

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

Εταιρική Διακυβέρνηση και αμοιβές Διευθύνοντα Συμβούλου

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι.
ΚΡΗΤΗΣ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από την

Ελένη Δρακωνάκη

Ηράκλειο

Δεκέμβριος 2014

«Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικό- ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- *Επίκουρος καθηγητής κ. Σταύρος Αρβανίτης (Επιβλέπων)*
- *Αναπληρωτής καθηγητής κ. Θεόδωρος Σταματόπουλος (Μέλος)*
- *Καθηγητής κ. Δημήτριος Τερζάκης (Μέλος)*

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε για την ολοκλήρωση των σπουδών μου και την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική & Ελεγκτική από το τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Ιδρύματος Κρήτης. Με την ολοκλήρωση της αισθάνομαι την ανάγκη να ευχαριστήσω όλους όσους συνέβαλαν σε αυτή τη προσπάθεια και ιδιαίτερα τον επιβλέποντα κ. Αρβανίτη, Επίκουρο Καθηγητή στο ΤΕΙ Κρήτης. του οποίου η βοήθεια ήταν καθοριστική για την ολοκλήρωση της εργασίας.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την αμέριστη συμπαράσταση και υποστήριξη που μου προσφέρουν όλα αυτά τα χρόνια.

Περιεχόμενα

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ.....	2
2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση	2
2.1.1 Ορισμοί εταιρικής διακυβέρνησης.....	3
2.1.2 Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης	4
2.1.3 Νόμος Sarbanes-Oxley	6
2.2 Σύνδεση εταιρικής διακυβέρνησης με τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών.....	8
2.3 Αμοιβές ανώτατων στελεχών.....	10
2.3.1 Επιτροπή αμοιβών	11
2.4 Θεωρίες για τη δομή των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.....	12
2.4.1 Agency theory	13
2.4.2 Stewardship theory	15
2.4.3 Stakeholder theory.....	16
2.4.4. Tournament theory	17
2.5 Δομή της αμοιβής	17
2.5.1 Συστήματα αμοιβών	17
2.5.2 Συστατικά της αμοιβής	18
3. ΒΙΒΛΙΟΦΡΑΓΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	23
4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	58
4.1 Επιλογή του δείγματος.....	58
4.2 Μεταβλητές της έρευνας	58
5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ	63
5.1 Περιγραφική ανάλυση και συσχέτιση μεταβλητών	63
5.2 Μεθοδολογία της έρευνας	65
5.3 Εξειδίκευση υποδειγμάτων	67
5.4 Εκτίμηση υποδειγμάτων	67
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	71
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	73

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1: Στρατηγική Αμοιβών.....	18
----------------------------------	----

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1. Πίνακας Βιβλιογραφικής Επισκόπησης.....	44
Πίνακας 2: Περιγραφή των μεταβλητών.....	62
Πίνακας 3: Περιγραφική Στατιστική.....	63
Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson.....	66
Πίνακας 5: Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας.....	65
Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων με τη μέθοδο των Εφικτών Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων.....	70

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός: Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει του παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου (CEO) και ιδιαίτερα να προσδιορίσει το πώς αυτή επηρεάζεται από το μέγεθος της εταιρίας και την εταιρική απόδοση.

Σχεδιασμός/Μεθοδολογία/Προσέγγιση: Τα δεδομένα για τη παρούσα μελέτη αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Thomson One. Το δείγμα αποτελείται από 149 Ευρωπαϊκές εταιρίες, για τους κλάδους παραγωγής λογισμικού και κατασκευής ηλεκτρονικών και υπολογιστικών συστημάτων (Hardware & Software H/Y) και αφορά την περίοδο 2009-2013. Η μεθοδολογική προσέγγιση που ακολουθήσαμε για την εκτίμηση των δεδομένων είναι η ανάλυση πάνελ με τη χρήση του εκτιμητή εφικτών γενικευμένων ελάχιστων τετραγώνων (FGLS). Για την ανάλυση των υποδειγμάτων χρησιμοποιήσαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή την αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου και ως ανεξάρτητες τις πωλήσεις, τον αριθμό των εργαζομένων, τη χρηματιστηριακή απόδοση προς τους μετόχους, την απόδοση του ενεργητικού, το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και τη κεφαλαιοποίηση της εταιρίας.

Ευρήματα: Η μελέτη αποκαλύπτει ότι οι πωλήσεις και η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας εμφανίζονται να επηρεάζουν σημαντικά την αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου. Επιβεβαιώνεται έτσι η θετική επίδραση του μεγέθους της εταιρίας στις αμοιβές του Διευθύνοντα Συμβούλου, σε συμφωνία με την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Επίσης η θητεία του Διευθύνοντα Συμβούλου βρέθηκε να επηρεάζει θετικά την αμοιβή του. Αντίθετα η απόδοση του ενεργητικού, η χρηματιστηριακή απόδοση προς τους μετόχους και ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης εμφανίζεται να έχουν αρνητική επίδραση στις αμοιβές του Διευθύνοντα Συμβούλου.

Περιορισμοί: Η μεγαλύτερη δυσκολία που αντιμετωπίσαμε ήταν η έλλειψη στοιχείων για τις αμοιβές του Διευθύνοντα Συμβούλου καθώς και δεδομένων για τα προσωπικά του χαρακτηριστικά, το οποίο αποτέλεσε περιοριστικό παράγοντα για την επιλογή του δείγματος.

Μοναδικότητα/Αξία: Το μέγεθος του δείγματος εταιριών από το κλάδο υψηλής τεχνολογίας που χρησιμοποιήσαμε, σε συνδυασμό με τα πρόσφατα χρονικά

δεδομένα καθιστούν την παρούσα διπλωματική εργασία άκρως επίκαιρη και μοναδική.

Λέξεις-κλειδιά: εταιρική διακυβέρνηση, αμοιβές Διευθύνοντα Συμβούλου, εταιρική απόδοση

ABSTRACT

Purpose: This paper aims to examine the factors on which the Chief Executive Officer's (CEO) compensation depends and especially to define how it is affected by the size and performance of the firm.

Design/Methodology/Approach: The data for this paper were obtained from THOMSON ONE database. The sample consists of 149 European firms in the industries of software and manufacturing of electronic and computer systems, with reference to the period 2009-2013. The methodological approach for the data estimation is panel data analysis using the Feasible Generalized Least Squares estimator. In order to analyze the models, CEO's compensation was used as a dependent variable and sales, number of shareholders, total return to shareholders, return on asset, leverage and firm's market value were used as independent variables.

Findings: The study reveals that sales and firm's market value appear to have a significant impact on CEO's compensation. Thus, it is confirmed that the firm's size has a positive effect on CEO's compensation, in agreement with existing literature. Also, tenure as CEO was found to positively affect the compensation. Instead, the return on assets, total return to shareholders and leverage appear to have a negative effect on CEO's compensation.

Research limitations/implications: The greatest difficulty faced was the lack of data on CEO's compensation as well as data on personal characteristics, which was the limiting factor for defining the sample.

Originality/Value: The used sample size of companies from the high-tech industry, combined with the recent time data, make this paper significantly timely and unique.

Key-words: corporate governance, CEO compensation, firm performance

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πολλοί ερευνητές, παραπάνω από τέσσερις δεκαετίες τώρα ασχολούνται με τις αμοιβές των στελεχών, τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτώνται και τη σχέση τους με την απόδοση των εταιριών. Η αύξηση του ενδιαφέροντος για τις αμοιβές προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και διοίκησης, που προκάλεσε το γνωστό πρόβλημα εντολέα- εντολοδόχου (agency problem). Ένα εύλογο ερώτημα που τίθεται είναι ποιο είναι εκείνο το επίπεδο της αμοιβής που θα δώσει το κίνητρο στα στελέχη, να μην στοχεύουν μόνο στο προσωπικό τους όφελος αλλά να λειτουργούν και προς το συμφέρον των μετόχων. Ένας άλλος λόγος για τον οποίο οι αμοιβές των στελεχών έχουν κινήσει το ενδιαφέρον τόσο της κοινής γνώμης όσο και του ακαδημαϊκού κόσμου είναι το παράδοξο που παρατηρείται τα τελευταία χρόνια, να υπάρχουν εταιρίες στα πρόθυρα της κατάρρευσης ενώ τα στελέχη τους συνεχίζουν να πληρώνονται αδρά. Αυτό δημιουργεί πολλά ερωτηματικά για το πώς τελικά καθορίζονται τα πακέτα αμοιβών.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσδιοριστούν οι παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου και να προσδιοριστεί η σχέση των αμοιβών με την εταιρική απόδοση. Συγκεκριμένα η δομή της εργασίας έχει ως εξής: στο πρώτο μέρος αναλύεται η έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης και πώς αυτή συνδέεται με τις αμοιβές και ακολουθεί μια λεπτομερής περιγραφή των κυριότερων θεωριών για τη δομή των αμοιβών. Ακολουθεί βιβλιογραφική επισκόπηση των σημαντικότερων ερευνών πάνω στο θέμα της εργασίας. Η επόμενη ενότητα περιλαμβάνει την ανάλυση των μεταβλητών που θα χρησιμοποιήσουμε, την επιλογή του δείγματος και την επεξήγηση της οικονομετρικής μεθόδου που θα ακολουθηθεί για την εκτίμηση των δεδομένων. Ακολουθεί η εξειδίκευση των υποδειγμάτων και ολοκληρώνουμε με την ερμηνεία των αποτελεσμάτων και τα συμπεράσματα της έρευνας μας.

2. ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ

Οι ραγδαίες οικονομικές και κοινωνικές εξελίξεις των τελευταίων χρόνων έχουν δημιουργήσει ένα ιδιαίτερα ρευστό περιβάλλον στη λειτουργία και την οργάνωση των επιχειρήσεων. Υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, τεράστιες αποδοχές στελεχών, σε συνδυασμό με κακές επιδόσεις και καταρρεύσεις εταιριών μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι κάτι δε λειτούργησε σωστά. Η αναγκαιότητα λοιπόν για αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση είναι μεγάλη, τώρα περισσότερο από κάθε άλλη φορά. Σε αυτή την ενότητα θα εισάγουμε την έννοια της εταιρικής διακυβέρνησης, θα αναφέρουμε τις βασικές αρχές της καθώς και το πώς συνδέεται με τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών.

Εξαιτίας της μεγάλης διασποράς των μετοχών μιας εταιρίας έχει επέλθει σταδιακά ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση. Αυτός ο διαχωρισμός μπορεί να προκαλέσει σοβαρά προβλήματα, κυρίως λόγω των αντιτιθέμενων συμφερόντων που επιδιώκονται από τις δυο μεριές, καθιστώντας αναγκαία την εξεύρεση τρόπων για την εναρμόνισή τους. Η εταιρική διακυβέρνηση αναφέρεται στη σύνθεση και τη δομή του ΔΣ αλλά και στη σχέση της επιχείρησης με τους άλλους συμμετέχοντες.

2.1 Εταιρική Διακυβέρνηση

Η εταιρική διακυβέρνηση ως έννοια δεν είναι νέα. Εμφανίστηκε στις αρχές του προηγούμενου αιώνα στις αγγλοσαξωνικές χώρες με την ανάπτυξη του καπιταλισμού και συνδέεται με την οργάνωση της διαδικασίας παραγωγής, η οποία επιδιώχθηκε από αρχαιότατων χρόνων (Μούζουλας Σ., 2003). Η συζήτηση για την εταιρική διακυβέρνηση έγινε πιο επιτακτική από τη δεκαετία του 1970, όταν πλέον είχαν αποκαλυφθεί οικονομικά σκάνδαλα και επιχειρήσεις είχαν οδηγηθεί στη πτώχευση. Αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης αναφέρονται πολύ συχνά ως λόγοι της υφιστάμενης χρηματοοικονομικής κρίσης. Τέτοιες αδυναμίες μπορεί να είναι οι υπερβολικές αμοιβές σε κάποια στελέχη, η αποτυχία της διαχείρισης κινδύνου και των εσωτερικών συστημάτων ελέγχου, ασθενής εποπτεία και έλεγχος και έλλειψη ανεξαρτησίας και ηθικής των μελών του ΔΣ. Η κατάρρευση της Enron το 2001, μια από τις μεγαλύτερες αμερικανικές εταιρίες, καθώς και τα οικονομικά σκάνδαλα της Tyco και της Worldcom δείχνουν ότι η ασθενής εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να έχει καταστροφικές συνέπειες για όλη τη διοίκηση και τη χρηματοοικονομική σταθερότητα μιας εταιρίας. Η διάκριση μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, όπως αποτυπώθηκε από τους Berle και Means (1932), αποτέλεσε τη βάση για τη συζήτηση

σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και οδήγησε σε σκέψεις σχετικά με την εξεύρεση τρόπων για την επίλυση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων.

Ένας λόγος για τον οποίο η "καλή" εταιρική διακυβέρνηση συνδέεται στενά με την καλή χρηματοοικονομική εταιρική απόδοση είναι η σύνδεση που έχει με την ποιότητα της διοίκησης. Καλύτεροι μάνατζερ οδηγούν σε καλύτερη εταιρική διακυβέρνηση, δίνοντας μεγαλύτερη προσοχή στους μετόχους και τους άλλους ενδιαφερόμενους. Καλύτεροι μάνατζερ επίσης διοικούν πιο αποτελεσματικά τις εταιρίες και αποφέρουν υψηλότερες οικονομικές αποδόσεις (Solomon J., 2011).

2.1.1 Ορισμοί εταιρικής διακυβέρνησης

Δεν υπάρχει ένας μοναδικός, κοινά αποδεκτός ορισμός για την εταιρική διακυβέρνηση καθώς υπάρχουν μεγάλες διαφοροποιήσεις ανάλογα με τη χώρα στην οποία αναφερόμαστε. Υπάρχουν δύο τρόποι με τους οποίους μπορούμε να ορίσουμε την εταιρική διακυβέρνηση. Σύμφωνα με τη πιο στενή έννοια, περιορίζεται στη σχέση μεταξύ της εταιρίας και των μετόχων και θεωρεί την οικονομική αποτελεσματικότητα περισσότερο ως αυτοσκοπό παρά σαν ένα μέσο για την επίτευξη και άλλων μη οικονομικών, κοινωνικών στόχων. Σε ένα πιο ευρύ πλαίσιο μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ένα δίκτυο σχέσεων και αλληλεπιδράσεων μεταξύ της εταιρίας και άλλων ενδιαφερομένων όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές και προσανατολίζεται στην οργάνωση της οικονομικής δραστηριότητας για την επίτευξη σημαντικών κοινωνικών στόχων. Ο πρώτος ορισμός δίνει μεγαλύτερη έμφαση στη χρηματοοικονομική κατάσταση των μετόχων και έμμεσα δέχεται ότι θα πρέπει να ελέγχουν τη διοίκηση, ώστε να μεγιστοποιήσουν το κέρδος τους, ενώ ο δεύτερος ορισμός επικεντρώνεται περισσότερο στο κοινωνικό ρόλο της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης του ΣΕΒ (2012) ο όρος εταιρική διακυβέρνηση περιγράφει τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρίες διοικούνται και ελέγχονται.

Σύμφωνα με τον Tricker (1984) ο ρόλος της διακυβέρνησης δεν αφορά μόνο την λειτουργία της επιχείρησης, αλλά της δίνει μια συνολική κατεύθυνση, με την εποπτεία και τον έλεγχο των ενεργειών της διοίκησης και ικανοποιώντας τις δικαιολογημένες προσδοκίες για λογοδοσία και θέσπιση κανονισμών πέρα από τα όρια της απλής λειτουργίας της επιχείρησης. Η δομή της εταιρικής διακυβέρνησης

προσδιορίζει την κατανομή των δικαιωμάτων και των ευθυνών μεταξύ διαφορετικών συμμετεχόντων στην εταιρία, όπως του διοικητικού συμβουλίου και γενικότερα των οργάνων διοίκησης, των διευθυντών, των μετόχων και άλλων εταίρων και καθορίζει τους κανόνες και τις διαδικασίες που απαιτούνται για τη λήψη αποφάσεων.

Η εταιρική διακυβέρνηση εκφράζει, γενικότερα, μια φιλοσοφία και αποτυπώνει τις αντιλήψεις γύρω από την εξουσία και τους τρόπους ενάσκησης της. Αξιολογεί τους επιμέρους φορείς που μετέχουν στην εξουσία και επιχειρεί την οριοθέτηση των σχέσεων τους, με άξονα τη λειτουργία της εταιρίας, προς επίτευξη ενός στόχου (Μούζουλας Σ., 2003).

2.1.2 Αρχές εταιρικής διακυβέρνησης

Σύμφωνα με την Ένωση Ορκωτών Λογιστών Αγγλίας (Association of Chartered Certified Accountants- ACCA), η εταιρική διακυβέρνηση έχει ή θα πρέπει να έχει ως πρωταρχικό σκοπό τη δημιουργία αξίας για την εταιρία και οι αρχές της πρέπει να αξιολογούνται με βάση το πόσο διευκολύνουν τη δημιουργία αυτής της αξίας.

Ο Οργανισμός Οικονομικής Ανάπτυξης και Συνεργασίας δημοσίευσε το 1999 τις βασικές αρχές που πρέπει να διέπουν την Εταιρική Διακυβέρνηση με στόχο να αποτελέσουν ένα διεθνές σημείο αναφοράς για τους φορείς όλων των χωρών, προκειμένου να βελτιώσουν το νομικό, θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο που διέπει την Εταιρική Διακυβέρνηση. Οι αρχές αυτές είναι:

- Βασικές αρχές αποτελεσματικής Εταιρικής Διακυβέρνησης

Οι πρακτικές της Εταιρικής Διακυβέρνησης πρέπει να προωθούν διαφανείς και αποτελεσματικές αγορές και να είναι σύμφωνες με τους ισχύοντες νόμους και κανονισμούς. Η διάκριση των ρόλων και των ευθυνών μεταξύ των ενδιαφερομένων θα πρέπει να ορίζεται ξεκάθαρα και να είναι προσανατολισμένη προς το δημόσιο συμφέρον. Οι εποπτικές και ρυθμιστικές αρχές πρέπει να έχουν την εξουσιοδότηση, την ακεραιότητα και όλους τους απαραίτητους πόρους για να φέρουν τα καθήκοντα τους εις πέρας με επιτυχία.

- Τα δικαιώματα των μετόχων

Τα κυριότερα δικαιώματα των μετόχων είναι η συμμετοχή και το δικαίωμα ψήφου στις γενικές συνελεύσεις (έγκαιρη ενημέρωση για την ημερομηνία, την τοποθεσία και

την ημερήσια διάταξη), η συμμετοχή στα κέρδη της εταιρίας, η μεταφορά/μεταβίβαση μετοχών, η εκλογή και απομάκρυνση μελών ΔΣ, η έγκαιρη και επαρκής ενημέρωση για την κατάσταση και τις προοπτικές της εταιρίας (έκδοση μετοχών, τροποποιήσεις καταστατικού, έκτατες συναλλαγές) και η διασφάλιση των μεθόδων καταγραφής της ιδιοκτησίας.

- Η ισότιμη μεταχείριση των μετόχων

Οι πρακτικές της Εταιρικής Διακυβέρνησης πρέπει να διασφαλίζουν την ισότιμη μεταχείριση όλων των μετόχων ακόμα και των μειοψηφούντων και των αλλοδαπών. Οι μέτοχοι μειοψηφίας θα πρέπει να προστατεύονται από τυχόν καταχρηστικές ενέργειες των μεγαλομετόχων και να έχουν τη δυνατότητα να ζητήσουν αποζημίωση. Για κάθε κατηγορία μετοχικών τίτλων οι μέτοχοι πρέπει να έχουν τα ίδια δικαιώματα και οι επενδυτές να είναι ενήμεροι για τα δικαιώματα τους πριν την αγορά τους.

- Ο ρόλος των ενδιαφερομένων

Η εταιρική διακυβέρνηση πρέπει να αναγνωρίζει τα δικαιώματα όσων έχουν έννομο συμφέρον προς την επιχείρηση και να ενθαρρύνει τη συνεργασία μεταξύ των επιχειρήσεων και των φορέων με σκοπό τη δημιουργία αξίας για την επιχείρηση, θέσεων εργασίας και τη διατήρηση των οικονομικά ισχυρών επιχειρήσεων. Θα πρέπει να υπάρχει σεβασμός στα δικαιώματα των συμμετεχόντων και πρόβλεψη για αποζημίωση σε περίπτωση παραβίασης τους. Θα πρέπει οι ενδιαφερόμενοι, ακόμα και οι μεμονωμένοι εργαζόμενοι, να μπορούν ελεύθερα να εκφράζουν τις ανησυχίες και τους προβληματισμούς τους χωρίς περιορισμούς.

- Γνωστοποίηση και διαφάνεια

Η εξασφάλιση της διαφάνειας περιλαμβάνει τη γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρίας, τους στόχους και τις προοπτικές της, τη μετοχική της σύνθεση, την πολιτική αμοιβών των μελών του ΔΣ και των υψηλόβαθμων στελεχών καθώς και τα κριτήρια επιλογής τους, θέματα σχετικά με εργαζόμενους και άλλους ενδιαφερομένους και το περιεχόμενο οποιασδήποτε διαδικασίας ή κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης που εφαρμόζεται. Οι ετήσιες καταστάσεις θα πρέπει να ελέγχονται από έναν εξωτερικό ανεξάρτητο ελεγκτή, ο οποίος είναι υπόλογος απέναντι στους μετόχους και καθήκον του είναι να ενημερώσει

το ΔΣ αν οι οικονομικές καταστάσεις αντικατοπτρίζουν τη πραγματική οικονομική κατάσταση της εταιρίας.

- Ευθύνες του ΔΣ

Οι πρακτικές της εταιρικής διακυβέρνησης πρέπει να εγγυώνται την αποτελεσματική παρακολούθηση της διοίκησης από το ΔΣ και την λογοδοσία του έναντι των μετόχων. Πρέπει να είναι ενημερωμένο για οτιδήποτε συμβαίνει στην εταιρία και να λειτουργεί πάντα προς το συμφέρον των μετόχων. Να εξετάζει τακτικά την εταιρική στρατηγική, τα σχέδια δράσης, τους προϋπολογισμούς, να καθορίζει τους στόχους αποδοτικότητας και να εποπτεύει επενδύσεις και εξαγορές. Ευθυγραμμίζει τις αποδοχές των διοικητικών στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων, διασφαλίζει την ακεραιότητα και την πληρότητα των οικονομικών καταστάσεων, επιβλέπει τη δημοσιοποίηση πληροφοριών και τέλος εξασφαλίζει διαφανείς διαδικασίες για την εκλογή των μελών του ΔΣ.

2.1.3 Νόμος Sarbanes-Oxley

Οι ραγδαίες οικονομικές και κοινωνικές εξελίξεις των τελευταίων ετών έχουν δημιουργήσει την ανάγκη αναδιατύπωσης των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης ώστε να ανταποκρίνονται στις σύγχρονες ανάγκες και απαιτήσεις των εταιριών. Ορόσημο για την εξέλιξη της εταιρικής διακυβέρνησης θεωρείται ο νόμος Sarbanes-Oxley που θεσπίστηκε στις 30 Ιουλίου του 2002 προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών στο χρηματοοικονομικό σύστημα που είχε κλονιστεί μετά από μια σειρά οικονομικών σκανδάλων (Enron, Tyco International, Adelphia, Peregrine Systems, WorldCom). Οι κυριότεροι στόχοι του νόμου είναι:

- Η βελτίωση της ποιότητας και της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων
- Η ενίσχυση της εταιρικής διακυβέρνησης
- Η ενίσχυση της ανεξαρτησίας των ελεγκτών
- Η ενίσχυση της χρηματοοικονομικής διαφάνειας και της εταιρικής υπευθυνότητας

Πιο αναλυτικά ορισμένα από τα βασικά σημεία του νόμου είναι:

- Επιβάλλει στο Διευθύνων Σύμβουλο και τον Οικονομικό Διευθυντή των εισηγμένων εταιριών να πιστοποιούν εγγράφως ότι τα Δελτία που υποβάλλονται στην Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν περιέχουν σημαντικά λάθη ή παραλείψεις και ότι έχουν διενεργηθεί όλοι οι απαραίτητοι έλεγχοι για την εξασφάλιση της διαφάνειας.
- Θέσπιση του Δημόσιου Συμβουλίου Επίβλεψης Λογιστικών (Public Company Accounting Oversight Board-PCAOB). Είναι ένα ανεξάρτητο όργανο ελέγχου και επίβλεψης των λογιστικών των δημόσιων εταιριών και καθορίζει συγκεκριμένες διαδικασίες συμμόρφωσης με τις αρχές που ορίζει ο SOX. Είναι ένα πολύ ισχυρό όργανο γιατί ελέγχεται μόνο από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και εισάγει νόμους και κανόνες που επηρεάζουν όλες τις πτυχές της ελεγκτικής βιομηχανίας, μπορεί ακόμα και να επιβάλλει πειθαρχικές ποινές στις ελεγκτικές εταιρίες.
- Θέτει πρότυπα για την ανεξαρτησία των εξωτερικών ελεγκτών και ορίζει νέες απαιτήσεις για τις εκθέσεις των ελεγκτών και τον περιορισμό της σύγκρουσης συμφερόντων.
- Ορίζει αρχές για την ακρίβεια και την πληρότητα των εταιρικών οικονομικών εκθέσεων και καθορίζει τον βαθμό ευθύνης των στελεχών για την εγκυρότητα των οικονομικών εκθέσεων. Ενισχύεται η εταιρική υπευθυνότητα έναντι της ποινικής και εταιρικής απάτης και ενισχύεται η ποινή για οικονομικά εγκλήματα. Πολλές πράξεις ορίζονται πλέον ως κακουργήματα όπως η παραποίηση ή καταστροφή αρχείων με σκοπό να παρεμποδιστεί η διενέργεια ελέγχων, η σχεδιασμένη παραπλάνηση των επενδυτών και η ηθελημένη ή μη διατήρηση των αρχείων ελέγχου από Ορκωτό Ελεγκτή για πέντε χρόνια.
- Απαιτεί υποβολή εκθέσεων για τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και για οποιαδήποτε μεταβολή στη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας και στο σύστημα εσωτερικού ελέγχου και απαγορεύει τη χορήγηση εταιρικών δανείων σε διευθυντές και ανώτατα στελέχη. Θέτει τις προϋποθέσεις για τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής λογιστικής και την αύξηση των γνωστοποιήσεων της εταιρίας όσον αφορά την οικονομική της κατάσταση. Γίνεται υποχρεωτική η δημοσιοποίηση πληροφοριών σχετικά με τις αποδοχές των ανώτατων στελεχών, κάτι που δημιουργεί μια αυξανόμενη δημόσια πίεση

για διαφάνεια και υποχρεώνει τις εταιρίες να επαναφέρουν τους μισθούς σε πιο λογικά επίπεδα.

