

**Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ**



**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**  
**Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής**  
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**  
**«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»**

**Αμοιβές διευθύνοντα συμβούλου και ανάπτυξη εταιρειών**

**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 τον

**Γιώργο Κουκουλάκη**

Ηράκλειο

Ιούλιος 2016

## **Δήλωση αυθεντικότητας**

« 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 εκπαιδευτικός-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».

## **Τριμελής εξεταστική επιτροπή**

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

- Σταύρος Αρβανίτης (Επιβλέπων)
  
- Δημήτρης Τερζάκης (Μέλος)
  
- Φωτεινή Βούλγαρη-Ψιμάρνη (Μέλος)

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

## **Πρόλογος**

Οι συνεχείς, αυξανόμενες και πολλές φορές απρόβλεπτες αλλαγές σε διάφορους τομείς της οικονομίας έχει δημιουργήσει την ανάγκη περισσότερων μελετών για την ερμηνεία τόσο των οικονομικών φαινομένων που προξενούν τις αλλαγές αυτές όσο και τις επιπτώσεις τους σε ένα ευρύ φάσμα οικονομικών μεταβλητών. Με αφορμή τις επιδράσεις που έχουν προκαλέσει οι αλλαγές αυτές, η συγκεκριμένη εργασία επικεντρώθηκε στις αλλαγές που έχει επιφέρει η οικονομική κρίση στις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων. Ειδικότερα εξετάστηκε ο τρόπος με τον οποίο το μέγεθος των απολαβών των CEO έχει διακυμανθεί τα τελευταία χρόνια, αλλά και πως οι μεταβολές αυτές συνδέονται με συγκεκριμένους παράγοντες όπως τα οικονομικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων αλλά και τα χαρακτηριστικά των ίδιων των διευθυνόντων συμβούλων. Αναλυτικότερα εξετάστηκε ο βαθμός στον οποίο μεταβλητές όπως η θητεία του διευθύνοντα συμβούλου, η χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας, το μέγεθος της εταιρείας και ο δείκτης MB (Market to Book Value) επηρεάζουν τις απολαβές των CEO.

## **Περιεχόμενα**

<b>Εισαγωγή</b> .....	1
<b>Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup></b> Αρμοδιότητες, καθήκοντα, σύστημα αμοιβών διευθύνων συμβούλου...3	
1.1 Αρμοδιότητες και καθήκοντα διευθύνοντα συμβούλου.....	3
1.2 Σύστημα αμοιβών διευθύνοντα συμβούλου.....	20
1.3 Απολαβές διευθύνοντα συμβούλου και εταιρικά διαθέσιμα.....	27
<b>Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup></b> Θεωρίες απολαβών διευθυνόντων συμβούλων.....	29
2.1 Θεωρίες απολαβών.....	29
2.2 Επίδραση του φύλου στις απολαβές των ανώτατων στελεχών.....	36
2.3 Ο νόμος Sarbanes Oxley Act.....	44
<b>Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup></b> Προσδιοριστικοί παράγοντες των απολαβών και σύνδεση αμοιβών διευθύνοντα συμβούλου με το έργο του.....	52
<b>Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup></b> Βιβλιογραφική επισκόπηση.....	56
<b>Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup></b> Μεθοδολογία έρευνας.....	73
5.1 Δεδομένα δείγματος.....	73
5.2 Εξίσωση παλινδρόμησης.....	73
5.3 Χαρακτηριστικά του δείγματος.....	75
5.4 Εμπειρικά αποτελέσματα.....	76
<b>Συμπεράσματα</b> .....	80
<b>Βιβλιογραφία</b> .....	83

## **Abstract**

Over the last years extensive discussion has been made, including a variety of interpretations regarding the factors that caused the current economic crisis. Some of the studies have focused to policies implemented by various governments while others have concentrated in business practices. Regarding the second category, studies have emphasized, among others, the remuneration of directors and the factors associated with them. The specific study negotiates with various issues relating to salaries and their connection to the development of a company. In particular, concerns and impulses of this work, relate to the examination of the determinants of the top management remuneration and critical analysis created for high levels of remuneration.

