το διοικητικό συμβούλιο σε περίπτωση απουσίας οποιασδήποτε τέτοιας κανονιστικής απαίτησης, δείχνει τις υψηλές απαιτήσεις των εσωτερικών μετόχων για εσωτερικό έλεγχο. Ως αποτέλεσμα, τα αγγλικά δεδομένα παρέχουν σαφέστερες γνώσεις σχετικά με τη λειτουργική μορφή της σχέσης μεταξύ των μάντζερ που κατέχουν μετοχές και της ζήτησης για εξωτερικούς διευθυντές, από ό, τι είναι δυνατό με τα αμερικανικά στοιχεία.

Η έρευνα λοιπόν αποκαλείται ότι μία δευτεροβάθμια υπόθεση παρέχει μια καλύτερη εξήγηση της σχέσης μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της διευθυντικής ιδιοκτησίας (managerial ownership) απο ότι μια γραμμική. Μια σχέση σε υ σχηματισμό είναι συνεπής με την παρουσία των δύο δυνάμεων για την ζήτηση των μη εκτελεστικών μελών. Η μία δύναμη είναι ο ρόλος όπου τα μη εκτελεστικά μέλη δρουν για τους μετόχους ως μέσα παρακολούθησης, όταν τα στελέχη της επιχείρησης κατέχουν μικρό αριθμό μετοχών. Όσο μεγαλώνει το μερίδιο μετοχών της διοίκησης, τόσο λιγότερο χρειάζεται αυτός ο κυβερνητικός μηχανισμός. Η άλλη δύναμη προέρχεται απο τον κίνδυνο οι εσωτερικοί μέτοχοι – στελέχη να απαλλοτριώσουν τις ταμιακές ροές των μειοψηφούντων μετόχων, εάν έχουν τόσο μεγάλο μερίδιο μετοχών που να τους παρέχει ασυλία απο το να χάσουν την δουλειά τους. Αυτή η κατοχύρωση, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία θα δρουν για τους μειοψηφούντες μετόχους ως μέσα παρακολούθησης, ως άτομα που θα παρακολουθούν τη συμπεριφορά της διοίκησης και θα παρεμβένουν εάν είναι απαραίτητο.

Το γεγονός ότι ένα δευτεροβάθμιο μοντέλο λειτουργεί καλύτερα από ένα γραμμικό, είναι συνεπές με την υπόθεση ότι η σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της διευθυντικής ιδιοκτησίας δεν είναι γραμμική. Αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η μη γραμμική σχέση πρέπει να είναι υ σχηματισμού. Μια ξεχωριστή σχήματος U σχέση θα παρείχε ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία για την ύπαρξη μιας ζήτησης για μη εκτελεστικά μέλη που σχετίζεται με την 'κατοχύρωση'. Ωστόσο, βρέθηκε ότι το λογαριθμικό μοντέλο ταιριάζει καλύτερα στα δεδομένα, κάτι που σημαίνει ότι ενώ η αρνητική συσχέτιση μεταξύ διευθυντικής ιδιοκτησίας και σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου μειώνεται σε μέγεθος καθώς η διευθυντική ιδιοκτησία μεγαλώνει, η σχέση δεν γίνεται ποτέ θετική.

Επίσης, τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας υποστηρίζουν τα συμπεράσματα των Fama και Jensen (1983) και Mayers et al. (1997), ότι τα μη εκτελεστικά μέλη (outside directors) συνιστούν έναν ενδεχομένως σημαντικό μηχανισμό εταιρικής διακυβέρνησης όταν οι εξωτερικοί περιορισμοί για τη διευθυντική συμπεριφορά είναι αδύναμοι.

Αυτά τα αποτελέσματα έχουν σημαντικές προεκτάσεις για την εταιρική διακυβέρνηση. Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου και η διευθυντική ιδιοκτησία δεν αντιπροσωπεύουν τέλειους υποκατάστατους μηχανισμούς για όλο το φάσμα της διευθυντικής κυριότητας. Αντ' αυτού, ο ρόλος των μη εκτελεστικών μελών και η σχέση τους με την διευθυντική κυριότητα φαίνεται πιο σύνθετη. Σε χαμηλά επίπεδα διευθυντικής κυριότητας, τα μη εκτελεστικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμβάλουν στον έλεγχο των εξόδων αντιπροσώπευσης (agency costs) που συνδέονται με το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου. Τα αποτελέσματά υποδεικνύουν ότι αυτή η επίδραση μπορεί να είναι ισχυρότερη από ό, τι μέχρι στιγμής έχει αναφερθεί. Όμως είναι λιγότερο σαφές για το τι συμβαίνει σε υψηλά επίπεδα κυριότητας. Μια πιθανότητα είναι ότι τα μη εκτελεστικά μέλη μπορεί να βοηθήσουν υποκαθιστώντας την σχετικά ασθενή πειθαρχία της εξωτερικής αγοράς. Εναλλακτικά, η εξασθενισμένη επίδραση σε υψηλά διευθυντικά επίπεδα κυριότητας θα μπορούσε να οφείλεται σε ζήτηση που σχετίζεται με μη-παρακολούθηση.

2.10. Κεφαλαιακή Δομή και Εταιρική Απόδοση

2.10.1. Διευθυντική κυριότητα (Managerial ownership) και εταιρική απόδοση

Λαμβάνοντας υπόψη τα θέματα διακυβέρνησης που προκύπτουν από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο, η δυνατότητα να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των στελεχών και των μετόχων μέσω της συμμετοχής των στελεχών στο μετοχικό κεφάλαιο είναι ένα σημαντικό θέμα για έρευνα. Έχουν γίνει πολλές μελέτες για την σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας μετοχικού κεφαλαίου των διευθυντών (managerial ownership) και της εταιρικής απόδοσης.

Οι Berle και Means (1932) τόνισαν τις ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των στελεχών της επιχείρησης και των διάφορων μετόχων, όταν τα στελέχη δεν έχουν μετοχές της επιχείρησης. Πολλές πλευρές αυτού του προβλήματος έχουν τονιστεί και από άλλους συγγραφείς.

Οι πρώτες αναλύσεις είχαν θεωρήσει μια γραμμική σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης (για παράδειγμα Demsetz and Lehn, 1985) οι τελευταίες αναλύσεις όμως έχουν προχωρήσει σε μη γραμμικές σχέσεις (Morck et al., 1988, McConnell και Servaes, 1990, 1995, Kole, 1995). Η μη γραμμική ανάλυση προκύπτει από δύο πιθανές επιδράσεις, όπως συζητήθηκαν και στην προηγούμενη ενότητα για την σχέση διευθυντικής κυριότητας και μη εκτελεστικά μέλη, που επηρεάζουν την σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας μετοχών από τους μάνατζερ (managerial ownership) : την ευθυγράμμιση των συμφερόντων και την εδραίωση των στελεχών.

Οι Jensen και Meckling (1976), επισημοποίησαν την σχέση μεταξύ της εταιρικής αξίας και της ιδιοκτησίας των στελεχών. Αναλυτικότερα, χώρισαν τους μετόχους σε δύο κατηγορίες : έναν "εσωτερικό μέτοχο" (insider shareholder) , ο οποίος είναι στέλεχος της επιχείρησης και έχει αποκλειστικά δικαιώματα ψήφου και έναν "εξωτερικό μέτοχο" (outsider shareholder) που

δεν έχει δικαιώματα ψήφου. Και οι δύο κατηγορίες μετόχων παίρνουν το ίδιο μέρος ανα μετοχή για κάθε μετοχή που κατέχουν αλλά ο "έσωτερικός μέτοχος" είναι σε θέση να αυξήσει αυτή τη ροή ταμειακών ροών με την κατανάλωση επιπλέον μη εμπορεύσιμων προνομίων. Σε αυτό το πλαίσιο, υπάρχει κίνητρο για το στέλεχος της επιχείρησης να υιοθετήσει επενδυτικές και χρηματοδοτικές στρατηγικές που τον ευνοούν αλλά μειώνουν την πληρωμή "εξωτερικού μέτοχου". Έτσι, η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από το ποσοστό των μετοχών που έχουν τα στελέχη της εταιρίας. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των μετοχών των στελεχών, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, διατύπωσαν την υπόθεση ότι η κατοχή μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης βοηθά στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των στελεχών. Σύμφωνα με τη θεωρία 'σύγκλισης των συμφερόντων', όπως ονομάζεται, όσο αυξάνεται η κυριότητα μετοχών των στελεχών, τόσο αυξάνεται η απόδοση της εταιρίας καθώς οι διευθυντές είναι λιγότερο διατεθειμένοι να εκτρέψουν πόρους από τη μεγιστοποίηση της αξίας.

Σε αντίθεση με αυτή την άποψη οι Demsetz (1983) και Fama και Jensen (1983), έχουν επιστημονικά αποδείξει το αντισταθμιστικό κόστος της μεγάλης ιδιοκτησίας των στελεχών. Υποστηρίζουν ότι η πειθαρχία της αγοράς θα αναγκάσει τα στελέχη να τηρήσουν αυτή τη μεγιστοποίηση της αξίας μόνο όταν έχουν πολύ χαμηλά επίπεδα κυριότητας. Σε ορισμένα επίπεδα ιδιοκτησίας μετοχικού κεφαλαίου, ωστόσο, η χρησιμοποίηση διευκολύνσεων και προνομίων (perquisites) από τα στελέχη μπορεί να αντισταθμίσει την απώλεια που θα έχουν από τη μείωση της αξίας της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, ο Demsetz (1983, p. 384) αναφέρει ότι η δομή της ιδιοκτησίας των ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης που προκύπτει είναι ένα ενδογενές αποτέλεσμα της ανταγωνιστικής επιλογής, στο οποίο διάφορα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα κόστους εξισώνονται ώστε να καταλήξουμε σε μια ισορροπία για την επιχείρηση. Επομένως, δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της δομής της ιδιοκτησίας ίδιων κεφαλαίων και της κερδοφορίας.

Οι Morck et al. (1988) δείχνουν ότι τα διοικητικά στελέχη ανταποκρίνονται σε δύο αντίθετες δυνάμεις και ότι η σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας και της αξίας

εξαρτάται από την δύναμη που κυριαρχεί. Υποστηρίζουν ότι τα υψηλά επίπεδα κυριότητας των στελεχών θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε 'κατοχύρωση' των στελεχών, καθώς οι εξωτερικοί μέτοχοι θεωρούν ότι είναι δύσκολο να ελέγξουν τις ενέργειες των εν λόγω στελεχών. Με άλλα λόγια, αυτό σημαίνει ότι σε ορισμένα επίπεδα κυριότητας, τα στελέχη θεωρούν σκόπιμο να καταναλώνουν προνόμια που μειώνουν την αξία της επιχείρησης το οποίο μπορεί να συγκρούεται με τα συμφέροντα των εξωτερικών μετόχων. και, επιπλέον, να έχουν επαρκή έλεγχο για να ακολουθούν τους δικούς τους στόχους χωρίς το φόβο της πειθαρχίας, οι οποίοι μπορεί να συγκρούεται με τα συμφέροντα των εξωτερικών μετόχων. Καθώς αυξάνονται τα κεφάλαια που κατέχουν τα στελέχη, είναι πιθανό τα συμφέροντά τους να συμπίπτουν περισσότερο με εκείνα των εξωτερικών μετόχων. Ο συνδιασμός επομένως της 'σύγκλισης των συμφερόντων' και της 'κατοχύρωσης' των στελεχών, δημιουργούν μια μη γραμμική σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας μετοχών από τους μάντζερ. Η πρώτη δύναμη επομένως έχει μια αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη έχει θετική. Οι συγγραφείς τονίζουν ότι δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί ποια δύναμη θα επικρατήσει σε κάθε επίπεδο των κεφαλαίων που κατέχουν τα στελέχη.

2.10.2. Έρευνα

Αρχικά, πρέπει να σημειωθεί ότι η ιδιοκτησία μετοχικού κεφαλαίου των στελεχών της επιχείρησης (managerial ownership), αναφέρεται στον αριθμό των μετοχών που κατέχουν τα στελέχη. Η μέτρηση αυτής της μεταβλητής διαφέρει μεταξύ των ερευνητών. Ενδεικτικά, οι Short και Keasey (1999) θεωρούν ότι είναι το ποσοστό των κοινών μετοχών των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των στενών συγγενών τους προς το σύνολο των μετοχών, ενώ οι Morck et al. (1988) λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τις μετοχές που κατέχουν τα μέλη του συμβουλίου. Ωστόσο οι διαφορές αυτές δεν θεωρείται ότι επηρεάζουν τα αποτελέσματα των ερευνών.

Οι Morck et al. (1988) μελετούν την σχέση μεταξύ της ιδιοκτησίας της διοίκησης (management ownership) και της αξιολόγησης της εταιρίας από την

αγορά, όπως εκφράζεται από τον δείκτη Tobin's Q. Χρησιμοποιώντας το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από το διοικητικό συμβούλιο ως μέτρο κυριότητας, εφάρμοσαν τμηματική γραμμική παλινδρόμηση για να βρουν την σχέση μεταξύ αυτών των μεταβλητών. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν μία θετική σχέση μεταξύ της κυριότητας των εκτελεστικών μελών και του δείκτη Tobin's Q, στο εύρος κυριότητας από 0% έως 5% και πέραν του 25%. Επίσης έδειξαν μια αρνητική και λιγότερο έντονη σχέση στο εύρος κυριότητας από 5% έως 25%. Ακόμα, υποστηρίζουν ότι αυτά τα αποτελέσματα είναι συνεπή με την άποψη ότι η σύγκλιση των συμφερόντων κυριαρχεί στο εύρος κυριότητας από 0% έως 5% και πάνω από το 25%, και η επίδραση της κατοχύρωσης κυριαρχεί εντός του εύρους κυριότητας 5% έως 25%. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν το συμπέρασμα ότι η επιβολή μιας απλής γραμμικής δομής των στοιχείων δεν ενδείκνυται.

Οι McConnell και Servaes (1990), εξετάζουν την σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και της δομής της ιδιοκτησίας. Συγκεκριμένα, διερευνήθηκε η σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και της ιδιοκτησίας μετοχών σε δείγμα 1.173 επιχειρήσεων το 1976 και για ένα δείγμα 1.093 επιχειρήσεων το 1986. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν μια σημαντική καμπυλόγραμμη σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και του ποσοστού των κοινών μετοχών που ανήκουν σε στελέχη της εταιρίας. Η σχέση μεταξύ της κυριότητας των μάνατζερ και της αξίας της επιχείρησης δηλαδή είναι κυκλική, καθώς η αξία της επιχείρησης πρώτα αυξάνεται και στη συνέχεια μειώνεται καθώς η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται στα χέρια των στελεχών. Συγκεκριμένα, μια θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της κυριότητας των στελεχών υπάρχει για διευθυντική κυριότητα μεταξύ του 0% έως περίπου του 40-50%, η οποία είναι συνεπής με την ευθυγράμμιση των συμφερόντων που εμφανίζεται μεταξύ αυτών των επιπέδων κυριότητας. Τα ευρήματα αυτά, ως εκ τούτου, διαφέρουν από εκείνα των Morck et al.