Ουσιαστικά αυτός ο νόμος θέτει τις βάσεις για αποτελεσματικότερη εταιρική διακυβέρνηση μέσα από την πιο αξιόπιστη παρουσίαση των λογιστικών καταστάσεων και τη διασφάλιση της εντιμότητας και της ακεραιότητας της εταιρίας που οδηγεί τελικά σε βελτίωση της χρηματοοικονομικής της απόδοσης. Παρόλο που ο νόμος έχει συμβάλλει αρκετά στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης του κοινού στις κεφαλαιαγορές, στην αυστηρότερη εποπτεία και τον έλεγχο των αγορών και τη διαφάνεια και την ανεξαρτησία του ελέγχου, οι αντίπαλοι του υποστηρίζουν ότι έχει εισάγει ένα υπερβολικά πολύπλοκο περιβάλλον στις αμερικανικές χρηματοπιστωτικές αγορές, ότι έχει αυξήσει δραματικά τα κόστη των εταιρικών συμβουλίων και ότι παρεμβαίνει σημαντικά στη λειτουργία της ελεύθερης αγοράς.

2.2 Σύνδεση εταιρικής διακυβέρνησης με τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών

Επικρατεί η αντίληψη ότι τα υπερβολικά υψηλά εισοδήματα των διευθυντικών στελεχών είναι κυρίως προϊόν των αποτυχιών της εταιρικής διακυβέρνησης. Οι μηχανισμοί της εταιρικής διακυβέρνησης βοηθάνε στη μείωση της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων και με αυτό τον τρόπο επιδρούν και στον καθορισμό των αμοιβών. Σύμφωνα με τον Ελληνικό Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης (2013), η εναρμόνιση των στόχων και των κινήτρων των μελών του ΔΣ, των ανώτατων στελεχών και άλλων εργαζομένων της εταιρείας με εκείνα των μετόχων της, αποτελεί καίριο ζητούμενο της ορθής εταιρικής διακυβέρνησης και κεντρίζει το ενδιαφέρον όχι μόνο των μετόχων αλλά και του ευρύτερου κοινωνικού συνόλου. Για να δημιουργηθεί μακροπρόθεσμη αξία για την εταιρία θα πρέπει να δοθούν τα κατάλληλα κίνητρα για την απόδοση των στελεχών και να προωθηθεί η αξιοκρατία ώστε η επιχείρηση να προσελκύσει στελέχη που διαθέτουν τα κατάλληλα προσόντα για την αποτελεσματική διοίκηση της.

Όταν η εταιρική διακυβέρνηση είναι αδύναμη, τα στελέχη ασκούν μεγαλύτερη επίδραση πάνω στην αμοιβή τους. Γι' αυτό πολλές φορές παρατηρείται το παράδοξο, τα στελέχη να αμείβονται με υπέρογκα ποσά ενώ η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι χαμηλή. Γι' αυτές τις υπερβολικές αμοιβές των στελεχών ευθύνεται η επιρροή που ασκούν στο ΔΣ και οι αδυναμίες στη διαδικασία καθορισμού των μισθών. Το ΔΣ πρέπει να επιβλέπει και να ελέγχει τη διοίκηση για λογαριασμό των μετόχων. Έχει τη

βασική ευθύνη για τον καθορισμό της πολιτικής αμοιβών της εταιρίας απέναντι στη διοίκηση και τους άλλους εργαζομένους και ασκεί σημαντική επιρροή στην επιτροπή αμοιβών. Όμως τα ανεξάρτητα μέλη και οι σύμβουλοι που προσλαμβάνονται για να βοηθήσουν τα μέλη του ΔΣ στις αποφάσεις τους, συχνά δεν δείχνουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τη προάσπιση των συμφερόντων των μετόχων, οπότε τα ανώτερα στελέχη βρίσκουν ευκαιρία και καθορίζουν μόνοι τους την αμοιβή τους. Το μεγαλύτερο πρόβλημα όταν τα στελέχη έχουν τη δυνατότητα να επηρεάσουν την αμοιβή τους, δεν είναι τόσο τα υπέρογκα χρηματικά ποσά που μπορεί να αποσπών αλλά η μείωση της αξίας για τους μετόχους. Άρα η δύναμη των διευθυντικών στελεχών έχει πολύ σημαντική επίδραση στο σχεδιασμό των αμοιβών ειδικά στις εταιρίες που υπάρχει διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης. Το μέχρι που μπορεί να φτάσουν οι αρνητικές επιπτώσεις αυτής της επιρροής εξαρτάται από το πόσο προετοιμασμένοι είναι και αν βρίσκονται σε εγρήγορση οι συμμετέχοντες στη διοίκηση της εταιρίας και ιδιαίτερα οι θεσμικοί επενδυτές.

Μόνο το επιχείρημα ότι είναι ηθικά σωστό η εταιρική διακυβέρνηση να είναι προσανατολισμένη στο συμφέρον των μετόχων και του κοινωνικού συνόλου δεν είναι αρκετό για να πείσει ένα επιχειρηματία ή έναν επενδυτή που βασική επιδίωξη του είναι το κέρδος. Ένα ισχυρό κίνητρο για τη βελτίωση της εταιρικής διακυβέρνησης είναι η σύνδεση της με την απόδοση της εταιρίας και με θετικά οικονομικά οφέλη. Σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης), η εταιρική διακυβέρνηση συμβάλλει στην προώθηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων μέσω της αποτελεσματικότερης εσωτερικής οργάνωσης και του χαμηλότερου κόστους κεφαλαίου. Επίσης η αυξημένη διαφάνεια που προωθεί η εταιρική διακυβέρνηση έχει σαν αποτέλεσμα τη βελτίωση της διαφάνειας στο σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας τόσο των ιδιωτικών όσο και των δημόσιων οργανισμών.

Η υπάρχουσα βιβλιογραφία στην εταιρική διακυβέρνηση εξετάζει την αποτελεσματικότητα εναλλακτικών δομών ιδιοκτησίας και ΔΣ. Παρόλο που υπάρχει πληθώρα ενδείξεων για την αποτυχία ορισμένων μορφών διακυβέρνησης να παρακινήσουν τα στελέχη να αυξήσουν την απόδοση της εταιρίας, τα εμπειρικά δεδομένα σήμερα είναι συγκεχυμένα και δίνουν πολύ λίγες πληροφορίες για το ποια είναι η βέλτιστη δομή διακυβέρνησης. (Core, Holthausen, Larcker, 1999). Κανείς δε μπορεί να υποστηρίξει ότι υπάρχει ένα ιδανικό σύστημα Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Κάθε κράτος πρέπει να υιοθετήσει εκείνο το σύστημα που είναι πιο κοντά στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του και το νομικό του πλαίσιο. Βασικά στοιχεία που πρέπει να διαθέτει είναι η προστασία των συμφερόντων των μετόχων, η εξασφάλιση της διαφάνειας μέσα στην επιχείρηση και απώτερο σκοπό πρέπει πάντα να έχει τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

2.3 Αμοιβές ανώτατων στελεχών

Δεν υπάρχει κανένα άλλο ζήτημα που να έχει απασχολήσει τόσο πολύ τους τίτλους των εφημερίδων όσο οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών (Otten J.A,2008). Ειδικά πριν την χρηματοοικονομική κρίση που διανύουμε σχεδόν καθημερινά τα ΜΜΕ εξέφραζαν την οργή όλων για τους τεράστιους μισθούς, τα μπόνους και τις παροχές προς τα ανώτατα στελέχη που έρχονταν σε πλήρη αντίθεση με τα εισοδήματα του χαμηλότερου επιπέδου εργαζομένων. Σύμφωνα με τον Murphy (1999) τρεις είναι οι λόγοι γι' αυτό το ξαφνικό ενδιαφέρον για τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών. Πρώτον η αδιαμφισβήτητα ραγδαία αύξηση στις αμοιβές, αφού η μέση χρηματική αμοιβή των CEOⁱ διπλασιάστηκε από το 1970 έως το 1996 και η μέση συνολική αμοιβή (συμπεριλαμβανομένων των κερδών από την εξάσκηση των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών) σχεδόν τετραπλασιάστηκε. Δεύτερον είναι η δυσαρέσκεια της κοινής γνώμης για τον πλούτο που ακολούθησε μετά τις "υπερβολές του 1980" και βασίζεται στην αντίληψη ότι οι υψηλοί μισθοί των CEO συνδέονται με απολύσεις, κλείσιμο εργοστασίων και συρρίκνωση εταιριών. Τρίτον είναι η γενικότερη ανάπτυξη που υπήρχε τη δεκαετία του 1990, που δημιούργησε αναπάντεχα κέρδη για τους CEO, των οποίων η αμοιβή συνδέεται ολοένα και περισσότερο με την απόδοση της μετοχής.

Ο σχεδιασμός του συστήματος αμοιβών είναι ένα πολύ σημαντικό εργαλείο με το οποίο ενθαρρύνεται η αποδοτικότητα των εργαζομένων τόσο σε ατομικό όσο και σε ομαδικό επίπεδο, που είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στους δύσκολους οικονομικούς καιρούς που διανύουμε. Αν αναλογιστούμε και το ότι η μισθοδοσία αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο κομμάτι του κόστους μιας επιχείρησης καταλαβαίνουμε ότι απαιτείται προσεκτικός σχεδιασμός για να διασφαλιστεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης.

Η κυρίαρχη άποψη ανάμεσα στους οικονομολόγους είναι ότι η μελέτη γύρω από τις διοικητικές αμοιβές λειτουργεί σαν θεραπεία στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης

ⁱCEO= Chief Executive Officer

(agency problem) γιατί η δομή των αμοιβών έχει σχεδιαστεί από Διοικητικά Συμβούλια που στόχο έχουν να παρέχουν τα κατάλληλα κίνητρα στα στελέχη για να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης (Murphy, 1999; Core, Guay, and Larcker, 2001; Bebchuck and Fried, 2003). Οι διοικητικές αμοιβές βέβαια δεν αποτελούν μόνο ένα πιθανό μέτρο αντιμετώπισης του προβλήματος της αντιπροσώπευσης αλλά είναι και μέρος του ίδιου του προβλήματος. Πολλά ανώτατα στελέχη αναλώνονται περισσότερο στην αναζήτηση τρόπων για να αυξήσουν τη δική τους αμοιβή, παρά στην εύρεση μεθόδων και κινήτρων για να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης (Blanchard, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1994; Yermack, 1997; Bertrand and Mullainathan, 2001). Είναι αναμενόμενο αυτή η διοικητική επιρροή πάνω στις αμοιβές να έχει δυσάρεστες συνέπειες και στους μετόχους, αφού εκτός από τις υπερβολικές αμοιβές που μπορεί να λαμβάνουν τα ανώτατα στελέχη μπορεί να έχει και σαν αποτέλεσμα τη στρέβλωση και τον αποπροσανατολισμό των κινήτρων και των στόχων τους, που μπορεί να βλάψει την εταιρική αποδοτικότητα (Bebchuck and Fried, 2003)

2.3.1 Επιτροπή αμοιβών

Η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών πρέπει να χαρακτηρίζεται από αντικειμενικότητα, διαφάνεια, επαγγελματισμό και να είναι απαλλαγμένη από συγκρούσεις συμφερόντων. Για το σκοπό αυτό, θα πρέπει όλη η διαδικασία να ανατίθεται σε μια επιτροπή αμοιβών του ΔΣ, αποτελούμενη αποκλειστικά από μη εκτελεστικά μέλη, στην πλειονότητα τους ανεξάρτητα (Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης, 2013). Ο κύριος σκοπός της επιτροπής αμοιβών είναι να προτείνει πακέτα αμοιβών για τα ανώτατα στελέχη τα οποία θα πρέπει να εγκριθούν από το ΔΣ (Barkema and Gomez-Mejia, 1998).

Το Νοέμβριο του 2003 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Αμερικής όρισε νέους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, σύμφωνα με τους οποίους οι εταιρίες έπρεπε να έχουν επιτροπές αμοιβών αποτελούμενες αποκλειστικά από ανεξάρτητα μέλη ΔΣ. Ο σκοπός και οι υποχρεώσεις αυτών των επιτροπών πρέπει να ορίζονται γραπτώς και απαιτείται μια ετήσια έκθεση αξιολόγησης των επιδόσεων της επιτροπής. Ο σκοπός και οι υποχρεώσεις της επιτροπής αμοιβών είναι: (1) να μελετάει και να εγκρίνει τους στόχους της εταιρίας που σχετίζονται με την αμοιβή του CEO, (2) να αξιολογεί την απόδοση του CEO σε σχέση με αυτούς τους στόχους, (3) να αποφασίζει και να εγκρίνει είτε ως επιτροπή, είτε σε συνεργασία με τα υπόλοιπα ανεξάρτητα μέλη του

ΔΣ το μέγεθος της αμοιβής του CEO, (4) να κάνει προτάσεις στο ΔΣ σχετικά με άλλες μεθόδους αμοιβής, όπως την αμοιβή που βασίζεται στη παροχή κινήτρων ή στη παροχή μετοχών, (5) να συντάσσει την έκθεση σχετικά με τις αμοιβές η οποία πρέπει να δημοσιοποιείται.

Οι επιτροπές αμοιβών είναι σύνηθες φαινόμενο στην Αμερική όμως μετά τη δημοσίευση της έκθεσης της επιτροπής Cadbury το 1992, έγιναν πιο διαδεδομένες και στο Ηνωμένο Βασίλειο και την υπόλοιπη Ευρώπη. Οι Bonet and Conyon (2005) υπογραμμίζουν ότι το 2002, οι περισσότερες εταιρίες έχουν επιτροπές αμοιβών που το μέγεθος τους είναι ανάλογο με την κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Όπως εύστοχα αναφέρει ο Sykes (2002), όλα τα πακέτα αμοιβών που τώρα κατακρίνονται σαν υπερβολικά και ακατάλληλα εγκρίθηκαν κάποια στιγμή από κάποια "ανεξάρτητη" επιτροπή αμοιβών. Αυτό εγείρει ερωτήματα για το πόσο αντικειμενικά και με διαφάνεια αποφασίζουν τα μέλη της επιτροπής. Παρόλο που αποτελείται στην πλειοψηφία της ή ακόμα και ολόκληρη από μη εκτελεστικά μέλη ΔΣ, αυτά τα μέλη διορίζονται με απόφαση ή τουλάχιστον με τη συγκατάθεση της ανώτατης διοίκησης οπότε πολλές φορές είναι απρόθυμα να ορίσουν αυστηρά κριτήρια απόδοσης.

Υπάρχουν κάποιοι γενικοί κανόνες για το καθορισμό της αμοιβής από την επιτροπή αμοιβών όπως για παράδειγμα ότι:

- πρέπει να υπάρχει ισορροπία ανάμεσα στα σταθερά και τα μεταβλητά στοιχεία της αμοιβής και ανάμεσα στα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα κίνητρα
- τα πακέτα αμοιβών που βασίζονται στην εταιρική απόδοση θα πρέπει να εναρμονίζονται με σαφή τρόπο με τη στρατηγική και τους στόχους της εταιρίας
- θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τόσο οι συνθήκες που επικρατούν μέσα στην επιχείρηση όπως το μέγεθος, η πολυπλοκότητα της διοίκησης, η τοποθεσία στην οποία βρίσκεται όπως και οι συνθήκες που επικρατούν στην αγορά τη δεδομένη περίοδο: τα πακέτα αγοράς μετοχών να συνδέουν την αμοιβή με την απόδοση και να εναρμονίζουν τους μακροπρόθεσμους στόχους της διοίκησης με αυτούς των μετόχων (Mallin, 2009).

2.4 Θεωρίες για τη δομή των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών

Όταν δεν υπάρχουν μηχανισμοί εναρμόνισης των αντιτιθέμενων συμφερόντων ιδιοκτητών-μετόχων και στελεχών, τα στελέχη αποκλίνουν από το στόχο που πρέπει να πετύχουν, τη μεγιστοποίηση δηλαδή της εταιρικής αξίας. Ένας τρόπος για να υπάρξει εναρμόνιση αυτών των συμφερόντων είναι να φτιάξουν οι εταιρίες ένα τέτοιο σύστημα αμοιβών που θα παρέχει κίνητρα στα στελέχη να λειτουργούν σαν μέτοχοι και θα συνδέει τις αμοιβές τους με την εταιρική επίδοση.

Υπάρχουν πολλές διαφορετικές θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τη δομή των αμοιβών των ανώτατων στελεχών. Οι κυριότερες είναι:

2.4.1 Agency theory

Παλαιότερα ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης και η οικογένεια του ασκούσαν και τον έλεγχο και την διοίκηση της εταιρίας, όμως με το πέρασμα των χρόνων και τον κατακερματισμό του μετοχικού κεφαλαίου δημιουργήθηκε η ανάγκη να διαχωριστεί η ιδιοκτησία από τη διοίκηση της εταιρίας. Σήμερα η διοίκηση στις περισσότερες εταιρίες επαφίεται σε μία ομάδα επαγγελματιών που συνήθως ουδεμία σχέση έχουν με τους αρχικούς ιδιοκτήτες. Ο διαχωρισμός της διοίκησης από την ιδιοκτησία αποτελεί πηγή πολλών προβλημάτων τα οποία οφείλονται κυρίως στην επιδίωξη αντιτιθέμενων συμφερόντων από τους ιδιοκτήτες-μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη. Η θεωρία της αντιπροσώπευσης εξετάζει τη σχέση μεταξύ του εντολέα (principal-που στην περίπτωση μιας εταιρίας είναι οι μέτοχοι) και του εντολοδόχου (agent-στην περίπτωση της εταιρίας είναι η διοίκηση). Το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου (agency problem) δημιουργείται όταν ο εντολοδόχος (διοίκηση) ενεργεί για λογαριασμό του εντολέα (μέτοχοι) και πράττει με τρόπο που δεν εξυπηρετεί τα συμφέροντα του εντολέα του.

Πολλές φορές τα διοικητικά στελέχη μπορεί να μην ενεργούν σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων ή να χρησιμοποιούν καταχρηστικά τη δύναμη τους για να επιτύχουν προσωπικό οικονομικό όφελος. Αυτό μπορεί να οφείλεται είτε στο πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης, καθώς η διοίκηση έχει μεγαλύτερη πρόσβαση σε πληροφορίες από τους μετόχους, είτε στη διαφορετική αντίληψη που μπορεί να έχουν οι δύο πλευρές για το ρίσκο. Στην οικονομική θεωρία ο πρωταρχικός στόχος μιας εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους των μετόχων. Στη πράξη όμως δε συμβαίνει απαραίτητα αυτό αφού οι μάνατζερ προτιμούν να εκπληρώσουν τους δικούς τους προσωπικούς στόχους, όπως η επίτευξη όσο το δυνατόν

μεγαλύτερων μόνους. Έτσι πολλές φορές παρατηρείται η τάση να επικεντρώνονται σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις που παρέχουν κέρδη όσο το δυνατόν πιο γρήγορα, παρά σε επενδύσεις που στοχεύουν στην μακροπρόθεσμη ευημερία και ανάπτυξη της εταιρίας, άρα και των μετόχων. Αυτή η κοντόφθαλμη, καιροσκοπική στάση των διοικούντων, που προέρχεται από ελαττώματα στη δομή των αμοιβών, έχει κατηγορηθεί και ως ένας παράγοντας της τωρινής παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Στο πλαίσιο της εταιρίας η θεωρία της αντιπροσώπευσης θεωρεί τους μηχανισμούς της εταιρικής διακυβέρνησης και ιδιαίτερα το ΔΣ σαν ένα απαραίτητο μέσο για να διασφαλίσει ότι θα υπάρχουν όσο το δυνατόν λιγότερα προβλήματα στη σχέση μετόχων – διοίκησης. Γι' αυτό η πιο διαδεδομένη λύση στα προβλήματα που προκύπτουν από το διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου της εταιρίας, είναι οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών που αποτελούν ένα μέσο σύγκλισης των συμφερόντων μετόχων και διοίκησης (Bebchuk and Fried, 2004). Εκτός από τις αμοιβές υπάρχουν και κάποιες άλλες μέθοδοι που προτείνει η θεωρία της αντιπροσώπευσης για τη σύγκλιση των συμφερόντων μετόχων-διοίκησης, όπως ο σχηματισμός μικρότερων συμβουλίων (Yermack, 1996), η μεγαλύτερη ανεξαρτησία του ΔΣ (Rosenstein and Wyatt, 1990) και η συμμετοχή του CEO στη διοίκηση είτε άμεσα μέσω της κατοχής μετοχών είτε έμμεσα με δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών.

Από τη πλευρά της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, η σύνδεση της αμοιβής των στελεχών με την απόδοση της εταιρίας (πχ με δείκτες κερδοφορίας) ή η ανάμειξη των στελεχών στην ανάληψη κινδύνων, επιβραβεύοντας τους με πακέτα αποδοχών, μπορεί ως ένα βαθμό να περιορίσει την ωφελμιστική συμπεριφορά των στελεχών. Βέβαια υπάρχει και η πιθανότητα να αποθαρρύνει την αφοσίωση τους για μια δουλειά που τους παρέχει μειωμένη ασφάλεια (Kidder and Buchholtz, 2002). Οι εταιρίες για να διατηρήσουν τα πιο ικανά στελέχη τους και να αυξήσουν την αφοσίωση τους θα πρέπει να παρέχουν τέτοια πακέτα αμοιβών ώστε όχι μόνο να εκτελούν τα στελέχη σωστά το ρόλο τους αλλά να τους δίνουν και κίνητρο να μην πάνε σε κάποια άλλη ανταγωνιστική εταιρία. Όπως υποστηρίζει ο Fama, (1980), δεδομένης μιας ανταγωνιστικής αγοράς εργασίας, όταν το σύστημα αμοιβών της εταιρίας δεν είναι αποδοτικό, η εταιρία χάνει στελέχη και οι καλύτεροι είναι αυτοί που φεύγουν πρώτοι. Ένας καλός τρόπος για να εναρμονιστούν τα συμφέροντα των

μετόχων με αυτά των στελεχών είναι να παρέχει η διοίκηση μακροπρόθεσμα κίνητρα στα στελέχη όπως είναι τα δικαιώματα αγοράς μετοχών.

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης αποτελεί το θεωρητικό υπόβαθρο και την βάση της συζήτησης για τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών, αφού θεωρεί ότι η σύνδεση των αμοιβών με την απόδοση της εταιρίας είναι ο καλύτερος τρόπος για τη σύγκλιση των συμφερόντων μετόχων-διοίκησης. Πολλοί ερευνητές έχουν επισημάνει και κάποιες αρνητικές συνέπειες που μπορεί να έχει η υιοθέτηση αυτής της θεωρίας όπως είναι το κόστος που συνεπάγεται η τόσο στενή εποπτεία καθώς και το ότι η σύνδεση της αμοιβής με την απόδοση και τα υπερβολικά λεπτομερή συμβόλαια αμοιβών μπορεί να οδηγήσουν τα στελέχη σε μια προσπάθεια να ικανοποιήσουν μόνο βραχυπρόθεσμα τους μετόχους και να αποκλίνουν έτσι από τους μακροπρόθεσμους στόχους της εταιρίας.

2.4.2 *Stewardship theory*

Αυτή η θεωρία έχει ψυχολογική και κοινωνική βάση και θεωρεί ότι ο CEO λειτουργεί σαν επιστάτης-φροντιστής (steward) της εταιρίας, βάζει δηλαδή τα συμφέροντα της εταιρίας και των μετόχων πιο πάνω από τις προσωπικές του επιδιώξεις. Αντίθετα από τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, που τα στελέχη θεωρούν ως μοναδικό κίνητρο την αμοιβή, σε αυτή τη θεωρία ο CEO πιστεύει στην εξισορρόπηση μεταξύ των προσωπικών του αναγκών και των στόχων της εταιρίας, ψάχνει ένα εισόδημα να επιβιώσει και πιστεύει ότι επιδιώκοντας τα συμφέροντα της εταιρίας στο τέλος καλύπτονται και οι προσωπικές του ανάγκες (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997).

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία δεν υφίσταται το πρόβλημα της παρακίνησης των στελεχών, αφού ούτως ή άλλως πιστεύουν ότι οι προσωπικοί τους στόχοι εναρμονίζονται με αυτούς της εταιρίας. Η υπερβολή των μετόχων στην εποπτεία και τον έλεγχο της διοίκησης και η εμμονή του ΔΣ στη παροχή μόνο οικονομικών κινήτρων μπορεί να οδηγήσει σε περισσότερο αντιδραστικές και εγωιστικές συμπεριφορές από τα στελέχη, αποτέλεσμα που αρχικά ήλπιζαν να αποφύγουν. Όσο περισσότερο χρησιμοποιούνται μόνο χρηματοοικονομικά μέσα ελέγχου των διευθυντικών στελεχών τόσο μεγαλύτερη γίνεται η αποστροφή τους για την ανάληψη ρίσκων (Kidder and Buchholtz, 2002). Για παράδειγμα όσο αφορά το διαχωρισμό των θέσεων CEO και προέδρου του ΔΣ οι Donaldson και Davis (1991) υποστηρίζουν ότι

η απόδοση των μετόχων είναι μεγαλύτερη όταν ο CEO έχει διπλή ιδιότητα γιατί έτσι αυξάνεται η αφοσίωση του στην εταιρία. Μια λύση για τη σύγκλιση των συμφερόντων μετόχων-διοίκησης, σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, είναι το χτίσιμο μιας σχέσης εμπιστοσύνης μεταξύ τους ώστε να ενθαρρυνθούν τα στελέχη να πάρουν πρωτοβουλίες και να δράσουν από προσωπική επιλογή, όχι μόνο για το δικό τους συμφέρον αλλά και για το καλό της εταιρίας.

2.4.3 Stakeholder theory

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή η επίδραση των εταιριών στη κοινωνία (εργαζόμενοι, περιβάλλον, τοπικές κοινότητες) είναι τόσο σημαντική που θα πρέπει η διοίκηση να λογοδοτεί και σε άλλες ομάδες ενδιαφερομένων εκτός από τους μετόχους. Μία από τις πρώτες αναφορές σε αυτή τη θεωρία ανήκει στον Freeman (1984), ο οποίος πρότεινε μια γενική θεωρία για την εταιρία, συμπεριλαμβάνοντας την υποχρέωση λογοδοσίας σε ένα ευρύ φάσμα ενδιαφερομένων. Ένας τρόπος για να κατανοήσουμε την έννοια του stakeholder είναι να αναγνωρίσουμε ότι εμπλέκεται σε μια σχέση ανταλλαγής με την εταιρία, όχι μόνο την επηρεάζει αλλά επηρεάζεται κ από αυτήν, κατέχει ουσιαστικά ένα ποσοστό (stake) της εταιρίας και όχι μόνο μια μετοχή (share). Ως stakeholders μπορούν να θεωρηθούν οι μέτοχοι, οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές, η τοπική κοινότητα στη περιοχή που δραστηριοποιείται η εταιρία ακόμα και το ευρύτερο κοινωνικό σύνολο. Όλοι αυτοί έχουν μια σχέση αλληλεπίδρασης με την εταιρία, προσφέρουν κάτι και περιμένουν ως αντάλλαγμα την ικανοποίηση των αναγκών τους. Άμεσα συνδεδεμένη με αυτή τη θεωρία είναι και η "καθαρά ηθική προσέγγιση" της λειτουργίας των εταιριών, σύμφωνα με την οποία οι εταιρίες έχουν την υποχρέωση να λειτουργούν με ηθικό τρόπο και με αίσθημα κοινωνικής ευθύνης, ικανοποιώντας τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων απλά επειδή αυτό είναι το καλό και σωστό. Σύμφωνα με αυτή τη προσέγγιση, η θεωρία της αντιπροσώπευσης μπορεί να είναι αποτελεσματική μόνο αν τηρούνται οι εξής ηθικοί κανόνες: αποφεύγουμε να βλάψουμε τους άλλους, σεβόμαστε την αυτονομία των άλλων, αποφεύγουμε τα ψέματα και τιμούμε τις συμφωνίες μας. Οι διοικούντες σε μια εταιρία πρέπει πρώτα να υπακούν στους ηθικούς κανόνες ως άνθρωποι και μετά να προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη των μετόχων. Πρακτικά όμως έτσι όπως λειτουργεί η αγορά σήμερα και όπως είναι η δομή της διακυβέρνησης των εταιριών η ηθική προσέγγιση δε μπορεί να εφαρμοστεί εκτός και αν αποδειχτεί ότι μπορεί να είναι επικερδής.