The empirical study concerns European companies between the years 2000-2013. The model of the CEO's salary was assessed both by the method of ordinary least squares (OLS) and the method of generalized least squares (FGLS). The results showed that an increase in a company's asset leads to an increase in CEO salaries, however, a leverage increase leads to a decrease of CEO salaries. Furthermore, a significant finding revealed that the correlation between the CEO's salary and the Market to Book value of the firm (MB) is a concave curve, which means that compensation maximizes up to a specific point MB. Moreover, the dummy variable crisis that refers to the period 2009-2011, affected compensation negatively. It should be finally noted that the findings of this work are significantly consistent to the findings of other studies, although the number of these studies is inadequate in European level.

## Περίληψη

Στην περίοδο των τελευταίων ετών έχει γίνει εκτενής συζήτηση με ποικιλία ερμηνειών για τις αιτίες που οδήγησαν στην σημερινή οικονομική κρίση. Κάποιες από τις μελέτες που έγιναν έδωσαν το βάρος στις πολιτικές που εφάρμοσαν διάφορες κυβερνήσεις και κάποιες άλλες στις ακολουθούμενες πρακτικές των επιχειρήσεων. Αναφορικά με τη δεύτερη κατηγορία μελετών, έχει δοθεί έμφαση, μεταξύ άλλων, στις απολαβές των διευθυντικών στελεχών και στους παράγοντες που συνδέονται με αυτές. Η επικείμενη εργασία διαπραγματεύεται διάφορα θέματα που άπτονται των απολαβών και της συσχέτισής τους με την ανάπτυξη των εταιρειών. Ειδικότερα, οι προβληματισμοί και τα ερεθίσματα της εργασίας αυτής, σχετίζονται με την εξέταση των προσδιοριστικών παραγόντων των απολαβών των ανώτατων στελεχών και την ανάλυση της κριτικής που δημιουργήθηκε για τα υψηλά επίπεδα των απολαβών αυτών.

Η εμπειρική διερεύνηση αφορά ευρωπαϊκές επιχειρήσεις την περίοδο 2000-2013. Το υπόδειγμα των αποδοχών του CEO εκτιμήθηκε τόσο με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) όσο και με τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Από τα αποτελέσματα προέκυψε ότι η αύξηση του ενεργητικού των επιχειρήσεων οδηγεί σε αύξηση των απολαβών του CEO, αντιθέτως η αύξηση της δανειακής επιβάρυνσης οδηγεί σε μείωση των απολαβών του διευθύνοντα συμβούλου. Επιπλέον ένα πολύ σημαντικό εύρημα που προέκυψε είναι ότι η σχέση μεταξύ αποδοχών του CEO και της χρηματιστηριακής προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης (MB) είναι κοίλη, που σημαίνει ότι μέχρι ενός σημείου MB οι απολαβές μεγιστοποιούνται. Επίσης, η ψευδομεταβλητή crisis, που αφορά τη περίοδο 2009-2011, επηρέασε αρνητικά τις απολαβές. Αξίζει, τέλος, να σημειωθεί ότι τα ευρήματα της εργασίας συμφωνούν σε σημαντικό βαθμό με άλλες έρευνες που έχουν γίνει, οι οποίες ωστόσο είναι λίγες σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

## Εισαγωγή

Σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον όπου οι ισορροπίες είναι εύθραυστες και τα δεδομένα στον οικονομικό περίγυρο συνεχώς διαφοροποιούνται, αξιοσημείωτη είναι η μεταβολή στις απολαβές των στελεχών. Ειδικότερα, έχει παρατηρηθεί ότι οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων των επιχειρήσεων, τις μεταβολές που παρουσιάζουν χρονικά μέσα στην ίδια εταιρεία αλλά και μεταξύ των διαφόρων επιχειρήσεων, γεγονός που αποτελεί και το έρεισμα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας. Επίσης, ο σκοπός της εργασίας είναι η διερεύνηση του βαθμού συσχέτισης των οι απολαβών των CEO με τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης όπως είναι το μέγεθός της, ο βαθμός δανεισμού της και ο τρόπος αποζημίωσης των στελεχών της. Επιπλέον η εργασία εξετάζει και το ρόλο που διαδραματίζουν στο ύψος των απολαβών των CEO τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του διευθύνοντα συμβούλου όπως το επίπεδο μόρφωσης, η επαγγελματική του κατάρτιση και εμπειρία του και ο βαθμός εξάρτησής του από την συγκεκριμένη εταιρεία.