Ο Kole (1995), στη μελέτη του ερευνά κατά πόσο τα αντιφατικά αποτελέσματα της σχέσης μεταξύ της ιδιοκτησίας των στελεχών (managerial ownership) και της εταιρικής απόδοσης, μπορούν να εξηγηθούν με βάση τις διαφορετικές πηγές δεδομένων για την ιδιοκτησία των επιχειρήσεων. Με την μελέτη του,

απορρίπτει την υπόθεση ότι τα αντιφατικά αποτελέσματα των Morck, Shleifer και Vishny και McConnell και Servaes προκαλούνται από διαφορές στα δεδομένα ιδιοκτησίας. Αντιθέτως, διατυπώνει ότι η διαφορά στα αποτελέσματα μεταξύ των δύο αυτών ερευνών οφείλεται στην διαφορά που υπάρχει στο μέγεθος των εταιριών που αναλύθηκαν. Συγκεκριμένα, το δείγμα των Morck et al περιέχει μόνο μεγάλες επιχειρήσεις ενώ το δείγμα των McConnell και Servaes περιέχει μικρότερες επιχειρήσεις. Ο Kole θεωρεί ότι κατά μέσο όρο η θετική σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και της ιδιοκτησίας μετοχών από τα στελέχη της επιχείρησης για υψηλότερα επίπεδα κυριότητας στις μικρές από ότι στις μεγάλες επιχειρήσεις.

Έτσι, συνοπτικά, χρησιμοποιώντας τον Tobin's Q ως κύριο δείκτη μέτρησης της απόδοσης των επιχειρήσεων, οι μελέτες που αφορούν επιχειρήσεις των ΗΠΑ έχουν δείξει ότι η σχέση μεταξύ της κυριότητας των στελεχών και της εταιρικής απόδοσης είναι, γενικά, μη-γραμμική με μια κίνηση από την ευθυγράμμιση των συμφερόντων προς την κατοχύρωση των στελεχών και στη συνέχεια, πάλι σε ευθυγράμμιση των συμφερόντων με την αύξηση της κυριότητας των στελεχών.

Οι Helen Short και Kevin Keasey (1999), διενέργησαν την έρευνα για Βρετανικές επιχειρήσεις, όπου υπάρχουν σημαντικές διαφορές στο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης.

Πρίν αναλυθεί η έρευνα των Short και Keasey, η οποία χρησιμοποιεί Βρετανικά δεδομένα σε αντίθεση με την πλειοψηφία των ερευνών που ασχολούνται με αμερικάνικες εταιρίες, είναι σημαντικό να εξεταστεί πως θεωρούν ότι οι διαφορές στους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης, όπως διατυπώνονται μεταξύ Βρετανίας και Αμερικής, μπορεί να επιδρούν στην σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της κυριότητας των μάντζερ.

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ Βρετανίας και Αμερικής όσο αναφορά τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης. Ειδικότερα, η ικανότητα των εξωτερικών μετόχων (κυρίως ιδρυμάτων, οργανισμών) στις ΗΠΑ να συντονίσουν την αποτελεσματική δράση της εταιρικής διακυβέρνησης είναι

αυστηρά περιορισμένη από νομικούς και κανονιστικούς περιορισμούς. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντίθετα, οι περιορισμοί που επιβάλλονται στους μετόχους είναι κατά πολύ λιγότεροι. Τα ιδρύματα και στις δύο χώρες δέχονται συχνά κριτική για την έλλειψη της δημόσιας παρέμβασης σε θέματα εταιρικής διακυβέρνησης. Όμως, η προτίμηση από τα βρετανικά ιδρύματα για ιδιωτική παρέμβαση 'στα παρασκήνια' σημαίνει ότι, στην πραγματικότητα, ο βαθμός παρέμβασης των ιδρυμάτων από το Ηνωμένο Βασίλειο είναι μεγαλύτερος από αυτόν που αναφέρεται δημοσίως. Επιπλέον, η ικανότητα των διοικητικών συμβουλίων των ΗΠΑ να υιοθετήσουν αμυντικούς μηχανισμούς εξαγοράς, σε συνδυασμό με τη σχετική έλλειψη εξουσίας της πλευράς των εξωτερικών μετόχων σημαίνει ότι η αμερικανική εταιρική διαχείριση είναι προστατευμένη από εξωτερικούς εταιρικούς μηχανισμούς ελέγχου σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από ό, τι οι ομόλογοί τους στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ακόμα, αν και η επικράτηση των μη εκτελεστικών μελών στο διοικητικό συμβούλιο των αμερικανικών εταιρειών μπορεί να υποδεικνύει ότι οι μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου είναι ισχυρότεροι στις ΗΠΑ από ό, τι στο Ηνωμένο Βασίλειο, η ικανότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου να επιλέγει και να επιβραβεύει τα άλλα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι πιθανό να σημαίνει ότι η ικανότητα των μη εκτελεστικών μελών να λειτουργήσουν ως μηχανισμός πειθαρχίας είναι αμφισβητήσιμη. Συνδιάζοντας όλα τα παραπάνω επιχειρήματα οι Helen Short και Kevin Keasey (1999) καταλήγουν στο ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ είναι πιο πιθανό να εδραιωθούν σε χαμηλότερα επίπεδα κυριότητας από ό, τι οι μάνατζερ των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας των Helen Short και Kevin Keasey (1999), αρχικά επιβεβαιώνουν ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου εδρεύονται σε υψηλότερα επίπεδα από ό, τι οι ομόλογοί τους στις ΗΠΑ. Δεύτερον, τα αποτελέσματα από την επέκταση της ανάλυσης προκειμένου να εξεταστούν διάφορα μέτρα της απόδοσης της επιχείρησης και μια πιο γενικευμένη μορφή της σχέσης, επιβεβαιώνουν τη γενική διαπίστωση που αναφέρεται στην βιβλιογραφία των ΗΠΑ για μια μη γραμμική σχέση μεταξύ της κυριότητας των στελεχών και της εταιρικής απόδοσης. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η σημειωμένη μη-γραμμική σχέση (της

ευθυγράμμισης, κατοχύρωσης, ευθυγράμμισης) μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της κυριότητας των στελεχών είναι αρκετά ισχυρή για να υπάρχει σε όλα τα δείγματα από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ, στα διάφορα μέτρα απόδοσης των επιχειρήσεων και σε μια πρόσθετη μέθοδο εκτίμησης.

Εκτός από τις διαφορές μεταξύ των επιπέδων κυριότητας στα οποία η διοίκηση φαίνεται να εδραιώνεται, υπάρχουν και άλλες σημαντικές διαφορές μεταξύ των αποτελεσμάτων της παρούσας ανάλυσης, σε σύγκριση με αυτήν των Morck et al. Τα αποτελέσματα αυτής της ανάλυσης δείχνουν ότι η μη γραμμική σχέση μεταξύ της απόδοσης και της κυριότητας των στελεχών, υπάρχει και για τα λογιστικά μέτρα της απόδοσης αλλά και για τα μέτρα της αγοράς. Αντίθετα οι Morck et al βρήκαν μια σχέση που ισχύει μόνο για την απόδοση όπως μετράται από τον δείκτη Tobin's Q και όχι για την απόδοση όπως υπολογίζεται από την λογιστική. Επιπλέον, τα παρόντα αποτελέσματα υποδεικνύουν μια σταθερά σημαντική και θετική σχέση μεταξύ επιδόσεων και κυριότητας των στελεχών για υψηλά επίπεδα κυριότητας, γεγονός που είναι σύμφωνο με την υπόθεση ότι η επίδραση από την σύγκλιση των συμφερόντων είναι μεγαλύτερη από την επίδραση της κατοχύρωσης για υψηλά επίπεδα κυριότητας. Ενώ οι Morck et al. αναφέρουν μια θετική σχέση μεταξύ της επίδοσης (Tobin's Q) και της υψηλής κυριότητας των στελεχών (ειδικά για κυριότητα στο 25% ή παραπάνω), η στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών τους είναι ασθενής και ποικίλλει ανάλογα με τις προδιαγραφές του μοντέλου. Έτσι, η παρούσα έρευνα παρέχει μια κάπως ισχυρότερη απόδειξη της θετικής σχέσης μεταξύ της απόδοσης και της διευθυντικής κυριότητας για υψηλά επίπεδα κυριότητας.

Η σιωπηρή υπόθεση της τρέχουσας ανάλυσης είναι ότι η αιτιότητα λειτουργεί από την διευθυντική κυριότητα προς τις επιδόσεις των επιχειρήσεων. Ενώ η παρούσα ανάλυση έχει χρησιμοποιήσει στοιχεία που προστατεύουν την ακεραιότητα της εν λόγω υπόθεσης, δεν υπάρχει διαφυγή από το γεγονός ότι η «αντίστροφη» αιτιότητα θα μπορούσε να υποστηρίξει το εκτιμώμενο αποτέλεσμα. Για παράδειγμα, η θετική ευθυγράμμιση μεταξύ της απόδοσης και της διοίκησης θα μπορούσε απλά να αντανακλά ότι οι περισσότεροι

επιτυχημένες επιχειρήσεις απονέμουν στους διευθυντές μετοχές. Εδώ η αιτιότητα λειτουργεί απο την επίδοση προς την κυριότητα. Ένας περαιτέρω περιορισμός είναι ότι όλες οι αναλύσεις, για εύλογους λόγους υποθέτουν ότι η κυριότητα των μάνατζερ είναι ομοιογενής όσον αφορά την ικανότητά της να επηρεάζει τις επιδόσεις της επιχείρησης. Μια τέτοια υπόθεση είναι φυσικά μια απλοποίηση της πραγματικότητας.

Έχοντας υπ' όψην όλα τα ανωτέρω, τα αποτελέσματα αυτού αλλά και των αναφερθέντων ερευνών, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων της διοίκησης και των μετόχων δεν γίνεται απλά με την προσφορά μεγαλύτερων μεριδίων μετοχικού κεφαλαίου στα στελέχη της επιχείρησης.

2.11. Μεγαλομέτοχοι (Blockholders), Θεσμικοί Επενδυτές και Εταιρική Απόδοση

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας ασχολείται με την πίεση που μπορούν να ασκήσουν οι μεγαλομέτοχοι (Blockholders) και οι θεσμικοί επενδυτές (institutional investors) στην επιχείρηση προκειμένου να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Οι Shleifer και Vishny (1986) παρουσιάζουν ένα μοντέλο στο οποίο οι εξαγορές μπορεί να είναι επιτυχημένες όταν εκείνος που κάνει την προσφορά κατέχει ήδη ένα μεγάλο μερίδιο επί των μειονοτήτων, των μετοχών της επιχείρησης. Η δυνητική απειλή απο εξαγορά που μπορούν να ασκήσουν οι μεγάλοι μέτοχοι (blockholders) μπορεί να λειτουργήσει ως ένας αποτελεσματικός τρόπος για την παρακολούθηση της διοίκησης. Εάν και οι μικροί μέτοχοι δεν μπορούν να επωφεληθούν από δαπανηρές μεθόδους παρακολούθησης, οι μεγάλοι μέτοχοι (blockholders) μπορούν, επειδή είναι σε θέση να πάρουν ένα μεγάλο μέρος των κερδών που προκύπτουν από την εξαγορά. Έτσι, οι Shleifer και Vishny πιστεύουν ότι, εφόσον οι υπόλοιπες μεταβλητές παραμένουν σταθερές, η παρουσία μεγαλομετόχων θα έχει μια θετική επίδραση στην αγοραία αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνοι με αυτή την άποψη, και άλλοι συγγραφείς [Mikkelson και Ruback (1985), Holderness και Sheehan (1985), και Barclay και Holderness (1990)] διατυπώνουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης όταν οι εξωτερικοί μέτοχοι αποκτούν μεγάλο μερίδιο των μετοχικών τίτλων. Ωστόσο και οι τρεις αυτές έρευνες αναφέρουν ότι αυτά τα κέρδη σε μεγάλο βαθμό εξαφάνίζονται, αν μια εξαγορά ή άλλες εταιρικές αναδιαρθρώσεις, συμπεριλαμβανομένης της αλλαγής της διοίκησης, δεν ακολουθήσουν σύντομα την απόκτηση του μεγάλου μεριδίου μετοχών. Επιπλέον, οι Holderness και Sheehan (1988) ανέλυσαν ένα δείγμα επιχειρήσεων στο οποίο ένας μοναδικός μέτοχος κατείχε το 50% ή περισσότερο των μετοχών σε κυκλοφορία της επιχείρησης. Σύγκριναν τον δείκτη Tobin's Q και άλλα λογιστικά μέτρα απόδοσης αυτού του δείγματος, με αυτά ενός άλλου δείγματος στο οποίο κανένας μέτοχος δεν κατείχε πάνω από το 20% των διαθέσιμων μετοχών. Μεταξύ των δύο δειγμάτων, δεν βρήκαν κάποια σημαντική διαφορά για την απόδοση.

Η σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και των θεσμικών επενδυτών είναι ακόμα ένα σχετικά ανεξερεύνητο θέμα. Ο Pound (1988) καλήγει στα κίνητρα που αντιμετωπίζουν οι θεσμικοί επενδυτές. Θέτει τρεις υποθέσεις για την σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και των θεσμικών επενδυτών :

1. Την υπόθεση αποτελεσματικής παρακολούθησης, σύμφωνα με την οποία οι θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγάλη εμπειρία και μπορούν να ελέγχουν την διοίκηση με μικρότερο κόστος από ότι οι μικροί μέτοχοι, έτσι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και των θεσμικών επενδυτών.
2. Την υπόθεση σύγκρουσης συμφερόντων, όπου εξαιτίας άλλων κερδοφόρων επιχειρηματικών σχέσεων με την εταιρεία, οι θεσμικοί επενδυτές αναγκάζονται να ψηφήσουν με βάση τα συμφέροντα της διοίκησης.
3. Την υπόθεση στρατηγικής ευθυγράμμισης, η οποία υποδεικνύει ότι οι θεσμικοί επενδυτές και οι μάνατζερ βρίσκουν αμοιβαία επωφέλη την μεταξύ τους συνεργασία. Αυτή η συνεργασία μειώνει τα ευεργετικά αποτελέσματα για

την αξία που θα μπορούσαν να προκύψουν από την παρακολούθηση της διοίκησης από τους θεσμικούς επενδυτές. Επομένως οι δυο τελευταίες υποθέσεις προβλέπουν μία αρνητική σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρίας και των θεσμικών επενδυτών.

Οι John J. McConnell και Henri Servaes (1990) στην έρευνα τους εξετάζουν την σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και της δομής της ιδιοκτησίας. Οι ερευνητές βρήκαν μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και του ποσοστού των μετοχών που ανήκουν σε θεσμικούς επενδυτές. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με τον Round (1988). Αντίθετα, δεν βρήκαν καμία συσχέτιση μεταξύ του δείκτη Tobin's Q και της παρουσία ενός μεγαλομέτοχου (blockholder) ή του ποσοστού των μετοχών που ανήκουν σε μεγαλομέτοχους.

Την σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας των μεγαλομέτοχων εξέτασε και ο H. Mehran στην έρευνα του το 1995. Στα αποτελέσματα του, δεν βρέθηκε σημαντική σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και των μετοχών που κατέχουν οι μεγαλομέτοχοι (blockholders) κάτι που έρχεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα των McConnell και Servaes (1990). Επίσης δεν βρέθηκε σημαντική σχέση ούτε και για τις μετοχές που κατέχουν οι άλλοι θεσμικοί επενδυτές.