2.4.4. Tournament theory

Μία άλλη θεωρία που προσπαθεί να εξηγήσει τη διάρθρωση της αμοιβής των στελεχών είναι η "θεωρία του τουρνουά" (tournament theory). Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία τα στελέχη καταβάλλουν προσπάθεια για να προαχθούν σε μια πιο καλοπληρωμένη θέση όπως αυτή του Διευθύνοντα Συμβούλου και όπως συμβαίνει με τους αθλητικούς διαγωνισμούς, όσο μεγαλύτερο είναι το βραβείο που δίνεται τόσο περισσότεροι υποψήφιοι συμμετέχουν και τόσο σκληρότερος γίνεται ο ανταγωνισμός. Η προαγωγή κάποιου από τους συμμετέχοντες εξαρτάται και συγκρίνεται πάντα με την απόδοση των υπολοίπων που συμμετέχουν, οπότε όλοι βάζουν τα δυνατά τους και δίνουν τον καλύτερο τους εαυτό για να ξεχωρίσουν κάτι που τελικά οδηγεί σε μεγαλύτερη απόδοση για την ίδια την εταιρία. Βέβαια όπως υποστηρίζουν στην έρευνα τους οι Conyon, Peck and Sadler (2001), επειδή τα ανωτέρα στελέχη συνήθως δουλεύουν ομαδικά, αυτός ο ανταγωνισμός μεταξύ τους μπορεί να διαταράξει το ομαδικό πνεύμα και την ομαλή συνεργασία, να δημιουργήσει ίντριγκες και τελικά να λειτουργήσει εις βάρος της εταιρίας. Η θεωρία του τουρνουά υποστηρίζει ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των συμμετεχόντων για μια συγκεκριμένη θέση (πχ CEO) τόσο μικρότερες πιθανότητες υπάρχουν να νικήσει κάποιος άρα τόσο μεγαλύτερη πρέπει να είναι η αμοιβή που θα προσφερθεί γι' αυτή τη θέση. Σε αυτό το συμπέρασμα καταλήγουν και οι Conyon, Peck and Sadler (2001) παρόλο που βρίσκουν ότι η διακύμανση στις αμοιβές των ανώτατων στελεχών δε παίζει και τόσο σημαντικό ρόλο στο καθορισμό της εταιρικής απόδοσης. Στο αντίθετο συμπέρασμα καταλήγουν οι O'Reilly, Main and Crystal's (1988), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η αμοιβή του CEO συνδέεται αρνητικά με τον αριθμό των αντιπροέδρων, για ένα δεδομένο επίπεδο αμοιβών. Επίσης σύμφωνα με αυτή τη θεωρία η αμοιβή των ανώτατων στελεχών συνδέεται θετικά με το μέγεθος της εταιρίας.

2.5 Δομή της αμοιβής

2.5.1 Συστήματα αμοιβών

Είναι πολύ σημαντικό για μία εταιρία να έχει ένα αποτελεσματικό και δίκαιο σύστημα αμοιβών που θα παρακινεί τους εργαζόμενους και θα τους δίνει κίνητρο να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Θα πρέπει οι αμοιβές να συνδέονται με την επιχειρησιακή στρατηγική και τις ανάγκες της εταιρίας αλλά και με τις ανάγκες των εργαζομένων.

Σχήμα 1: Στρατηγική Αμοιβών



ΠΗΓΗ HAY GROUP

Για να είναι ένα σύστημα αμοιβών αποδοτικό θα πρέπει:

- Να είναι κατανοητό από τους εργαζόμενους ώστε να αυξάνεται η δέσμευση τους στην εταιρία
- Να περιέχει το κατάλληλο συνδυασμό συστατικών (βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο , παροχές σε χρήματα και σε μετοχές και άλλα προνόμια)
- Να είναι ανταγωνιστικό ως προς το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και να καλύπτει τις ανάγκες κινητοποίησης και διατήρησης των εργαζομένων ώστε να αποφεύγονται οι παραιτήσεις στελεχών
- Να περιέχει ξεκάθαρη ανάλυση της κάθε θέσης εργασίας και ιεράρχηση της με βάση το περιεχόμενο και την αξία που έχει για την εσωτερική δομή της επιχείρησης

2.5.2 Συστατικά της αμοιβής

Παρόλο που υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στο προσδιορισμό της αμοιβής ανάλογα με την εταιρία και το βιομηχανικό κλάδο, τα περισσότερα πακέτα αμοιβών αποτελούνται από τέσσερα βασικά συστατικά: το μισθό, τα μόνους, τα δικαιώματα

αγοράς μετοχών και τα μακροπρόθεσμα σχέδια παροχής κινήτρων. Εκτός όμως από αυτά τα βασικά συστατικά υπάρχουν και άλλοι τρόποι με τους οποίους αμείβονται τα στελέχη και είναι η παροχή διάφορων προνομίων όπως συνταξιοδοτικά προγράμματα, ταξίδια κ.λπ. Παρακάτω αναλύουμε τα βασικά συστατικά των αμοιβών:

- Κύριος μισθός (base salary)

Συνήθως το ποσό της αμοιβής των ανώτατων στελεχών καθορίζεται από την επιτροπή αμοιβών η οποία αποτελείται από όλα ή μερικά μέλη του ΔΣ. Σύμφωνα με τον Murphy (1998) ο βασικός μισθός καθορίζεται μέσα από τη διαδικασία της συγκριτικής αξιολόγησης (benchmarking), η οποία βασίζεται σε έρευνες πάνω στους μισθούς του κλάδου και συμπληρώνεται από λεπτομερείς αναλύσεις για το συγκεκριμένο βιομηχανικό κλάδο ή τους άλλους υποψήφιους/συναδέλφους. Τα στελέχη δίνουν ιδιαίτερη σημασία στο καθορισμό αυτού του μέρους του μισθού παρόλο που μπορεί να είναι μικρό ή να μειώνεται σταδιακά σαν ποσοστό της συνολικής αμοιβής γιατί επηρεάζει άμεσα και τα υπόλοιπα στοιχεία της αμοιβής. Τα μπόνους επιδόσεων εκφράζονται σαν ποσοστό του μισθού ενώ τα δικαιώματα αγοράς είναι συνήθως ένα πολλαπλάσιο του βασικού μισθού.

- Τακτικά επιδόματα και επιδόματα εξαιρετικής επίδοσης(bonus)

Τα μπόνους δίνονται συνήθως εφάπαξ στο τέλος του χρόνου, συνδέονται με ένα προκαθορισμένο στόχο και σκοπό έχουν μέσω της παροχής οικονομικού κινήτρου στα στελέχη, να αυξήσουν την απόδοσή τους. Συνήθως συνδέονται με οικονομικά μεγέθη τα οποία είναι μες στις αρμοδιότητες του στελέχους. Πρέπει να σχεδιάζονται πολύ προσεκτικά γιατί αλλιώς μπορεί να μην έχουν τα επιθυμητά αποτελέσματα. Παρατηρείται συχνά, τα στελέχη να αναλαμβάνουν ρισκοκίνδυνες αποφάσεις για να επιτύχουν όσο πιο γρήγορα γίνεται τους προκαθορισμένους στόχους, οι οποίες όμως πολλές φορές καταλήγουν να έχουν καταστροφικές συνέπειες για την εταιρία. Επίσης στις περιπτώσεις που τα μπόνους συνδέονται με τη βραχυπρόθεσμη απόδοση της εταιρίας, είναι καταστροφικά για τη μακροπρόθεσμη προοπτική ανάπτυξης που όλες οι εταιρίες επιδιώκουν.

- Παροχή μετοχών και δικαιώματα αγοράς μετοχών (stock option, stock ownership)

Η ενθάρρυνση της ανάμειξης των στελεχών στην ιδιοκτησία της εταιρίας βοηθάει στη μεγαλύτερη αφοσίωση των στελεχών στην εταιρία και στην εναρμόνιση των συμφερόντων μετόχων-διοίκησης, αφού ουσιαστικά και τα στελέχη γίνονται συνιδιοκτήτες της εταιρίας. Τα δικαιώματα αγοράς μετοχών είναι πολύπλοκα στο σχεδιασμό και την εφαρμογή τους όμως δίνουν σημαντικά κίνητρα για την βελτίωση της παραγωγικότητας της επιχείρησης. Μειώνουν την αποστροφή για τον κίνδυνο που έχουν τα περισσότερα στελέχη, δίνοντας τους κίνητρο να προβούν σε ριψοκίνδυνες κερδοφόρες επενδύσεις αντί να τις αποφύγουν. Τα δικαιώματα αγοράς μετοχών, δίνουν τη δυνατότητα στα στελέχη να αγοράσουν, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, μετοχές της εταιρίας σε προκαθορισμένη τιμή. Η αξία τους ορίζεται στη τιμή άσκησης του συγκεκριμένου δικαιώματος, στη τιμή δηλαδή που θα επιλέξουν τα στελέχη να αγοράσουν τις μετοχές που τους αναλογούν. Παρόλο που αυτό το μέσο αμοιβής δημιουργήθηκε για να αυξήσει την αφοσίωση των στελεχών στην εταιρία και να βοηθήσει στη σύγκλιση των συμφερόντων τους με αυτά των μετόχων, τελικά μετουσιώθηκε σε μέσο αύξησης του πλούτου των στελεχών χωρίς να έχει αντίκρισμα στη πραγματική οικονομική ανάπτυξη της εταιρίας σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Πολλές φορές τα στελέχη μπαίνουν στον πειρασμό λίγο πριν την άσκηση του δικαιώματος, να επηρεάσουν τα οικονομικά μεγέθη, για να εμφανίσουν καλύτερη εικόνα για την απόδοση και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρίας από αυτή που ισχύει στη πραγματικότητα με σκοπό να αυξηθεί η τιμή της μετοχής και να κερδίσουν όσο γίνεται περισσότερα (Sigler, 2011). Για να αποφευχθεί αυτό το φαινόμενο της χειραγώγησης των μεγεθών είναι καλύτερο να αμείβονται τα στελέχη με μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης που απαγορεύουν στα στελέχη να πουλήσουν τις μετοχές για ένα διάστημα.

- Μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης

Οι μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης είναι ένας τύπος ιδιοκτησίας μια εταιρίας που βοηθάει στη σύγκλιση των συμφερόντων μετόχων-διοίκησης. Αυτός ο τρόπος αμοιβής περιλαμβάνει κάποιους περιορισμούς. Ένας από τους πιο συνηθισμένους είναι ότι απαιτεί να περάσει ένα χρονικό διάστημα, που ονομάζεται περίοδος κατοχύρωσης (vesting period) ή να επιτευχθεί ένας συγκεκριμένος στόχος πριν επιτρέψει στα στελέχη να πουλήσουν τις μετοχές. Για παράδειγμα μπορεί να χορηγηθούν σε ένα στέλεχος μετοχές με την προϋπόθεση να παραμείνει στην εταιρία

για τρία χρόνια (vesting period) ή να αποφασιστεί να χορηγηθούν μετοχές στα στελέχη όταν επιτευχθεί μείωση του κόστους κατά 20 εκ. \$, οπότε η περίοδος κατοχύρωσης στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι το χρονικό διάστημα μέχρι να επιτευχθεί αυτός ο στόχος (Sigler, 2011).

- Μακροπρόθεσμα σχέδια για παροχή κινήτρων (Long-term incentive plans)

Τα σχέδια παροχής κινήτρων είναι ένας πολύ σημαντικός τρόπος αμοιβής για την παρακίνηση των ανώτατων στελεχών, αφού τους παρέχει κίνητρο να εκπληρώσουν συγκεκριμένους μακροπρόθεσμους στόχους της επιχείρησης και αποτρέπει τη μετακίνηση προς άλλες εταιρίες.

- Παροχές σε είδος (perks)

Άλλα προνόμια που μπορεί να είναι μέρος της αμοιβής των ανώτατων στελεχών είναι τα προγράμματα συνταξιοδότησης, τα προγράμματα ασφάλειας ζωής και υγειονομικής κάλυψης, εταιρικό αυτοκίνητο, εταιρικό κινητό, ταξίδια, διακοπές και άλλα.

Πολλές φορές τα συμβόλαια των ανώτατων στελεχών προβλέπουν γενναιόδωρες παροχές και μπόνους σε περίπτωση αποχώρησης του στελέχους ή σε περίπτωση που η εταιρία εξαγοράζεται από κάποια άλλη. Στη περίπτωση της εξαγοράς, η πρόσθετη αμοιβή ονομάζεται "χρυσό αλεξίπτωτο" (golden parachute) και περιλαμβάνει μεταξύ άλλων αποζημίωση, δικαιώματα αγοράς μετοχών και μπόνους. Στη περίπτωση της απόλυσης ονομάζεται "χρυσό αντίο" (golden goodbye) και περιλαμβάνει διάφορες παροχές εκτός από την προβλεπόμενη αποζημίωση, ακόμα και αν η απόδοση του στελέχους ήταν τόσο απογοητευτική που το ΔΣ θέλει να τον απομακρύνει. Αυτό συμβαίνει εξαιτίας της επιρροής και της σχέσης που έχει το στέλεχος με τα μέλη του ΔΣ, τα οποία προσπαθούν μέσω της επιπλέον αποζημίωσης να νιώσουν λιγότερο άβολα για την απόλυση και να την κάνουν να φανεί πιο ανώδυνη.

Έχει διαπιστωθεί επίσης ότι συχνά τα κίνητρα που δίνονται στα στελέχη μέσω της αμοιβής για να αυξηθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης δεν έχουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Η σύνδεση για παράδειγμα ενός χρηματικού μπόνους με λογιστικά μεγέθη μπορεί να οδηγήσει στον επηρεασμό και τη χειραγώγηση των χρηματοοικονομικών μεγεθών από τα στελέχη προς το συμφέρον τους. Η σύνδεση

της τιμής της μετοχής με τις προσπάθειες κάποιου στελέχους δεν είναι πάντα δίκαιη και αντικειμενική αφού οι διακυμάνσεις της τιμής επηρεάζονται από τις δυνάμεις της αγοράς ή πολλές φορές είναι αποτέλεσμα συγκυριών. Από τη στιγμή που η τιμή της μετοχής καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από τις δυνάμεις της αγοράς, μπορεί ένα διοικητικό στέλεχος που αμείβεται με δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών να κερδίσει αρκετά χρήματα από απλή συγκυρία, επειδή βρέθηκε στο σωστό μέρος τη σωστή στιγμή και όχι από τη δική του προσωπική προσπάθεια, ή μπορεί ακόμα και να απογοητευτεί αν βλέπει ότι παρά τις προσπάθειες του η τιμή της μετοχής πέφτει. Προβλήματα επίσης μπορεί να δημιουργηθούν όταν η τιμή της μετοχής μειωθεί αμέσως μετά την έκδοση του δικαιώματος πώλησης, οπότε ουσιαστικά δε παρέχει κάποιο σημαντικό οικονομικό όφελος για τον κάτοχο του. Για να μειωθεί το πρόβλημα της διακύμανσης της τιμής της μετοχής από άλλους παράγοντες εκτός από τις προσπάθειες των διοικητικών στελεχών, προτείνονται ευέλικτες τιμές εξάσκησης για τα δικαιώματα αγοράς μετοχών που συνδέονται με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (Kevin Sigler, 2011).

Τα δύο πρώτα συστατικά των αμοιβών που είδαμε παραπάνω είναι απλά στο σχεδιασμό και την αποτίμηση τους αλλά δεν συνδέονται με την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Η βέλτιστη λύση είναι ένας συνδυασμός των τρόπων αμοιβής και παρακίνησης των στελεχών. Έτσι δημιουργείται βέβαια ένα αρκετά περίπλοκο πακέτο αμοιβής που είναι όμως απαραίτητο για να αντισταθμίσει τα ελαττώματα κάποιου συστατικού με τα πλεονεκτήματα κάποιου άλλου. Για παράδειγμα τα χρηματικά μπόνους επικεντρώνονται στην άμεση επιτυχία της επιχείρησης, πληρώνοντας τα στελέχη για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων. Αυτό αντισταθμίζει το χρόνο αναμονής από άλλες μεθόδους αμοιβής όπως οι μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς.

3.ΒΙΒΛΙΟΦΡΑΓΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών είναι ένα θέμα που έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές. Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε ορισμένες από τις πιο σημαντικές έρευνες που έχουν γίνει, αναφέροντας το σκοπό τους, τις μεταβλητές που χρησιμοποίησαν και τα κυριότερα ευρήματα τους.

Οι Lewellen and Huntsman (1970) προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα αν οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών επηρεάζονται περισσότερο από την εταιρική απόδοση όπως μετράται από τις πωλήσεις της εταιρίας ή από το πλούτο των μετόχων που μετράται είτε με τα κέρδη είτε με τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Το δείγμα αποτελείται από τις 50 εταιρίες και τα δεδομένα λαμβάνονται ανά τριετία ξεκινώντας από το 1942 ως το 1963. Οι συγγραφείς επιχειρούν δύο διαφορετικές εκτιμήσεις. Στη μία η εξαρτημένη μεταβλητή αποτελείται μόνο από το μισθό και τα μπόνους ενώ στην άλλη περιλαμβάνει και όλους τους άλλους πιθανούς τρόπους αμοιβής των στελεχών. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για να εκφράσουν την εταιρική απόδοση είναι οι ετήσιες πωλήσεις, τα κέρδη, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής και το συνολικό ενεργητικό. Από την εκτίμηση των δεδομένων προκύπτει σημαντική θετική επίδραση των κερδών και της χρηματιστηριακής αξίας στις αμοιβές, σε αντίθεση με τις πωλήσεις που φαίνεται ότι ασκούν μια πολύ μικρή, σχεδόν ανύπαρκτη επίδραση. Αυτό σημαίνει ότι τα στελέχη έχουν την τάση και το κίνητρο να παίρνουν αποφάσεις που στοχεύουν όχι μόνο στη μεγιστοποίηση των κερδών αλλά και στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μετόχων.

Οι Hogan and Mcpheters (1980), μελετούν τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή των ανώτατων στελεχών σε 45 Αμερικανικές βιομηχανικές εταιρίες για το έτος 1975. Σκοπός της μελέτης είναι να εξετάσει το ρόλο ορισμένων χαρακτηριστικών του Διευθύνοντα Συμβούλου όπως η μόρφωση και η εμπειρία, τα οποία λαμβάνει υπόψη το ΔΣ μιας εταιρίας για να προσλάβει ένα ανώτερο διοικητικό στέλεχος. Ως εξαρτημένη μεταβλητή για την έρευνα θεωρείται η αμοιβή σε χρήματα (μισθός + μπόνους). Ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται οι πωλήσεις και τα κέρδη σαν δείκτες αποδοτικότητας και όσο αφορά τα προσωπικά χαρακτηριστικά του CEO χρησιμοποιούνται η ηλικία του, τα χρόνια σαν CEO στην εταιρία, τα χρόνια εργασίας γενικά στη συγκεκριμένη εταιρία και ψευδομεταβλητές για το μορφωτικό/εκπαιδευτικό επίπεδο και την εμπειρία στη διοίκηση. Από την επεξεργασία των δεδομένων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων προκύπτει ότι

οι πωλήσεις είναι η πιο σημαντική από τις μεταβλητές της αποδοτικότητας και συνδέεται θετικά με την αμοιβή, ενώ τα κέρδη παρουσιάζουν έντονη αρνητική επίδραση στην αμοιβή. Όταν οι εταιρίες του δείγματος ταξινομούνται με βάση τον όγκο των πωλήσεων, τα κέρδη φαίνεται ότι επεξηγούν καλύτερα την ανεξάρτητη μεταβλητή. Όταν οι παρατηρήσεις του δείγματος ταξινομούνται με κάποιο άλλο κριτήριο όπως το κέρδος, η αμοιβή ή ο κλάδος δραστηριότητας, τότε οι πωλήσεις είναι η κυρίαρχη μεταβλητή. Επίσης προκύπτει ότι η αμοιβή συνδέεται θετικά με την ηλικία του CEO και με τα χρόνια που έχει εργαστεί γενικά στη συγκεκριμένη εταιρία αλλά αρνητικά με τα χρόνια που έχει εργαστεί ειδικά σαν CEO στην εταιρία. Επίσης παρόλο που σχεδόν τα μισά στελέχη από το δείγμα έχουν μεταπτυχιακό τίτλο σπουδών, φαίνεται ότι ούτε το μορφωτικό επίπεδο, ούτε και το διοικητικό υπόβαθρο του στελέχους συνεισφέρουν σημαντικά στο εισόδημα του. Βέβαια αυτό μπορεί να οφείλεται στο ότι η μέση ηλικία του δείγματος είναι τα 58.2 χρόνια και η επίδραση της μόρφωσης στην αμοιβή φθίνει με το πέρασμα του χρόνου καθώς κυριαρχεί η εμπειρία και η καλύτερη πρόσβαση σε πληροφορίες που αποκτά το στέλεχος με τα χρόνια.

Οι Finkelstein and Hambrick (1988) στην έρευνα τους εξελίσσουν το σύνηθες ερώτημα των δημοσιογράφων, «Γιατί οι CEO πληρώνονται τόσο πολύ», προσπαθώντας να απαντήσουν στην ερώτηση «Γιατί κάποιοι CEO πληρώνονται τόσο πολύ παραπάνω από κάποιους άλλους?». Θέτουν επίσης δύο επιπλέον ερωτήσεις: «Μπορούμε να κατανοήσουμε καλύτερα τους παράγοντες της αμοιβής εξετάζοντας τους μισθούς και τα μπόνους χωριστά?» και «Πώς η κατανομή του μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζει το σχεδιασμό των αμοιβών?». Οι περισσότερες έρευνες ασχολούνται με την επίδραση των κερδών και του μεγέθους της εταιρίας στην αμοιβή. Οι ερευνητές σε αυτή την εργασία επεκτείνουν την έρευνα για τις αμοιβές των στελεχών προσθέτοντας δυο ακόμα παράγοντες: τον ανθρώπινο παράγοντα και την εταιρική πολυπλοκότητα. Το δείγμα της έρευνας αποτελείται από 110 εταιρίες για τις χρονιές 1971, 1976, 1982 και 1983 και αφορά τη βιομηχανία της διασκέδασης (leisure industry). Ο λόγος που επιλέχθηκε αυτός ο κλάδος είναι για τη ποικιλία που έχει στις αμοιβές και γιατί θεωρείται ότι δεν υπάρχει ομοιογένεια ή τυποποίηση στις μεθόδους διοίκησης που ακολουθούν οι εταιρίες. Ως εξαρτημένη μεταβλητή θεωρείται η χρηματική αμοιβή του CEO η οποία αποτελείται από το μισθό και τα μπόνους. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα μπορούν

να χωριστούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες, τους παράγοντες που συνδέονται με την αγορά και τους πολιτικούς παράγοντες. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν: το μέγεθος της εταιρίας που μετράται με το συνολικό ενεργητικό, η εταιρική απόδοση που μετράται με την απόδοση των ΙΚ και μια ψευδομεταβλητή για το αν η προηγούμενη εμπειρία του CEO είναι στη διοίκηση. Στη δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται μεταβλητές για την επιρροή του CEO και για την επαγρύπνηση του ΔΣ και είναι: η θητεία του CEO, το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο CEO και η οικογένεια του και το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από τα εξωτερικά μέλη ΔΣ. Η απόδοση των ΙΚ, που είναι δείκτης της εταιρικής απόδοσης, συνδέεται θετικά με τη συνολική αμοιβή αλλά ουσιαστικά συνδέεται θετικά μόνο με τα μόνους, ενώ με το μισθό δεν συσχετίζεται μιας και οι μισθοί καθορίζονται στην αρχή της οικονομικής χρονιάς. Αυτό το συμπέρασμα μας δείχνει ότι τα μόνους είναι αυτά που οδηγούν στη σχέση αμοιβής – εταιρικής απόδοσης. Όσο πιο περίπλοκη είναι η εταιρία που καλείται να διοικήσει ο CEO τόσο πιο υψηλή θα είναι η αμοιβή του. Η προηγούμενη διοικητική εμπειρία του CEO φαίνεται να μη σχετίζεται με τη συνολική αμοιβή αλλά παρ' όλα αυτά παρουσιάζει ισχυρή θετική συσχέτιση με τα μόνους. Το ποσοστό των μετοχών που κατέχει η οικογένεια του CEO έχει αρνητική συσχέτιση με την αμοιβή του και αυτό μπορεί να συμβαίνει για να δώσουν ένα παράδειγμα στα υπόλοιπα μέλη της διοίκησης να περιορίσουν τις προσδοκίες τους. Επίσης προκύπτει ότι η θητεία του CEO, το ποσοστό μετοχών που κατέχει και το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από εξωτερικά μέλη ΔΣ δεν επηρεάζουν την αμοιβή. Η αμοιβή στις εταιρίες που οι μετοχές είναι διασκορπισμένες σε πολλούς μετόχους (management-controlled firms) επηρεάζεται από το μέγεθος της εταιρίας, την εταιρική απόδοση, την πολυπλοκότητα της εταιρίας και τη προηγούμενη εμπειρία του CEO στη διοίκηση. Στις εταιρίες που οι μετοχές κατέχονται από τον ιδιοκτήτη ή από μια μικρή ομάδα μετόχων η αμοιβή επηρεάζεται μόνο από το μέγεθος της εταιρίας.