Στην αρχή της εργασίας γίνεται αναφορά στις αρμοδιότητες και τα καθήκοντα του διευθύνοντα συμβούλου, προκειμένου να γίνει κατανοητή η σπουδαιότητα του ρόλου στην επιχείρηση. Έπειτα γίνεται μία εκτενής αναφορά στο σύστημα απολαβών του CEO, δηλαδή ερμηνεύονται τα συστατικά από τα οποία αποτελούνται οι απολαβές του, παρουσιάζοντας επιπλέον και διάφορες θεωρίες αναφορικά με τις απολαβές των CEO. Στη συνέχεια εξετάζεται ο ρόλος που διαδραματίζει στις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων το φύλο του CEO και παρουσιάζονται διάφορες σχετικές έρευνες που έχουν γίνει με το θέμα αυτό. Έπειτα εξετάζεται πως γίνεται η σύνδεση των απολαβών των CEO με το έργο τους.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται εκτενώς οι εργασίες που έχουν γίνει κατά και καιρούς από διάφορους ερευνητές αναφορικά με το συγκεκριμένο ή παρόμοια θέματα και διατυπώνονται και τα ευρήματά τους. Ακολουθεί η μεθοδολογία έρευνας κατά την οποία διατυπώνεται ο τρόπος της οικονομετρικής ανάλυσης που έγινε. Πιο αναλυτικά, το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε αφορά 84 ευρωπαϊκές επιχειρήσεις που ανήκουν στον κλάδο του λογισμικού (software), τον κλάδο του υλικού (hardware) και τον φαρμακευτικό κλάδο (pharmaceutical). Τα δεδομένα συλλέχτηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson One και αφορούν την περίοδο 2000 έως 2013. Τα δεδομένα που συλλέχτηκαν και καταχωρήθηκαν σε δύο χωριστά φύλλα excel, στο πρώτο έγινε η



καταχώρηση των δεδομένων που αφορούσαν τα χαρακτηριστικά των CEO και στο δεύτερο έγινε η καταχώρηση των δεδομένων που αφορούσαν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Στη συνέχεια έγινε η ένωση των δύο φύλλων σε ένα και έπειτα έγινε η παλινδρόμηση. Ειδικότερα η εξίσωση παλινδρόμησης εκτιμήθηκε με βάση τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και με βάση τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS).

Επίσης ως νόμισμα για την διεξαγωγή των συμπερασμάτων ορίστηκε το ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι όλα τα νόμισμα μετατράπηκαν σε ευρώ και η μετατροπή έγινε με βάση την συναλλαγματική ισοτιμία στο τέλος του έτους. Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκαν οι απολαβές του CEO και ως ανεξάρτητες μεταβλητές η θητεία του CEO, η μόχλευση, το μέγεθος και ο δείκτης Market to Book Value της εταιρείας καθώς και η κρίση.