Πίνακας 1

Συνοπτική παρουσίαση προηγούμενων ερευνών

Ερευνητές	Έτος	Δείγμα	Χώρα	Μέθοδος	Μέτρα Απόδοσης	Αποτελέσματα
Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου						
Yermack	1996	Μεγάλες επιχειρήσεις	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση	Tobin's Q	Σημαντικά αρνητική σχέση
Eisenberg et al	1998	Μικρές και Μεσαίες Επιχειρήσεις	Φιλανδία	Παλινδρόμηση	ROA	Σημαντικά αρνητική σχέση
D.R.Dalton, C.M. Daily J.L.Johnson και A.E. Ellstrand	1999	Μικρές και Μεγάλες επιχειρήσεις	Η.Π.Α	Meta - analysis		-Πιο ισχυρή σχέση για μικρές επιχειρήσεις. -Ο τρόπος μέτρησης δεν επηρεάζει τη σχέση
M.J. Conyon και S.I. Peck	1998	Εισηγμένες επιχειρήσεις	Αγγλία Γαλλία Δανία Ιταλία Ολλανδία	Παλινδρόμηση	ROE Tobin's Q	Αρνητική σχέση
Διαδικότητα						
B. R. Baliga, R. C. Moyer και R. S. Rao	1996	Εισηγμένες επιχειρήσεις (Δείκτης Fortune 500)	Η.Π.Α	Announcement effects Παλινδρόμηση	ROA ROE Tobin's Q	-Η αγορά φαίνεται αδιάφορη στην διαδικότητα -Δεν υπάρχουν επαρκής αποδείξεις ότι η διαδικότητα επηρεάζει την μακροπρόθεσμη απόδοση

Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου						
S.Rosenstein και J.G.Wyatt	1990	Εισηγμένες επιχειρήσεις (δείκτες NYSE ή/και AMEX) που ανακοίνωσαν πρόσληψη μη εκτελεστικού μέλους την περίοδο 1981-1985	Η.Π.Α	Announcement effects		Στατιστικά σημαντική αύξηση στις τιμές των μετοχών ως αντίδραση της ανακοίνωσης αυτών των διορισμών
MacAvoy et al. , Hermalin και Weisbach , Mehran, Klein , Bhagat και Black	1983, 1991, 1995, 1998 2000 αντίστοιχα			Παλινδρόμηση	Λογιστικά μέτρα απόδοσης	Ασήμαντες σχέσεις μεταξύ της λογιστικά μετρήσιμης απόδοσης και του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών
Hermalin και Weisbach , Bhagat και Black	1991 2000 αντίστοιχα			Παλινδρόμηση	Tobin's Q	Ασήμαντες σχέσεις μεταξύ της απόδοσης και του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών
Ανάμειξη του διευθύνοντα συμβούλου στην επιλογή νέων μελών						
A.Shivdasani και D.Yermack	1999	Εισηγμένες επιχειρήσεις (Δείκτης Fortune 500)	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση (OLS, Logit)	ROA CAR's (Cumulative	Όταν αναμειγνύεται ο CEO: -Οι επ/σεις προσλαμβάνουν λιγότερα ανεξάρτητα μέλη και περισσότερα 'γκρι' μέλη

				Announcement effects	Abnormal Stock Returns)	-Η αντίδραση στην τιμή των μετοχών στην πρόσληψη ανεξάρτητων μελών, είναι σημαντικά χαμηλότερη.
Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης						
S.N.Kaplan και D.Reishus	1990	Εισηγμένες επιχειρήσεις που πληρούσαν συγκεκριμένα κριτήρια	Η.Π.Α	Ταξινόμηση επ/ων σε κατηγορίες και σύγκριση Παλινδρόμηση (Logit)	Μείωση μερισμάτων	-Ανώτατα στελέχη απο εταιρείες που μείωσαν τα μερίσματα τους είναι 50% λιγότερο πιθανό να αναλάβουν επιπλέον μη εκτελεστικές θέσεις -Η πιθανότητα ένα ανώτατο στέλεχος να χάσει την μη εκτελεστική θέση <u>που κατέχει</u> , είναι αρνητικά αλλά όχι σημαντικά συσχετισμένη με την απόδοση της εταιρείας που εργάζεται και ως στέλεχος
Ιδιοκτησία κοινών μετοχών Και σύνθεση Δ.Σ./εταιρική απόδοση						
Denis και Sarin	1999	Εισηγμένες επιχειρήσεις (NYSE, Amex, Nasdaq)	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση Κατανομές Συχνοτήτων	Σε σχέση με σύνθεση Δ.Σ.	-Οι μεταβλητές συσχετίζονται αρνητικά μεταξύ τους -Μεγάλες μεταβολές στη κυριότητα και στη δομή του Δ. Σ. έρχονται μετά απο θεμελιώδεις αλλαγές στις επιχειρηματικές συνθήκες που αντιμετωπίζει η επιχείρηση και ακολουθούνται απο μεγάλης κλίμακας αναδιαρθρώσεις του ενεργητικού
Kenneth V.Peasnell,	2003	Εισηγμένες επιχειρήσεις	Αγγλία	Παλινδρόμηση (OLS, Logistic)	Σε σχέση με σύνθεση	- Ένα δευτεροβάθμιο και ένα λογαριθμικό μοντέλο παρέχουν

Peter F.Pope και Steven Young					Δ.Σ.	καλύτερη εξήγηση της σχέσης μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της διευθυντικής ιδιοκτησίας απο ότι ένα γραμμικό
Morck et al	1988	Μεγάλες Εισηγμένες επιχειρήσεις (Δείκτης Fortune 500)	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση (OLS)	Tobin's Q	-Θετική σχέση μεταξύ της κυριότητας των εκτελεστικών μελών και του δείκτη Tobin's Q, στο εύρος κυριότητας απο 0% έως 5% και πέραν του 25%.Αρνητική σχέση στο εύρος κυριότητας απο 5% έως 25%. - Η επιβολή μιας απλής γραμμικής δομής των στοιχείων δεν ενδείκνυται
McConnell και Servaes	1990	Εισηγμένες επιχειρήσεις (NYSE, Amex)	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση	Tobin's Q	-Σημαντική κυκλική σχέση μεταξύ της κυριότητας των μάντζερ και της αξίας της επιχείρησης.Η αξία της επιχείρησης πρώτα αυξάνεται (εως περίπου του 40-50%) και στη συνέχεια μειώνεται καθώς η ιδιοκτησία συγκεντρώνεται στα χέρια των στελεχών
Helen Short και Kevin Keasey	1999	Εισηγμένες επιχειρήσεις	Αγγλία	Παλινδρόμηση	ROE MV/BV (προσέγγιση Tobin's Q)	- Μη γραμμική σχέση υπάρχει και για τα λογιστικά μέτρα της απόδοσης αλλά και για τα μέτρα της αγοράς
Ετήσια Αμοιβή Ανώτατων Στελεχών						
H.Mehran	1995	Τυχαία επιλεγμένες κατασκευαστικές εταιρίες	Η.Π.Α	Παλινδρόμηση	ROA Tobin's Q	- Η απόδοση είναι θετικά συσχετισμένη με το ποσοστό της αμοιβής των ανώτατων στελεχών που βασίζεται στα ίδια κεφάλαια

						(equity based form) -Περισσότερα μη εκτελεστικά μέλη στο Δ.Σ, σημαίνει υψηλότερο ποσοστό αμοιβής των ανώτατων στελεχών σε μορφή βασισμένη σε ίδια κεφάλαια
--	--	--	--	--	--	---

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΛΗ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Μεθοδολογία

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διαπιστωθεί κατά πόσο τα διάφορα στοιχεία των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν την απόδοση των επιχειρήσεων, σε έναν αριθμό Ευρωπαϊκών χωρών.

3.1. Μέθοδος

Η σχέση μεταξύ της απόδοσης της επιχείρησης και των μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης εξετάστηκε ξεχωριστά για κάθε μια από τις εξεταζόμενες χώρες, με βάση την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS). Οι παλινδρομήσεις έγιναν στο πρόγραμμα E-Views, με την μέθοδο Panel Data. Επίσης, Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα έρευνα είναι μια προσέγγιση του μοντέλου που χρησιμοποιήθηκε από τους M. Conyon και S. Peck (1998), όπου με βάση τις μελέτες που περιγράφηκαν στο κεφάλαιο 'Ανασκόπηση Μελετών' προστέθηκαν επιπλέον μεταβλητές που περιγράφουν την εταιρική διακυβέρνηση. Το μοντέλο που προκύπτει επομένως είναι το εξής:

$$Y_{it} = a + \beta_1 * D_{it} + \beta_2 * S_{it} + \beta_3 * NEX_{it} + \beta_4 * INV_{it} + \beta_5 * OD_{it} + \beta_6 * CO_{it} + \beta_7 * EO_{it} + \beta_8 * CS_{it} + \beta_9 * CB_{it} + \beta_{10} * ES_{it} + \beta_{11} * EB_{it} + \beta_{12} * SAL + \beta_{13} * OPI + \beta_{14} * LEV + U_{it}$$

όπου,

Η εξαρτημένη μεταβλητή:

Y_{it} : η απόδοση της επιχείρησης t για το έτος i

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές :

1. D : Περίπτωση δυαδικότητας
2. S : Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, λογαριθμημένο

3. NEX : Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου
4. INV : Περίπτωση ανάμειξης του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου
5. OD : Ποσοστό των εκτελεστικών μελών που έχουν θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών, προς το σύνολο των εκτελεστικών μελών
6. CO : Ποσοστό των μετοχών που κατέχει άμεσα ο Διευθύνων Σύμβουλος ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται
7. CE : Ποσοστό των μετοχών που κατέχουν άμεσα τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται
8. CS : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής
9. CB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής
10. ES : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής
11. EB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής.

Οι μεταβλητές ελέγχου:

- SAL : οι ετήσιες πωλήσεις, λογαριθμημένες
- OPI : η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του λειτουργικού κέρδους
- LEV : η μόχλευση

Και U_{it} : ο διαταρακτικός όρος της εξίσωσης που υποθέτουμε ότι είναι μια κανονική και ανεξάρτητη τυχαία μεταβλητή.

3.2. Δείγμα

Η μελέτη πραγματοποιήθηκε για τρεις Ευρωπαϊκές χώρες, για μια περίοδο πέντε ετών (2006-2010). Σημαντικό κριτήριο για την επιλογή των χωρών ήταν η διαθεσιμότητα των στοιχείων. Οι χώρες που επιλέχθηκαν είναι : Αγγλία, Γαλλία και Γερμανία.

Απο κάθε χώρα, επιλέχθηκαν οι 20 εισηγμένες εταιρίες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, όπως αυτή διαπιστώθηκε στις 3 Νοεμβρίου 2011. Επίσης, προκειμένου να είναι πιο συναφές το δείγμα, εξαιρέθηκαν 3 κατηγορίες εταιριών από τις επιλεγμένες επιχειρήσεις κάθε χώρας: τράπεζες, ασφαλιστικοί οργανισμοί και εταιρίες real estate.

Τα δεδομένα που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση συλλέχθηκαν από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κάθε εταιρείας, για την περίοδο 2006 έως 2010. Συγκεκριμένα, συλλέχθηκαν τα εξής στοιχεία από 300 ισολογισμούς :

1. Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου
2. Αριθμός μη εκτελεστικών μελών
3. Περίπτωση Δυαδικότητας (Duality)
4. Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιριών των εκτελεστικών μελών (outside directorships)
5. Συμμετοχή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής νέων μελών του Διοικητικού συμβουλίου
6. Αριθμός των μετοχών που κατέχει άμεσα ο Διευθύνων Σύμβουλος (direct shares)
7. Αριθμός των μετοχών που κατέχουν άμεσα τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη (direct shares)
8. Ετήσια σταθερή αμοιβή (Base salary) του Διευθύνοντος Συμβούλου και των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών
9. Ετήσια αμοιβή κινήτρων (Bonus / short term Incentive Compensation) του Διευθύνοντος Συμβούλου και των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών
10. Συνολική ετήσια αμοιβή του Διευθύνοντος Συμβούλου και των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών, που περιλαμβάνει την σταθερή αμοιβή, την μεταβλητή αμοιβή και άλλες διευκολύνσεις όπως ασφάλεια, αυτοκίνητο κ.α. που δίνονται στα μέλη.

Ο αριθμός των κοινών μετοχών που διαπραγματεύεται κάθε επιχείρηση (ordinary shares outstanding) για την εξεταζόμενη περίοδο, οι ετήσιες πωλήσεις, τα λειτουργικά έσοδα και η μόχλευση καθώς και οι ετήσιες αποδόσεις των εταιριών συλλέχθηκαν απο την βάση δεδομένων DataStream.

3.3. Μεταβλητές Ελέγχου (control variables)

Στο μοντέλο της απόδοσης περιλαμβάνονται και τρεις επιπλέον μεταβλητές ως μεταβλητές ελέγχου, για να ελέγξουν για άλλους επιπλέον παράγοντες που πιθανόν να επηρεάζουν την απόδοση της επιχείρησης.

Οι ετήσιες πωλήσεις, χρησιμοποιούνται στο μοντέλο λογαριθμημένες και είναι ένα μέτρο για το μέγεθος της επιχείρησης. Το μέγεθος της επιχείρησης επηρεάζει την απόδοση της τουλάχιστον με δυο τρόπους. Πρώτον, υπάρχει μια πιθανή επίδραση στην χρηματοδότηση, δεδομένου ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις είναι ευκολότερο να δημιουργήσουν εσωτερικά κεφάλαια και να έχουν πρόσβαση σε πόρους από εξωτερικές πηγές. Ένας μειωμένος περιορισμός χρηματοδότησης επιτρέπει στην επιχείρηση να κάνει μεγαλύτερη χρήση των κερδοφόρων έργων. Δεύτερον, οι οικονομίες κλίμακας που συνοδεύουν το μέγεθος δίνουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να δημιουργήσει εμπόδια στην είσοδο των επιχειρήσεων με σχετικά ευεργετικά αποτελέσματα στις επιδόσεις.

Η μόχλευση έχει διατυπωθεί στο μοντέλο όπως εκφράζεται απο την σχέση καθαρός δανεισμός προς συνολικά κεφάλαια. Η μεταβλητή αυτή ελέγχει για ένα πλήθος παραγόντων. Πρώτον, ελέγχει για τη δυνατότητα των δανειστών να ασκούν ουσιαστική επιρροή στη συμπεριφορά και τη λειτουργία της επιχείρησης και τη διαχείρισή της. Δεύτερον, το χρέος μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τη Διοίκηση για να επισημανθεί ότι έχει δεσμευτεί για την επίτευξη του επιπέδου των ταμειακών ροών που απαιτούνται για την επίτευξη των αποπληρωμών του χρέους.

Η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του λειτουργικού κέρδους περιγράφει τον επιχειρηματικό κίνδυνο της επιχείρησης. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος σχετίζεται άμεσα με την αμοιβή των εκτελεστικών και των μη εκτελεστικών μελών.