Ο Deckop (1988) μελετάει τους συσχετισμούς και την αλληλεπίδραση της αμοιβής του Διευθύνοντα Συμβούλου με διάφορα μεγέθη, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στη σχέση που έχει με την εταιρική απόδοση. Βασικός στόχος αυτής της έρευνας είναι να διαπιστώσει αν η αμοιβή των ανώτατων στελεχών αποτελεί κίνητρο για να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρίας σε βάρος των κερδών που είναι παραδοσιακά η επιδίωξη των μετόχων. Το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 120 εταιρίες και καλύπτει την περίοδο 1977-1981. Η κύρια ερευνητική υπόθεση της μελέτης υποστηρίζεται με τη χρήση της

εξαρτημένης μεταβλητής, που είναι η αμοιβή του CEO και αποτελείται από το μισθό και τα μπόνους. Οι εξαρτημένες μεταβλητές χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει μεταβλητές που σχετίζονται με την απόδοση της εταιρίας και είναι: τα κέρδη, γιατί αφενός είναι ένα μέσο που ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα μετόχων και στελεχών και αφετέρου περιλαμβάνεται στα περισσότερα πακέτα αμοιβών, οι πωλήσεις, γιατί τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών είναι αντιφατικά ως προς την επίδραση τους στην αμοιβή και η χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας γιατί τα στελέχη πολλές φορές πληρώνονται με βάση την απόδοση της τιμής της μετοχής της εταιρίας. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει μεταβλητές που σχετίζονται με παράγοντες της αγοράς και χαρακτηριστικά του CEO: ψευδομεταβλητή για τον τρόπο με τον οποίο κάποιος έγινε Διευθύνων Σύμβουλος (αν προέρχεται έξω από την επιχείρηση, αν προήχθηκε μέσα από την επιχείρηση, αν είναι ιδρυτής της επιχείρησης), ηλικία του CEO, θητεία του CEO, ψευδομεταβλητή για το κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, και τέλος ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή(Consumer Price Index). Έγινε ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων και προέκυψε, σε αντίθεση με άλλες έρευνες ότι, η αμοιβή δεν αποτελεί κίνητρο για τα ανώτατα στελέχη να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρίας σε βάρος των κερδών . Η αμοιβή συνδέεται θετικά με τα κέρδη σαν ποσοστό των πωλήσεων. Τα ανώτατα στελέχη που προέρχονται έξω από την εταιρία κερδίζουν περισσότερα χρήματα από αυτά που προήλθαν από προαγωγή μέσα από την εταιρία, όμως και οι δυο αυτές κατηγορίες έχουν σημαντικά υψηλότερες αποδοχές από τα στελέχη που είναι και ιδρυτές της εταιρίας. Χαρακτηριστικό είναι ότι οι Διευθύνοντες Σύμβουλοι που προέρχονται από το εξωτερικό της εταιρίας αμείβονται κατά 100.000 \$ παραπάνω από αυτούς που προέρχονται μέσα από την ίδια εταιρία. Αυτή η μεγάλη διαφορά μπορεί να οφείλεται στο φαινόμενο του job-hopping (συχνή αλλαγή εργασίας με σκοπό το άμεσο οικονομικό όφελος ή την καλύτερη σταδιοδρομία), στο ότι οι εσωτερικές προαγωγές δε συνοδεύονται από μεγάλες αυξήσεις για να μη δοθεί η εντύπωση ότι υπήρχε τόσο μεγάλη ανάγκη ή κάποιο πρόβλημα ή ανεπάρκεια και στο ότι οι ιδρυτές της επιχείρησης που έχουν και το ρόλο του Διευθύνοντα Συμβούλου συνήθως είναι ήδη σε αρκετά καλή οικονομική κατάσταση οπότε συμβιβάζονται και με χαμηλότερες αποδοχές. Οι μεταβλητές που σχετίζονται με τα προσωπικά χαρακτηριστικά του CEO, δηλαδή η ηλικία και η εμπειρία, δεν ασκούν σημαντική επίδραση στην αμοιβή. Τα αποτελέσματα της έρευνας συμφωνούν με την υπάρχουσα βιβλιογραφία στο ότι τα στελέχη σε μεγαλύτερες εταιρίες αμείβονται περισσότερο

από τις μικρότερες. Ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση στην επίδραση που ασκεί η αποδοτικότητα της εταιρίας στην αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου.

Οι Jensen and Murphy (1990) μελετούν τους μηχανισμούς μέσα από τους οποίους μπορεί η αμοιβή να παρέχει κίνητρα στα στελέχη για να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Εστιάζουν περισσότερο στη δομή και τα συστατικά της αμοιβής παρά στο μέγεθος της. Το δείγμα αποτελείται από 1295 επιχειρήσεις για την περίοδο 1974-1986. Εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αμοιβή του CEO (μισθός+ μπόνους+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμό πώλησης+ διάφορα προνόμια), ενώ ανεξάρτητη μεταβλητή είναι η εταιρική απόδοση που μετράται από την απόδοση της μετοχής. Καταλήγουν στο ότι οι μεταβολές στην αμοιβή δεν οδηγούν σε μεταβολές και στην εταιρική απόδοση. Μια μεταβολή 1000\$ στην απόδοση των μετόχων οδηγεί σε μια αύξηση 3,25\$ του μισθού του CEO. Άρα η ευαισθησία μεταξύ των αμοιβών των ανώτατων στελεχών και της απόδοσης των μετόχων είναι περιορισμένη.

Οι Gregg, Machin, Szymanski (1993) μελετούν τη σχέση της αμοιβής των ανώτατων στελεχών με την εταιρική απόδοση για 288 Βρετανικές εταιρίες για την περίοδο 1983-1991. Εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αμοιβή του πιο καλοπληρωμένου στελέχους αποτελούμενη από το μισθό και τα μπόνους. Για τη μέτρηση της εταιρικής απόδοσης χρησιμοποιείται η απόδοση των μετόχων που αποτελείται από τα μερίσματα που πληρώνονται, την υπεραξία του κεφαλαίου και από ένα μέτρο που βασίζεται στη λογιστική και είναι τα κέρδη ανά μετοχή. Για τη μέτρηση του μεγέθους της εταιρίας χρησιμοποιούνται οι πωλήσεις. Από την εκτίμηση των δεδομένων προκύπτει ότι η εταιρική απόδοση, δεν σχετίζεται με την αμοιβή των διευθυντικών στελεχών. Μετά τον διαχωρισμό των δεδομένων σε δύο υποπεριόδους 1983-1988 και 1989-1991, παρατηρείται μια μικρή θετική σχέση στο διάστημα 1983-1988 που είναι όμως σχεδόν αμελητέα και εξαφανίζεται στη δεύτερη υποπερίοδο. Μία αύξηση 10% στην απόδοση των μετόχων για την περίοδο 1983-1988 οδηγεί σε μία αύξηση 221\$ στην αμοιβή των στελεχών. Αντίθετα το μέγεθος της εταιρίας, όπως μετράται από τις πωλήσεις, φαίνεται ότι παραμένει ένας πολύ καθοριστικός παράγοντας της αμοιβής. Μία αύξηση στις πωλήσεις κατά 50% οδηγεί σε μια αύξηση των αμοιβών κατά 10%.

Οι Mangel και Singh (1993), μελετούν πώς οι εξελίξεις στο τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης μαζί με τη δομή της ιδιοκτησίας μιας εταιρίας και τις σχέσεις του

CEO με το ΔΣ, επιδρούν στη σχέση αμοιβής-απόδοσης. Η αμοιβή του CEO είναι ένα σημαντικό κομμάτι της εταιρικής διακυβέρνησης και ένας τομέας που το ΔΣ παίρνει μέρος στις αποφάσεις, άρα είναι ένας καλός τρόπος για να μετρηθεί η αποτελεσματικότητα της εταιρικής διακυβέρνησης. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται για την υποστήριξη των ερευνητικών υποθέσεων είναι η χρηματική αμοιβή του CEO η οποία αποτελείται από το μισθό και τα μπόνους. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα είναι: οι πωλήσεις, η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, η απόδοση των ΙΚ, τα χρόνια που έχει εργαστεί ως CEO στη συγκεκριμένη εταιρία αλλά και τα χρόνια που έχει εργαστεί ως CEO συνολικά στη καριέρα του, το ποσοστό των εξωτερικών μελών ΔΣ, μια ψευδομεταβλητή που δείχνει αν υπάρχουν μέτοχοι που κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών της εταιρίας, το ποσοστό των ΙΚ που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές, το ποσοστό ΙΚ που κατέχουν τα μέλη του ΔΣ, το ποσοστό ΙΚ που κατέχουν τα εξωτερικά μέλη ΔΣ και το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο CEO. Έγινε ανάλυση δεδομένων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων για 100 αμερικάνικες εταιρίες για το 1988 και προέκυψε ότι η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών και το ποσοστό ιδιοκτησίας των μελών ΔΣ έχει αρνητική επίπτωση στην αμοιβή του CEO, σε αντίθεση με την εμπειρία του, που όσο μεγαλύτερη είναι, τόσο αυξάνεται η αμοιβή του. Το ποσοστό επενδυτών που κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών, το ποσοστό των εξωτερικών μελών ΔΣ και τα χρόνια που εργάζεται στην εταιρία ο CEO δεν ασκούν σημαντική επίδραση στον καθορισμό του μισθού. Τόσο το μέγεθος της εταιρίας όσο και η εταιρική απόδοση παρουσιάζουν ισχυρή θετική συσχέτιση με την αμοιβή.

Ο Mehran (1995), εξετάζει τη δομή των αμοιβών των ανώτατων στελεχών και τη σχέση που έχουν με την εταιρική απόδοση και το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Αυτό που δίνει κίνητρο στα στελέχη να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης δεν είναι τόσο το μέγεθος της αμοιβής όσο η δομή της. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιλαμβάνει 153 τυχαία επιλεγμένες εταιρίες του μεταποιητικού κλάδου για την περίοδο 1979-1980. Η εξαρτημένη μεταβλητή, που είναι η αμοιβή του CEO, αποτελείται από τα παρακάτω συστατικά: το μισθό, τα μπόνους, τα δικαιώματα αγοράς μετοχών, τις μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης και τις εικονικές μετοχές. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στη κατασκευή του υποδείγματος είναι: συνολικό ενεργητικό, ποσοστό ΙΚ που κατέχονται από τον CEO, ποσοστό ΙΚ

που κατέχονται από όλους τους εξωτερικούς μεγαλομετόχους, Tobin's Q, απόδοση ενεργητικού, έξοδα έρευνας και ανάπτυξης ως ποσοστό των πωλήσεων, δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, μέγεθος της εταιρίας, τυπική απόκλιση του ποσοστού μεταβολής των λειτουργικών εσόδων που μετράει το εταιρικό ρίσκο. Από την εκτίμηση των δεδομένων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων προέκυψε ότι: (1) Η εταιρική απόδοση συνδέεται θετικά με το ποσοστό των ΙΚ που κατέχουν τα στελέχη και με το ποσοστό της αμοιβής που συνδέεται με τα ΙΚ, (2) Στις εταιρίες με περισσότερα εξωτερικά μέλη ΔΣ η αμοιβή των στελεχών βασίζεται πιο πολύ στα ΙΚ, (3) Το ποσοστό των αμοιβών που βασίζεται στα ΙΚ είναι αντιστρόφως ανάλογο με το ποσοστό των ΙΚ που κατέχουν τα στελέχη και (4) Στις εταιρίες που ένα μεγάλο ποσοστό των μετοχών κατέχεται από εξωτερικούς επενδυτές χρησιμοποιείται λιγότερο η αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ.

Ο Conyon (1997), μελετάει την επίδραση που έχει η εταιρική διακυβέρνηση στην αμοιβή των διευθυντικών στελεχών. Σκοπός της έρευνας είναι να απαντήσει σε δύο ερωτήσεις: (i) Ποια είναι η σχέση της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών με την απόδοση της εταιρίας και (ii) Πώς οι πρόσφατες αλλαγές στη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης (πχ θέσπιση επιτροπής αμοιβών) επηρεάζουν τις αμοιβές των στελεχών και τη σχέση αμοιβής-απόδοσης. Το δείγμα αποτελείται από 213 μεγάλες βρετανικές επιχειρήσεις για τη περίοδο 1988-1993. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται στην έρευνα είναι η αμοιβή του πιο καλοπληρωμένου στελέχους, η οποία περιλαμβάνει μόνο τις άμεσες απολαβές του (μισθό και μπόνους) και εξαιρεί όλα τα μακροπρόθεσμα στοιχεία της αμοιβής, όπως τα δικαιώματα αγοράς μετοχών. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση του υποδείγματος χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά τη σχέση μεγέθους-εταιρικής απόδοσης και περιλαμβάνει τις πωλήσεις και την απόδοση των μετόχων. Η δεύτερη κατηγορία αφορά την εταιρική διακυβέρνηση και περιλαμβάνει ψευδομεταβλητές για το αν υπάρχει στην εταιρία επιτροπή αμοιβών και για το αν η εταιρία διαχωρίζει τη θέση Διευθύνοντα Συμβούλου και προέδρου ΔΣ. Από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών και της απόδοσης των μετόχων. Επίσης οι μεταβλητές της εταιρικής διακυβέρνησης φαίνεται ότι παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των αποδοχών, με την υιοθέτηση των επιτροπών αμοιβών να επηρεάζει αρνητικά το ρυθμό αύξησης της αμοιβής των ανώτατων στελεχών. Τα ευρήματα δείχνουν πως ο

διαχωρισμός της θέσης CEO-προέδρου ΔΣ δε διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της αμοιβής. Επιβεβαιώνεται επίσης η ισχύουσα άποψη στο Ηνωμένο Βασίλειο, ότι υπήρξε σημαντική αύξηση στην αμοιβή των ανώτατων στελεχών από τα τέλη της δεκαετίας του '80 αφού από το δείγμα προκύπτει ότι από τις 201.000£ που ήταν ο μέσος μισθός του υψηλότερα αμειβόμενου στελέχους το 1988, έφτασε τις 291.000£ το 1993, παρουσίασε δηλαδή αύξηση της τάξεως του 44%.

Οι Core, Holthausen, Larcker (1999), στην έρευνα τους εξετάζουν τη συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της αμοιβής και της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης και μελετούν το κατά πόσο οι εταιρίες με ασθενέστερες μορφές διακυβέρνησης έχουν χαμηλότερη μελλοντική απόδοση. Η βασική ερευνητική υπόθεση της έρευνας είναι ότι η δομή της ιδιοκτησίας και του ΔΣ μπορεί να οδηγήσει στη βέλτιστη επιλογή CEO και σε αυξημένη εταιρική απόδοση. Το δείγμα αποτελείται από 205 αμερικάνικες εταιρίες για την περίοδο 1982-1984. Η εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η αμοιβή του CEO περιλαμβάνει την αμοιβή σε χρήματα, τα δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών, τις εικονικές μετοχές και τις μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τις μεταβλητές που σχετίζονται με οικονομικά μεγέθη και είναι: οι πωλήσεις, ως δείκτης μέτρησης του μεγέθους της εταιρίας, market-to-book ratio σαν δείκτη μέτρησης των ευκαιριών επένδυσης της επιχείρησης, απόδοση ενεργητικού και απόδοση μετοχής σαν δείκτες μέτρησης της εταιρικής απόδοσης και τυπική απόκλιση της απόδοσης ενεργητικού και της απόδοσης της μετοχής σαν δείκτες μέτρησης του εταιρικού ρίσκου. Η δεύτερη αφορά μεταβλητές σχετικές με τη δομή του ΔΣ: ψευδομεταβλητή για τον αν ο CEO έχει διπλή ιδιότητα και ως πρόεδρος του ΔΣ, ποσοστό μελών ΔΣ που προέρχονται από το εσωτερικό της επιχείρησης, ποσοστό εξωτερικών μελών ΔΣ, ποσοστό εξωτερικών μελών ΔΣ που είναι πάνω από 69 και ποσοστό εξωτερικών μελών ΔΣ που συμμετέχουν σε παραπάνω από 3 ΔΣ εταιριών. Τέλος η τρίτη κατηγορία αφορά τη δομή της ιδιοκτησίας και περιλαμβάνει: ποσοστό των μετοχών που κατέχονται από τον CEO και την οικογένεια του, ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη μελών ΔΣ που κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών της εταιρίας, ποσοστό μετοχών που κατέχονται από εξωτερικά μέλη ΔΣ) και ψευδομεταβλητή για την ύπαρξη επενδυτή που κατέχει πάνω από το 5% των μετοχών της εταιρίας. Από την εκτίμηση των δεδομένων προέκυψε ότι η αμοιβή συνδέεται θετικά με το μέγεθος της

εταιρίας και με τις επενδυτικές ευκαιρίες κάτι που δείχνει ότι οι εταιρίες απαιτούν στελέχη με υψηλό διοικητικό ταλέντο. Θετικά συνδέονται επίσης οι αμοιβές με την απόδοση της μετοχής, ενώ η απόδοση του ενεργητικού δεν επιδρά στην αμοιβή. Αρνητική σχέση υπάρχει με την τυπική απόκλιση της απόδοσης του ενεργητικού και την τυπική απόκλιση της απόδοσης των μετοχών (εταιρικό ρίσκο). Όσο αφορά τις μεταβλητές που σχετίζονται με τη δομή του ΔΣ θετική συσχέτιση υπάρχει με τη διπλή ιδιότητα του CEO και ως προέδρου του ΔΣ, με το μέγεθος του ΔΣ και με τις μεταβλητές που μετράνε την αποτελεσματικότητα των εξωτερικών μελών ΔΣ. Αρνητική σχέση διαπιστώθηκε μόνο με το ποσοστό των εσωτερικών μελών του ΔΣ καθώς και με όλες τις μεταβλητές που σχετίζονται με τη δομή της ιδιοκτησίας.

Σκοπός της μελέτης των Fung, Firth και Rui (2001) είναι να συμβάλει στην έρευνα για την εταιρική διακυβέρνηση μέσα από τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν την αμοιβή των ανώτατων στελεχών. Για την εκτίμηση των ερευνητικών υποθέσεων χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα από 549 κινέζικες εταιρίες για την περίοδο 1998-2000. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούν οι ερευνητές είναι: η απόδοση του ενεργητικού, η απόδοση της μετοχής, η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας (το άθροισμα της ιδιοκτησίας των τριών μεγαλύτερων μετόχων), το ποσοστό μη εκτελεστικών μελών ΔΣ και το μέγεθος ΔΣ, το σύνολο ενεργητικού, ο εταιρικός κίνδυνος που μετράται με την τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής, οι ευκαιρίες ανάπτυξης που προσδιορίζονται από το market-to-book ratio, ψευδομεταβλητές για το αν τα μέλη του ΔΣ και ο CEO κατέχουν μετοχές της εταιρίας και αν ο πρόεδρος του ΔΣ κατέχει μετοχές, ψευδομεταβλητή για το αν είναι ο CEO και πρόεδρος του ΔΣ και για το αν πληρώνεται, δείκτης δανειακής επιβάρυνσης και τέλος ψευδομεταβλητές για το βιομηχανικό κλάδο και την περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Έγινε εκτίμηση του υποδείγματος με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και προέκυψε ότι τόσο το μέγεθος της εταιρίας όσο και η εταιρική απόδοση παρουσιάζουν έντονη θετική σχέση με την αμοιβή του CEO. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του ΔΣ τόσο χαμηλότερη είναι η αμοιβή του CEO αφού είναι δυσκολότερο να επηρεάσει μεγαλύτερο αριθμό ανθρώπων. Το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από τους τρεις μεγαλύτερους μετόχους συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή αφού όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η ιδιοκτησία τόσο μεγαλύτερο έλεγχο ασκούν οι επενδυτές στην αμοιβή του CEO. Η ύπαρξη ξένων επενδυτών οδηγεί σε μεγαλύτερες απολαβές για τα στελέχη αφού είναι πρόθυμοι να προσλάβουν CEO με

υψηλότερα προσόντα που αμείβεται καλύτερα. Όσο πιο ικανός είναι ο CEO να δημιουργεί ευκαιρίες ανάπτυξης για την εταιρία τόσο θα επιβραβεύεται με μεγαλύτερη αμοιβή. Όταν ο μεγαλύτερος μέτοχος μιας εταιρίας είναι το δημόσιο, η αμοιβή του CEO είναι σημαντικά χαμηλότερη. Τέλος το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ όπως και ο εταιρικός κίνδυνος δεν βρέθηκε να ασκούν κάποια επίδραση στην αμοιβή.

Οι Randoy and Nielsen (2002), εξετάζουν τη σχέση της αμοιβής του CEO με την απόδοση της εταιρίας και την εταιρική διακυβέρνηση στις σκανδιναβικές χώρες (Νορβηγία και Σουηδία). Οι ιδιαίτερες πολιτικοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν στη Σκανδιναβία ασκούν σημαντική επίδραση στο τρόπο καθορισμού των μισθών των ανώτατων στελεχών. Οι υψηλοί φόροι, η έντονη κοινωνική πίεση για δημοσιοποίηση των αμοιβών των CEO και η προστασία των δικαιωμάτων των ενδιαφερομένων (μετόχων, εργαζομένων κλπ) είναι κάποιοι από τους λόγους που εξηγούν τα χαμηλά επίπεδα αμοιβής των CEO στις Σκανδιναβικές χώρες. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 1999 η αμοιβή του CEO της Ericsson στη Σουηδία, που είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες παγκοσμίως στον τομέα των τηλεπικοινωνιών ήταν 1.100.000 US\$, ενώ ο αντίστοιχη αμοιβή για την ανταγωνίστρια Αμερικανική εταιρία Motorola ήταν 58.9 εκατομμύρια US\$. Το δείγμα αποτελείται από 224 εταιρίες, 120 από τη Νορβηγία και 104 από τη Σουηδία, από όλους τους κλάδους εκτός από τον τραπεζικό και τον ασφαλιστικό και αφορά την περίοδο 1996-1998. Η εξαρτημένη μεταβλητή περιλαμβάνει όλα τα βασικά συστατικά της αμοιβής του CEO, δηλαδή μισθό, μπόνους και δικαιώματα αγοράς μετοχών. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση των υποδειγμάτων είναι: η απόδοση των ΙΚ, η απόδοση της μετοχής, το book-to-market ratio, η θητεία του CEO, το μέγεθος του ΔΣ, ψευδομεταβλητές για το εάν συμμετέχουν αλλοδαποί στο ΔΣ και αν ο CEO κατέχει πάνω από το 5% των ΙΚ, δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, η ηλικία της εταιρίας, η χρηματιστηριακή αξία, ψευδομεταβλητή για την εθνικότητα και το βιομηχανικό κλάδο. Η εκτίμηση του υποδείγματος έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και τα αποτελέσματα έδειξαν ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και την αμοιβή του CEO. Μερικοί πιθανοί λόγοι για την έλλειψη συσχέτισης μεταξύ εταιρικής απόδοσης και αμοιβής είναι η ισχυρή σοσιαλδημοκρατική κουλτούρα της Νορβηγίας και της Σουηδίας που φαίνεται από παράγοντες όπως η διαφάνεια στις αμοιβές του CEO, η υψηλή φορολογία των

δικαιωμάτων αγοράς μετοχών. Προκύπτει επίσης ότι η αμοιβή του CEO συνδέεται αρνητικά με τη θητεία του CEO και με το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο CEO ενώ η συσχέτιση με το μέγεθος του ΔΣ και με την ύπαρξη αλλοδαπών στο ΔΣ είναι θετική.

Οι Lau and Vos (2004) στην έρευνα τους εξετάζουν αν η αμοιβή του CEO εξαρτάται από το μέγεθος της εταιρίας ή την εταιρική απόδοση. Σε μια ισορροπία της αγοράς, τα πιο ταλαντούχα διοικητικά στελέχη απασχολούνται στις κορυφαίες θέσεις των μεγαλύτερων εταιριών, όπου η οριακή παραγωγικότητα των πράξεων τους μεγεθύνεται σημαντικά σε σχέση με τους πολλούς ανθρώπους που βρίσκονται από κάτω τους (Rosen 1992). Αυτό παρέχει το θεωρητικό υπόβαθρο για τη θετική συσχέτιση μεταξύ αμοιβών ΔΣ και μεγέθους της εταιρίας. Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στη συγκεκριμένη έρευνα περιλαμβάνει 104 εταιρίες από τη Νέα Ζηλανδία για την περίοδο 1998-2002. Για την αμοιβή του CEO που είναι και η εξαρτημένη μεταβλητή της έρευνας χρησιμοποιείται μόνο το χρηματικό κομμάτι της αμοιβής, το οποίο είναι και το πιο σημαντικό συστατικό στοιχείο της αμοιβής του CEO στη Νέα Ζηλανδία. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές περιλαμβάνουν: το συνολικό ενεργητικό ως δείκτη μέτρησης του μεγέθους της εταιρίας, τις πωλήσεις, τις μεταβολές στη τιμή της μετοχής και την πληρωμή μερίσματος. Πραγματοποιήθηκε ανάλυση δεδομένων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και διαπιστώθηκε έντονη θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και της αμοιβής του CEO. Η εταιρική απόδοση και η τιμή της μετοχής δεν επιδρούν στην αμοιβή του CEO.

Οι Parthasarathy, Menon, Bhattacharjee (2006) μελετούν τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτώνται οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών σε συνάρτηση με την εταιρική απόδοση και την εταιρική διακυβέρνηση. Οι ερευνητές προσπαθούν να εξηγήσουν τη δομή της αμοιβής του CEO και το ποσοστό της αμοιβής που βασίζεται στη παροχή κινήτρων. Δύο είναι τα βασικά ερωτήματα που θέτουν οι μέτοχοι: ποιόν να διορίσουν σα μάνατζερ και πώς θα τον παρακινήσουν ώστε η απόδοση του να οδηγήσει στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Οι ερευνητές χρησιμοποιούν δύο διαφορετικές μεθόδους μέτρησης της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών: την συνολική αμοιβή του CEO και το δείκτη της αμοιβής που σκοπό έχει τη παροχή κινήτρων προς τη συνολική αμοιβή. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς μπορούν να χωριστούν σε 4 κατηγορίες που από κοινού επηρεάζουν την αμοιβή: μεταβλητές σχετικές με την εταιρική απόδοση, τα χαρακτηριστικά της

εταιρίας, τις αλλαγές στη περιουσιακή κατάσταση των μετόχων και τις παραμέτρους της εταιρικής διακυβέρνησης. Για τη σχέση αμοιβής-εταιρικής απόδοσης χρησιμοποιούνται ως μεταβλητές το καθαρό περιθώριο κέρδους και η απόδοση του ενεργητικού. Τα χαρακτηριστικά της εταιρίας περιλαμβάνουν το μέγεθος της εταιρίας που μετράται από τις πωλήσεις ή τα έσοδα και δυο ψευδομεταβλητές για το αν η εταιρία ανήκει στο δημόσιο και για το αν είναι μέρος πολυεθνικής. Τέλος για την απόδοση των μετόχων (Total Shareholder Return) λαμβάνεται το άθροισμα της απόδοσης των μετοχών και των μερισμάτων που πληρώνονται. Στις μεταβλητές εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνονται: ψευδομεταβλητές για το αν υπάρχει διαχωρισμός μεταξύ προέδρου ΔΣ και CEO, για τον ο CEO είναι και ιδιοκτήτης της εταιρίας, ποσοστό ανεξάρτητων μελών ΔΣ και ποσοστό θεσμικών επενδυτών. Από την εκτίμηση των δεδομένων 409 ινδικών εταιριών για την περίοδο 2004-2005 προέκυψε ότι: δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση της συνολικής αμοιβής με την εταιρική απόδοση σε αντίθεση με το μέγεθος της εταιρίας που παρουσιάζει σημαντική θετική συσχέτιση με την αμοιβή. Αν η εταιρία ανήκει στο δημόσιο τομέα τότε η αμοιβή του CEO είναι σημαντικά μικρότερη από αυτή των ιδιωτικών εταιριών, σε αντίθεση με την αμοιβή του CEO μιας πολυεθνικής που είναι μεγαλύτερη από των υπολοίπων. Όσο αφορά τις μεταβλητές της εταιρικής διακυβέρνησης μόνο το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών και το αν ο CEO είναι και ιδιοκτήτης της εταιρίας φαίνεται ότι έχουν σημαντική θετική επίπτωση στην αμοιβή. Το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ΔΣ δεν ασκεί καμία επίδραση στην αμοιβή του CEO ενώ ο διαχωρισμός της θέσης CEO και προέδρου ΔΣ παρουσιάζει θετική συσχέτιση με την αμοιβή αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική. Η απόδοση των μετόχων ασκεί μια μικρή μη στατιστικά σημαντική επίδραση στην αμοιβή. Οι ερευνητές έκαναν ακόμα μια εκτίμηση δεδομένων για 221 επιχειρήσεις που περιείχαν στοιχεία και για το μεταβλητό μέρος της αμοιβής με τις ίδιες ανεξάρτητες μεταβλητές. Από αυτή την εκτίμηση προκύπτει ότι αν ο CEO έχει διπλή ιδιότητα και ως ιδιοκτήτης ή πρόεδρος του ΔΣ καθώς και το μέγεθος της εταιρίας συνδέονται θετικά με την αμοιβή, ενώ αν η εταιρία ανήκει στο δημόσιο ή είναι μέρος πολυεθνικής η αμοιβή του CEO είναι χαμηλότερη.