Τα ευρήματα της παλινδρόμησης υπογράμμισαν σε γενικές γραμμές τη σημασία που παίζουν οι συγκεκριμένες μεταβλητές στη διαμόρφωση του ύψους των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων. Ειδικότερα βρέθηκε ότι το μέγεθος της εταιρείας, ο δείκτης MB και η κρίση επηρεάζει θετικά το ύψος των απολαβών ενώ η μόχλευση έχει αρνητική επιρροή στις απολαβές των CEO. Όσον αφορά τη θητεία που κατέχει ο διευθύνων σύμβουλος στην συγκεκριμένη εταιρεία δεν παρουσίασε στατιστικά σημαντική σχέση και ως εκ τούτου δεν συμπεριλήφθηκε για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Επίσης ένα πολύ σημαντικό εύρημα είναι ότι υπάρχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο Mb μέχρι το οποίο οι απολαβές μεγιστοποιούνται ενώ μετά από αυτό παρουσιάζουν φθίνουσα πορεία.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι εταιρείες μεγάλου μεγέθους, εξαιτίας της πολυπλοκότητας της δομής και λειτουργίας τους έχουν την ανάγκη για πρόσληψη κατάλληλα εκπαιδευμένων και ανάλογα αμειβόμενων στελεχών. Ακόμα, ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι μεταβολές στον οικονομικό περίγυρο της εκάστοτε επιχείρησης, έχουν θέσει για τις επιχειρήσεις ως επιτακτική την ανάγκη για πρόσληψη στελεχών που έχουν ειδίκευση στην πρόληψη μέτρων αντιστάθμισης στις μεταβολές και στην διαχείριση κρίσεων που πλήττουν την επιχείρηση σε διάφορους τομείς της.

## **Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Αρμοδιότητες, καθήκοντα, σύστημα αμοιβών διευθύνοντα συμβούλου**

### **1.1 Αρμοδιότητες και καθήκοντα διευθύνοντα συμβούλου**

Ο διευθύνων σύμβουλος (Chief Executive Officer) είναι συνήθως το πιο υψηλόβαθμο εταιρικό στέλεχος (εκτελεστικό ή διαχειριστής) το οποίο είναι υπεύθυνο για τη διαχείριση μιας κερδοσκοπικής επιχείρησης. Ο διευθύνων σύμβουλος μιας εταιρείας είναι υποχρεωμένος να δίνει αναφορά στο διοικητικό συμβούλιο και οφείλει να μεγιστοποιεί την αξία του οργανισμού.

Σχετικά με τα χαρακτηριστικά των διευθυνόντων συμβούλων παρατηρείται μία σημαντική αύξηση των CEO που έχουν στην κατοχή τους ένα δίπλωμα MBA. Πιο συγκεκριμένα ενώ την δεκαετία του 1960 περίπου ένα ποσοστό της τάξεως του 10% των CEO κατείχαν δίπλωμα MBA, το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στο 50% περίπου προς το τέλος της δεκαετίας του 1990. Αυτό που συνέβαινε είναι ότι παλαιότερα οι διευθύνοντες σύμβουλοι είχαν στην κατοχή τους ένα πτυχίο πανεπιστημίου με αντικείμενο την επιστήμη, την τεχνολογία ή τους νόμους.

Ένα χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών είναι ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι διατηρούν τις θέσεις τους για λιγότερο χρονικό διάστημα. Συγκεκριμένα έχει παρατηρηθεί από τη δεκαετία του 1970 ότι η μέση χρονική διάρκεια παραμονής μίας επιχείρησης στο δείκτη S&P 500 έχει μειωθεί από τα τριάντα περίπου χρόνια στα 15 χρόνια. Παράλληλα παρατηρήθηκε ότι για πάνω από μία δεκαετία η θητεία ενός διευθύνοντος συμβούλου έχει περιοριστεί περίπου κάτω από τα τέσσερα χρόνια. Αυτός όμως ο περιορισμός του χρονικού ορίζοντα των διευθυνόντων συμβούλων έρχεται σε σύγκρουση με τις απαιτήσεις των μετόχων αλλά και κυρίως των πρόσφατων οικονομικών καταστάσεων. Ειδικότερα οι απαιτήσεις αυτές αναλύονται στην απαίτηση από τα κορυφαία στελέχη να αυξήσουν τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης σε όσο το δυνατόν μικρότερο χρονικό διάστημα. Επίσης έχει παρατηρηθεί ότι για πάνω από μία δεκαετία οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων τείνουν να αποτελούνται από μετοχές και δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών αντί για μετρητά όπως συνηθίζονταν παλαιότερα.