3.4. Μεταβλητές Απόδοσης

Όσον αφορά την απόδοση των εταιρειών, καθώς πολλοί συγγραφείς έχουν διατυπώσει ότι ένας πιθανός λόγος της διαφορετικότητας των αποτελεσμάτων μεταξύ των ερευνών είναι τα διαφορετικά μέτρα απόδοσης που χρησιμοποιούνται, κρίθηκε σκόπιμο να εξεταστούν τρία διαφορετικά μέτρα σε αυτή την μελέτη, προκειμένου να ξεπεραστούν τέτοιοι περιορισμοί.

Αναλυτικότερα, συλλέχθηκαν τα εξής λογιστικά μέτρα απόδοσης:

1. Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)

Είναι το μέτρο απόδοσης που έχει χρησιμοποιηθεί στις περισσότερες έρευνες για να περιγράψει την απόδοση της επιχείρησης σε σχέση με μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης.

2. Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)

Αυτή η μεταβλητή μπορεί να δείξει τις επιδράσεις της εταιρικής διακυβέρνησης και εξετάζει εάν τα περιουσιακά στοιχεία έχουν χρησιμοποιηθεί αποτελεσματικά από την διοίκηση για την παραγωγή κερδών

3. Δείκτης Tobin's Q

Χρησιμοποιείται μια προσέγγιση αυτού του δείκτη που είναι η χρηματιστηριακή προς την λογιστική αξία της επιχείρησης αντί για το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων. Υψηλότερα επίπεδα του δείκτη Tobin's Q είναι δείγμα καλύτερης απόδοσης (σύμφωνα με τους Copeland και Weston, 1988)

Παρότι τα λογιστικά μέτρα απόδοσης έχουν χρησιμοποιηθεί από πολλές έρευνες για την εταιρική διακυβέρνηση, έχουν δεχθεί και κριτική από πολλούς

συγγραφείς. Ένα βασικό επιχείρημα είναι ότι τα εκτελεστικά μέλη έχουν κίνητρο να πάρουν τέτοιες αποφάσεις και να δηλώσουν τέτοιο εισόδημα που να επηρεάσουν τα λογιστικά μέτρα, όπως την απόδοση συνολικών κεφαλαίων, και τα συστατικά τους. Όσον αφορά το δείκτη Tobin's Q, επιπρόσθετα από τις κριτικές που έχει δεχθεί για την δυσκολία μέτρησης του, πολλοί συγγραφείς θεωρούν ότι είναι μια ένδειξη για τις ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρίας και όχι για την απόδοση του. Ωστόσο, όπως διατύπωσαν οι Jacobson (1987) και Landsman και Shapiro (1989), τα μέτρα αυτά, παρόλο που το καθένα έχει τα μειονεκτήματά του, συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό και τα ποιοτικά αποτελέσματα δεν θα επηρεαστούν από την επιλογή μιας προσέγγισης για την απόδοση.

3.5. Ιδιαιτερότητες χωρών

Στην προσπάθεια να γίνουν συγκρίσιμες οι παρατηρήσεις μεταξύ των χωρών και να έχουν συνάφεια τα δεδομένα ακόμα και μεταξύ των παρατηρήσεων των εταιρειών της ίδιας χώρας, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν τα βασικά χαρακτηριστικά του κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης κάθε χώρας για τις εξεταζόμενες μεταβλητές.

Αγγλία

Οι εταιρείες από την Αγγλία ακολουθούσαν τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης : FRC Combined Code.

Σύμφωνα με αυτό το κώδικα κάθε εταιρεία θα πρέπει να διευθύνεται από ένα αποτελεσματικό διοικητικό συμβούλιο το οποίο είναι συλλογικά υπεύθυνο για την μακροπρόθεσμη επίδοση της εταιρείας. Θα πρέπει να υπάρχει σαφής διαχωρισμός των ευθυνών στους επικεφαλής της εταιρείας μεταξύ της λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου και της εκτελεστικής αρμοδιότητας για την λειτουργία των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Κανένα άτομο δεν πρέπει να έχει απρόσκοπτη εξουσία λήψης αποφάσεων.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να είναι επαρκούς μεγέθους ώστε οι απαιτήσεις της επιχείρησης να μπορούν να ικανοποιηθούν και οι τυχόν

αλλαγές στη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου ή των επιτροπών, να μπορούν να αντιμετωπιστούν χωρίς αδικαιολόγητη αναστάτωση. Επίσης δεν θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλο ώστε να είναι δυσκίνητο.

Το διοικητικό συμβούλιο θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα κατάλληλο συνδυασμό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, έτσι ώστε κανένα πρόσωπο ή ομάδα προσώπων να μην μπορεί να κυριαρχεί στη λήψη αποφάσεων του συμβουλίου. Επιπρόσθετα, στο πλαίσιο του ρόλου τους ως μέλη του ενιαίου συμβουλίου, τα μη εκτελεστικά μέλη θα πρέπει να εποικοδομητικά να συμβάλουν στην ανάπτυξη προτάσεων για τη στρατηγική.

Ο πρόεδρος είναι αρμόδιος για την ηγεσία του διοικητικού συμβουλίου και τη διασφάλιση της αποτελεσματικότητας σε όλες τις πτυχές του ρόλου του. Επίσης, αναφέρεται ότι ο πρόεδρος θα πρέπει να πληρεί όλα τα κριτήρια περιανεξαρτησίας που θεσπίζει ο κώδικας και δεν θα πρέπει να έχει και τον ρόλο του Διευθύνοντα Συμβούλου στην ίδια εταιρεία (Duality).

Η επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου (nomination committee), θα πρέπει να απαρτίζεται κατα πλειοψηφία από μη-εκτελεστικά μέλη. Δεν αναφέρεται ρητά όμως αν ο Διευθύνων Σύμβουλος δεν πρέπει να είναι μέλος της επιτροπής.

Τα επίπεδα της αμοιβής πρέπει να είναι επαρκής για την προσέλκυση, διατήρηση και παρακίνηση των μελών του διοικητικού συμβουλίου να έχουν την ποιότητα που απαιτείται για να τρέξει την εταιρεία με επιτυχία, αλλά μια εταιρεία θα πρέπει να αποφύγει να πληρώσει περισσότερα από ό, τι είναι απαραίτητο για το σκοπό αυτό. Ένα σημαντικό μέρος της αμοιβής των εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι δομημένο έτσι ώστε να συνδέει την αμοιβή με την εταιρική και ατομική απόδοση.

Γερμανία

Ο Γερμανικός εταιρικός νόμος απαιτεί οι γερμανικές εισηγμένες εταιρείες να έχουν διοικητικό συμβούλιο δυο επιπέδων (two-tier board structure), το

γνωστό ως δυαδικό σύστημα, που αποτελείται από το συμβούλιο των ανώτατων στελεχών της επιχείρησης (Managing Board) και το Εποπτικό συμβούλιο (Supervisory Board).

Το δυαδικό σύστημα παρέχει ένα αυστηρό διαχωρισμό της διαχείρισης και της εποπτείας. Οι ρόλοι και οι ευθύνες του καθενός από τα δύο διοικητικά συμβούλια είναι σαφώς καθορισμένες από το νόμο.

Το έργο του Εποπτικού συμβουλίου είναι να συμβουλεύει τακτικά και να εποπτεύει το διοικητικό συμβούλιο για τη διαχείριση της επιχείρησης. Θα πρέπει να συμμετέχει στις αποφάσεις που έχουν θεμελιώδη σημασία για την επιχείρηση. Το Εποπτικό συμβούλιο διορίζει και απολύει τα μέλη του συμβουλίου των στελεχών. Κατά τον διορισμό των μελών του συμβουλίου των στελεχών, το Εποπτικό συμβούλιο πρέπει επίσης να τηρεί την πολυμορφία και, ιδίως, την κατάλληλη συνεκτίμηση των γυναικών. Μαζί με το Συμβούλιο των στελεχών οφείλει να διασφαλίζει ότι υπάρχει ένας μακροπρόθεσμος προγραμματισμός διαδοχής.

Το Εποπτικό συμβούλιο πρέπει να απαρτίζεται με τέτοιο τρόπο ώστε τα μέλη του, ως ομάδα, να διαθέτουν την απαραίτητη εμπειρία, τις γνώσεις και τις ικανότητες που απαιτούνται για να ολοκληρωθούν σωστά τα καθήκοντά του. Ακόμα, το Εποπτικό συμβούλιο της εταιρείας πρέπει να αποτελείται κατά το ήμισυ ή κατά το ένα τρίτο από αντιπρόσωπους των υπαλλήλων της εταιρείας. Ο πρόεδρος του Εποπτικού συμβουλίου συντονίζει τις εργασίες του Εποπτικού συμβουλίου.

Το Συμβούλιο των στελεχών είναι υπεύθυνο για την διοίκηση της επιχείρησης. Τα μέλη του είναι από κοινού υπεύθυνα για τη διαχείριση της επιχείρησης. Το Συμβούλιο των στελεχών ενημερώνει το Εποπτικό συμβούλιο τακτικά, χωρίς καθυστέρηση και περιεκτικά, για όλα τα θέματα που είναι σημαντικά για την επιχείρηση και αφορούν τον προγραμματισμό, την επιχειρησιακή ανάπτυξη, τις καταστάσεις κινδύνου, την διαχείριση κινδύνου και τη συμμόρφωση. Το Συμβούλιο των στελεχών επισημαίνει αποκλίσεις της πραγματικής ανάπτυξης

των επιχειρήσεων από σχέδια και στόχους που διατυπώθηκαν στο παρελθόν, αναφέροντας τους σχετικούς λόγους.

Η συνολική αμοιβή των επιμέρους μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζεται από το Εποπτικό Συμβούλιο. Το κατάλληλο ποσό της αμοιβής βασίζεται σε μια αξιολόγηση των επιδόσεων, λαμβάνοντας υπόψη όλες τις πληρωμές από τις εταιρείες του ομίλου. Κριτήρια για τον καθορισμό της καταλληλότητας της αμοιβής είναι τόσο τα καθήκοντα του μέλους του διοικητικού συμβουλίου, η προσωπική του απόδοση, η οικονομική κατάσταση, οι επιδόσεις και οι προοπτικές της επιχείρησης, καθώς και το κοινό επίπεδο της αποζημίωσης, λαμβάνοντας υπόψη όμοιες εταιρείες και η δομή αποζημίωσης σε άλλους τομείς της επιχείρησης.

Όσον αφορά την σύσταση, το Συμβούλιο των στελεχών πρέπει να αποτελείται από πολλά άτομα και να έχει έναν πρόεδρο, ο οποίος συντονίζει τις εργασίες του συμβουλίου. Το Καταστατικό της επιχείρησης πρέπει να θεσπίζει τις εργασίες του διοικητικού συμβουλίου, ιδίως δε την κατανομή των καθηκόντων μεταξύ των επιμέρους μελών του Συμβουλίου των στελεχών, τα θέματα που προορίζονται για το Συμβούλιο των στελεχών ως σύνολο, και την απαιτούμενη πλειοψηφία για τις αποφάσεις του διοικητικού συμβουλίου.

Η επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου (nomination committee), θα πρέπει να απαρτίζεται μόνο από τα μέλη του Εποπτικού συμβουλίου που είναι αντιπρόσωποι των μετόχων.

Η κατοχή μετοχών της εταιρίας από το Εποπτικό συμβούλιο και το συμβούλιο των ανώτατων στελεχών της επιχείρησης, συνολικά, πρέπει να αναφέρεται αναλυτικά αν ξεπερνά το 1% των μετοχών σε κυκλοφορία.

Γαλλία

Οι γαλλικές εταιρείες που εξετάστηκαν σε αυτή την μελέτη ακολουθούν τον γαλλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης AFEP- MEDEF για εισηγμένες επιχειρήσεις.

Το Διοικητικό Συμβούλιο άσχετα με την σύνθεση ή την οργάνωση του, είναι και πρέπει να παραμείνει ένα συλλογικό όργανο που αντιπροσωπεύει τους μετόχους. Απαιτείται να ενεργεί σε κάθε περίπτωση προς το συμφέρον της εταιρείας.

Κατά την άσκηση των εκ του νόμου δικαιώματων του, το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας είναι υπεύθυνο για την διεξαγωγή των παρακάτω :

Ορίζει τη στρατηγική της εταιρείας, διορίζει τους εκτελεστικούς διευθυντές που είναι επιφορτισμένοι με τη διαχείριση της εταιρείας, σύμφωνα με την εν λόγω στρατηγική, επιλέγει τη μορφή της οργάνωσης (διαχωρισμός του προέδρου και του διευθύντος συμβούλου ή ο συνδυασμός αυτών των - δυαδικότητα), παρακολουθεί την διαχείριση και εξασφαλίζει την ποιότητα των πληροφοριών που παρέχονται στους μετόχους και στις αγορές, μέσω των οικονομικών καταστάσεων.

Σε αντίθεση με την Αγγλία ή την Γερμανία, ο γαλλικός νόμος προσφέρει στις εισηγμένες επιχειρήσεις την δυνατότητα να αποφασίσουν μεταξύ ενός μοναδικού Συμβουλίου (Διοικητικό Συμβούλιο - Board of Directors) και ενός δυαδικού συστήματος (Εποπτικό Συμβούλιο και Συμβούλιο στελεχών - Supervisory Board and Management Board).

Επιπλέον, οι εταιρείες με Διοικητικά Συμβούλια έχουν την δυνατότητα επιλογής μεταξύ του διαχωρισμού του προέδρου και του διευθύνων συμβούλου ή συντήρηση και τον δύο ρόλων σε ένα πρόσωπο (duality). Το καταστατικό δεν θεσπίζει κάποιο τύπο και επιτρέπει στο Διοικητικό Συμβούλιο να επιλέξει μεταξύ των δύο μορφών άσκησης της εκτελεστικής διεύθυνσης. Εναπόκειται δηλαδή σε κάθε εταιρεία να αποφασίσει, με βάση τους δικούς της ειδικούς περιορισμούς.

Μία άλλη σημαντική πτυχή του γαλλικού κώδικα AFEP- MEDEF αφορά τα ανεξάρτητα μέλη του συμβουλίου. Ένα μέλος θεωρείται ανεξάρτητο, όταν αυτός ή αυτή δεν έχει απολύτως καμία σχέση, οποιασδήποτε μορφής με την εταιρεία, τον όμιλο ή τη διοίκηση, που είναι τέτοια που να επηρεάζει την κρίση

του. Κατά συνέπεια, ένα ανεξάρτητο μέλος πρέπει να νοείται όχι μόνο ως μη εκτελεστικό μέλος, δηλαδή όχι ένα μέλος που εκτελεί διευθυντικά καθήκοντα στην εταιρεία ή τον όμιλο, αλλά και ως ένα μέλος που στερείται κάποιου συγκεκριμένου δεσμού ενδιαφέροντος (μεγαλομέτοχος, εργαζόμενος, κα) με αυτούς.

Επιπροσθέτως, θεωρείται ότι τα ανεξάρτητα μέλη πρέπει να αποτελούν ένα σημαντικό ποσοστό του Διοικητικού Συμβουλίου, όχι μόνο για να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες της αγοράς, αλλά και για να βελτιωθεί η ποιότητα των διαδικασιών. Ιδανικά αναφέρεται ότι τα ανεξάρτητα μέλη θα πρέπει να αντιπροσωπεύουν το ήμισυ των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου σε εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και που δεν υπάρχει έλεγχος από τους μετόχους. Σε ελεγχόμενες εταιρείες, τα ανεξάρτητα μέλη θα πρέπει να αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το ένα τρίτο.