Οι εταιρίες προκειμένου να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διοίκησης χρησιμοποιούν συμβόλαια αμοιβών που παρέχουν κίνητρα στα στελέχη και συνδέουν την αμοιβή με την απόδοση της

εταιρίας. Σε αυτή την κατεύθυνση κινείται και η μελέτη του Lilling M., (2006) ο οποίος εξετάζει τη σχέση μεταξύ της αμοιβής του CEO και της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, μελετώντας 16.211 εταιρίες της Βόρειας Αμερικής για τη περίοδο 1993-2003. Η συνολική αμοιβή που είναι η εξαρτημένη μεταβλητή αποτελείται από το μισθό, τα μπόνους, άλλες ετήσιες απολαβές, αξία μετοχών που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης και αξία δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές της έρευνας είναι: η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, η απόδοση του ενεργητικού, οι πωλήσεις, η θητεία του CEO και ο τρόπος που προσλήφθηκε, αν προέρχεται δηλαδή μέσα από την εταιρία ή όχι. Για την εκτίμηση των δεδομένων ο Lilling εφάρμοσε τη γενικευμένη μέθοδο των ροπών (GMM) και κατέληξε στο ότι η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με την εταιρική απόδοση άρα οι συμβάσεις που βασίζονται στη παροχή κινήτρων είναι αποτελεσματικές. Προκύπτει επίσης θετική σχέση της αμοιβής με το μέγεθος της εταιρίας και τη θητεία του CEO. Αρνητική επίδραση στην αμοιβή έχει ο τρόπος με τον οποίο προσλήφθηκε ο CEO αφού αν προέρχεται μέσα από την εταιρία η αμοιβή του είναι 10.5%-25.6% μικρότερη απ' ότι αν προέρχεται έξω από την επιχείρηση.

Η Ozkhan (2006) μελετάει την επίδραση που έχει η εταιρική διακυβέρνηση, δηλαδή το ιδιοκτησιακό καθεστώς και η δομή του ΔΣ, στο επίπεδο του μισθού του CEO. Το δείγμα που χρησιμοποίησε αποτελείται από 414 μεγάλες βρετανικές επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών κλάδων, για το οικονομικό έτος 2003-2004. Για την εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούμε το μισθό, τα μπόνους, τα δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών και τα μακροπρόθεσμα πλάνα για παροχή κινήτρων. Ανεξάρτητες μεταβλητές: Tobin's q (δείκτης των ευκαιριών ανάπτυξης), πωλήσεις (δείκτης του μεγέθους της εταιρίας), απόδοση της μετοχής (δείκτης της εταιρικής απόδοσης) και ψευδομεταβλητές για τον κλάδο. Από την εκτίμηση των δεδομένων προέκυψε ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος του ΔΣ και το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο μισθός του CEO κάτι που δείχνει ότι τα μη εκτελεστικά μέλη δεν είναι απαραίτητα πιο αποτελεσματικά στην εποπτεία και τον έλεγχο από τα εκτελεστικά. Αυτό δε συνάδει με την υπόθεση ότι η ύπαρξη μη εκτελεστικών μελών μειώνει τη σύγκρουση συμφερόντων διοίκησης-μετόχων αλλά δεν υπάρχει τόσο μεγάλη ανάγκη για παροχή κινήτρων μέσω αμοιβής συνδεδεμένης με την ιδιοκτησία. Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρίας και οι ευκαιρίες ανάπτυξης τόσο πιο έμπειροι και ταλαντούχοι

CEO απαιτούνται οι οποίοι αμείβονται και περισσότερο, κάτι το οποίο συνάδει με τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης που δείχνουν θετική συσχέτιση της αμοιβής με το Tobin's Q και τις πωλήσεις. Η ιδιοκτησία των θεσμικών επενδυτών και των μεγαλομετόχων ασκούν σημαντική αρνητική επίδραση στην αμοιβή του CEO. Η αμοιβή του CEO είναι αντιστρόφως ανάλογη με το ποσοστό της ιδιοκτησίας των μελών του ΔΣ.

Σε μια επόμενη μελέτη η Ozkhan (2007) εξετάζει τη σύνδεση μεταξύ της αμοιβής του CEO και της εταιρικής απόδοσης σε μεγάλες βρετανικές επιχειρήσεις, χρησιμοποιώντας ανάλυση δεδομένων panel με τη μέθοδο GMM-system. Για την υποστήριξη των ερευνητικών της υποθέσεων χρησιμοποίησε ένα δείγμα το οποίο αποτελείται από 390 βρετανικές, μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις για τη περίοδο 1999-2005. Για την εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η αμοιβή του CEO λαμβάνονται υπόψη και τα δυο συστατικά της αμοιβής, δηλαδή το χρηματικό μέρος (μισθός και μπόνους) και το μέρος που βασίζεται στα ΙΚ (δικαιώματα αγοράς μετοχών και μακροπρόθεσμα σχέδια παροχής κινήτρων). Οι εξαρτημένες μεταβλητές που χρησιμοποιεί η συγγραφέας στην εμπειρική ανάλυση είναι: η απόδοση της μετοχής ως μέσο μέτρησης της εταιρικής απόδοσης, το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών, ο αριθμός και το ποσοστό ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων, το άθροισμα της ιδιοκτησίας εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, μέγεθος ΔΣ και ποσοστό μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, μέγεθος της εταιρίας που μετράται από τις πωλήσεις και ευκαιρίες ανάπτυξης που μπορούν να μετρηθούν από το Tobin's q, θητεία και ηλικία του CEO. Από τις εκτιμήσεις του υποδείγματος προκύπτει ότι: (1) υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και του χρηματικού μέρους της συνολικής αμοιβής, ενώ η σχέση με τη συνολική αμοιβή είναι θετική αλλά όχι σημαντική. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση που προτείνει πιο στενή σύνδεση της αμοιβής με την απόδοση δεν έχει αποδειχθεί αποτελεσματική, (2) ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών του ΔΣ δεν ασκεί σημαντική επίδραση στην αμοιβή του CEO σε αντίθεση με το μερίδιο της ιδιοκτησίας τους που ασκεί σημαντική, αρνητική επίδραση, κάτι που δείχνει ότι η ιδιοκτησία δίνει κίνητρο στα μη εκτελεστικά μέλη να είναι πιο προσεκτικοί και ενεργοί στον έλεγχο των αμοιβών του CEO (3) όσο μεγαλύτερη είναι η θητεία του CEO τόσο μικρότερη είναι η σχέση αμοιβής-απόδοσης (4) το μέγεθος του ΔΣ και η αναλογία των μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ έχει θετική επίδραση στην αμοιβή και

(4) η θεσμική ιδιοκτησία και η ύπαρξη μεγαλομετόχων ασκούν αρνητική επίδραση στην αμοιβή.

Οι Bugeja, Matolcsy and Spiropoulos (2012), σκοπό έχουν να διαπιστώσουν αν διαφοροποιείται η αμοιβή του CEO ανάλογα με το φύλο. Το δείγμα αποτελείται από 291 αμερικάνικες εταιρίες για τη περίοδο 1998-2010. Η εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η αμοιβή του CEO, μετράται με τρεις εναλλακτικούς τρόπους: (1) τη συνολική αμοιβή που περιλαμβάνει: μισθό, μπόνους, μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς, δικαιώματα αγοραπωλησίας και μακροπρόθεσμα πλάνα παροχής κινήτρων, (2) το μισθό του CEO και (3)τα μπόνους που δόθηκαν στο CEO κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες. Η πρώτη αφορά μεταβλητές που σχετίζονται με την εταιρική διακυβέρνηση και είναι το μέγεθος του ΔΣ, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ΔΣ και μια ψευδομεταβλητή για την ανεξαρτησία της επιτροπής αμοιβών. Η δεύτερη κατηγορία αφορά χαρακτηριστικά του CEO: θητεία CEO, ψευδομεταβλητή για το αν είναι παράλληλα και πρόεδρος του ΔΣ, αν είναι ο πρώτος χρόνος που δουλεύει στην εταιρία και αν κατέχει πάνω από 5% των μετοχών. Τέλος στη τρίτη κατηγορία συμπεριλαμβάνονται μεταβλητές σχετικές με τα οικονομικά χαρακτηριστικά της εταιρίας: το μέγεθος της επιχείρησης που μετράται από τις πωλήσεις, οι επενδυτικές προοπτικές της εταιρίας που μετρώνται με τον market-to-book ratio, ετήσια απόδοση της μετοχής και απόδοση του ενεργητικού και τέλος ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας. Για τη μέτρηση του κινδύνου της επιχείρησης χρησιμοποιείται η τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης του ενεργητικού. Από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι κατά μέσο όρο οι άντρες λαμβάνουν υψηλότερα μπόνους από τις γυναίκες αλλά στη συνολική αμοιβή δεν υπάρχει ουσιαστική διαφορά μεταξύ των δύο φύλων. Μία γυναίκα CEO είναι πιο πιθανό να προσληφθεί όταν το ΔΣ περιλαμβάνει περισσότερες γυναίκες από άντρες. Εταιρίες με γυναίκες CEO είναι συνήθως μικρότερες και έχουν μικρά ΔΣ. Οι άντρες έχουν περισσότερα χρόνια προϋπηρεσίας ως CEO και πολύ μεγαλύτερες πιθανότητες να γίνουν πρόεδροι του ΔΣ. Η αμοιβή συνδέεται αρνητικά με το ποσοστό γυναικών στο ΔΣ και με την ύπαρξη μίας ή περισσότερων γυναικών στην επιτροπή καθορισμού των μισθών. Η τυπική απόκλιση της απόδοσης του ενεργητικού και της ετήσιας απόδοσης των μετοχών που μετράνε το κίνδυνο της εταιρίας δεν διαφέρει σημαντικά μεταξύ ανδρών και γυναικών. Όταν ο CEO είναι ταυτόχρονα και πρόεδρος του ΔΣ λαμβάνει

μεγαλύτερο μισθό. Όταν ο CEO έχει περισσότερο από το 5% των μετοχών η αμοιβή του είναι σημαντικά χαμηλότερη γιατί οι ενέργειες του είναι προσανατολισμένες προς το συμφέρον των μετόχων και όχι τόσο στην αύξηση της δικής του αμοιβής. Ο μισθός και η συνολική αμοιβή αυξάνουν με την αύξηση του μεγέθους του ΔΣ και του αριθμού των ανεξάρτητων μελών και τέλος η ανεξαρτησία της επιτροπής καθορισμού των μισθών δεν σχετίζεται με την αμοιβή του CEO.

Οι Nourayi and Mintz (2008) ερευνούν τη σχέση της αμοιβής του CEO με την εταιρική απόδοση με κριτήριο την εμπειρία του. Μελετούν δηλαδή πώς διαφοροποιούνται τα κίνητρα του CEO ανάλογα με τα χρόνια που εργάζεται στην εταιρία στη συγκεκριμένη θέση. Εξαιτίας της στροφής που έχει γίνει τα τελευταία χρόνια και σε άλλες μορφές αμοιβής εκτός από τη χρηματική (μισθό και μπόνους), η εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η αμοιβή του CEO περιλαμβάνει και τη μη χρηματική αμοιβή δηλαδή δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών, μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς και μακροπρόθεσμα πακέτα παροχής κινήτρων. Το δείγμα αποτελείται από 1446 εταιρίες και αναφέρεται στο 2001 και το 2002. Οι CEO χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, στους καινούριους που είναι η πρώτη τους χρονιά ως CEO και στους παλιούς που είναι το τελευταίο έτος που εργάζονται στη εταιρία. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές περιλαμβάνουν το μέγεθος της εταιρίας που μετράται με τις πωλήσεις και την εταιρική απόδοση η οποία μετράται είτε με τη συνολική απόδοση των μετοχών (TRS) είτε με την απόδοση του ενεργητικού (ROA). Η εκτίμηση των δεδομένων έγινε με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και προέκυψε ότι η εταιρική απόδοση συνδέεται θετικά με την αμοιβή των νέων CEO και αρνητικά με την αμοιβή των CEO που εργάζονται για τελευταία χρονιά στην εταιρία. Επίσης παρατηρήθηκε ότι η εταιρική απόδοση έχει διαφορετικές επιπτώσεις στη χρηματική και τη συνολική αμοιβή, συνδέεται θετικά με τη χρηματική και αρνητικά με τη συνολική. Όσο αφορά τη συνολική αμοιβή συνδέεται αρνητικά με την εταιρική απόδοση και για τις δυο κατηγορίες CEO. Επίσης όπως ορίζει η βιβλιογραφία το μέγεθος της εταιρίας είναι πολύ καθοριστικός παράγοντας της αμοιβής του CEO ανεξάρτητα από τα χρόνια εμπειρίας.

Οι Jeppson, Smith and Stone (2009), μελετούν τη σχέση της αμοιβής του CEO με την απόδοση της εταιρίας. Η έρευνα βασίζεται σε στοιχεία από 200 μεγάλες αμερικάνικες εταιρίες για το 2007. Η έρευνα αυτή διαφοροποιείται από προηγούμενες, στο ότι λαμβάνει υπόψη τη παροχή μετοχών και τα δικαιώματα αγοράς μετοχών σαν

συστατικά της αμοιβής των ανώτατων στελεχών και εξετάζει τη σχέση αμοιβής-απόδοσης σύμφωνα με τους πιο πρόσφατους κανονισμούς της Αμερικάνικης Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται για το προσδιορισμό της σχέσης αμοιβής-απόδοσης είναι η αμοιβή του CEO, η οποία αποτελείται από το μισθό, τα μπόνους, τα δικαιώματα αγοράς μετοχών και διάφορα προνόμια που δεν συνδέονται με την απόδοση της εταιρίας και περιλαμβάνουν παροχές όπως έξοδα ταξιδίων ή επιπλέον πληρωμές για ασφάλεια ζωής. Για την εταιρική απόδοση που είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή χρησιμοποιούνται τρία διαφορετικά μέσα μέτρησης της: οι συνολικές πωλήσεις, το ποσοστό μεταβολής των κερδών και το ποσοστό μεταβολής της συνολικής απόδοσης των μετόχων. Η απόδοση των μετόχων είναι ένας συνδυασμός της τιμής της μετοχής και των μερισμάτων που πληρώνονται. Από την εκτίμηση των δεδομένων προέκυψε ότι δεν υπάρχει σημαντική συσχέτιση της συνολικής αμοιβής του CEO με τα κέρδη και την απόδοση των μετόχων σε αντίθεση με τις πωλήσεις που παρουσιάζουν ισχυρή θετική συσχέτιση με τη συνολική αμοιβή. Άρα δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της έρευνας ότι υπάρχει ισχυρή σύνδεση μεταξύ αμοιβών και απόδοσης με εξαίρεση να αποτελούν μόνο οι πωλήσεις, κάτι που δείχνει ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες πληρώνουν περισσότερο τους CEO, πιθανότητα με τη προσδοκία ότι έχουν περισσότερα προσόντα και μπορούν να ανταποκριθούν καλύτερα στις αυξημένες απαιτήσεις.

Ο Suh J.Y., (2009) στην έρευνα του αναλύει τους παράγοντες που προσδιορίζουν την αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου και την επίπτωση που έχουν οι εξαγορές στην αμοιβή. Το δείγμα που χρησιμοποίησε αποτελείται από 382 εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Αυστραλίας για την περίοδο 2004-2008 και περιέχει στοιχεία για CEO που έχουν κρατήσει τη θέση τους τουλάχιστον για ένα ολόκληρο οικονομικό έτος. Η εξαρτημένη μεταβλητή που χρησιμοποιείται για την υποστήριξη των ερευνητικών υποθέσεων είναι ο λογάριθμος της συνολικής αμοιβής του CEO που αποτελείται από 4 συστατικά: μισθό, μπόνους, μπόνους που συνδέονται με τα ΙΚ και από διάφορα άλλα προνόμια όπως συνταξιοδοτικά προγράμματα. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο οικονομετρικό μοντέλο είναι το μέγεθος της εταιρίας που μετράται με τα συνολικά έσοδα, η απόδοση της εταιρίας, το εταιρικό ρίσκο, το market-to-book ratio, ο αριθμός των μελών του ΔΣ και μια ψευδομεταβλητή για το αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ. Αναλύεται η σχέση μεταξύ της αμοιβής του CEO και της απόδοσης, χωρίζοντας το δείγμα σε τμήματα (χαμηλό-μεσαίο-μεγάλο) ανάλογα με το μη

συστημικό ρίσκο της επιχείρησης. Από αυτή την ανάλυση προκύπτει ότι οι CEO που βρίσκονται σε επιχειρήσεις που είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερους κινδύνους αγοράς, αμείβονται καλύτερα, όμως η αμοιβή τους είναι λιγότερο σταθερή. Για να εξετάσει ο συγγραφέας τις επιπτώσεις που έχουν οι εξαγορές στην αμοιβή του CEO, χρησιμοποιεί μια ψευδομεταβλητή η οποία λαμβάνει την τιμή 1 για τη χρονιά στην οποία ολοκληρώθηκε με επιτυχία η εξαγορά. Προκύπτει ότι η αμοιβή του CEO αυξάνεται εκείνη τη χρονιά, κυρίως λόγω των μπόνους που παίρνει ως επιβράβευση για τις ικανότητες του και την προσπάθεια του για να ολοκληρωθεί η διαδικασία. Μετά την εκτίμηση των δεδομένων με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων προέκυψε ότι το μέγεθος της εταιρίας, η απόδοση της μετοχής και το μέγεθος του ΔΣ συνδέονται θετικά με το μέγεθος της αμοιβής. Διαπιστώνεται χαμηλότερη αμοιβή στους Διευθύνοντες Συμβούλους που έχουν τη διπλή ιδιότητα CEO και πρόεδρος ΔΣ. Η συνολική αμοιβή του CEO αυξάνει καθώς η εταιρία εκτίθεται σε μεγαλύτερα επίπεδα κινδύνου αγοράς, ενώ μια αύξηση στο εταιρικό ρίσκο επηρεάζει αρνητικά την αμοιβή. Επίσης φαίνεται ότι ο Διευθύνων Σύμβουλος τιμωρείται πάντα με μείωση στην αμοιβή όταν παίρνει υπερβολικά ριψοκίνδυνες αποφάσεις.

Οι Vieito & Khan (2012) στην έρευνα τους εξετάζουν αν υπάρχει διαφοροποίηση στη σύνθεση και στους προσδιοριστικούς παράγοντες της αμοιβής του Διευθύνοντα Συμβούλου ανάλογα με το φύλο. Μελετούν επίσης τη διαφορά που υπάρχει στο μισθό των ανώτατων στελεχών ανάλογα με το φύλο, στις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν υψηλή τεχνολογία, όπου η διαφοροποίηση αναμένεται να είναι μικρότερη δεδομένου των υψηλών προσόντων που απαιτούνται από τα στελέχη. Το δείγμα περιλαμβάνει τις εταιρίες του δείκτη S&P 1500, ο οποίος διαθέτει στατιστικά στοιχεία για την αμοιβή των πέντε πιο καλοπληρωμένων στελεχών των δημόσιων εταιριών στις ΗΠΑ και αφορά την περίοδο 1992-2004. Η εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η αμοιβή του CEO περιλαμβάνει: μισθό, μπόνους, δικαιώματα αγοράς μετοχών, μακροπρόθεσμα προγράμματα παροχής κινήτρων και οποιοδήποτε άλλη μορφή αμοιβής. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση των δεδομένων είναι: το μέγεθος της εταιρίας που μετράται είτε με τις πωλήσεις είτε με τα στοιχεία του ενεργητικού ή με τη κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, απόδοση ενεργητικού, ηλικία, θητεία και φύλο του CEO, ψευδομεταβλητή για το αν ο CEO είναι ταυτόχρονα σε δύο ΔΣ και αν η εταιρία έχει κάποιο συνταξιοδοτικό πλάνο για τα στελέχη της. Από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι η διαφορά στην αμοιβή μεταξύ αντρών και γυναικών τείνει να μειώνεται από το 2000 και έπειτα κάτι το οποίο σημαίνει ότι η

αγορά για τα στελέχη λειτουργεί καλύτερα. Οι ανώτερες διοικητικές θέσεις ανήκουν ακόμα στους άντρες, οι οποίοι λαμβάνουν κατά μέσο όρο μεγαλύτερη αμοιβή από τις γυναίκες, όμως αυτή η διαφορά τείνει να μικραίνει στο πέρασμα του χρόνου. Τα χρόνια που έχει εργαστεί ο Διευθύνων Σύμβουλος στην εταιρία φαίνεται να ασκούν θετική επίδραση στην αμοιβή μόνο για τους άντρες, μάλλον λόγω του ότι οι γυναίκες ξεκίνησαν να προάγονται και να εξελίσσονται επαγγελματικά τα τελευταία χρόνια. Η ηλικία φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά την αμοιβή των γυναικών και θετικά την αμοιβή των ανδρών. Η εταιρική απόδοση που μετράται από την απόδοση του ενεργητικού έχει θετικό αντίκτυπο στην αμοιβή μόνο των ανδρών, ενώ στην αμοιβή των γυναικών φαίνεται ότι δεν ασκεί σημαντική επίδραση. Η ύπαρξη συνταξιοδοτικού πλάνου έχει θετική συσχέτιση με την αμοιβή τόσο για τους άνδρες όσο και για τις γυναίκες και τέλος στις εταιρίες που ασχολούνται με τη τεχνολογία ο αριθμός των γυναικών αυξάνεται και η διαφορά που υπάρχει στο μισθό μεταξύ αντρών και γυναικών δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Ο Sigler (2011) μελετάει τη σχέση μεταξύ της αμοιβής του CEO και της εταιρικής απόδοσης η οποία μετράται με την απόδοση των ΙΚ. Η έρευνα πραγματοποιείται για 280 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, τη περίοδο 2006-2009, το διάστημα δηλαδή αμέσως μετά την υιοθέτηση του νόμου Sarbanes Oxley και την έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης. Ως εξαρτημένη μεταβλητή θεωρείται η συνολική αμοιβή του CEO η οποία περιλαμβάνει: μισθό, μόνους, δικαιώματα αγοράς μετοχών, μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς και διάφορα άλλα προνόμια. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται είναι το beta της μετοχής, τα χρόνια που έχει εργαστεί ο CEO σαν ανώτατο στέλεχος στην εταιρία, ο αριθμός των εργαζομένων και η απόδοση των ΙΚ. Το beta είναι ένας δείκτης μέτρησης του κινδύνου της αγοράς λόγω της μεταβλητότητας της απόδοσης των κοινών μετοχών της εταιρίας, ο οποίος δεν μπορεί να εξαλειφθεί ακόμα και με ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Εξαιτίας αυτού του κινδύνου τα στελέχη είναι πολλές φορές απρόθυμα να πάρουν ριψοκίνδυνες αποφάσεις για επενδύσεις που μπορεί να έχουν μεγαλύτερα οφέλη για την επιχείρηση όπως θα επιθυμούσαν οι μέτοχοι. Από την ανάλυση των δεδομένων προκύπτει ότι το μέγεθος της εταιρίας ασκεί τη μεγαλύτερη επίδραση στον καθορισμό της αμοιβής του Διευθύνοντα Συμβούλου. Τα χρόνια που έχει εργαστεί στην επιχείρηση ο CEO επιδρούν θετικά στην αμοιβή του, κάτι που οφείλεται είτε στην εμπειρία που αποκτά με τα χρόνια στην ίδια θέση είτε στην επιρροή που ασκεί στην επιτροπή καθορισμού

των μισθών. Το beta δεν έχει σημαντική επίδραση στον καθορισμό των μισθών κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την αρχική υπόθεση ότι όσο πιο ριψοκίνδυνες είναι οι αποφάσεις που παίρνει ο CEO τόσο πιο υψηλός είναι ο μισθός του.

Βασική επιδίωξη των Lee and Chen (2011) είναι να εξετάσουν τη σχέση της αμοιβής του CEO με τη δομή της ιδιοκτησίας και την αξία της επιχείρησης και να προσδιορίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την αμοιβή του CEO. Το δείγμα περιλαμβάνει 2.169 παρατηρήσεις από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Ταϊβάν για την περίοδο 1995-2004. Η εξαρτημένη μεταβλητή, που είναι η αμοιβή του CEO περιλαμβάνει το μισθό και τα μπόνους. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα είναι: Tobin's q, ποσοστό ΙΚ που κατέχει ο CEO, αριθμός μηνών που έχει δουλέψει ο CEO στην εταιρία, έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, μέγεθος της εταιρίας που μετράται με το συνολικό ενεργητικό, μέγεθος ΔΣ, ποσοστό μετοχών που κατέχουν θεσμικοί επενδυτές, ηλικία της εταιρίας, κίνδυνος της εταιρίας που μετράται με τη τυπική απόκλιση της απόδοσης των κοινών μετοχών, απόδοση ενεργητικού, μέρισμα ανά μετοχή, χρηματοοικονομική μόχλευση, δείκτης αύξησης του ενεργητικού και του πάγιου ενεργητικού. Έγινε ανάλυση δεδομένων πάνελ με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων και προέκυψε ότι το μέγεθος της εταιρίας και το μέγεθος του ΔΣ έχουν θετική επίδραση στην αμοιβή του CEO. Το ίδιο συμβαίνει και με το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών και την απόδοση του ενεργητικού, ενώ το εταιρικό ρίσκο, η ηλικία της εταιρίας και τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης σχετίζονται αρνητικά με την αμοιβή του CEO.