Σε αρκετές ευρωπαϊκές χώρες υπάρχουν δύο χωριστά συμβούλια: το εκτελεστικό συμβούλιο και το εποπτικό συμβούλιο. Το εκτελεστικό συμβούλιο ασχολείται με τις

καθημερινές δραστηριότητες ενώ το εποπτικό συμβούλιο ασχολείται με θέματα εποπτείας. Το εποπτικό συμβούλιο ορίζεται από τους μετόχους. Ο διευθύνων σύμβουλος (Chief Executive Officer) προεδρεύει του εκτελεστικού συμβουλίου και ο πρόεδρος (Chairman) εποπτεύει του εποπτικού συμβουλίου. Πρέπει να σημειωθεί ότι διαφορετικά πρόσωπα ηγούνται των δύο αυτών θέσεων. Αυτός ο διαχωρισμός των συμβουλίων και κατ' επέκταση ο έλεγχός τους από διαφορετικά πρόσωπα ουσιαστικά αποσκοπεί πρώτον στον διαχωρισμό της διοίκησης από το εκτελεστικό συμβούλιο και διακυβέρνησης από το εποπτικό συμβούλιο και δεύτερον στην αποφυγή συγκέντρωσης τόσο μεγάλης εξουσίας στα χέρια ενός μόνο προσώπου.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής το διοικητικό συμβούλιο ισοδυναμεί με το εποπτικό συμβούλιο ενώ το εκτελεστικό συμβούλιο συνήθως ισοδυναμεί με την εκτελεστική επιτροπή. Επίσης στις ΗΠΑ ο διευθύνων σύμβουλος είναι ο πιο γνωστός τύπος διευθυντικού στελέχους εντός της επιχείρησης. Για παράδειγμα ο εταιρικός νόμος για τη γνωστοποίηση στη Καλιφόρνια ορίζει ως διευθυντικά στελέχη τα πέντε πιο υψηλά αμειβόμενα στελέχη, χωρίς να είναι μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Στην περίπτωση της ατομικής επιχείρησης ο διευθύνων σύμβουλος είναι ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης, ενώ στην περίπτωση μίας πολυπρόσωπης εταιρείας το διευθυντικό στέλεχος μπορεί να είναι ένας εταίρος διαχειριστής, ένας ανώτερο στέλεχος ή ένας διοικητικός εταίρος. Τέλος στην περίπτωση της εταιρείας περιορισμένης ευθύνης διευθυντικό στέλεχος μπορεί να είναι ένα μέλος, ένας μάνατζερ ή ένα στέλεχος.

Ο όρος «διευθύνων σύμβουλος», χρησιμοποιείται στις ΗΠΑ, κατά κύριο λόγο σε επιχειρήσεις στον επιχειρηματικό κλάδο ενώ ο όρος «εκτελεστικός διευθυντής» χρησιμοποιείται στον κλάδο των μη κερδοσκοπικών επιχειρήσεων. Αντίθετα στο Ηνωμένο Βασίλειο ο όρος «εκτελεστικός διευθυντής» (πιο σπάνια χρησιμοποιείται ο όρος «διευθύνων σύμβουλος») χρησιμοποιείται και στους δύο κλάδους, των κερδοσκοπικών και των μη κερδοσκοπικών επιχειρήσεων. Ο όρος διευθυντής, από το 2013, αναφερόμενος σε ανώτερο στέλεχος της διοίκησης μίας φιλανθρωπικής οργάνωσης αποφεύγεται να χρησιμοποιείται προκειμένου να μην δημιουργηθεί σύγχυση με τα εκ του νόμου καθήκοντα και αρμοδιότητες μιας τέτοιας περίπτωσης στελέχους που συνήθως είναι θέσεις άνευ αποδοχών.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Chief\\_executive\\_officer](http://en.wikipedia.org/wiki/Chief_executive_officer)

Ο διευθύνων σύμβουλος είναι μία από τα πιο περιζήτητες θέσεις μέσα στην επιχείρηση αλλά και από εκείνα τα επαγγέλματα που είναι δύσκολο να κατανοηθεί η φύση τους και το περιεχόμενό τους. Για παράδειγμα πολλοί ίσως πιστεύουν ότι ένας διευθύνων σύμβουλος είναι παντοδύναμος και έχει τη δυνατότητα να λύσει οποιοδήποτε πρόβλημα προκύψει στην επιχείρηση. Για αυτό θα πρέπει να δοθεί μία αρχική και γενική ερμηνεία για την περιγραφή του επαγγέλματος αυτού. Ο διευθύνων σύμβουλος λοιπόν έχει ως κύριο στόχο να καλύψει τις ανάγκες των εργαζομένων, των πελατών, των επενδυτών και να εκπληρώσει τις απαιτήσεις του νόμου.