Τα Διοικητικά συμβούλια και τα Εποπτικά συμβούλια είναι υπεύθυνα για τον καθορισμό της αμοιβής των εκτελεστικών διευθυντικών στελεχών, με βάση τις προτάσεις που υπέβαλε η Επιτροπή Αμοιβών. Η αποζημίωση των εκτελεστικών μελών πρέπει να είναι κατάλληλη, ισορροπημένη και δίκαιη. Η εν λόγω αποζημίωση πρέπει να ενισχύσει το αίσθημα της αλληλεγγύης και τα κίνητρα στο εσωτερικό της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Εμπειρικά Αποτελέσματα

4.1. Χαρακτηριστικά Δείγματος

Απο το πρόγραμμα Eviews υπολογίστηκαν τα βασικά χαρακτηριστικά των κυριότερων ανεξάρτητων μεταβλητών για τις επιχειρήσεις κάθε χώρας.

Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου :

Παρατηρούμε απο τους πίνακες 2, 3 και 4 οτι η Αγγλία έχει το μικρότερο μέγεθος στο Διοικητικό Συμβούλιο της σε σχέση με τις δύο άλλες χώρες. Η παρατήρηση αυτή συνάδει με το αποτέλεσμα των M.Canyon και S.Peck (1998). Επίσης, όπως ήταν αναμενόμενο, η Γερμανία που έχει υιοθετήσει το δυαδικό σύστημα (two-tier board structure) παρουσιάζει το μεγαλύτερο μέγεθος στο Διοικητικό Συμβούλιο, καθώς στη μελέτη έχουν ληφθεί υπ' όψη τα μέλη και των δύο συμβουλίων. Το δείγμα της Γαλλίας αποτελείται απο εταιρίες που ακολουθούν και τα δυο συστήματα διακυβέρνησης, καθώς όπως αναφέρθηκε οι γαλλικές εταιρείες είναι ελεύθερες απο τον νόμο να επιλέξουν το σύστημα που τους ταιριάζει. Επομένως, το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου για την Γαλλία, εμφανίζεται μεταξύ των άλλων δυο χωρών.

Δυαδικότητα :

Πρέπει να σημειωθεί οτι περιπτώσεις δυαδικότητας (duality) παρατηρήθηκαν μόνο στην Γαλλία, όπου ο νόμος αφήνει το περιθώριο να επιλέξουν οι ίδιες οι επιχειρήσεις αν θα ακολουθήσουν αυτη την οργάνωση. Απο τον πίνακα 3 μπορούμε να συμπεράνουμε οτι οι μισές γαλλικές επιχειρήσεις του δείγματος, έχουν ταύτιση των δύο ρόλων (μέση τιμή: 0,52). Οι εταιρείες που μελετήθηκαν απο την Αγγλία και την Γερμανία, δεν είχαν καμία τέτοια περίπτωση ταύτισης των δυο ρόλων, καθώς δεν εγκρίνεται και απο τον αντίστοιχο κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Επομένως, η μεταβλητή αυτη δεν λήφθηκε υπ όψη στην ανάλυση των δύο τελευταίων χωρών.

Πίνακας 2: Χαρακτηριστικά δείγματος – Αγγλία

	SIZE	OD	NEX	INV	CO	EO	CS	CB	ES	EB
Mean	12.8041	0.4889	0.6257	0.1237	0.0002	0.0001	0.9035	0.4909	0.8653	0.4522
Median	13.0000	0.5000	0.6363	0.0000	9.46E-05	9.12E-05	0.9424	0.5234	0.9160	0.4760
Maximum	18.0000	1.0000	0.9333	1.0000	0.0050	0.0011	0.9983	0.7262	0.9968	0.7411
Minimum	9.0000	0.0000	0.3000	0.0000	0.0000	0.0000	0.4294	0.0000	0.0000	0.0000
Std. Dev.	2.0291	0.3044	0.1164	0.3309	0.0006	0.0002	0.1131	0.1572	0.1960	0.1469
Observations	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97

Πίνακας 3: Χαρακτηριστικά δείγματος – Γαλλία

	SIZE	OD	D	NEX	INV	CO	EO	CS	CB	ES	EB
Mean	14.4021	0.3423	0.5217	0.8729	0.0434	0.0003	0.0001	0.9674	0.4880	0.2765	0.1373
Median	14.0000	0.0000	1.0000	0.8750	0.0000	4.83E-05	0.0000	0.9958	0.5329	0.0000	0.0000
Maximum	23.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	0.0066	0.0016	1.0000	0.7539	0.9995	0.9859
Minimum	9.0000	0.0000	0.0000	0.4444	0.0000	2.40E-06	0.0000	0.4244	0.0000	0.0000	0.0000
Std. Dev.	3.0672	0.4456	0.5022	0.0763	0.2050	0.0010	0.0003	0.0900	0.1579	0.4324	0.2384
Observations	92	92	92	92	92	87	87	92	92	92	92

Πίνακας 4: Χαρακτηριστικά δείγματος – Γερμανία

	SIZE	OD	NEX	INV	CS	CB	ES	EB
Mean	23.5900	0.5307	0.6888	0.0000	0.9455	0.5889	0.9011	0.5618
Median	25.0000	0.5000	0.7037	0.0000	0.9814	0.6220	0.9530	0.5903
Maximum	33.0000	1.0000	0.7916	0.0000	1.0000	0.8516	1.0000	0.8406
Minimum	13.0000	0.2000	0.3846	0.0000	0.6409	0.0000	0.0926	0.0000
Std. Dev.	4.5573	0.2178	0.0813	0.0000	0.0778	0.1638	0.1440	0.1665
Observations	100	100	100	100	100	100	100	100

Όπου σε κάθε πίνακα:

D : Περίπτωση δυαδικότητας (duality)

S : Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, λογαριθμημένο

NEX : Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου

INV : Περίπτωση ανάμειξης του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου

OD : Ποσοστό των εκτελεστικών μελών που έχουν θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών, προς το σύνολο των εκτελεστικών μελών

CO : Ποσοστό των μετοχών που κατέχει άμεσα ο Διευθύνων Σύμβουλος ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται

CE : Ποσοστό των μετοχών που κατέχουν άμεσα τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται

CS : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής

CB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της αμοιβής

ES : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής

EB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής.

Συμμετοχή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής νέων μελών :

Η περίπτωση συμμετοχής του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου (nomination committee) δεν εμφανίζεται καθόλου στην Γερμανία , καθώς δεν επιτρέπεται απο τον Γερμανικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Επομένως, η μεταβλητή αυτή δεν λήφθηκε υπ' όψη στην ανάλυση της Γερμανίας. Στις επιχειρήσεις της Γαλλίας και Αγγλίας, παρατηρούμε αυτο το φαινόμενο σε ελάχιστες περιπτώσεις, όπως συμπεραίνεται και απο τους πίνακες 3 και 2 αντίστοιχα.

Ποσοστό μη εκτελεστικών μελών και θέσεις σε άλλα διοικητικά συμβούλια:

Το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού συμβουλίου εμφανίζεται στα ίδια περίπου επίπεδα στην Αγγλία και στην Γερμανία (60%) ενώ είναι υψηλότερο για την Γαλλία (87%). Οι θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των εκτελεστικών μελών (outside directorships), παρατηρούμε οτι στην Αγγλία (48%) και την Γερμανία (53%) το ποσοστό είναι μεγαλύτερο απο την Γαλλία (34%), γεγονός που ίσως οφείλεται στο οτι αυτές οι δυο χώρες έχουν μεγαλύτερο αριθμό εκτελεστικών μελών.

Ιδιοκτησία κοινών μετοχών :

Όσον αφορά την ιδιοκτησία κοινών μετοχών απο τον Διευθύνων Σύμβουλο αλλά και απο τα υπόλοιπα εκτελεστικά στελέχη, βρίσκεται στα ίδια επίπεδα στην Αγγλία και στην Γαλλία. Απο τους πίνακες 2 και 3 παρατηρούμε οτι και στις 2 χώρες η κυριότητα του Διευθύνοντος Συμβούλου είναι μεγαλύτερη απο αυτην των υπόλοιπων εκτελεστικών στελεχών (0.2% και 0.37% για Αγγλία και Γαλλία έναντι του 0.18% και 0.12% αντίστοιχα). Ωστόσο, στη Γερμανία δεν δίνονταν στοιχεία για αυτές τις μεταβλητές στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων και επόμενως δεν λήφθηκαν υπ' οψη. Το μόνο στοιχείο που τονίζονταν και αξίζει να σημειωθεί είναι οτι ο αριθμός των μετοχών που κατείχαν τα μέλη και των δυο συμβουλίων, δεν ξεπερνούσε το 1% των συνολικών μετοχών της επιχειρησης, όπως επιβάλλει ο νόμος.

Ετήσια Αμοιβή Ανώτατων Στελεχών :

Οι μεταβλητές που αφορούν την αμοιβή των Διευθύνοντων Συμβούλων κυμαίνονται περίπου στα ίδια επίπεδα και για τις 3 χώρες. Η Γερμανία ωστόσο έχει σχετικά μεγαλύτερο ποσοστό όσο αναφορά την αμοιβή κινήτρων (0.58%) σε σχέση με την Αγγλία (0.49%) και την Γαλλία (0.48%). Οι μεταβλητές που αφορούν την αμοιβή των υπόλοιπων εκτελεστικών στελεχών, όσο αναφορά και τις δύο μεταβλητές αμοιβής που εξετάζονται, βρίσκονται επίσης σχεδόν στα ίδια επίπεδα για την Αγγλία και την Γερμανία. Ωστόσο στη Γαλλία, αντίθετα με την προηγούμενη περίπτωση, παρατηρούμε ένα πολύ μικρότερο ποσοστό αλλά με σχετικά μεγάλη διακύμανση. Πιθανώς, αυτή η διαφορά να αποδίδεται στο γεγονός ότι κάποιες γαλλικές επιχειρήσεις για κάποιες χρονιές δεν είχαν εκτελεστικά μέλη στο συμβούλιο εκτός του Διευθύνοντος Συμβούλου, με αποτέλεσμα να προκύπτει μηδενική ετήσια αμοιβή κινήτρων και μηδενική ετήσια σταθερή αμοιβή για τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη.

4.2. Αποτελέσματα παλινδρόμησης

Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου :

Για αυτή την μεταβλητή, όπως φαίνεται και από τους πίνακες 5, 6 και 7 βρέθηκαν δύο σημαντικά αποτελέσματα. Το πρώτο αφορά την Γαλλία στην ανάλυση με βάση την απόδοση των Ιδίων κεφαλαίων και το δεύτερο την Αγγλία με βάση την απόδοση όπως εκφράζεται από τον δείκτη Tobin's Q. Και τα δύο αποτελέσματα παρουσιάζουν μια σημαντικά αρνητική σχέση μεταξύ απόδοσης και μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου για ένα επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αυτή η αρνητική σχέση συμφωνεί με τις μελέτες αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 2. Ωστόσο, η Γερμανία δεν εμφανίζει κάποιο σημαντικό αποτέλεσμα για αυτή την μεταβλητή, παρόλο που έχει το μεγαλύτερο αριθμό μελών. Το γεγονός αυτό ίσως να οφείλεται στο ότι η Γερμανία ακολουθεί το δυαδικό σύστημα (two-tier board structure). Δηλαδή, στο ότι έχει δύο συμβούλια, καθένα από τα οποία έχει διαφορετικές αρμοδιότητες και έτσι κατ' επέκταση ο συνολικός αριθμός των μελών δεν επηρεάζει την απόδοση της.

Στη συνέχεια, προσπαθώντας να προσεγγιστεί η εξίσωση των M.J. Conyon και S.I. Peck (1998) , απομονώθηκε η μεταβλητή του μεγέθους του Δ.Σ. και των μεταβλητών ελέγχου και έγιναν οι παλινδρομήσεις (με βάση την ίδια μέθοδο που αναλύθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο) με αυτές τις μεταβλητές ως προς όλα τα μέτρα απόδοσης. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον πίνακα 8. Παρατηρούμε ότι η Γαλλία και η Αγγλία επιβεβαιώνουν και πάλι την σημαντικά αρνητική σχέση που απέδειξαν οι M.J. Conyon και S.I. Peck (1998) με βάση τον δείκτη απόδοσης Ιδίων κεφαλαίων (ROE) και απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROA), αντίστοιχα, σε ένα επίπεδο σημαντικότητας 5%. Ωστόσο, η Γερμανία παρουσιάζει σημαντικά θετική σχέση (σε επίπεδο 5%) για τον δείκτη Tobin's Q, κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την παραπάνω θεωρία αλλά και με τις προηγούμενες παρατηρήσεις. Ακόμα πρέπει να σημειωθεί ότι δεν επιβεβαιώνεται η απόδειξη των D.R. Dalton, C.M. Daily J.L. Johnson και A.E. Ellstrand (1999) ότι ο τρόπος μέτρησης της απόδοσης δεν επηρεάζει τη σχέση, καθώς για παράδειγμα στην Γαλλία, για την Απόδοση των Συνολικών Κεφαλαίων (ROA) η σχέση βρέθηκε μη σημαντική και όχι σημαντικά αρνητική.

Διαδικότητα :

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης που εξετάζονται υπόκεινται σε νομοθετικούς περιορισμούς και κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Καθώς η δυαδικότητα (duality) δεν συνίσταται από τον κώδικα της Αγγλίας και της Γερμανίας, εξετάστηκε μόνο η Γαλλία σε αυτή την μεταβλητή. Όπως φαίνεται από τους πίνακες 5, 6, και 7 η σχέση μεταξύ δυαδικότητας και απόδοσης δεν αποδεικνύεται σημαντική για κανένα μέτρο απόδοσης. Επίσης πρέπει να αναφερθεί ότι στις παλινδρομήσεις όπου χρησιμοποιήθηκαν ως ανεξάρτητες μόνο η συγκεκριμένη μεταβλητή και οι μεταβλητές ελέγχου, τα αποτελέσματα παρέμειναν ίδια. Τα αποτελέσματα, επομένως, είναι συνεπή με την έρευνα των B. R. Baliga, R. C. Moyer και R. S. Rao (1996) που συμπεραίνουν ότι δεν υπάρχουν επαρκείς αποδείξεις ότι η δυαδικότητα επηρεάζει όντως την μακροπρόθεσμη απόδοση.

Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου:

Η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου εξετάστηκε με βάση το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών στο συμβούλιο. Σημαντικές παρατηρήσεις για αυτή την μεταβλητή παρατηρούνται μόνο στην σχέση με την απόδοση των Συνολικών Κεφαλαίων (ROA), για την Αγγλία και την Γερμανία. Ωστόσο τα αποτελέσματα είναι αντικρουόμενα μεταξύ τους. Ενώ η Αγγλία παρουσιάζει μια σημαντικά θετική σχέση (σε επίπεδο 5%), η Γερμανία παρουσιάζει μια σημαντικά αρνητική σχέση (σε επίπεδο 5%). Ενδεχομένως, τα αντίθετα αυτά αποτελέσματα να οφείλονται στη διαφορετική δομή διακυβέρνησης των 2 χωρών. Ακόμα, παρόλο που η Γαλλία εμφάνισε το μεγαλύτερο ποσοστό μη εκτελεστικών μελών, δεν παρουσιάζει σημαντική σχέση για κανένα μέτρο απόδοσης. Επομένως, δεδομένου και ότι στα υπόλοιπα μέτρα δεν βρέθηκε σημαντική σχέση κατα πλειοψηφία, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα. Αυτό συνάδει τόσο με τις έρευνες των MacAvoy et al. (1983), Hermalin και Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998), και Bhagat και Black (2000) που εξέτασαν την σχέση με λογιστικά μέτρα απόδοσης, όσο και των Hermalin και Weisbach (1991) και Bhagat και Black (2000) που χρησιμοποίησαν το δείκτη Tobin's Q ως μέτρο απόδοσης. Και στις δύο περιπτώσεις οι μελετητές δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου και της εταιρικής απόδοσης.

Η περίπτωση όπου χρησιμοποιήθηκε στο μοντέλο μόνο το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών καθώς και οι μεταβλητές ελέγχου ως ανεξάρτητες, απεικονίζεται στον Πίνακα 9. Όπως φαίνεται, προκύπτει μόνο ένα σημαντικό αποτέλεσμα για την Αγγλία σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Αναλυτικότερα, διατηρείται η σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών και της απόδοσης των Συνολικών Κεφαλαίων (ROA) που εμφανίστηκε και προηγουμένως. Το αποτέλεσμα αυτό, παρόλο που υποστηρίζεται θεωρητικά από τους ερευνητές που θεωρούν τα μη-εκτελεστικά μέλη ως σημαντικό παράγοντα της απόδοσης μιας επιχείρησης, δεν επιβεβαιώνεται από καμία από τις εξεταζόμενες εμπειρικές έρευνες. Επίσης, για ακόμα μία φορά δεν επαληθεύεται η υπόθεση πολλών ερευνητών ότι τα διαφορετικά μέτρα απόδοσης δεν επηρεάζουν το αποτέλεσμα.

Συμμετοχή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής νέων μελών :

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, λόγω των περιορισμών που θέτει ο κώδικας στη Γερμανία, δεν εξετάστηκε αυτή η μεταβλητή για την συγκεκριμένη χώρα. Η Αγγλία, δεν εμφανίζει σημαντική σχέση μεταξύ αυτής της μεταβλητής και της απόδοσης, για κανένα από τα εξεταζόμενα μέτρα απόδοσης. Η Γαλλία, εμφανίζει σημαντικά θετική σχέση μεταξύ της ανάμειξης του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και της απόδοσης των Συνολικών Κεφαλαίων (ROA), σε επίπεδο 5%, αλλά και της απόδοσης των Ίδιων Κεφαλαίων (ROE), σε επίπεδο 5%. Στην μελέτη των A.Shivdasani και D.Yermack (1999) που εξετάστηκε, όπου χρησιμοποιούνταν ο δείκτης ROA ως μέτρο απόδοσης, οι μελετητές δεν είχαν βρει κάποια σημαντική σχέση μεταξύ της απόδοσης και της ανάμειξης του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO). Ωστόσο, όπως έχει αναφερθεί, οι γαλλικές εταιρείες είναι ελεύθερες από το νόμο να επιλέξουν σύστημα διακυβέρνησης. Τα αποτελέσματα της Γαλλίας λοιπόν, ίσως θα μπορούσαν να εξηγηθούν με περαιτέρω ανάλυση του συστήματος διακυβέρνησης που ακολουθούν οι γαλλικές εταιρείες που έχουν ανάμειξη του Διευθύνοντος συμβούλου. Επομένως, με τα διαθέσιμα δεδομένα, μπορούμε να καταλήξουμε στο ότι ενώ τα αποτελέσματα της Γαλλίας δεν φαίνεται να συμβαδίζουν με την άποψη των A.Shivdasani και D.Yermack (1999), της Αγγλίας συμφωνούν.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιήθηκαν στο μοντέλο μόνο η εξεταζόμενη μεταβλητή και οι μεταβλητές ελέγχου ως ανεξάρτητες, ως προς τα μέτρα απόδοσης. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 10 και παρατηρούμε ότι είναι ίδια με την προηγούμενη περίπτωση. Αναλυτικότερα, σημαντική σχέση παρουσιάζει μόνο η Γαλλία στην απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA) (επίπεδο 5%), αλλά και στην απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων (ROE) (επίπεδο 5%).

Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης (outside directorships) :

Παρατηρώντας τους πίνακες 5, 6 και 7, διαπιστώνουμε ότι αυτή η μεταβλητή δεν προέκυψε σημαντική σε κανένα μέτρο απόδοσης για την Αγγλία και την Γαλλία. Δηλαδή, η συμμετοχή των εκτελεστικών μελών σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών, ως μη εκτελεστικά μέλη, φαίνεται ότι δεν επηρεάζει καθόλου την απόδοση των εταιριών στην Αγγλία και την Γαλλία. Για την Γερμανία όμως, φαίνεται μια σημαντικά αρνητική σχέση, σε επίπεδο 10% , μεταξύ της εξεταζόμενης μεταβλητής και της Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων (ROE). Στην εξεταζόμενη βιβλιογραφία (S.N.Karlan και D.Reishus 1999) η μεταβλητή αυτή, όπως διαπιστώθηκε ήδη, εξετάζονταν αντίστροφα, δηλαδή πως η κατάσταση της επιχείρησης βοηθούσε ή όχι τα εκάστοτε στελέχη να βρουν θέσεις σε άλλα διοικητικά συμβούλια και όχι πως οι θέσεις αυτές επηρέαζαν την απόδοση της επιχείρησης. Επομένως, παρόλο που δεν υποστηρίζεται από το παρουσιαζόμενο θεωρητικό υπόβαθρο, το αποτέλεσμα αυτό για την Γερμανία υπονοεί ότι η συμμετοχή σε άλλα διοικητικά συμβούλια των εκτελεστικών μελών έχει αρνητική επιρροή για την απόδοση της εταιρείας.

Για να εξεταστεί περαιτέρω αυτή η μεταβλητή, μελετήθηκε και το μοντέλο που περιλαμβάνει μόνο την συγκεκριμένη μεταβλητή καθώς και τις μεταβλητές ελέγχου ως ανεξάρτητες. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα 11. Η Αγγλία εξακολουθεί να μην εμφανίζει κάποια σημαντική σχέση. Η Γαλλία εμφανίζει μια σημαντικά θετική σχέση για τον δείκτη ROA, σε ένα επίπεδο σημαντικότητας 10%. Η Γερμανία, από την άλλη, εξακολουθεί να παρουσιάζει σημαντικά αρνητική σχέση για τους δείκτες ROA (σε επίπεδο σημαντικότητας 10%) και ROE (σε επίπεδο 5%). Τα αποτελέσματα μεταξύ των χωρών λοιπόν δεν είναι σε συμφωνία. Όπως έχει αναφερθεί σημαντικός παράγοντας για αυτές τις διαφορές ίσως είναι οι διαφορετικοί κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης. Οι γερμανικές εταιρείες έχουν υποχρεωτικά δυο συμβούλια, ενώ οι γαλλικές έχουν την ευχέρεια να επιλέξουν το σύστημα διακυβέρνησης που θα ακολουθήσουν. Μια λεπτομερέστερη παρατήρηση των γαλλικών εταιρειών που ακολουθούν το κάθε σύστημα ίσως οδηγούσε σε πιο κατανοητά συμπεράσματα για αυτή την μεταβλητή. Ωστόσο, με βάση τα

διαθέσιμα δεδομένα, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα σχετικά με αυτή την μεταβλητή.

Ιδιοκτησία κοινών μετοχών :

Σε αυτή την μελέτη, η σχέση μεταξύ της άμεσης ιδιοκτησίας κοινών μετοχών της επιχείρησης τόσο από τον Διευθύνων Σύμβουλο (Διευθυντική κυριότητα) όσο και από τα υπόλοιπα εκτελεστικά στελέχη, σε σχέση με την απόδοση της επιχείρησης, εξετάστηκε για την Αγγλία και την Γαλλία. Οι γερμανικές εταιρείες, όπως αναφέρθηκε, δεν έδιναν πληροφορίες για αυτές τις μεταβλητές. Η Αγγλία δεν παρουσιάζει σημαντική σχέση για αυτή την μεταβλητή και την απόδοση. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την έρευνα των Helen Short και Kevin Keasey (1999), που αφορούσε εταιρείες της Αγγλίας. Η μόνη περίπτωση που επιβεβαιώνεται αυτή η έρευνα αφορά την παλινδρόμηση όπου απομονώθηκαν οι μεταβλητές που αφορούν την κυριότητα των μετοχών και παρουσιάζεται στον Πίνακα 12. Η Αγγλία, σε αυτή την περίπτωση εμφανίζει μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ του δείκτη απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων (ROA) και της ιδιοκτησίας μετοχών από τον Διευθύνων Σύμβουλο (CO).

Για την Γαλλία, η άμεση ιδιοκτησία από τα υπόλοιπα εκτελεστικά στελέχη (EO), εμφανίζεται θετική και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, για τους δείκτες ROA και ROE. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σχετικά σύμφωνο με την έρευνα των Morck et al., (1988) οι οποίοι σε δείγμα με μεγάλες επιχειρήσεις, έδειξαν μία θετική σχέση μεταξύ της κυριότητας των εκτελεστικών μελών και του δείκτη Tobin's Q, στο εύρος κυριότητας από 0% έως 5%. Αντίθετα, παρατηρούμε η ιδιοκτησία κοινών μετοχών από τον Διευθύνων Σύμβουλο (CO) παρουσιάζει μια σημαντικά αρνητική σχέση με τον δείκτη ROA. Αναλυτικότερα, αυτό σημαίνει ότι η κατοχή μετοχών από τον Διευθύνων Σύμβουλο επηρεάζει αρνητικά την απόδοση ενώ από τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη επηρεάζει θετικά την απόδοση. Η διαφορά αυτή δεν μπορεί να εξηγηθεί με βάση τις μελέτες που συζητήθηκαν. Στην συνέχεια, απομονώθηκαν οι μεταβλητές που αφορούν την ιδιοκτησία μετοχών και από τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη και οι μεταβλητές ελέγχου και έγιναν οι παλινδρομήσεις ως προς όλα τα μέτρα απόδοσης. Τα αποτελέσματα για την

Γαλλία παραμένουν ίδια (Πίνακας 12). Επόμενως, δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα.

Ετήσια Αμοιβή Ανώτατων Στελεχών :

Απο τους πίνακες 5, 6, και 7 παρατηρούμε ότι καμία μεταβλητή που αφορά την αμοιβή δεν παρουσιάζεται σημαντική για την Αγγλία. Η Αγγλία δεν εμφάνισε κανένα σημαντικό αποτέλεσμα ούτε στην παλινδρόμηση των μεταβλητών που σχετίζονται με την ετήσια αμοιβή και των μεταβλητών ελέγχου σε σχέση με κάθε μέτρο απόδοσης (Πίνακας 13).

Όσον αφορά τις άλλες 2 χώρες, παρατηρούμε ότι παρουσιάζουν σημαντικές σχέσεις για τα εξεταζόμενα μέτρα απόδοσης. Αρχικά, το ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής (CB), εμφανίζεται θετικά σημαντικό σε επίπεδο 5%, για την Γαλλία στον δείκτη ROA και για την Γερμανία στον δείκτη ROE. Αντίθετα, το ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής (EB), δεν δείχνει καμία σημαντική σχέση με τα μέτρα απόδοσης που μελετούνται. Τα ίδια αποτελέσματα παρατηρούνται και στην παλινδρόμηση που απεικονίζεται στον Πίνακα 13. Τα συμπεράσματα αυτά τονίζουν την σημασία της αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) για την απόδοση της επιχείρησης, ενώ παράλληλα αποκαλύπτουν ότι η αμοιβή κινήτρων στα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη ίσως δεν έχει το ίδιο αποτέλεσμα.

Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι σημαντικά αποτελέσματα προέκυψαν και για τις τιμές που αφορούν το ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν την αμοιβή κινήτρων ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής, τόσο των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών (ES), όσο και του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) (CS). Αναλυτικότερα, στη Γαλλία και στη Γερμανία εμφανίζεται σε κάποιες περιπτώσεις θετικά σημαντική σχέση με την απόδοση. Το γεγονός αυτό συμφωνεί με την θεωρία του H.Mehran (1995) για την θετική σχέση μεταξύ της αμοιβής των στελεχών και της επιχειρησιακής απόδοσης.

Πίνακας 5

Ανεξάρτητη μεταβλητή : Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων (ROA)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
S	5.3136 (0.5762)	-0.0001 (0.5266)	5.6226 (0.4121)
D		-0.0969 (0.9087)	
NEX	17.892** (0.0165)	3.3651 (0.4178)	-10.6277** (0.0476)
INV	-0.9027 (0.7240)	5.0983** (0.0014)	
OD	-2.9470 (0.2352)	-1.0851 (0.3396)	-1.5955 (0.4417)
EO	-3512.826 (0.3363)	5955.172** (0.0000)	
CO	1307.543 (0.3849)	-872.2718** (0.0149)	
EB	0.4382 (0.9668)	-0.8198 (0.8591)	8.2817 (0.1676)
ES	0.2015 (0.9738)	-1.8947 (0.4579)	3.8021 (0.1285)
CB	5.0861 (0.6054)	8.1685** (0.0040)	2.9555 (0.6366)
CS	-10.2336 (0.3009)	9.6239** (0.0248)	9.5639** (0.0364)
SAL	0.1123 (0.9052)	0.7513 (0.2609)	-0.9069 (0.4522)
OPI	-0.0024 (0.8285)	-0.0136 (0.4440)	7.77E-05 (0.8673)
LEV	0.0338 (0.5460)	0.0793 (0.0441)	-0.2144 (0.0000)
R-squared	0.1371	0.5967	0.5262

Οι αριθμοί στις παρενθέσεις είναι το p-value

* όπου $p < 10\%$

** όπου $p < 5\%$

Πίνακας 6

Ανεξάρτητη μεταβλητή : Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
S	35.0631 (0.4310)	-0.0014 (0.0056)	11.0025 (0.5053)
D		1.8737 (0.2431)	
NEX	-7.8217 (0.8197)	12.1758 (0.1234)	-7.3740 (0.5625)
INV	3.2320 (0.7870)	12.6387** (0.000)	
OD	-12.1685 (0.2946)	-1.2579 (0.5576)	-9.3102* (0.0638)
EO	-13521.95 (0.4287)	5059.592** (0.0404)	
CO	6628.223 (0.3469)	272.3176 (0.6797)	
EB	-23.5003 (0.6337)	-8.3517 (0.3400)	-6.9187 (0.6293)
ES	21.9676 (0.446)	6.9045 (0.1546)	4.7045 (0.4309)
CB	4.1686 (0.9279)	4.9953 (0.3360)	31.1196** (0.0406)
CS	-20.2094 (0.6617)	-10.8884 (0.1724)	-3.7572 (0.7286)
SAL	-1.7376 (0.6941)	0.7003 (0.5773)	0.9857 (0.7332)
OPI	0.2102 (0.0001)	-0.1082 (0.0020)	0.0010 (0.3658)
LEV	0.7185 (0.0072)	0.2004 (0.0079)	-0.4714 (0.000)
R-squared	0.2551	0.5880	0.3914