Οι Matolcsy και Wright (2011) στην έρευνα τους σκοπό έχουν να εκτιμήσουν το πιο αποτελεσματικό μοντέλο για την αμοιβή του CEO που βασίζεται σε χαρακτηριστικά της εταιρίας και να εξετάσουν τις επιπτώσεις που έχει στην εταιρική απόδοση η απόκλιση απ' αυτό το μοντέλο. Οι ερευνητικές υποθέσεις εξετάζονται μέσα από τη μελέτη των διαφορών που υπάρχουν στην απόδοση μεταξύ των εταιριών που εφαρμόζουν το προβλεπόμενο αποτελεσματικό μοντέλο αμοιβών και αυτών που δε το εφαρμόζουν, χωρίζοντας έτσι την έρευνα σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο εξετάζεται η σχέση μεταξύ των χαρακτηριστικών της εταιρίας και της δομής των αμοιβών. Υπάρχουν δυο κατηγορίες εταιριών: αυτές που αμείβουν τους CEO με μετρητά (μισθό και μπόνους) και αυτές που εκτός από τα μετρητά συνδέουν την αμοιβή και με τα ΙΚ. Στο δεύτερο στάδιο αναλύονται οι επιπτώσεις που έχει στην απόδοση η επιλογή του λάθους μοντέλου αμοιβών. Τα στοιχεία της παρούσας

έρευνας βασίζονται σ' ένα δείγμα από 905 αυστραλιανές εταιρίες για την περίοδο 1999-2005. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην εκτίμηση του υποδείγματος είναι: απόδοση ενεργητικού, απόδοση ΙΚ, ποσοστό μεταβολής της τιμής της μετοχής προσαρμοσμένο για τα μερίσματα, ποσοστό μεταβολής της τιμής της μετοχής προσαρμοσμένο για τα μερίσματα και το ρίσκο, το μέγεθος της εταιρίας (αξία ΙΚ), market-to-book ratio, αριθμός θυγατρικών, ταμειακές ροές/συνολικό ενεργητικό, απόδοση μετοχής, ποσοστό μετοχών που κατέχονται από τον CEO, δείκτης δανειακής επιβάρυνσης και ποσοστό μετοχών που κατέχονται από εξωτερικούς επενδυτές. Μετά την εκτίμηση των δεδομένων προέκυψε ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες, αυτές που έχουν υψηλότερο market-to-book ratio και αυτές στις οποίες ο CEO κατέχει υψηλό ποσοστό μετοχών είναι πιο πιθανό να προσφέρουν αμοιβές που συνδέονται με τα ΙΚ. Η ύπαρξη μεγαλομετόχων είναι επίσης σημαντική, αφού όσο περισσότεροι είναι τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα η εταιρία να ανήκει στην ομάδα που αμείβει με μετρητά τον CEO. Συμπερασματικά προκύπτει ότι οι εταιρίες που συνδέουν την αμοιβή του CEO με τα ΙΚ είναι πιο σωστές στην επιλογή της δομής της αμοιβής. Στις εταιρίες που η αμοιβή του CEO δε συνδέεται με τα εταιρικά χαρακτηριστικά, η εταιρική απόδοση είναι χαμηλότερη.

Πίνακας 1. Πίνακας Βιβλιογραφικής Επισκόπησης

	Ερευνητές-Τίτλος	Σκοπός/Υποθέσεις	Δείγμα-Χώρα-Περίοδος/Οικονομετρική ανάλυση	Υπόδειγμα (εξαρτημένη-ανεξάρτητες μεταβλητές)	Συμπεράσματα
1	Lewellen and Huntsman (1970), "Managerial pay and corporate performance"	1. Τα ανώτατα στελέχη αμείβονται αρχικά για την ικανότητα τους να αυξάνουν τα κέρδη της επιχείρησης. 2. Η αμοιβή των στελεχών εξαρτάται από τις πωλήσεις της επιχείρησης.	50 αμερικάνικες εταιρίες από τη λίστα του Fortune, ανά τριετία από 1942-1963/ Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή υψηλόβαθμων στελεχών = μισθός+ μπόνους+ διάφορα άλλα συστατικά <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Κέρδη, πωλήσεις, χρηματιστηριακή αξία μετοχής, συνολικό ενεργητικό	Τα κέρδη και η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής ασκούν σημαντική θετική επίδραση στον καθορισμό των αμοιβών των υψηλόβαθμων στελεχών, ενώ οι πωλήσεις ασκούν μια μικρή, σχεδόν ανύπαρκτη επίδραση.
2	Hogan and Mcpheters (1980), "Executive Compensation: Performance Versus Personal Characteristics"	Σκοπός της έρευνας είναι η μελέτη των παραγόντων από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή του CEO και ιδιαίτερα η επίδραση ορισμένων χαρακτηριστικών όπως η μόρφωση και η εμπειρία.	45 αμερικάνικες εταιρίες για το 1975/ Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO = μισθός+ μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Πωλήσεις, κέρδη, ηλικία και θητεία του CEO, χρόνια εργασίας στη συγκεκριμένη εταιρία και ψευδομεταβλητές για το μορφωτικό/εκπαιδευτικό επίπεδο και την εμπειρία στη διοίκηση.	Οι πωλήσεις είναι η πιο σημαντική από τις μεταβλητές της αποδοτικότητας και συνδέεται θετικά με την αμοιβή, ενώ τα κέρδη παρουσιάζουν έντονη αρνητική συσχέτιση. Το μορφωτικό επίπεδο και η προηγούμενη εμπειρία στη διοίκηση δεν επηρεάζουν την αμοιβή του CEO. Η αμοιβή συνδέεται θετικά με την ηλικία του CEO και με τα χρόνια που έχει εργαστεί γενικά στη συγκεκριμένη εταιρία αλλά αρνητικά με τα χρόνια που έχει εργαστεί ειδικά σαν CEO στην εταιρία

3	Finkelstein S., Hambrick D. ,(1988), "Chief Executive Compensation: A study of the intersection of market and political processes"	<p>1.Θετική συσχέτιση αμοιβής CEO με το μέγεθος της εταιρίας</p> <p>2.Θετική συσχέτιση της κερδοφορία της εταιρίας με την αμοιβή</p> <p>3.Όσο πιο διαφοροποιημένη είναι η εταιρία τόσο μεγαλύτερη η αμοιβή του CEO</p> <p>4.Όσο μεγαλύτερη είναι η εμπειρία του CEO γενικά στη διοίκηση τόσο μεγαλύτερη η αμοιβή του</p> <p>5.Θετική συσχέτιση αμοιβής με τη θητεία του CEO</p> <p>6.Θετική συσχέτιση αμοιβής με το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO</p> <p>7.Θετική συσχέτιση της αμοιβής με το ποσοστό ιδιοκτησίας της οικογένειας του CEO</p> <p>8. Η αμοιβή του CEO συνδέεται με την αλληλεπίδραση της κερδοφορίας με το ποσοστό των μετοχών που κατέχονται από εξωτερικούς διευθυντές.</p>	110 αμερικάνικες εταιρίες για τα έτη 1971,1976,1982,1983/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO= μισθός+ μπόνους</p> <p><u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Συνολικό ενεργητικό, απόδοση ΙΚ, χρόνια που ο CEO εργάζεται στην εταιρία, ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO και της οικογένειας του, ποσοστό μετοχών που κατέχονται από εξωτερικά στελέχη, ψευδομεταβλητή για το αν η προηγούμενη εμπειρία του CEO είναι στη διοίκηση</p>	<p>Θετική επίδραση του μεγέθους της εταιρίας, της απόδοσης των ΙΚ και της προηγούμενης εμπειρίας του CEO στη διοίκηση στην αμοιβή.</p> <p>Το ποσοστό μετοχών που κατέχει η οικογένεια του CEO επιδρά αρνητικά στη συνολική αμοιβή</p> <p>Τα χρόνια που έχει εργαστεί στην εταιρία σαν CEO, το ποσοστό ιδιοκτησίας του, η διαφοροποίηση της εταιρίας και το ποσοστό μετοχών που κατέχονται από εξωτερικούς διευθυντές δεν επηρεάζουν την αμοιβή.</p>
---	--	--	--	---	---

4	Deckop J.,(1988), "Determinants of Chief Executive Officer Compensation"	Η αμοιβή των ανώτατων στελεχών παρέχει κίνητρο στα στελέχη να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρίας σε βάρος των κερδών.	120 αμερικάνικες εταιρίες για την περίοδο 1977-1981/ Ανάλυση διαστρωματικών δεδομένων με χρονολογικές σειρές	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Κέρδη, Πωλήσεις, Αξία ΙΚ, ηλικία και θητεία του CEO, ψευδομεταβλητή για το αν ο CEO προέρχεται έξω από την εταιρία και αν είναι ιδρυτής της εταιρίας	Η αμοιβή δεν αποτελεί κίνητρο για τα ανώτατα στελέχη να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρίας σε βάρος των κερδών. Η αμοιβή συνδέεται θετικά με το μέγεθος της εταιρίας, με τα κέρδη σαν ποσοστό των πωλήσεων και με το αν ο CEO προέρχεται από το εξωτερικό της εταιρίας. Η ηλικία και η εμπειρία του CEO, δεν ασκούν σημαντική επίδραση στην αμοιβή.
5	Jensen M., Murphy K., (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives"	Σκοπός του άρθρου είναι να εξετάσει πως οι αλλαγές στις αμοιβές των στελεχών σχετίζονται με τις αλλαγές της εταιρικής απόδοσης.	1295 Αμερικάνικες εταιρίες για την περίοδο 1974-1986/ Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή διοικητικών στελεχών= μισθός+ μπόνους +μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ διάφορα προνόμια <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση μετοχής, Πωλήσεις	Οι μεταβολές στην αμοιβή δεν οδηγούν και σε μεταβολές στην εταιρική απόδοση. Παρατηρείται μείωση της σχέσης αμοιβής-απόδοσης από το 1930.
6	Gregg P., Machin S., Szymanski S., (1993) "The Disappearing Relationship Between Directors' Pay and Corporate Performance"	Σκοπός της μελέτης είναι η διερεύνηση της σχέσης ανάμεσα στις αμοιβές των στελεχών και την εταιρική απόδοση.	60 Βρετανικές εταιρίες για την περίοδο 1983-1991/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή στελεχών= μισθός+ μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση μετόχων (μερίσματα+ υπεραξία κεφαλαίου), Κέρδη ανά μετοχή, Πωλήσεις	Το μέγεθος της εταιρίας είναι καθοριστικός παράγοντας των αμοιβών. Η εταιρική απόδοση δεν συνδέεται με την αμοιβή των στελεχών.

7	Mangel και Singh (1993) "Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations	<p>1. Το ποσοστό των μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή του CEO.</p> <p>2. Η ύπαρξη ενός τουλάχιστον μετόχου που κατέχει πάνω από 5% των ΙΚ επηρεάζει αρνητικά την αμοιβή του CEO.</p> <p>3. Η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με τη θητεία του.</p> <p>4. Το ποσοστό των εξωτερικών μελών ΔΣ επηρεάζει αρνητικά την αμοιβή του CEO.</p> <p>5. Θετική συσχέτιση της αμοιβής που δίνεται στα εξωτερικά μέλη ΔΣ με την αμοιβή του CEO.</p>	100 αμερικάνικες εταιρίες για το 1988/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO= μισθός+ μπόνους</p> <p><u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Πωλήσεις, κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, απόδοση ΙΚ, θητεία CEO, ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών, του ΔΣ, του CEO και των εξωτερικών μελών ΔΣ, αμοιβή των εξωτερικών μελών ΔΣ, ψευδομεταβλητή για το αν υπάρχει εξωτερικός μέτοχος που κατέχει πάνω από το 5%</p>	<p>Σημαντική αρνητική επίδραση του ποσοστού των μετοχών που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές στην αμοιβή του CEO.</p> <p>Η ίδια αρνητική σχέση διαπιστώνεται και για το ποσοστό ιδιοκτησίας του ΔΣ και του CEO.</p> <p>Το ποσοστό ιδιοκτησίας των εξωτερικών μελών ΔΣ έχει μια μικρή αλλά όχι σημαντική επίδραση στην αμοιβή του CEO.</p> <p>Τόσο η ύπαρξη εξωτερικών μετόχων που κατέχουν πάνω από το 5% των μετοχών, όσο και η αμοιβή των εξωτερικών μελών ΔΣ δε φαίνεται να επηρεάζουν την αμοιβή.</p>
8	Mehran (1995), "Executive compensation structure, ownership and firm performance"	<p>1. Τα εξωτερικά μέλη ΔΣ χρησιμοποιούν περισσότερο την αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ</p> <p>2. Όσο μικρότερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας των στελεχών τόσο πιο πολύ χρησιμοποιείται η αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ</p> <p>3. Όσο μεγαλύτερο είναι</p>	153 επιχειρήσεις για την περίοδο 1979-1980/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή διοικητικών στελεχών= μισθός+ μπόνους + δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ εικονικές μετοχές + διάφορα άλλα προνόμια</p> <p><u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Ποσοστό ΙΚ των</p>	<p>Η δομή και όχι τόσο το μέγεθος της αμοιβής, είναι αυτό που παρακινεί τα στελέχη να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Η εταιρική απόδοση συνδέεται θετικά με το ποσοστό ιδιοκτησίας των διοικητικών στελεχών και με την αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ. Η αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ χρησιμοποιείται πιο πολύ στις εταιρίες με περισσότερα</p>

		η αμοιβή που συνδέεται με τα ΙΚ τόσο καλύτερη είναι η εταιρική απόδοση		διευθυντικών στελεχών, ποσοστό ΙΚ όλων των μεγαλομετόχων, ποσοστό των εξωτερικών μελών ΔΣ, έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, χρηματοοικονομική μόχλευση, συνολικό ενεργητικό, τυπική απόκλιση της μεταβολής των λειτουργικών εσόδων	εξωτερικά μέλη ΔΣ. Υπάρχει έντονη αλληλεπίδραση της αμοιβής των ανώτατων στελεχών με την εταιρική απόδοση.
9	Conyon Martin (1997), "Corporate governance and executive compensation"	1. Ποια είναι η σχέση μεταξύ της αμοιβής των ανώτατων στελεχών και της εταιρικής απόδοσης? 2. Πώς οι αλλαγές στη δομή της εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τις αμοιβές των στελεχών.	213 βρετανικές εταιρίες για την περίοδο 1988-1993/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO= μισθός+ μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση της μετοχής, πωλήσεις, ψευδομεταβλητές για την ύπαρξη επιτροπών αμοιβών και τον διαχωρισμό του ρόλου CEO-προέδρου ΔΣ	Η αύξηση των πωλήσεων οδηγεί σε αύξηση των αμοιβών των ανώτατων στελεχών. Ισχυρή θετική σχέση της αμοιβής με την εταιρική απόδοση (όταν όμως προστίθεται μια χρονική υστέρηση στο μοντέλο αυτή η σχέση εξαφανίζεται). Η ύπαρξη επιτροπών αμοιβών έχει οδηγήσει σε μείωση του ρυθμού αύξησης των μισθών. Ο διαχωρισμός του ρόλου CEO-προέδρου δεν έχει κάποια επίδραση στην αμοιβή των στελεχών.
10	Core, Holthausen, Larcker (1999), "Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance"	Η δομή της ιδιοκτησίας και του ΔΣ οδηγούν στη βέλτιστη επιλογή CEO και στην αύξηση της εταιρικής απόδοσης.	495 εταιρίες, ΗΠΑ, 1982-1984/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ εικονικές μετοχές	Θετική σχέση της αμοιβής του CEO με το μέγεθος του ΔΣ, με την εταιρική απόδοση, το ποσοστό εξωτερικών μελών ΔΣ, την ύπαρξη εξωτερικών μελών ΔΣ που είναι πάνω από 69 χρονών και με την διπλή ιδιότητα του CEO και σαν πρόεδρος του ΔΣ.

				<p><u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Πωλήσεις, market-to-book ratio, απόδοση ενεργητικού, ετήσια απόδοση μετοχών, τυπική απόκλιση απόδοσης ενεργητικού και απόδοσης μετοχής, μέγεθος ΔΣ, ποσοστό εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO, ψευδομεταβλητές για το αν ο CEO είναι ταυτόχρονα και πρόεδρος του ΔΣ, αν υπάρχουν επενδυτές που κατέχουν πάνω από το 5% της εταιρίας, αν υπάρχουν εξωτερικά μέλη ΔΣ πάνω από 69 χρονών</p>	<p>Αρνητική σχέση της αμοιβής με το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO, με την ύπαρξη επενδυτή που έχει πάνω από το 5% των μετοχών</p>
11	Fung, Firth, Rui (2001), "Corporate Governance and CEO compensation in China"	<p>1.Θετική συσχέτιση αμοιβής CEO με εταιρική απόδοση. 2.Αρνητική σχέση αμοιβής με τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και τη συμμετοχή του κράτους στην επιχείρηση. 3. Θετική σχέση αμοιβής με το ποσοστό ξένων επενδυτών. 4.Αρνητική σχέση της αμοιβής με το ποσοστό</p>	<p>549 κινέζικες εταιρίες για την περίοδο 1998-2000/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων</p>	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> ROA, απόδοση της μετοχής, άθροισμα της ιδιοκτησίας των τριών μεγαλύτερων μετόχων, ποσοστό μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, μέγεθος ΔΣ, market-to-book ratio, συνολικό ενεργητικό, τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής, δείκτης δανειακής</p>	<p>Η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με την εταιρική απόδοση, την ύπαρξη ξένων επενδυτών και με τις ευκαιρίες ανάπτυξης της εταιρίας. Η αμοιβή του CEO συνδέεται αρνητικά με το μέγεθος του ΔΣ, το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από τους τρεις μεγαλύτερους μετόχους και τη συμμετοχή του κράτους στην ιδιοκτησία της εταιρίας. Το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ όπως και ο εταιρικός κίνδυνος δεν παρουσιάζουν σημαντική συσχέτιση με την αμοιβή</p>

		<p>των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ.</p> <p>5. Θετική σχέση αμοιβής με το μέγεθος του ΔΣ και το μέγεθος της εταιρίας.</p> <p>6. Θετική σχέση με τον εταιρικό κίνδυνο.</p> <p>7. Οι ευκαιρίες επένδυσης επιδρούν θετικά στην αμοιβή.</p> <p>8. Αρνητική σχέση της αμοιβής με το ποσοστό μετοχών του ΔΣ και του προέδρου του ΔΣ.</p> <p>9. Αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ η αμοιβή του είναι μεγαλύτερη.</p> <p>10. Αρνητική σχέση αμοιβής με χρηματοοικονομική μόχλευση.</p> <p>11. Δεν υπάρχει διαφοροποίηση στην αμοιβή ανάλογα με το βιομηχανικό κλάδο.</p>		<p>επιβάρυνσης, ψευδομεταβλητές για το αν τα μέλη του ΔΣ και ο CEO κατέχουν μετοχές της εταιρίας, για το αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ, για το αν συμμετέχει το κράτος στην επιχείρηση, για τον υπάρχουν αλλοδαποί κάτοχοι μετοχών, για το βιομηχανικό κλάδο και την περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.</p>	<p>του CEO.</p>
12	<p>Randoy, Nielsen (2002), "Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden"</p>	<p>1. Θετική συσχέτιση χρηματοοικονομικής απόδοσης και αμοιβής</p> <p>2. Αρνητική συσχέτιση της θητείας του CEO με την αμοιβή.</p>	<p>224 εταιρίες, 120 Νορβηγία, 104 Σουηδία, 1996-1998/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο</p>	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO = μισθός + μπόνους + δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> ROE, απόδοση της μετοχής,</p>	<p>Θετική σχέση της αμοιβής του CEO με την απόδοση των ΙΚ, το μέγεθος του ΔΣ, την εταιρική απόδοση, το μέγεθος της εταιρίας και με το ποσοστό των αλλοδαπών μελών ΔΣ. Αρνητική σχέση της αμοιβής με τη</p>

		3.Θετική συσχέτιση μεγέθους του ΔΣ και της αμοιβής του CEO. 4.Αρνητική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των αλλοδαπών μελών του ΔΣ και της αμοιβής. 5.Αρνητική συσχέτιση του ποσοστού ιδιοκτησίας του CEO και της αμοιβής.	των ελαχίστων τετραγώνων	market-to-book ratio, θητεία του CEO, ηλικία της εταιρίας, μέγεθος ΔΣ, δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO (>5% των ΙΚ), κεφαλαιοποίηση της αγοράς, ποσοστό αλλοδαπών μελών στο ΔΣ	θητεία και το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO.
13	Ann Lau and Ed Vos (2004), "Relation between CEO compensation, firm size and firm performance"	1.Θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρίας και της αμοιβής του CEO 2.Αρνητική συσχέτιση μεταξύ της πληρωμής μερισμάτων και της αμοιβής του CEO 3.Θετική συσχέτιση αμοιβής με εταιρική απόδοση.	104 επιχειρήσεις από τη Νέα Ζηλανδία (1998-2002)/Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO= μισθός + μπόνους <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Συνολικό Ενεργητικό, Μέρισμα, Τιμή μετοχής, Πωλήσεις	Θετική σχέση μεγέθους εταιρίας κ αμοιβών ΔΣ. Η εταιρική απόδοση δεν ασκεί σημαντική επίδραση στην αμοιβή. Ασθενής θετική συσχέτιση αμοιβής με πληρωμή μερισμάτων. Ασθενής θετική συσχέτιση αμοιβής με πωλήσεις και ασθενής αρνητική συσχέτιση με την τιμή της μετοχής.
14	Lilling M., (2006), "The Link between CEO compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter?"	1.Θετική σχέση εταιρικής απόδοσης και μεγέθους της εταιρίας με την αμοιβή του CEO. 2.Η αμοιβή του CEO αυξάνεται για κάθε ένα επιπλέον χρόνο εμπειρίας. 3.Ο CEO που προέρχεται έξω από την επιχείρηση	16.211 αμερικάνικες επιχειρήσεις για την περίοδο 1993-2003/Γενικευμένη μέθοδος των ροπών (GMM)	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO= μισθός+ μπόνους + δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ διάφορες άλλες ετήσιες αποδοχές <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Χρηματιστηριακή αξία της	Θετική σχέση αμοιβής με εταιρική απόδοση, μέγεθος της εταιρίας και θητεία CEO. Μικρότερη αμοιβή για τους CEO που προέρχονται έξω από την επιχείρηση σε σχέση με αυτούς που προέρχονται από εσωτερική προαγωγή.

		αμείβεται περισσότερο από αυτόν που προήλθε από εσωτερική προαγωγή.		επιχείρησης, απόδοση ενεργητικού, πωλήσεις, θητεία του CEO και ο τρόπος που προσλήφθηκε	
15	Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., (2006), "Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance: An Empirical Analysis"	<p>1. Η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με την εταιρική απόδοση και το μέγεθος της εταιρίας.</p> <p>2. Η αμοιβή του CEO συνδέεται αρνητικά με την ανάμειξη του κράτους στην ιδιοκτησία της εταιρίας.</p> <p>3. Η αμοιβή του CEO είναι μεγαλύτερη αν η εταιρία είναι μέρος πολυεθνικής.</p> <p>4. Η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με τη συνολική απόδοση της μετοχής.</p> <p>5. Αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ, η αμοιβή του είναι μεγαλύτερη.</p> <p>6. Αν ο CEO είναι και ιδιοκτήτης της εταιρίας η αμοιβή του είναι μεγαλύτερη.</p> <p>7. Η αμοιβή του CEO</p>	409 ινδικές εταιρίες για την περίοδο 2004-2005/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<p><u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO = μισθός + μπόνους</p> <p><u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Καθαρά κέρδη, απόδοση ενεργητικού, πωλήσεις, συνολική απόδοση μετόχων (απόδοση μετοχών + απόδοση μερισμάτων), ποσοστό ανεξάρτητων μελών ΔΣ και ποσοστό θεσμικών επενδυτών, ψευδομεταβλητές για το αν υπάρχει διαχωρισμός της θέσης CEO-πρόεδρου ΔΣ, για τον ο CEO είναι και ιδιοκτήτης της εταιρίας, για το αν συμμετέχει το κράτος στην ιδιοκτησία της εταιρίας και αν είναι μέρος πολυεθνικής</p>	<p>Η αμοιβή συνδέεται θετικά με το μέγεθος της εταιρίας και με το αν ο CEO είναι και ιδιοκτήτης της εταιρίας.</p> <p>Δεν υπάρχει συσχέτιση της αμοιβής με την εταιρική απόδοση, το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ΔΣ, με το διαχωρισμό της θέσης CEO-πρόεδρου ΔΣ, με την απόδοση της μετοχής και με το αν είναι μέρος πολυεθνικής.</p> <p>Αν στην ιδιοκτησία της εταιρίας συμμετέχει το κράτος τότε η αμοιβή του CEO μειώνεται σημαντικά.</p> <p>Αρνητική επίδραση στην αμοιβή του CEO έχει και το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών.</p>

		συνδέεται αρνητικά με το ποσοστό των ανεξάρτητων μελών ΔΣ και με το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών.			
16	Ozkhan N., (2006), "Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies"	Σκοπός του άρθρου είναι να εξερευνήσει την επίδραση που έχουν στον καθορισμό της αμοιβής του CEO, το μέγεθος και η αμοιβή του ΔΣ, το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών και το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO.	414 βρετανικές εταιρίες για το οικονομικό έτος 2003-2004/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO = μισθός+ μπόνους + μακροπρόθεσμα πλάνα παροχής κινήτρων (LTIPs)+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση της μετοχής, πωλήσεις, Tobin's q, μέγεθος ΔΣ, ποσοστό μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, ποσοστό ιδιοκτησίας θεσμικών επενδυτών, ποσοστό ιδιοκτησίας μεγαλομετόχων, ποσοστό ιδιοκτησίας CEO, ποσοστό ιδιοκτησίας μελών ΔΣ	Το μέγεθος του ΔΣ, το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, το μέγεθος της εταιρίας και οι ευκαιρίες ανάπτυξης συνδέονται θετικά με την αμοιβή του CEO. Αρνητική επίδραση στην αμοιβή έχουν το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών, των μεγαλομετόχων και των μελών του ΔΣ. Καμία επίδραση στην αμοιβή του CEO δεν έχει η εταιρική απόδοση και το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO.
17	Ozkhan N., (2007), "CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data"	Το άρθρο μελετάει τη σχέση της αμοιβής του CEO με την εταιρική απόδοση.	390 βρετανικές επιχειρήσεις για την περίοδο 1999-2005/ Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή = μισθός+ μπόνους + μακροπρόθεσμα πλάνα παροχής κινήτρων (LTIPs)+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση της μετοχής, ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών,	Η αμοιβή του CEO παρουσιάζει θετική συσχέτιση με την εταιρική απόδοση, το μέγεθος του ΔΣ και την αναλογία των μη εκτελεστικών μελών στο ΔΣ. Αρνητική επίδραση στην αμοιβή ασκεί η ύπαρξη θεσμικών επενδυτών και μεγαλομετόχων καθώς και ο αριθμός των μη εκτελεστικών μελών ΔΣ.

				ποσοστό ιδιοκτησίας των μεγαλομετόχων, άθροισμα της ιδιοκτησίας εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, μέγεθος ΔΣ και ποσοστό μη εκτελεστικών μελών ΔΣ, Tobin's q, θητεία CEO, ηλικία του CEO	
18	Nourayi and Mintz (2008), "Tenure, firm's performance and CEO's compensation"	Όσο μεγαλύτερο είναι η θητεία του CEO, τόσο μικρότερη είναι η συσχέτιση της αμοιβής με την εταιρική απόδοση.	1446 εταιρίες για την περίοδο 2001-2002/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	Εξαρτημένη μεταβλητή Αμοιβή = μισθός+ μπόνους + μακροπρόθεσμα πλάνα παροχής κινήτρων (LTIPs)+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ διάφορα άλλα προνόμια Ανεξάρτητες μεταβλητές Πωλήσεις, απόδοση ενεργητικού, συνολική απόδοση των μετόχων	Η απόδοση της εταιρίας συνδέεται αρνητικά με τη συνολική αμοιβή του CEO και θετικά με τη χρηματική αμοιβή των CEO που έχουν λιγότερα από 3 χρόνια εμπειρία. Το μέγεθος της εταιρίας είναι καθοριστικός παράγοντας τόσο για τη χρηματική όσο και για τη συνολική αμοιβή και υπάρχει θετική συσχέτιση και στις δύο περιπτώσεις.
19	Ja Young Suh (2009), "Analysis of CEO Compensation: Australian Evidence"	Σκοπός της μελέτης είναι να αναλύσει του παράγοντες της αμοιβής του CEO και να διερευνήσει τη σχέση των εξαγορών με την αμοιβή του CEO	382 αυστραλιανές εταιρίες για την περίοδο 2004-2008/Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	Εξαρτημένη μεταβλητή Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους σε χρήματα+ μπόνους σε μετοχές+ διάφορα άλλα προνόμια Ανεξάρτητες μεταβλητές Κέρδη, απόδοση μετοχής, market-to-book ratio, μέγεθος ΔΣ, ψευδομεταβλητή για το αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ	Το μέγεθος της εταιρίας, η απόδοση της μετοχής, το μέγεθος του ΔΣ και οι εξαγορές συνδέονται θετικά με την αμοιβή του CEO.