Βέβαια κάποιες αρμοδιότητες μπορούν να ανατεθούν σε άλλα πρόσωπα μέσα στον οργανισμό, ωστόσο οι κύριες δραστηριότητες του διευθύνοντα συμβούλου πρέπει να καλύπτονται από τον ίδιο. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η δημιουργία της κουλτούρας, η δημιουργία της ανώτερης ομάδας διοίκησης, η τακτική για τη δημιουργία πηγών χρηματοδότησης καθώς και η εκπροσώπηση της εταιρείας γίνεται από τον ίδιο τον διευθύνοντα σύμβουλο. Για αυτό και ο διευθύνων σύμβουλος είναι υπεύθυνος για την επιτυχία ή την αποτυχία μιας επιχείρησης. Ενδεχομένως να υποστηρίζεται η άποψη ότι ο πιο σημαντικός σκοπός που πρέπει να επιτύχει ο διευθύνων σύμβουλος είναι η εξασφάλιση πηγών χρηματοδότησης. Όμως αν και είναι αρκετά σημαντική αυτή η δραστηριότητα, ο διευθύνων σύμβουλος θα πρέπει πρωτίστως να συμβάλει στη δημιουργία μίας ισχυρής επιχείρησης χρησιμοποιώντας τα χρήματα από τα κέρδη της επιχείρησης. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό καθώς με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση θα μπορεί να σταθεροποιηθεί στο χρόνο και εν συνεχεία να χρησιμοποιήσει διάφορες πηγές χρηματοδότησης για την επέκταση των δραστηριοτήτων της (Stever Robbins, 2006).

#### Καθορισμός της στρατηγικής και οράματος

Στη συνέχεια γίνεται μία ανάλυση για τους γενικότερους στόχους που πρέπει να θέτει ο διευθύνων σύμβουλος μίας εταιρείας. Ο κύριος στόχος του διευθύνοντα συμβούλου είναι να ορίσει το όραμα και τη στρατηγική της επιχείρησης, καθορίζοντας έτσι την ταυτότητα της επιχείρησης. Η ανώτερη ομάδα διοίκησης σαφώς και θα συμβάλει με τις γνώσεις και τις ιδέες του κάθε στελέχους στην ανάπτυξη του στρατηγικού προγράμματος. Επίσης αναφορικά με τη χάραξη στρατηγικής, οι επενδυτές φυσικά και παίζουν ρόλο αφού εκείνοι θα εγκρίνουν ή όχι, το επιχειρηματικό πλάνο. Ωστόσο

ο διευθύνων σύμβουλος είναι εκείνος που τελικά θα πρέπει να ορίσει την στρατηγική κατεύθυνση της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να αποφασίσει σε ποιες αγορές θα πρέπει να εισχωρήσει η επιχείρηση, με βάση ποια προϊόντα θα δραστηριοποιηθεί, απέναντι σε ποιους ανταγωνιστές αλλά και πώς θα καταφέρει να διαφοροποιηθεί από τους ανταγωνιστές για να αποκτήσει κάποιο στρατηγικό πλεονέκτημα έναντι αυτών. Επίσης ο διευθύνων σύμβουλος ορίζει τους προϋπολογισμούς, δημιουργεί εταιρικές σχέσεις και προσλαμβάνει μία ομάδα για να διευθύνει την επιχείρηση (Stever Robbins, 2006).