Οι αριθμοί στις παρενθέσεις είναι το p-value

* όπου $p < 10\%$

** όπου $p < 5\%$

Πίνακας 7

Ανεξάρτητη μεταβλητή : Tobin's Q (mtbv)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
S	-22.9560** (0.0458)	-9.11E-05 (0.3198)	2.9000 (0.1789)
D		-0.2320 (0.4137)	
NEX	13.2017 (0.1347)	0.2589 (0.8519)	-1.4378 (0.3880)
INV	1.6496 (0.5896)	0.7651 (0.1367)	
OD	0.7968 (0.7875)	0.2226 (0.5575)	0.1988 (0.7594)
EO	1005.328 (0.8175)	599.7605 (0.1664)	
CO	25.7195 (0.9886)	-31.0049 (0.7909)	
EB	7.3913 (0.5576)	-1.3212 (0.3943)	2.8650 (0.1285)
ES	-7.1307 (0.3319)	1.0607 (0.2166)	1.8066** (0.0225)
CB	-4.6045 (0.6956)	0.2913 (0.7508)	-1.5099 (0.4420)
CS	8.6159 (0.4657)	2.1721 (0.1257)	2.1848 (0.1250)
SAL	1.6085 (0.1565)	-0.1431 (0.5208)	-0.4848 (0.2014)
OPI	0.0075 (0.5767)	-0.0054 (0.3641)	-4.02E-05 (0.7829)
LEV	0.2329 (0.0008)	0.0224 (0.0870)	-0.0595 (0.0000)
R-squared	0.1642	0.1743	0.4413

Οι αριθμοί στις παρενθέσεις είναι το p-value

* όπου $p < 10\%$

** όπου $p < 5\%$

Όπου σε κάθε πίνακα :

D : Περίπτωση δυαδικότητας

S : Μέγεθος Διοικητικού συμβουλίου, λογαριθμημένο

NEX : Ποσοστό των μη-εκτελεστικών προς το σύνολο των μελών του διοικητικού συμβουλίου

INV : Περίπτωση ανάμειξης του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου

OD : Ποσοστό των εκτελεστικών μελών που έχουν θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών, προς το σύνολο των εκτελεστικών μελών

CO : Ποσοστό των μετοχών που κατέχει άμεσα ο Διευθύνων Σύμβουλος ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται

CE : Ποσοστό των μετοχών που κατέχουν άμεσα τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη ως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που διαπραγματεύονται

CS : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής

CB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων του Διευθύνοντος σύμβουλου (CEO) ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής

ES : Ποσοστό της ετήσιας σταθερής αμοιβής συν της αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής

EB : Ποσοστό της ετήσιας αμοιβής κινήτρων των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών ως προς το σύνολο της ετήσιας αμοιβής.

SAL : οι ετήσιες πωλήσεις, λογαριθμημένες

OPI : η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του λειτουργικού κέρδους

LEV : η μόχλευση

Πίνακας 8

Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου (S)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
ROA	-15.3991** (0.0169)	-0.0004 (0.3001)	6.8612 (0.3625)
ROE	18.3431 (0.5082)	-0.0017** (0.0186)	12.1433 (0.4475)
Tobin's Q	-9.7781 (0.1749)	-0.0001 (0.2740)	3.6890* (0.0752)

Πίνακας 9

Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου (nex)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
ROA	19.4402 ** (0.001)	-3.3936 (0.4604)	-5.4550 (0.3570)
ROE	9.1048 (0.6681)	-5.1346 (0.5479)	0.1916 (0.9879)
Tobin's Q	2.3224 (0.6753)	0.2644 (0.8375)	-0.1719 (0.9167)

Πίνακας 10

Συμμετοχή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής νέων μελών (inv)

	Αγγλία	Γαλλία
ROA	-1.8527 (0.3872)	4.4789** (0.0274)
ROE	4.4930 (0.6214)	12.0969** (0.0019)
Tobin's Q	1.9947 (0.4003)	0.4420 (0.4063)

Πίνακας 11

Θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης (od)

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
ROA	-0.0895 (0.9686)	1.7674* (0.0927)	-4.1250* (0.0739)
ROE	-6.0486 (0.5304)	1.1077 (0.5914)	-10.1260** (0.0397)
Tobin's Q	0.2035 (0.9356)	0.4418 (0.1050)	-0.3781 (0.5574)

Πίνακας 12

Ιδιοκτησία κοινών μετοχών

	Αγγλία		Γαλλία	
	CO	EO	CO	EO
ROA	2407.632** (0.0429)	-5444.436 (0.1056)	-1258.369** (0.0023)	5322.077** (0.0000)
ROE	4744.139 (0.3522)	-5439.875 (0.7068)	-569.4898 (0.5280)	1838.602 (0.4895)
Tobin's Q	1487.736 (0.2631)	-2689.905 (0.4755)	-8.4756 (0.9378)	369.0333 (0.2514)

Πίνακας 13

Ετήσια Αμοιβή Ανώτατων Στελεχών

	Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
ROA			
EB	2.3079 (0.8314)	5.8764 (0.1837)	6.7604 (0.2448)
ES	-2.1099 (0.7297)	3.8720* (0.1002)	4.6614* (0.0603)
CB	2.6783 (0.7915)	7.0512** (0.0228)	4.1883 (0.4920)
CS	-0.6555 (0.9447)	10.3943** (0.0455)	9.9871** (0.0208)
ROE			
EB	-2.0343 (0.9648)	-3.0400 (0.7182)	-3.3716 (0.8076)
ES	6.2225 (0.8107)	6.5146 (0.1479)	5.4561 (0.3540)
CB	-5.7932 (0.8930)	2.3873 (0.6827)	27.1550* (0.0648)
CS	4.8388 (0.9042)	-13.0657 (0.1862)	2.7873 (0.7841)
Tobin's Q			
EB	3.5629 (0.7661)	1.0185 (0.3870)	2.2849 (0.2055)
ES	-5.3923 (0.4248)	-0.2443 (0.6956)	1.9964** (0.0102)
CB	0.4418 (0.9685)	-0.8188 (0.3162)	-0.9186 (0.6269)
CS	1.5313 (0.8834)	3.1598** (0.0234)	2.0940 (0.1152)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Γενικά Συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να περιγραφούν οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και απόδοσης μιας επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό, εξετάστηκαν αρχικά σημαντικές μελέτες που περιέγραφαν αυτή την σχέση. Στη συνέχεια, εξετάστηκε κατά πόσο οι διάφοροι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τις αποδόσεις των εταιριών τριών κύριων Ευρωπαϊκών οικονομιών. Της Αγγλίας, της Γαλλίας και της Γερμανίας. Το δείγμα των εταιριών για κάθε χώρα αποτελείται από τις 20 εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, εξαιρουμένων τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και εταιριών real estate. Η εξεταζόμενη περίοδος για το δείγμα κάθε χώρας είναι το διάστημα 2006 – 2010.

Τα σημαντικότερα εμπειρικά αποτελέσματα αυτής της μελέτης έχουν ως εξής:

Οι παράγοντες που εμφάνισαν σημαντική σχέση με την απόδοση στην Αγγλία είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου και το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο. Αναλυτικότερα, φαίνεται μια σημαντικά αρνητική σχέση (5%) μεταξύ του μεγέθους του Διοικητικού Συμβουλίου και της απόδοσης όπως μετράται από τον δείκτη Tobin's Q. Επίσης, παρατηρούμε και μια σημαντικά θετική σχέση (5%) μεταξύ του ποσοστού των μη εκτελεστικών μελών στο Διοικητικό Συμβούλιο και της απόδοσης των Συνολικών Κεφαλαίων (Δείκτης ROA). Οι δυο αυτές παρατηρήσεις είναι σύμφωνες με την παρουσιαζόμενη θεωρία. Ωστόσο, είναι περίεργο το γεγονός ότι καμία από τις υπόλοιπες μεταβλητές που αναλύθηκαν δεν προέκυψε σημαντική για την απόδοση στην Αγγλία.

Η Γαλλία παρουσίασε μια σημαντική σχέση με περισσότερες μεταβλητές. Συγκεκριμένα, η σχέση μεταξύ της ανάμειξης του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) στην επιτροπή επιλογής μελών του Διοικητικού συμβουλίου και της

απόδοσης των Συνολικών Κεφαλαίων, καθώς και της απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων, εμφανίζεται θετική και στατιστικά σημαντική, σε ένα επίπεδο 5%. Επιπρόσθετα, η κατοχή κοινών μετοχών από τον Διευθύνοντα Σύμβουλο φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά την απόδοση των Συνολικών Κεφαλαίων, ενώ αντίθετα η κατοχή κοινών μετοχών από τα υπόλοιπα εκτελεστικά μέλη την επηρεάζει θετικά (επίπεδο σημαντικότητας 5%). Τέλος, η αμοιβή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO), όπως εκφράζεται από τις μεταβλητές CB και CS που χρησιμοποιήθηκαν, έχει μια σημαντικά θετική σχέση με την απόδοση των Συνολικών Κεφαλαίων και στις δύο περιπτώσεις.

Η Γερμανία, λόγω έλλειψης στοιχείων, μελετήθηκε για λιγότερες μεταβλητές από ότι οι άλλες δύο εξεταζόμενες χώρες. Από αυτές, πολλές βρέθηκαν σημαντικές αλλά για διαφορετικά μέτρα απόδοσης. Η απόδοση συνολικών Κεφαλαίων επηρεάζεται αρνητικά από το ποσοστό μη εκτελεστικών μελών του Διοικητικού Συμβουλίου (επίπεδο σημαντικότητας 5%) και θετικά από την συνολική αμοιβή του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) (επίπεδο σημαντικότητας 5%). Η απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων επηρεάζεται αρνητικά από την συμμετοχή των εκτελεστικών μελών σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών (επίπεδο σημαντικότητας 10%) και θετικά από την αμοιβή κινήτρων του Διευθύνοντος συμβούλου (επίπεδο σημαντικότητας 5%). Τέλος, ο δείκτης Tobin's Q φαίνεται ότι έχει σημαντική θετική σχέση σε επίπεδο 10% με την συνολική αμοιβή των υπόλοιπων εκτελεστικών μελών.

Συνοψίζοντας, οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για τους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης που εξετάστηκαν δεν είναι πολλές σε αριθμό αλλά έχουν συνήθως αντικρουόμενα αποτελέσματα μεταξύ τους. Κατα συνέπεια, τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης για κάθε χώρα είναι μεν σε συμφωνία με κάποιες έρευνες αλλά διαφωνούν με άλλες. Υπάρχει βέβαια και η περίπτωση της μεταβλητής που αφορά τις θέσεις σε διοικητικά συμβούλια άλλων εταιρειών των στελεχών της επ/σης (outside directorships) όπου στην παρούσα μελέτη εξετάστηκε με διαφορετικό τρόπο από ότι στην εξεταζόμενη βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, οι S.N.Karlan και D.Reishus (1999) μελέτησαν την μεταβλητή αυτή αντίστροφα, δηλαδή πως η κατάσταση της επιχείρησης βοηθούσε ή όχι τα εκάστοτε στελέχη να βρουν θέσεις σε άλλα διοικητικά

συμβούλια και όχι πως οι θέσεις αυτές επηρέαζαν την απόδοση της επιχείρησης. Σε αυτή την περίπτωση δεν υπήρχε η δυνατότητα σύγκρισης. Τέλος, εμφανίστηκαν και κάποια αποτελέσματα τα οποία δεν συμφωνούν με καμία από τις παρουσιαζόμενες θεωρίες. Παράδειγμα, η Γαλλία όπου εμφανίζει σημαντικά θετική σχέση (σε επίπεδο 5%), μεταξύ της ανάμειξης του Διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και της απόδοσης ROA, αλλά και ROE. Αντίθετα, οι A.Shivdasani και D.Yermack (1999) στην μελέτη τους, όπου χρησιμοποιούνταν ο δείκτης ROA ως μέτρο απόδοσης, δεν είχαν βρεί κάποια σημαντική σχέση.

Απο τα παραπάνω, αλλά και απο την ανάλυση του προηγούμενου κεφαλαίου γίνεται σαφές ότι η σχέση μεταξύ της απόδοσης και των εξεταζόμενων μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης, είναι διαφορετική ανάλογα με τα μέτρα απόδοσης και την χώρα. Η θεωρία που είχαν διατυπώσει πολλοί συγγραφείς ότι τα μέτρα συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό και τα ποιοτικά αποτελέσματα δεν θα επηρεαστούν απο την επιλογή μιας προσέγγισης για την απόδοση, δεν επιβεβαιώνεται στη συγκεκριμένη μελέτη. Καταλήγουμε λοιπόν στο συμπέρασμα, που επίσης υποστηρίζεται απο άλλους συγγραφείς, ότι το πως μετράται η απόδοση μιας επιχείρησης είναι σημαντικός παράγοντας για το αποτέλεσμα.

Ένα επιπλέον θέμα αφορά τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης κάθε χώρας. Καθώς οι εταιρείες που εξετάστηκαν είναι οι 'μεγαλύτερες' κάθε χώρας, συμμορφώνονται σε μεγάλο βαθμό με τον εκάστοτε κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης. Ωστόσο, όπως συζητήθηκε, ο κώδικας εταιρικής διακυβέρνησης είναι διαφορετικός για τις χώρες που μελετήθηκαν. Επομένως, τα δεδομένα κάθε χώρας περιγράφουν ένα διαφορετικό σύστημα με αποτέλεσμα να μην είναι άμεσα συγκρίσιμες οι χώρες μεταξύ τους. Ακόμα και αν παραβλεφθεί αυτό το γεγονός, εξακολουθεί να υπάρχει το πρόβλημα με την ελευθερία που δίνεται απο τον γαλλικό κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης να επιλέγει η κάθε επιχείρηση το σύστημα που θεωρεί κατάλληλο. Το μέτρο αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μην είναι άμεσα συγκρίσιμες οι γαλλικές εταιρείες ακόμα και μεταξύ τους.

Τέλος, το γεγονός ότι τα περισσότερα δεδομένα δεν είναι διαθέσιμα από βάσεις δεδομένων, αποτελεί μια ακόμα δυσκολία στην μελέτη των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης. Η διαδικασία συλλογής των δεδομένων από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για κάθε εταιρεία είναι χρονοβόρα και επιρρεπής σε λάθη. Επιπλέον, καθίσταται σχεδόν αδύνατον να συγκεντρωθούν αναλυτικά στοιχεία για όλες τις πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. επιτροπές συμβουλίου, ηλικία μελών, θητεία μελών κ.α.) για ένα επαρκές δείγμα εταιρειών, σε βάθος χρόνου.

Μια σημαντική προέκταση της παρούσας μελέτης θα ήταν η ανάλυση και άλλων Ευρωπαϊκών χωρών και μάλιστα για ένα μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα. Έτσι μπορεί να υπάρξει μια πιο ολοκληρωμένη άποψη για την σχέση των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης και της απόδοσης. Επίσης, θα ήταν χρήσιμο να εξεταστούν οι διάφοροι μηχανισμοί και για επιπλέον μέτρα απόδοσης, όπως είναι οι αποδόσεις των μετοχών, για να διαπιστωθεί πως μεταβάλλονται τα αποτελέσματα ανάλογα με την χρησιμοποιούμενη απόδοση.