20	Jeppson, Smith, Stone (2009), "CEO compensation and firm performance: Is there any relationship?"	Η αμοιβή του CEO συνδέεται άμεσα με την απόδοση της εταιρίας.	200 αμερικάνικες εταιρίες για το 2007/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ διάφορα προνόμια <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Κέρδη, ποσοστό μεταβολής των καθαρών κερδών, ποσοστό μεταβολής της απόδοσης των μετόχων	Όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρίας τόσο μεγαλύτερη είναι και η αμοιβή του CEO. Η εταιρική απόδοση δε σχετίζεται με την αμοιβή του CEO.
21	Kevin J Sigler (2011), "CEO Compensation and Company Performance"	Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης της εταιρίας και της αμοιβής του CEO	280 εταιρίες από τη Νέα Υόρκη, 2006-2009/Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ άλλα προνόμια <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Απόδοση ΙΚ, beta της μετοχής, θητεία CEO, αριθμός εργαζομένων	Η αμοιβή του CEO συνδέεται θετικά με την εταιρική απόδοση, το μέγεθος της εταιρίας και τη θητεία του CEO.
22	Matolcsy and Wright (2011), "CEO compensation structure and firm performance"	1.Οι εταιρίες που αποκλίνουν από το "αποτελεσματικό" μοντέλο αμοιβής, έχουν χαμηλότερη εταιρική απόδοση	905 αυστραλιανές εταιρίες για την περίοδο 1999-2005/Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> 1.Αμοιβή CEO =μισθός+ μπόνους 2. Αμοιβή CEO =μισθός+ μπόνους + αμοιβή που βασίζεται στα ΙΚ <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Πωλήσεις, απόδοση ενεργητικού, απόδοση ΙΚ, απόδοση της μετοχής, αξία ΙΚ ,market-to-book ratio,	Όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρία και όσο μεγαλύτερο είναι το market-to-book ratio τόσο πιο πολύ χρησιμοποιεί την αμοιβή που βασίζεται στα ΙΚ. Το ίδιο ισχύει και για την απόδοση των μετοχών και το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO. Οι εταιρίες που χρησιμοποιούν την αμοιβή που βασίζεται στα ΙΚ, είναι πιο σωστές στην επιλογή του πακέτου αμοιβής.

				αριθμός θυγατρικών, ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO, ποσοστό των ΙΚ που κατέχονται από μεγαλομετόχους(>5%), χρηματοοικονομική μόγλευση	Οι εταιρίες που χρησιμοποιούν μόνο τη χρηματική αμοιβή φαίνεται πως έχουν χειρότερη εταιρική απόδοση.
23	Shin-Ping Lee and Hui-Ju Chen (2011), "Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan 2SLS for panel data model"	1.Όσο μεγαλύτερη είναι η αξία της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αμοιβή του CEO. 2.Όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αμοιβή του 3.Όσο μεγαλύτερο είναι το ΔΣ τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αμοιβή του CEO. 4.Όσο μεγαλύτερη είναι η θεσμική ιδιοκτησία τόσο χαμηλότερη θα είναι η αμοιβή του CEO.	2169 παρατηρήσεις από Ταϊβανέζικες εταιρίες για την περίοδο 1995-2004/Ανάλυση δεδομένων panel με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	Εξαρτημένη μεταβλητή Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους Ανεξάρτητες μεταβλητές Δείκτης αύξησης συνολικού ενεργητικού, δείκτης αύξησης πάγιου ενεργητικού, ROA, χρηματοοικονομική μόγλευση, μέρισμα/κέρδη ανά μετοχή, τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής, μέγεθος ΔΣ, Tobin's q, ποσοστό ιδιοκτησίας CEO, ηλικία και θητεία του CEO, ποσοστό μετοχών που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές, ηλικία της εταιρίας, έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	Το ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO, το μέγεθος της εταιρίας, το μέγεθος του ΔΣ, το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών και η εταιρική απόδοση (ROA) συνδέονται θετικά με την αμοιβή. Αρνητική επίδραση στην αμοιβή του CEO έχουν τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, η ηλικία της εταιρίας και το εταιρικό ρίσκο.
24	Bugeja M, Matolcsy Z., Spiropoulos H., (2012), "Is there a gender gap in CEO compensation?"	Υπάρχει διάκριση μεταξύ των φύλων όσο αφορά το μισθό του CEO	291 αμερικάνικες επιχειρήσεις για την περίοδο 1998-2000/ Ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο των	Εξαρτημένη μεταβλητή Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους+ μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης+ μακροπρόθεσμα πλάνα παροχής κινήτρων (LTIPs)	Οι άντρες CEO λαμβάνουν μεγαλύτερα μπόνους αλλά στη συνολική αμοιβή δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά. Οι εταιρίες με γυναίκες CEO είναι μικρότερες σε μέγεθος, έχουν μικρότερο ΔΣ και μικρότερο

			ελαχίστων τετραγώνων	<u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Μέγεθος ΔΣ, ποσοστό ανεξάρτητων μελών ΔΣ και ανεξάρτητων μελών στην επιτροπή αμοιβών, θητεία CEO, πωλήσεις, market-to-book ratio, ετήσια απόδοση της μετοχής, ROA, χρηματοοικονομική μόχλευση, ψευδομεταβλητές για το αν ο CEO είναι παράλληλα και πρόεδρος του ΔΣ, αν είναι ο πρώτος χρόνος που δουλεύει στην εταιρία και αν κατέχει πάνω από 5% των μετοχών	δανεισμό, ενώ οι άντρες έχουν μεγαλύτερη θητεία και μεγαλύτερη πιθανότητα να γίνουν και πρόεδροι ΔΣ . Το ROA, η απόδοση της μετοχής και γενικά η εταιρική απόδοση δεν επηρεάζεται από το φύλο του CEO
25	João Paulo Vieito & Walayet A. Khan(2012), "Executive compensation and gender: S&P 1500 listed firms"	1. Η ετήσια αμοιβή είναι ίδια για άντρες και γυναίκες CEO 2. Στις τεχνολογικά ανεπτυγμένες εταιρίες η αμοιβή είναι ίδια για άντρες και γυναίκες CEO 3. Τα συστατικά της αμοιβής είναι ίδια για άντρες και γυναίκες CEO	S&P 1500 listed firms για την περίοδο 1992-2004/ Ανάλυση παλινδρόμησης με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων	<u>Εξαρτημένη μεταβλητή</u> Αμοιβή CEO=μισθός+ μπόνους+ δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών <u>Ανεξάρτητες μεταβλητές</u> Συνολικό ενεργητικό, πωλήσεις, θητεία CEO, ηλικία CEO, φύλο, ROA, απόδοση μετοχής, ψευδομεταβλητές για το αν η εταιρία πληρώνει για συνταξιοδοτικό πρόγραμμα για τα στελέχη και για το αν ο CEO είναι ταυτόχρονα σε δύο ΔΣ	Οι άντρες λαμβάνουν μεγαλύτερη αμοιβή από τις γυναίκες. Η θητεία του CEO, η ηλικία και η εταιρική απόδοση ασκούν θετική επίδραση στην αμοιβή των ανδρών και αρνητική στην αμοιβή των γυναικών. Στις εταιρίες που ασχολούνται με τη τεχνολογία δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά στην αμοιβή ανδρών-γυναικών

4. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1 Επιλογή του δείγματος

Στη παρούσα έρευνα εξετάζουμε τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή του CEO. Τα δεδομένα του δείγματος προέρχονται από τη βάση Thomson-One και αφορούν Ευρωπαϊκές εταιρίες παραγωγής λογισμικού και κατασκευής ηλεκτρονικών και υπολογιστικών συστημάτων (Hardware and Software H/Y). Πιο συγκεκριμένα οι κωδικοί που χρησιμοποιήσαμε (ICB code) είναι οι: 9572 (Computer Hardware) και 9537 (Software). Από αυτόν τον κλάδο λάβαμε υπόψη μας μόνο τις εταιρίες με κύριο κωδικό δραστηριότητας: 7371 (Computer Programming Services), 7372 (Prepackaged Software) και 7373 (Computer Integrated System Design). Από το αρχικό δείγμα που περιείχε 378 εταιρίες, αποκλείστηκαν εκείνες για τις οποίες δεν είχαμε στοιχεία για την αμοιβή του CEO για 3 συνεχόμενα χρόνια καθώς και εταιρίες στις οποίες δεν ήταν ξεκάθαρο το χρονικό διάστημα της θητείας του CEO. Στις εταιρίες που η αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου δεν ήταν σε ευρώ, τη μετατρέψαμε χρησιμοποιώντας την ισοτιμία όπως τη δίνει η Τράπεζα της Ελλάδος. Στα έτη που είχαμε αλλαγή του CEO, θεωρήσαμε ως αμοιβή το άθροισμα των αποδοχών του παλιού και του νέου CEO. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 149 εταιρίες, καλύπτει την περίοδο 2009-2013 κ μετά την αφαίρεση των ακραίων τιμών (outliers) προκύπτουν 621 παρατηρήσεις.

4.2 Μεταβλητές της έρευνας

Η κύρια εξαρτημένη μεταβλητή στην έρευνα μας είναι ο λογάριθμος της συνολικής αμοιβής του CEO (lnTOTALCOMP), η οποία αποτελείται τόσο από το χρηματικό κομμάτι της αμοιβής όσο και από το μη χρηματικό. Πιο αναλυτικά περιλαμβάνει το μισθό, τα μπόνους, τις μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς πώλησης, τα δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών και άλλες μορφές αμοιβής. Αρκετές προηγούμενες μελέτες είχαν χρησιμοποιήσει σαν μέτρο της αμοιβής μόνο τη χρηματική αμοιβή (μισθός και μπόνους), οι εξελίξεις όμως των τελευταίων χρόνων γύρω από τη μορφή των αμοιβών, με την αύξηση της μη χρηματικής αμοιβής και την υποχρεωτική δημοσιοποίηση των δικαιωμάτων αγοραπωλησίας μετοχών που δίνονται στα στελέχη, κατέστησαν αναγκαίο να συμπεριληφθεί και το μη χρηματικό κομμάτι μέσα στη συνολική αμοιβή.

Ανάμεσα σε μια πληθώρα μεταβλητών που έχουν χρησιμοποιήσει προηγούμενοι ερευνητές για να εξηγήσουν την αμοιβή του CEO, οι ανεξάρτητες μεταβλητές που επιλέξαμε για τη παρούσα έρευνα είναι οι εξής:

Μέγεθος της εταιρίας

Το μέγεθος της εταιρίας είναι αδιαμφισβήτητα ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντας της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών. Δεν είναι τυχαίο που όλες σχεδόν οι έρευνες που ασχολούνται με τις αμοιβές των στελεχών συμπεριλαμβάνουν και το μέγεθος σαν προσδιοριστικό παράγοντα. Εκτός λίγων εξαιρέσεων (Deckop, 1988), όλοι οι ερευνητές καταλήγουν σε μια θετική σχέση του μεγέθους της εταιρίας με τις αμοιβές (Bliss and Rosen, 2001; Ryan and Wiggins, 2004; Grinstein and Hribar, 2004; Rankin, 2007; Matolcsy and Wright, 2006; Merhebi et al., 2006; Harford and Li, 2007). Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι στις μεγάλες εταιρίες απαιτούνται στελέχη με αυξημένα προσόντα και υψηλού επιπέδου διοικητικές ικανότητες, τα οποία συνήθως αμείβονται καλύτερα. Τα στελέχη προτιμούν να συνδέονται οι αμοιβές τους με το μέγεθος της εταιρίας που είναι λιγότερο απρόβλεπτο σε σχέση με την εταιρική απόδοση, άρα οι αμοιβές τους είναι πιο ασφαλείς (McKnight and Tomkins, 2004). Πολλές είναι οι μεταβλητές με τις οποίες μπορεί να εκτιμηθεί η επίδραση του μεγέθους στις αμοιβές, όπως ο αριθμός των εργαζομένων, οι πωλήσεις (Conyon, 1997; Hogan and Mcpheters, 1980; Ozkhan, 2007), το συνολικό ενεργητικό (Lau and Vos, 2004; Finkelstein and Hambrick, 1988) και η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Η χρηματιστηριακή αξία ή κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης ισούται με τη τιμή της μετοχής πολλαπλασιαζόμενη με τον αριθμό των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία. Όπως και άλλοι ερευνητές έχουν υποστηρίξει (Joskow and Rose, 1994; Lilling, 2006), είναι λογικό να αναμένουμε ότι όσο υψηλότερη είναι η χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας, τόσο υψηλότερος θα είναι και ο μισθός του CEO. Στη παρούσα έρευνα θα χρησιμοποιήσουμε το λογάριθμο των πωλήσεων (lnSALES), τον αριθμό των εργαζομένων (EMPLOY) και το λογάριθμο της κεφαλαιοποίησης της εταιρίας (lnMV) σαν δείκτες του μεγέθους της εταιρίας και αναμένουμε ότι θα σχετίζονται θετικά με την αμοιβή

Εταιρική απόδοση- ROA

Η εταιρική απόδοση είναι ένας παράγοντας που συμπεριλαμβάνεται στις περισσότερες έρευνες για την αμοιβή των στελεχών αφού αναμένεται ότι η διοίκηση

προσπαθώντας να δώσει κίνητρο στα στελέχη για να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης, δημιουργεί πακέτα αμοιβών που συνδέουν την απόδοση των στελεχών με την απόδοση της εταιρίας. Η επίδραση όμως της εταιρικής απόδοσης στην αμοιβή των στελεχών, όπως αποτυπώνεται στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, είναι ιδιαίτερα αμφιλεγόμενη και τα αποτελέσματα των ερευνών συχνά συγκρούονται μεταξύ τους. Πολλές έρευνες έχουν δείξει ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα την εταιρική απόδοση και την αμοιβή των στελεχών (Carr, 1997; Elston and Goldberg, 2003; Finkelstein and Hambrick, 1989; Jensen and Murphy, 1990; Baber et al., 1996; Kren and Kerr, 1997), αλλά υπάρχει και ένας μεγάλος αριθμός μελετών που δεν καταφέρνει να αποδείξει την ύπαρξη κάποιας σχέσης ανάμεσα στα δυο μεγέθη (Gregg P., Machin S., Szymanski S., 1993; Jeppson, Smith, Stone, 2009; Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., 2006). Οι μεταβλητές με τις οποίες μπορεί να μετρηθεί η εταιρική απόδοση είναι πάρα πολλές, όμως η πιο συνήθης και εύκολη μέθοδος είναι να χρησιμοποιούνται οικονομικοί δείκτες για τη μέτρηση της απόδοσης, οι οποίοι είναι τυποποιημένοι και παρέχουν ευκολία στη συλλογή των δεδομένων (Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., 2006). Γι' αυτό και εμείς επιλέξαμε να χρησιμοποιήσουμε την απόδοση του συνολικού ενεργητικού (ROA) σαν μέτρο της εταιρικής απόδοσης. Όπως υποστηρίζει ο Paul (1992) ο ROA είναι ένας πολύ καλός δείκτης της απόδοσης μιας εταιρίας, οπότε δίνει σημαντικές πληροφορίες στο ΔΣ σχετικά με την αξία που προσθέτει ο CEO στην εταιρία

Χρηματιστηριακή απόδοση μετόχων (TRS)

Επειδή τις περισσότερες φορές το ζήτημα της αμοιβής εξετάζεται από τη πλευρά των μετόχων, είναι σημαντικό να εξετάσουμε αν η απόδοση των στελεχών συμβάλλει στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους, μέσα από την αύξηση της απόδοσης των επενδύσεων που έχουν κάνει στην επιχείρηση. Τα κέρδη των μετόχων συνήθως υπολογίζονται από την εκτίμηση της αξίας των μετοχών που κατέχουν καθώς και των μερισμάτων που λαμβάνουν. Ο συνδυασμός αυτών των δύο μας δίνει τη χρηματιστηριακή απόδοση των μετόχων. Άλλοι ερευνητές που έχουν χρησιμοποιήσει επίσης αυτή τη μεταβλητή για την ερμηνεία των αμοιβών του CEO είναι οι (Nourayi and Mintz, 2008; Canarella and Gasparyan, 2008; Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., 2006).

Χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAGE)

Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση είναι ένα μέσο με το οποίο μπορούν να μειωθούν τα κόστη αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι εταιρίες με υψηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης είναι πιθανό να μειώσουν το ποσοστό χρηματικής αμοιβής που δίνουν στα στελέχη (Gu and Choi, 2004). Άρα μια αύξηση στη χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να δημιουργήσει συγκρούσεις συμφερόντων και να μειωθεί επακόλουθα η σχέση αμοιβής-απόδοσης. Οπότε αναμένουμε να υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ αμοιβών και χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Θητεία (TENURE)

Τα προσωπικά χαρακτηριστικά του CEO όπως η ηλικία, το φύλο, η μόρφωση και η εμπειρία είναι παράγοντες που επηρεάζουν την αμοιβή του. Η θητεία του CEO είναι μια μεταβλητή που έχει συμπεριληφθεί στις περισσότερες έρευνες που αφορούν τις αμοιβές των στελεχών (Sigler, 2011; Ozkhan, 2007; Vieito and Khan, 2012; Randoy and Nielsen, 2002). Για το προσδιορισμό της θητείας υπολογίσαμε τα χρόνια που έχει διατελέσει το στέλεχος ως CEO μέσα στην εταιρία. Λογικά αναμένουμε ότι η θητεία συνδέεται θετικά με την αμοιβή. Ένας λόγος είναι ότι όσο περισσότερο καιρό παραμένει στην ίδια θέση ο CEO τόσο βελτιώνονται οι δεξιότητες και οι ικανότητες του και ανταμείβεται γι' αυτό. Επιπλέον με το πέρασμα του χρόνου ο CEO αποκτά μεγαλύτερη δύναμη και επιρροή πάνω στο ΔΣ και την επιτροπή αμοιβών άρα μπορεί ευκολότερα να συνδέσει την αμοιβή του με την επίτευξη των προσωπικών του συμφερόντων. Υπάρχουν όμως αρκετές μελέτες που έχουν δείξει ότι η επίδραση της θητείας πάνω στην εταιρική απόδοση δεν είναι πάντα ευνοϊκή. Σύμφωνα με τους Hill and Phan (1991), όσο μεγαλώνει η θητεία του CEO τόσο εξασθενεί η σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης της μετοχής. Όσο περισσότερο παραμένουν στη θέση τους οι διευθύνοντες σύμβουλοι τόσο μεγαλύτερο μισθό λαμβάνουν. Οι υπέρογκες αμοιβές όμως δημιουργούν υπερβολική αυτοπεποίθηση στα στελέχη, που τους οδηγεί στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων που συνήθως ζημιώνουν τους μετόχους. Οι Finkelstein and Hambrick (1989) βρήκαν μια καμπυλόγραμμη συσχέτιση μεταξύ θητείας και αμοιβής κάτι που μπορεί να οφείλεται στη μείωση της κινητικότητας του CEO μέσα στην αγορά εργασίας καθώς περνούν τα χρόνια, το μοίρασμα των ευθυνών σε νεότερα στελέχη ή στο ότι τα παλιότερα στελέχη προτιμούν άλλους τρόπους πληρωμής.

Πίνακας 2: Περιγραφή των μεταβλητών

Ονομασία Μεταβλητής	Ερμηνεία	Υπολογισμός
LnTOTALCOMP	Συνολική αμοιβή CEO	Λογάριθμος (Μισθός+ Μπόνους+ δικαιώματα αγοραπωλησίας μετοχών+ άλλα προνόμια)
LnSALES	Πωλήσεις	Λογάριθμος των πωλήσεων
TRS	Χρηματιστηριακή απόδοση προς τους μετόχους	$\frac{\text{Τιμή κλεισίματος} + \text{μερίσματα}}{\text{Τιμή έναρξης}}$
ROA	Απόδοση ενεργητικού	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
EMPLOY	Αριθμός εργαζομένων	Μεταβολή του αριθμού εργαζομένων
LEVERAGE	Χρηματοοικονομική μόχλευση	$\frac{\text{Συνολικές δανειακές υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$
TENURE	Θητεία CEO	Χρόνια που έχει διατελέσει ως CEO στην εταιρία
TENURE ²	Θητεία CEO ²	(Χρόνια που έχει διατελέσει ως CEO στην εταιρία) ²
lnMV	Χρηματιστηριακή αξία τη εταιρίας	Μετοχές σε κυκλοφορία × τιμή μετοχής

5. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

5.1 Περιγραφική ανάλυση και συσχέτιση μεταβλητών

Πίνακας 3: Περιγραφική Στατιστική

Statistics	TOTALCOMP	SALES	MV	TENURE	ROA	LEVARAGE	TRS
Mean	380254,8	1,93E+08	2,82E+08	7,187	-0,019	0,108	1,746
Sd	482598,9	7,03E+08	2,02E+09	6,186	0,367	0,161	17,761
Min	37480	2740997	551999,7	0,044	-7,643	0	0,114
Max	6700100	1,25E+10	4,67E+10	33,011	0,798	1,52	500
p10	109080	4730607	6187826	1,129	-0,157	0	0,474
p25	168288	1,23E+07	1,38E+07	2,586	-0,012	0	0,757
p50	254051	3,60E+07	3,52E+07	5,578	0,042	0,044	1,018
p75	415486	1,36E+08	1,11E+08	10	0,081	0,165	1,314
p90	673066	3,35E+08	3,74E+08	14,989	0,136	0,291	1,79
Iqr	247198	1,23E+08	9,69E+07	7,414	0,093	0,165	0,557
N	1074	1072	1051	909	1058	1057	790

Στον Πίνακα 3 φαίνονται τα βασικά περιγραφικά μέτρα της έρευνας μας. Στη συνολική αμοιβή του CEO βλέπουμε ότι υπάρχει μεγάλη απόκλιση μεταξύ της ελάχιστης τιμής που είναι 37480 € και της μέγιστης που είναι 6.700.100 €, με τη μέση τιμή να διαμορφώνεται στα 380.254,8 €. Η μέση τιμή της θητείας του CEO είναι όπως περιμέναμε αρκετά μεγάλη, 7.18 χρόνια, κάτι που αποδεικνύει πόσο δύσκολες είναι οι αλλαγές σε αυτό το επίπεδο της ιεραρχίας. Ιδιαίτερη εντύπωση προκαλεί η απόδοση του ενεργητικού που παρουσιάζει αρνητικές τιμές με τη χαμηλότερη να είναι -7.6 και τη μέση τιμή να είναι μόλις -0.019, που σημαίνει ότι είναι αρκετές οι εταιρίες που παρουσιάζουν ζημιές. Η χρηματιστηριακή απόδοση των μετόχων παρουσιάζει πολύ μεγάλη διακύμανση με ελάχιστη τιμή 0.11 και μέγιστη 500. Οι πωλήσεις κυμαίνονται από 2.740.997 έως 12.500.000.000 με τη μέση τιμή να διαμορφώνεται στα 193.000.000. Η μέση τιμή της κεφαλαιοποίησης της εταιρίας είναι 282.000.000, άρα οι περισσότερες εταιρίες του δείγματος μας χαρακτηρίζονται ως "χαμηλής κεφαλαιοποίησης". Η μέση τιμή του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης είναι 0.108, που σημαίνει ότι οι εταιρίες δεν εξαρτώνται τόσο πολύ από το δανεισμό για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους.

Πίνακας 4: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson

	lnTOTALCOMP	TENURE	TENURE²	lnSALES	ROA	LEVARAGE	TRS	lnMV
LnTOTALCOMP	1							
TENURE	-0.0813*	1						
TENURE²	-0.1189*	0.9349*	1					
LnSALES	0.4487*	0,0602	0.1056*	1				
ROA	0.1506*	0,0561	0,0558	0.2490*	1			
LEVARAGE	-0.0667*	0,0549	0,0621	0,0401	0.2495*	1		
TRS	-0,0037	0,0405	0,0238	-0,0219	0,0082	0,032	1	
lnMV	0.4748*	0,0051	0,0264	0.8013*	0.2082*	-0.0624*	0,0223	1

Στο Πίνακα 4 παρουσιάζεται η συσχέτιση των μεταβλητών, που δείχνει το βαθμό της γραμμικής εξάρτησης που υπάρχει μεταξύ δύο μεταβλητών. Υψηλή συσχέτιση παρουσιάζει το ζευγάρι TENURE-TENURE² (0.93) όπως ήταν αναμενόμενο, καθώς και τα ζευγάρια lnSALES-lnTOTALCOMP (0.44), lnMV-lnTOTALCOMP (0.47) και lnMV-lnSALES (0.8), το οποίο δικαιολογείται αν αναλογιστούμε ότι οι πωλήσεις και η κεφαλαιοποίηση της αγοράς χρησιμοποιούνται συχνά ως μέσο μέτρησης του μεγέθους της εταιρίας που σχετίζεται σχεδόν πάντα θετικά με την αμοιβή των στελεχών. Η θητεία (TENURE) και η χρηματοοικονομική μόχλευση (LEVERAGE) παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή ενώ οι πωλήσεις (SALES), η απόδοση του ενεργητικού (ROA) και η αγοραία αξία της εταιρίας (MV) φαίνεται να έχουν θετική συσχέτιση.

Πίνακας 5: Έλεγχος πολυσυγγραμικότητας

Variable	VIF	1/VIF
TENURE²	8,95	0,112
TENURE	8,85	0,113
lnSALES	3,21	0,312
lnMV	3,11	0,322
ROA	1,16	0,861
LEVARAGE	1,12	0,892
TRS	1,01	0,994
Mean VIF	3,91	

Χρησιμοποιούμε το Συντελεστή Διογκώσεως της Διακυμάνσεως (VIF) για να ελέγξουμε αν το υπόδειγμα μας πάσχει από πολυσυγγραμικότητα. Ο συντελεστής VIF δείχνει την ταχύτητα με την οποία αυξάνεται η διακύμανση ενός εκτιμητή όταν υπάρχει πολυσυγγραμικότητα. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του VIF και ιδιαίτερα αν $VIF > 10$, τόσο πιο σοβαρό πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας υπάρχει, οπότε η αντίστοιχη εξαρτημένη μεταβλητή θα πρέπει να αφαιρεθεί και να γίνει ανάλυση παλινδρόμησης χωρίς αυτήν. Όπως φαίνεται στο Πίνακα 5 μόνο ο συντελεστής VIF των TENURE και TENURE² είναι υψηλός, η μέση τιμή όμως του VIF όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι 3,91 και κρίνεται αρκετά ικανοποιητική.

5.2 Μεθοδολογία της έρευνας

Για την εκτίμηση των υποδειγμάτων μας εφαρμόσαμε ανάλυση δεδομένων πάνελ σταθερών και τυχαίων επιδράσεων. Για τη χρήση πάνελ δεδομένων, τα στοιχεία

πρέπει να έχουν συγκεκριμένη δομή, ώστε η μονάδα διαστρωμάτωσης να συνδέεται με τη χρονική μονάδα στην οποία αναφέρεται. Το βασικό υπόδειγμα της ανάλυσης δεδομένων πάνελ είναι:

$$Y_{it} = X_{it} \times \beta + c_i + u_{it}, t=1, 2, \dots, T,$$

όπου το X_{it} είναι ένα διάνυσμα διαστάσεων $1 \times K$ το οποίο μπορεί να περιλαμβάνει:

- μεταβλητές που μεταβάλλονται ως προς το t αλλά όχι ως προς το i
- μεταβλητές που μεταβάλλονται ως προς το i αλλά όχι ως προς το t
- μεταβλητές που μεταβάλλονται τόσο ως προς το i όσο και ως προς το t

Μετά από μια σειρά διαγνωστικών ελέγχων που πραγματοποιήσαμε, διαπιστώσαμε ότι τα υποδείγματα μας πάσχουν από προβλήματα αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας οπότε δεν μπορούμε να αποδεχθούμε τις εκτιμήσεις των σταθερών και τυχαίων επιδράσεων σε κανένα από τα υποδείγματα για την ερμηνεία των μεταβλητών. Γι' αυτό το λόγο εκτιμήσαμε τα υποδείγματα μας με τη γενικευμένη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων.

Εφικτή μέθοδος γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων

Όταν οι όροι σφάλματος ιδιαίτερων χαρακτηριστικών $\{u_{it}, t= 1,2,\dots,T\}$ είναι γενικά ομοσκεδαστικοί και αυτοσυσχετιζόμενοι κατά τη διάρκεια του χρόνου t , τότε για την ανάλυση της εφικτής μεθόδου των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο ακόλουθος πιο γενικός εκτιμητής της μήτρας Ω :

$$\hat{\Omega} = N^{-1} \int_{t=1}^N \hat{v}_i \hat{v}_i'$$

όπου \hat{v}_i τα κατάλοιπα της συνδυασμένης μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Επιπλέον αν υποθέσουμε ότι $E(v_i v_i' | x_i) = \Omega$, τότε ο εκτιμητής αυτός είναι ασυμπτωτικά αποτελεσματικός.

Σε μεγάλα δείγματα ο εκτιμητής της εφικτής μεθόδου των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων είναι το ίδιο αποτελεσματικός όσο και ο εκτιμητής τυχαίων επιδράσεων. Οπότε μπορούμε να εφαρμόσουμε είτε την εφικτή μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων, είτε τη μέθοδο των τυχαίων επιδράσεων. Η καθιέρωση της χρήσης της μεθόδου των τυχαίων επιδράσεων, αντί της εφικτής μεθόδου των

γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων, οφείλεται σύμφωνα με τον Wooldridge, σε καθαρά παραδοσιακούς λόγους (Αρβανίτης 2011).

5.3 Εξειδίκευση υποδειγμάτων

Τα υποδείγματα που θα χρησιμοποιηθούν για την ανάλυση των δεδομένων είναι τα ακόλουθα:

$$\ln\text{TotalCOMP}_{it} = a_0 + a_1 \ln\text{SALES}_{it} + a_2 \text{TRS}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$\ln\text{TotalCOMP}_{it} = a_0 + a_1 \ln\text{SALES}_{it} + a_2 \text{ROA}_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$\ln\text{TotalCOMP}_{it} = a_0 + a_1 \ln\text{SALES}_{it} + a_2 \text{TRS}_{it} + a_3 \text{EMPLOY}_{it} + a_4 \text{LEVERAGE}_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$\ln\text{TotalCOMP}_{it} = a_0 + a_1 \ln\text{SALES}_{it} + a_2 \text{TRS}_{it} + a_3 \text{ROA}_{it} + a_4 \text{LEVERAGE}_{it} + a_5 \text{TENURE}_{it} + a_6 \text{TENURE}_{it}^2 + a_7 \ln\text{MV}_{it} + e_{it} \quad (4)$$

5.4 Εκτίμηση υποδειγμάτων

Ο βασικός σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες της αμοιβής του CEO για τις Ευρωπαϊκές εταιρίες που ανήκουν στο κλάδο του Hardware & Software H/Y. Στον Πίνακα 6 φαίνονται τα αποτελέσματα της εκτίμησης των δεδομένων, που έγινε με τη μέθοδο ανάλυσης πάνελ. Προκύπτει ότι όλες οι μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε είναι στατιστικά σημαντικές, άρα επιδρούν στον προσδιορισμό της αμοιβής του Διευθύνοντα Συμβούλου.

Η μεταβλητή των πωλήσεων ($\ln\text{SALES}$) που είναι μέσο μέτρησης του μεγέθους της εταιρίας, φαίνεται ότι είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και στα 4 υποδείγματα και μάλιστα ασκεί θετική επίδραση στην αμοιβή του CEO, όπως αναμέναμε και όπως έχουν βρει αρκετοί ερευνητές στο παρελθόν (Carr, 1997; Carpenter and Sanders, 2002; Conyon et al., 2000; Cooley, 1979; Core et al., 1999; Elston and Goldberg, 2003; McKnight, 1996). Μία αύξηση στις πωλήσεις κατά 1% θα οδηγήσει σε αύξηση της αμοιβής του CEO κατά 0.19%. Η εξήγηση που δίνεται είναι ότι όσο πιο μεγάλη είναι μια εταιρία, τόσο πιο έμπειρα στελέχη χρειάζεται με ιδιαίτερες ικανότητες και προσόντα, τα οποία αμείβονται περισσότερο.

Η χρηματιστηριακή απόδοση προς τους μετόχους είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1%, όμως έχει αρνητικό πρόσημο, αυτό σημαίνει ότι έχει αρνητική επίδραση

στην αμοιβή του CEO. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., 2006 και Canarella G., Gasparyan A., 2008.

Η απόδοση του ενεργητικού είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% και στα δυο υποδείγματα στα οποία ελέγχθηκε και συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή του CEO. Ουσιαστικά δε καταφέραμε να αποδείξουμε ότι υπάρχει σχέση μεταξύ εταιρικής απόδοσης και αμοιβής, το οποίο όπως αναφέρουν οι Gregg, Machin and Szymanski (1993), είναι κάτι που πρέπει να προβληματίσει τους μετόχους για να βρουν τρόπους και κίνητρα να εναρμονίσουν τα συμφέροντα των στελεχών με τα δικά τους.

Η χρηματιστηριακή τιμή της εταιρίας (InMV), η οποία επίσης είναι δείκτης του μεγέθους της εταιρίας, αποδείχτηκε ότι είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 1% και συνδέεται θετικά με την αμοιβή του CEO. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο Lilling (2006), ο οποίος υποστηρίζει ότι εξαιτίας αυτής της θετικής επίδρασης που έχει η χρηματιστηριακή αξία στην αμοιβή, τα συμβόλαια αμοιβών που παρέχουν κίνητρα στα στελέχη, μπορεί να είναι αποτελεσματικά. Τα στελέχη θα πρέπει να ανταμείβονται για την ευθύνη και τις διοικητικές ικανότητες που απαιτούνται από τις πολύπλοκες μεγάλες εταιρίες (Bruce and Buck, 2005).

Η θητεία του CEO ασκεί σημαντική θετική επίδραση στην αμοιβή του, δείχνοντας ότι οι πιο έμπειροι CEO αμείβονται καλύτερα. Το αποτέλεσμα μας έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των McKnight and Tomkins, (2004) και Deckop, (1988) , που δε κατάφεραν να βρουν την ύπαρξη κάποιας σχέσης, όμως συμφωνεί με τους Kuo, Lin, Lien, Wang and Yeh (2014) που βρήκαν επίσης σημαντική θετική επίδραση της εμπειρίας στην αμοιβή του CEO.

Ο αριθμός των εργαζομένων, που χρησιμοποιήθηκε στο υπόδειγμα 3 σαν προσδιοριστικός παράγοντας του μεγέθους της εταιρίας, δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντικός άρα δεν μπορεί να ερμηνεύσει την αμοιβή του CEO.

Η δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας, είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5% αλλά το πρόσημο του είναι αρνητικό, άρα συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή του CEO κάτι που μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μιας εταιρίας, τόσο μειώνεται η δυνατότητα για παροχές προς τη διοίκηση. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουν και οι Duffhues and Kabir, (2008); Kuo, Lin, Lien, Wang and Yeh (2014) οι οποίοι υποστηρίζουν ότι

υψηλοί δείκτες δανεισμού, οδηγούν σε μεγαλύτερο έλεγχο των δραστηριοτήτων και των αποφάσεων της διοίκησης από τους δανειστές, κάτι που αφήνει μικρά περιθώρια για υπερβολικές παροχές προς τους CEO.

Πίνακας 6: Εκτιμήσεις υποδειγμάτων με τη μέθοδο των Εφικτών Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (FGLS with common (AR1) and heteroskedastic panels)

	Υπόδειγμα 1	Υπόδειγμα 2	Υπόδειγμα 3	Υπόδειγμα 4
Εξαρτημένη μεταβλητή: lnTOTALCOMP				
Ανεξάρτητες μεταβλητές				
				A
lnSALES	0.229*** (24.55)	0.248*** (25.72)	0.237*** (21.98)	0.193*** (9.848)
TRS	0.0186* (1.765)		0.0145* (1.690)	-0.0310*** (-2.835)
ROA		-0.180*** (-3.778)		-0.129*** (-5.157)
EMPLOY			0.0245 (0.962)	
LEVARAGE			-0.490*** (-4.098)	-0.310** (-2.544)
TENURE				0.0353*** (4.750)
TENURE²				-0.00170*** (-5.087)
lnMV				0.113*** (6.725)
Constant	8.465*** (52.64)	8.132*** (49.44)	8.379*** (45.29)	7.174*** (24.20)
Observations	757	1,014	713	621
Number of firms	179	202	170	149

Robust t-statistics in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι αμοιβές παίζουν σημαντικό ρόλο στην παρακίνηση των στελεχών και στην εναρμόνιση των συμφερόντων τους με αυτά των μετόχων. Βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η αμοιβή του CEO, στην Ευρώπη, για τους κλάδους παραγωγής λογισμικού και κατασκευής ηλεκτρονικών και υπολογιστικών συστημάτων (Hardware & Software H/Y), για την περίοδο 2009-2013. Η εκτίμηση των υποδειγμάτων έγινε με ανάλυση δεδομένων πάνελ, με τη χρήση του εκτιμητή FGLS.

Σε συνάφεια με προηγούμενες μελέτες καταλήξαμε στο ότι οι πωλήσεις και η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, που μετράνε το μέγεθος της, αποτελούν σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα της αμοιβής. Καθώς μια εταιρία μεγαλώνει σε μέγεθος, οι ανάγκες και οι απαιτήσεις για ικανούς Διευθύνοντες Συμβούλους αυξάνονται. Αυτές οι αυξημένες απαιτήσεις, για την ανάληψη ευθυνών για λογαριασμό των μετόχων, απαιτούν Διευθύνοντες Συμβούλους με τα ανάλογα προσόντα και κατά συνέπεια τις ανάλογες αποδοχές.

Οι αμοιβές των στελεχών αποτελούν τον καλύτερο τρόπο για να εναρμονιστούν τα συμφέροντα των μετόχων με αυτά των στελεχών. Η παρούσα μελέτη αποκάλυψε ότι η χρηματιστηριακή απόδοση προς τους μετόχους συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου. Απ' το παραπάνω προκύπτει ότι ο τρόπος με τον οποίο καθορίζονται οι αμοιβές πρέπει να επαναπροσδιοριστεί, ώστε να μειωθεί η σύγκρουση συμφερόντων των μετόχων με τη διοίκηση.

Η απόδοση του συνολικού ενεργητικού, ως δείκτης της εταιρικής απόδοσης, βρέθηκε ότι επηρεάζει αρνητικά την αμοιβή του Διευθύνοντα Συμβούλου, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory) που υποστηρίζει ότι η σχέση αμοιβής-απόδοσης είναι ισχυρή. Μία πιθανή ερμηνεία είναι ότι πολλές εταιρίες χρησιμοποιούν περισσότερο τη χρηματική αμοιβή, παρά την αμοιβή που βασίζεται στην απόδοση των ΙΚ της εταιρίας, αποτυγχάνοντας έτσι να εναρμονίσουν τις προσωπικές φιλοδοξίες των στελεχών με την καλή πορεία της επιχείρησης. Επίσης η αρνητική αυτή συσχέτιση μπορεί να οφείλεται στην καιροσκοπική συμπεριφορά των στελεχών που αδιαφορούν για το going-concern των εταιριών που διοικούν.

Η χρησιμοποίηση της θητείας του CEO ως ανεξάρτητη μεταβλητή στο υπόδειγμα μας, παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, αφού μας αποκαλύπτει πως επιδρά η εμπειρία στις αμοιβές. Σύμφωνα με τα δεδομένα ο CEO, κατά μέσο όρο, παραμένει στη θέση του για 7 χρόνια, κάτι που φανερώνει ότι δεν υπάρχει μεγάλη κινητικότητα σε αυτό το επίπεδο της ιεραρχίας. Από τα αποτελέσματα καταλήξαμε ότι υπάρχει θετική επίδραση της θητείας του Διευθύνοντα Συμβούλου στην αμοιβή, προφανώς λόγω της καλύτερης πληροφόρησης και κατάρτισης που αποκτά το στέλεχος με το πέρασμα των χρόνων.

Ακόμα, από την εκτίμηση των δεδομένων προέκυψε ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης συνδέεται αρνητικά με την αμοιβή του CEO. Η ερμηνεία που δίνεται είναι ότι όσο περισσότερο η εταιρία εξαρτάται από ξένα κεφάλαια για τη λειτουργία και την ανάπτυξη της, τόσο πιο απρόθυμη είναι να διαθέσει χρήματα για μισθούς διοικητικών στελεχών. Επιπλέον σημαντικό παράγοντα φαίνεται να διαδραματίζει η στενή εποπτεία που ασκούν οι δανειστές στη διοίκηση, προκειμένου να διασφαλίσουν τα κεφάλαια τους, η οποία αποτρέπει τη παροχή υπέρογκων αμοιβών σε στελέχη.

Αναμφίβολα η αμοιβή των διευθυντικών στελεχών, εξαιτίας της σημαντικότητας της για τις επιχειρήσεις, έχει αποτελέσει αντικείμενο πολλών ερευνών. Το ύψος της αμοιβής αποτελεί ένα θέμα που χρίζει περαιτέρω διερεύνησης και πρέπει να επαναπροσδιορίζεται τακτικά μιας και επηρεάζεται από ευμετάβλητους παράγοντες, όπως οι συνθήκες της αγοράς και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Σε μελλοντικές έρευνες θα μπορούσε να γίνει μια συγκριτική μελέτη διαφορετικών κλάδων ή ακόμα και να διερευνηθεί η εφαρμογή της παρούσας μελέτης σε διαφορετικές χώρες. Προτείνουμε επίσης σε επόμενες έρευνες να χρησιμοποιηθούν και μεταβλητές που αφορούν τη σύνθεση του ΔΣ και τα προσωπικά χαρακτηριστικά του CEO, όπως το ποσοστό εξαρτημένων-ανεξάρτητων μελών ΔΣ, το φύλο του CEO, το επίπεδο μόρφωσης ή το αν ο CEO είναι και πρόεδρος του ΔΣ. Υπάρχει μεγάλη δυσκολία στο να προσδιοριστούν αυτές οι μεταβλητές όμως θα δώσουν μια πιο πλήρη εικόνα για τον τρόπο που καθορίζονται οι αμοιβές. Η πληθώρα των ποσοτικών και ποιοτικών μεταβλητών που μπορεί να επηρεάσουν τον προσδιορισμό της αμοιβής ενός Διευθύνοντα Συμβούλου, καθορίζουν και το εύρος των πιθανών μελλοντικών ερευνών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

1. Αρβανίτης Σ. 2011. Οικονομετρικά Υποδείγματα Διαστρωματικών και Εξατομικευμένων δεδομένων (panel data). ΤΕΙ Κρήτης, Τμήμα Λογιστικής
2. ΕΣΕΔ, 2012. Ελληνικός Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης για τις Εισηγμένες Εταιρείες, Αθήνα : ΣΕΒ
3. Μούζουλας Σ., 2003. Εταιρική Διακυβέρνηση- Διεθνής Εμπειρία, Ελληνική Πραγματικότητα, Εκδόσεις Σάκκουλα

Ξένη Βιβλιογραφία

1. Baber, W.R., Janakiraman, S.N., Kang, S., 1996. Investment opportunities and the structure of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 21, 297–318.
2. Barkema, H. G., Gomez-Mejia, L. R., 1998. Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework. *The Academy of Management Journal*, 41(2): 135-145.
3. Bebchuk, L. A., Fried, J. M., 2003. Executive Compensation as an Agency Problem, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 9813. Cambridge, Massachusetts.
4. Berle, A., Means G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York
5. Bliss, R.T. & Rosen, R.J. 2001. CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, vol. 61, no. 1, pp. 107-138.
6. Bonet, R., and Conyon, M.J., 2005. Compensation committees and executive compensation: Evidence from publicly traded UK firms. In Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. eds., 2005: *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. West Sussex: John Wiley & Sons.
7. Bruce, A. and Buck, T., 2005. Executive pay and UK corporate governance. In Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. eds., 2005: *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*. West Sussex: John Wiley & Sons.

8. Bugeja M., Zoltan P. Matolcsy, Spiropoulos H., 2012. Is there a gender gap in CEO compensation? *Journal of Corporate Finance* 18, pp. 849–859
9. Canarella G., Gasparyan A., 2008. New insights into executive compensation and firm performance. Evidence from a panel data of "new economy" firms, 1996-2002. *Managerial Finance* Vol.34 No 8, pp. 537-554
10. Carpenter, M.A., Sanders, W.G., 2002. Top management team compensation: the missing link between CEO pay and firm performance. *Strategic Management Journal* 23(4),367–375.
11. Carr, L.L., 1997. Strategic determinants of executive compensation in small publicly traded firms. *Journal of Small Business Management* 35(2), 1–12.
12. Cheng, S. and Firth, M. 2005. Ownership, corporate governance and top management pay in Hong Kong, *Corporate Governance*, Vol. 13, pp. 291-302.
13. Chung, K.H. and Pruitt, S. 1996. Executive ownership, corporate value, and executive compensation: a unifying framework, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 20, pp. 1135-59.
14. Conyon, M.J., 1997. Corporate governance and executive compensation. *International Journal of Industrial Organization*, 15, pp. 493-509.
15. Conyon, M.J., Peck, S.I. and Sadler, G.V., 2001. Corporate tournaments and executive compensation: Evidence from the UK. *Strategic Management Journal*, 22, 805-815, Philadelphia, PA, 19104-6365, USA
16. Core, E.J., Holthausen, R.W., Larcker, D.F., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol.51, pp. 371-406
17. Core, J. E., and W. Guay, 2001. Stock option plans for non-executive employees, *Journal of Financial Economics* 61, pp. 253–287.
18. Coughlan, A., Schmidt, R., 1985. Executive compensation, management turnover and firm performance, *Journal of Accounting and Economics* 7 (1–3), pp. 43–66.
19. Davis, J.H., Schooman, F.D. and Donaldson, L., 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47. Fama, E.(1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88(2), pp. 288-307
20. Deckop. John R, 1988. Determinants of Chief Executive Officer Compensation, *Industrial and Labor Relations Review*, 41, pp. 215-226.

21. Donaldson, L. and Davis, J.H., 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), pp. 49-64
22. Duffhues, P., & Kabir, R., 2008. Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 18, pp. 45–60.
23. Elston, J.A. ,Goldberg, L.G., 2003. Executive compensation and agency costs in Germany. *Journal of Banking and Finance* 27 (7), 1391–1410.
24. Fama, Eugene F., 1980. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economics*, 88, pp. 288–307.
25. Finkelstein. S & Hambrick, D. C., 1988. Chief executive Compensation: a synthesis and reconciliation, *Strategic Management Journal*, 9, pp. 543–558.
26. Freeman, R. E., 1984. *Strategic Management: A stakeholder approach*. Boston, Pitman.
27. Fung, P., Firth, M. & Rui, O. M., 2003. Corporate governance and CEO compensation in China, working paper. Chinese University of Hong Kong.
28. Gomez-Mejia, L.R. and Balkin, D., 1992. Compensation, organizational strategy, and firm performance. Cincinnati: South-Western.
29. Grant Thornton, Ιούλιος 2008. Έρευνα Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2007, Αθήνα: Grant Thornton
30. Gregg, P., Machin, S. and Szymanski, S. 1993b. The disappearing relationship between directors' pay and corporate performance, *British Journal of Industrial Relations*, 31, pp. 1–10.
31. Gregg, P., Jewell, S., and Tonks, I., 2005. Executive pay and performance in the UK 1994 – 2002. XFi Centre for Finance and Investment.
32. Grinstein Y., Hribar P., 2004. CEO Compensation and Incentives-Evidence from M&A Bonuses, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, pp. 119-143
33. Gu, Z., Choi, Y.H., 2004. CEO compensation in the casino industry. *Journal of Hospitality and Tourism Research* 28(2), 143–155.
34. Hardford J., Li K., 2007. Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs, *The Journal of Finance*, Vol. 62, pp. 917-949
35. Hill, C.W.L., Phan, P., 1991. CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal* 34(3), 707–717.

36. Hogan Timothy D., McPheters Lee R., 1980. Executive Compensation: Performance versus Personal Characteristics. *Southern Economic Journal*, Vol. 46, No. 4, pp. 1060-1068
37. Jensen, M., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Finance*, 3, 305-350.
38. Jensen, M., Murphy k., 1990b. Performance Pay and top-management incentives, *Journal Of Political Economy* 98, 225-264
39. Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831—880.
40. Jeppson Catherine T., Smith Wayne W., Stone Ronald S., 2011. CEO Compensation and Firm Performance: Is there any relationship? *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 7, No. 11
41. Joskow, P. and Rose, N. 1994. CEO pay and firm performance: dynamics, asymmetries, and alternative performance measures, NBER working paper no. 4976.
42. Kerr, J., Bettis R.A., 1987. Boards of directors, top management compensation, and shareholder returns. *Academy of Management Journal* 30(4), 645–664.
43. Kidder, D.L. and Buchholtz, A.K., 2002. Can excess bring success? CEO compensation and the psychological contract. *Human Resource Management Review*, 12, 599-617.
44. Kostiuk, P., 1990. Firm Size and Executive Compensation. *Journal of Human Resources*, 25(1), 90-105.
45. Kren, L., Kerr, J.L., 1997. The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance, *Accounting and Business Research* 27(4), 297–309.
46. Kuo H., Lin D., Lien D., Wang L., Yeh L., 2014. Is there an inverse U-shaped relationship between pay and performance? *North American Journal of Economics and Finance* 28 (2014) 347–357
47. Lau A., Vos E., 2004. Relation between CEO compensation, firm size and firm performance. *New Zealand Journal of Applied Business Research*. Vol. 3, No 1. pp. 51-64.

48. Lee Shin-Ping, Chen Hui-Ju, 2011. Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan, 2SLS for panel data model. *Management Research Review* Vol. 34, No. 3
49. Lewellen. Wilbur. G; Huntsman. Blaine. 1970. Managerial Pay and Corporate Performance, *the American Economic Review*, 60, pp. 710-720.
50. Mallin, C., 2009. *Corporate Governance*, Third Edition, Oxford University Press
51. Mangel R., Singh H., 1993. Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations, *Accounting and Business Research*, 23:sup1, 339-350
52. Matolcsy, Z., Wright, A., 2006. Firm characteristics and levels of CEO compensation. Working paper, University of Technology Sydney.
53. Matolcsy, Z., Wright, A., 2011. CEO compensation structure and firm performance. *Accounting and Finance* 51, pp.745–763
54. Matthew S. Lilling, 2006. The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter? *Atlantic Economic Journal* 34, pp. 101–114
55. McKnight, P., Tomkins C., 2004. The implications of firm and individual characteristics on CEO pay. *European Management Journal* 22(1), 27–40.
56. Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp. 163-84.
57. Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P.L. & Zhou, X., 2006. Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. *Accounting and Finance*, vol. 46, no. 3, pp. 481-497
58. Murphy, K.J., 1998. Performance standards in incentive contracts, University of Southern California.
59. Murphy, K.J. 1999. Executive compensation in *Handbook of Labor Economics* Amsterdam: North-Holland, 2485-2563
60. Nourayi, M., Mintz S., 2008. Tenure, Firm's Performance, and CEO's Compensation. *Managerial Finance*, 34(8), p.524
61. Ozkan, N., 2006. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies, *Journal of Multinational Financial Management*, forthcoming.

62. Ozkan, N. 2007. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies, *Journal of Multinational Financial Management*, 17, pp. 349-364.
63. O'Reilly C., Main B., Crystal G., 1988. CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories. *Administrative Science Quarterly*, 33, pp. 257-274.
64. Otten, J.A., 2008. Theories on Executive Pay: A Literature Overview and Critical Assessment. MPRA Working Paper No. 6969.
65. Parthasarathy A., Menon K., Bhattacharjee D., 2006. Executive Compensation, Firm Performance and Corporate Governance: An Empirical Analysis. *Economic and Political*
66. Paul J., 1992. On the efficiency of stock-based compensation. *Review of Financial Studies* 5, pp.471-502
67. Randøy, T., Nielsen J., 2002. Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6 2002, pp.57-81.
68. Rankin, M. 2007. Determinants of executive remuneration: Australian evidence. Working paper, Monash University.
69. Rich, J.T, Larson, J.A., 1984. Whysomelong-termincentivesfail. *Compensation Review* 1holthause6 (1), 26–37.
70. Rosen, S., 1982. Authority, control and the distribution of earnings. *Bell Journal of Economics* 13, pp. 311—323.
71. Rosenstein, Stuart and Jeffrey G. Wyatt, 1990, outside directors, board independence, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics* 26, 175-191.
72. Ryan, H., Wiggins R., 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73(3),497–524
73. Sigler K.J., 2011. CEO Compensation and Company Performance. *Business and Economics Journal*.
74. Sloan, R.G., 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16(1–3), 55–100.
75. Solomon, J., 2011. *Corporate Governance and Accountability*, Third edition, Wiley

76. Sykes, A., 2002. Overcoming Poor Value Executive Remuneration: resolving the manifest conflicts of interest. *Corporate Governance: An International Review*, 10: 256–260.
77. Vieito, J., Khan, W., 2012. Executive compensation and gender: S and P 1500 listed firms. *J. Econ. Finance* 36, 371–399.
78. Weiwei Zhang, 2006. Executive remuneration and Corporate Governance in the UK, The university of Nottingham
79. Yermack D., 1996. Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185—211.
80. Yermack D., 1997. Good timing: CEO stock option awards and company new announcements. *Journal of Finance* 52(2) pp.449-476