Βιβλιογραφία

1. Baliga, B.R., Moyer, R.C. and R.M. Rao (1996), "CEO Duality and Firm Performance: What is the Fuss?", *Strategic Management Journal*, 17: 41-53.
2. Beasley, M. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, 71 (October): 443-465.
3. Conyon, M.J. and S.I. Peck (1998), "Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries", *The European Journal of Finance*, 4: 291-304.
4. Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. and A.E. Ellstrand (1999), "Number of Directors and Firm Performance: A Meta-Analysis", *Academy of Management Journal*, 42: 674-686.
5. Denis, D.J. and A.Sharin (1999), "Ownership and Board Structures in Publicly Traded Firms", *Journal of Financial Economics*, 52: 187-223.
6. Eisenberg, T., Sundgren, S. and M. Wells (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.
7. Hermalin, B. and M. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *Economic Policy Review-Federal Reserve Bank of New York*, 9: 7-26.
8. Kaplan, S.N. and D. Reishus (1990), "Outside Directorships and Corporate Performance", *Journal of Financial Economics*, 27: 389-410.
9. Kole, S.R. (1995), "Measuring Managerial Equity Ownership: A Comparison of Sources of Ownership Data", *Journal of Corporate Finance*, 1: 413-435.
10. McConnell, J.J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
11. Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 38:163-184.
12. Morck, R., Shleifer, A. and R.W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
13. Peasnell, K.V., Pope, P.F and S. Young (2003), "Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors", *European Financial Management*, 9: 231-250.

14. Rosenstein, S. and J.G. Wyatt (1990), "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 26: 175-191.
15. Shivdasani, A. and D. Yermack (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 54: 1829-1854.
16. Short, H. and K. Keasey (1999), "Managerial Ownership and Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, 5: 79-101.

Παράρτημα

Οι εταιρείες με την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση που χρησιμοποιήθηκαν ως δείγμα, ανα χώρα, είναι οι εξής:

Πίνακας 14

Αγγλία	Γαλλία	Γερμανία
VODAFONE GRP	TOTAL	Siemens AG
BP	SANOFI	SAP AG
ROYAL DUTCH SHELL 'A'	LVMH	BASF SE
GLAXOSMITHKLINE	L'OREAL	Deutsche Telecom AG
BR. AMER. TOBACCO	GDF SUEZ	Daimler AG
RIO TINTO	EDF	BAYER AG
BG GROUP	FRANCE TELECOM	BMW AG St
BHP BILLITON	DANONE	E. ON AG
ASTRA ZENECA	AIR LIQUIDE	Volkswagen AG
SAB MILLER	SCHNEIDER ELECTRIC	Linde AG
TESCO	ARCELORMITTAL	Fresenius Medical Care AG & co
DIAGEO	VIVENDI	RWE AG St
ANGLO AMERICAN	VINCI	Deutsche Post AG
XSTRATA	PERNOD RICARD	Metro AG St
UNILEVER	EADS	ThyssenKrupp AG
RECKITT BEN. GROUP	SAINT GOBAIN	adidas AG
IMPERIAL TOBACCO GRP	PPR	Beiersdorf Aktiengesellschaft
NATIONAL GRID	ESSILOR INTL.	MAN SE St
CENTRICA	SAFRAN	K+S Aktiengesellschaft
BT GROUR	BOUYGUES	Henkel AG & Co

Οι παλινδρομήσεις του μοντέλου ανα χώρα, για τα μέτρα απόδοσης που εξετάστηκαν, έχουν ως εξής:

Αγγλία

Dependent Variable: ROA_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:58
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 20
Total pool (unbalanced) observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

S_?	5.313662	9.468364	0.561202	0.5762
NEX_?	17.89224	7.309275	2.447882	0.0165
INV_?	-0.902771	2.547625	-0.354358	0.7240
OD_?	-2.947026	2.465054	-1.195522	0.2352
EO_?	-3512.826	3632.573	-0.967035	0.3363
CO_?	1307.543	1497.116	0.873374	0.3849
EB_?	0.438203	10.49939	0.041736	0.9668
ES_?	0.201502	6.110994	0.032974	0.9738
CB_?	5.086169	9.807330	0.518609	0.6054
CS_?	-10.23364	9.832262	-1.040823	0.3009
SAL_?	0.112366	0.940852	0.119430	0.9052
OPL_?	-0.002440	0.011229	-0.217328	0.8285
LEV_?	0.033805	0.055762	0.606245	0.5460

R-squared	0.137120	Mean dependent var	10.63784
Adjusted R-squared	0.013851	S.D. dependent var	6.344784
S.E. of regression	6.300690	Akaike info criterion	6.643342
Sum squared resid	3334.690	Schwarz criterion	6.988407
Log likelihood	-309.2021	Hannan-Quinn criter.	6.782869
Durbin-Watson stat	0.934294		

Dependent Variable: ROE_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:59
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 20
Total pool (unbalanced) observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	35.06312	44.31553	0.791215	0.4310
NEX_?	-7.821751	34.21018	-0.228638	0.8197
INV_?	3.232096	11.92385	0.271061	0.7870
OD_?	-12.16851	11.53739	-1.054703	0.2946
EO_?	-13521.95	17001.82	-0.795324	0.4287
CO_?	6628.223	7007.073	0.945933	0.3469
EB_?	-23.50036	49.14115	-0.478222	0.6337
ES_?	21.96765	28.60177	0.768052	0.4446
CB_?	4.168601	45.90203	0.090815	0.9279
CS_?	-20.20949	46.01872	-0.439158	0.6617
SAL_?	-1.737679	4.403544	-0.394609	0.6941
OPL_?	0.210277	0.052557	4.000961	0.0001
LEV_?	0.718563	0.260986	2.753267	0.0072

R-squared	0.255110	Mean dependent var	31.20907
Adjusted R-squared	0.148698	S.D. dependent var	31.96151
S.E. of regression	29.48962	Akaike info criterion	9.730101
Sum squared resid	73049.56	Schwarz criterion	10.07517
Log likelihood	-458.9099	Hannan-Quinn criter.	9.869628
Durbin-Watson stat	1.225649		

Dependent Variable: TQ_?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 12/20/11 Time: 12:59
 Sample: 2006 2010
 Included observations: 5
 Cross-sections included: 20
 Total pool (unbalanced) observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	-22.95607	11.32118	-2.027710	0.0458
NEX_?	13.20174	8.739592	1.510567	0.1347
INV_?	1.649690	3.046157	0.541564	0.5896
OD_?	0.796893	2.947428	0.270369	0.7875
EO_?	1005.328	4343.413	0.231460	0.8175
CO_?	25.71959	1790.080	0.014368	0.9886
EB_?	7.391336	12.55397	0.588765	0.5576
ES_?	-7.130718	7.306825	-0.975898	0.3319
CB_?	-4.604525	11.72648	-0.392660	0.6956
CS_?	8.615994	11.75629	0.732884	0.4657
SAL_?	1.608512	1.124963	1.429836	0.1565
OPI_?	0.007523	0.013427	0.560333	0.5767
LEV_?	0.232981	0.066673	3.494360	0.0008
R-squared	0.164288	Mean dependent var		4.656701
Adjusted R-squared	0.044901	S.D. dependent var		7.708693
S.E. of regression	7.533641	Akaike info criterion		7.000781
Sum squared resid	4767.483	Schwarz criterion		7.345845
Log likelihood	-326.5379	Hannan-Quinn criter.		7.140308
Durbin-Watson stat	2.614958			

Γαλλία

Dependent Variable: ROA_?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 12/20/11 Time: 12:49
 Sample: 2006 2010
 Included observations: 5
 Cross-sections included: 15
 Total pool (unbalanced) observations: 71
 Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	-0.000173	0.000271	-0.637083	0.5266
NEX_?	3.365124	4.123390	0.816106	0.4178
D_?	-0.096940	0.841432	-0.115209	0.9087
INV_?	5.098379	1.513903	3.367705	0.0014
OD_?	-1.085173	1.126796	-0.963061	0.3396
EO_?	5955.172	1277.691	4.660884	0.0000
CO_?	-872.2718	347.5602	-2.509700	0.0149
CB_?	8.168536	2.726843	2.995601	0.0040
CS_?	9.623966	4.173713	-2.305852	0.0248
EB_?	-0.819821	4.596884	-0.178343	0.8591
ES_?	-1.894785	2.535012	-0.747446	0.4579
SAL_?	0.751325	0.661654	1.135526	0.2609
OPI_?	-0.013615	0.017665	-0.770743	0.4440
LEV_?	0.079359	0.038539	2.059187	0.0441

R-squared	0.596734	Mean dependent var	4.557606
Adjusted R-squared	0.504761	S.D. dependent var	3.729329
S.E. of regression	2.624450	Akaike info criterion	4.942357
Sum squared resid	392.6011	Schwarz criterion	5.388520
Log likelihood	-161.4537	Hannan-Quinn criter.	5.119782
Durbin-Watson stat	1.960638		

Dependent Variable: ROE_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:49
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 15
Total pool (unbalanced) observations: 71
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	-0.001475	0.000512	-2.882128	0.0056
NEX_?	12.17584	7.785326	1.563947	0.1234
D_?	1.873719	1.588698	1.179405	0.2431
INV_?	12.63873	2.858383	4.421636	0.0000
OD_?	-1.257911	2.127491	-0.591265	0.5567
EO_?	5059.592	2412.395	2.097332	0.0404
CO_?	272.3176	656.2244	0.414976	0.6797
CB_?	4.995390	5.148522	0.970257	0.3360
CS_?	-10.88846	7.880341	-1.381725	0.1724
EB_?	-8.351733	8.679325	-0.962256	0.3400
ES_?	6.904536	4.786328	1.442554	0.1546
SAL_?	0.700347	1.249261	0.560609	0.5773
OPI_?	-0.108274	0.033354	-3.246220	0.0020
LEV_?	0.200485	0.072765	2.755239	0.0079

R-squared	0.588073	Mean dependent var	13.60099
Adjusted R-squared	0.494125	S.D. dependent var	6.966893
S.E. of regression	4.955195	Akaike info criterion	6.213488
Sum squared resid	1399.575	Schwarz criterion	6.659650
Log likelihood	-206.5788	Hannan-Quinn criter.	6.390912
Durbin-Watson stat	1.603609		

Dependent Variable: TQ_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:48
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 15
Total pool (unbalanced) observations: 71
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	-9.11E-05	9.07E-05	-1.003591	0.3198
NEX_?	0.258920	1.380817	0.187513	0.8519
D_?	-0.232021	0.281774	-0.823430	0.4137
INV_?	0.765177	0.506967	1.509323	0.1367
OD_?	0.222649	0.377335	0.590055	0.5575
EO_?	599.7605	427.8659	1.401749	0.1664

CO_?	-31.00493	116.3890	-0.266391	0.7909
CB_?	0.291361	0.913150	0.319073	0.7508
CS_?	2.172148	1.397669	1.554122	0.1257
EB_?	-1.321214	1.539378	-0.858278	0.3943
ES_?	1.060765	0.848910	1.249560	0.2166
SAL_?	-0.143154	0.221571	-0.646085	0.5208
OPI_?	-0.005412	0.005916	-0.914818	0.3641
LEV_?	0.022472	0.012906	1.741261	0.0870
<hr/>				
R-squared	0.174306	Mean dependent var	2.053944	
Adjusted R-squared	-0.014010	S.D. dependent var	0.872768	
S.E. of regression	0.878861	Akaike info criterion	2.754357	
Sum squared resid	44.02659	Schwarz criterion	3.200519	
Log likelihood	-83.77968	Hannan-Quinn criter.	2.931782	
Durbin-Watson stat	0.862864			

Γερμανία

Dependent Variable: ROA_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:51
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 20
Total pool (unbalanced) observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	5.622406	6.820166	0.824380	0.4121
NEX_?	-10.62771	5.282659	-2.011810	0.0476
OD_?	-1.595527	2.063851	-0.773082	0.4417
CB_?	2.955515	6.231192	0.474310	0.6366
CS_?	9.563994	4.494581	2.127894	0.0364
EB_?	8.281783	5.948118	1.392337	0.1676
ES_?	3.802182	2.475744	1.535773	0.1285
SAL_?	-0.906927	1.200501	-0.755457	0.4522
OPI_?	7.77E-05	0.000464	0.167572	0.8673
LEV_?	-0.214477	0.035517	-6.038668	0.0000
<hr/>				
R-squared	0.526268	Mean dependent var	6.376813	
Adjusted R-squared	0.473631	S.D. dependent var	4.837126	
S.E. of regression	3.509396	Akaike info criterion	5.452135	
Sum squared resid	997.5849	Schwarz criterion	5.728054	
Log likelihood	-238.0721	Hannan-Quinn criter.	5.563451	
Durbin-Watson stat	1.908368			

Dependent Variable: ROE_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:52
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 20
Total pool (unbalanced) observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

S_?	11.00256	16.37134	0.672062	0.5035
NEX_?	-7.374070	12.68066	-0.581521	0.5625
OD_?	-9.310270	4.954133	-1.879294	0.0638
CB_?	31.11961	14.95755	2.080529	0.0406
CS_?	-3.757292	10.78894	-0.348254	0.7286
EB_?	-6.918705	14.27805	-0.484569	0.6293
ES_?	4.704515	5.942855	0.791625	0.4309
SAL_?	0.985741	2.881722	0.342067	0.7332
OPI_?	0.001013	0.001114	0.909483	0.3658
LEV_?	-0.471442	0.085257	-5.529666	0.0000

R-squared	0.391471	Mean dependent var	15.74308
Adjusted R-squared	0.323857	S.D. dependent var	10.24477
S.E. of regression	8.424066	Akaike info criterion	7.203432
Sum squared resid	5748.156	Schwarz criterion	7.479351
Log likelihood	-317.7562	Hannan-Quinn criter.	7.314748
Durbin-Watson stat	2.272429		

Dependent Variable: TQ_?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/11 Time: 12:51
Sample: 2006 2010
Included observations: 5
Cross-sections included: 20
Total pool (unbalanced) observations: 91

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S_?	2.900032	2.138882	1.355864	0.1789
NEX_?	-1.437878	1.656702	-0.867916	0.3880
OD_?	0.198899	0.647247	0.307300	0.7594
CB_?	-1.509958	1.954172	-0.772684	0.4420
CS_?	2.184861	1.409552	1.550039	0.1250
EB_?	2.865061	1.865398	1.535898	0.1285
ES_?	1.806607	0.776421	2.326838	0.0225
SAL_?	-0.484891	0.376491	-1.287922	0.2014
OPI_?	-4.02E-05	0.000145	-0.276491	0.7829
LEV_?	-0.059507	0.011139	-5.342374	0.0000

R-squared	0.441389	Mean dependent var	2.399231
Adjusted R-squared	0.379321	S.D. dependent var	1.396982
S.E. of regression	1.100587	Akaike info criterion	3.132934
Sum squared resid	98.11456	Schwarz criterion	3.408852
Log likelihood	-132.5485	Hannan-Quinn criter.	3.244250
Durbin-Watson stat	1.068864		