### Δημιουργία κουλτούρας

Επίσης σημαντικό καθήκον του διευθύνοντα συμβούλου είναι η δημιουργία της κουλτούρας της επιχείρησης. Η οικοδόμηση μίας ισχυρής κουλτούρας εντός της επιχείρησης είναι πολύ σημαντικό καθώς για να προοδεύει η επιχείρηση απαιτούνται στελέχη κατάλληλα με ισχυρή προσωπικότητα και υπόβαθρο γνώσεων και εμπειρίας. Αυτό σημαίνει ότι ένα υγιές και εξαιρετικό περιβάλλον αποτελεί σημαντικό λόγο προσέλκυσης αξιόπιστων προσώπων με επάρκεια γνώσεων και εμπειρίας, αλλά επίσης συμβάλει στην εξασφάλιση της παραμονής τους στην επιχείρηση. Αντίθετα εάν υπάρχει μία κουλτούρα μέσα στην επιχείρηση που δεν παρέχει τα κίνητρα και τις προϋποθέσεις άψογης συνεργασίας στο εσωτερικό της, τότε τα στελέχη που προορίζονται για αυτές τις σημαντικές θέσεις θα προτιμήσουν να στελεχώσουν κάποια άλλη επιχείρηση που θα τους παρέχει καταλληλότερο περιβάλλον εργασίας.

Η οικοδόμηση της κουλτούρας σε ένα οργανισμό μπορεί να επιτευχθεί με πολλούς τρόπους, αλλά ο διευθύνων σύμβουλος είναι εκείνος που τελικά θα δώσει το στίγμα του για τη κουλτούρα του οργανισμού. Για παράδειγμα κάθε δραστηριότητα, πρωτοβουλία ή αδράνεια του διευθύνοντα συμβούλου εκπέμπει από μόνη της συγκεκριμένα μηνύματα στα στελέχη της επιχείρησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο τρόπος ντυσίματος εντός της επιχείρησης μπορεί να ερμηνεύσει το πόσο επίσημο είναι το περιβάλλον εργασίας. Επίσης ο τρόπος που ο διευθύνων σύμβουλος αντιμετωπίζει τα λάθη που μπορεί να γίνουν μέσα στην επιχείρηση, δηλαδή θεωρεί τα λάθη αυτά ως αποτυχία ή τα χρησιμοποιεί για ανατροφοδότηση των νέων εγχειρημάτων. Αυτό συνεπάγεται ότι τα στελέχη θα πρέπει ανάλογα να

προσαρμόσουν το μέγεθος της ανάληψης ρίσκου αναφορικά με τις επενδυτικές τους προτάσεις για την επιχείρηση.

Επιπλέον οι ενέργειες του διευθύνοντα συμβούλου όπως: ποια στελέχη έχει απολύσει, ποιες πράξεις ανέχεται και ποιες άλλες ενέργειες ανταμείβει, συμβάλουν σε σημαντικό βαθμό στη διαμόρφωση της κουλτούρας στον οργανισμό. Για παράδειγμα ο διευθύνων σύμβουλος θα πρέπει να επιβραβεύει την εργασία εφόσον την θεωρεί σημαντική διότι με αυτό τον τρόπο δείχνει πόσο σημαντική είναι η ομάδα στελέχωσης του για εκείνον και δίνει κίνητρο σε κάθε στέλεχος χωριστά να συνεχίσει το έργο του προς τη σωστή κατεύθυνση. Το σημαντικό στο θέμα της επιβράβευσης είναι ότι όσο σημαντικό κίνητρο αποτελεί η επιβράβευση στα στελέχη για τη σκληρή εργασία τους ή την επίτευξη ενός στόχου, τόσο η έλλειψη αναγνώρισης της αξίας τους και της εργασίας τους αποτελεί αντικίνητρο και τους αποθαρρύνει να εργαστούν σκληρότερα την επόμενη φορά.<sup>2</sup>

#### Σύνθεση ανώτατης ομάδας διοίκησης

Μία άλλη σημαντική αρμοδιότητα του διευθύνοντα συμβούλου είναι η σύνθεση της ανώτατης ομάδας διοίκησης. Ουσιαστικά ο διευθύνοντας σύμβουλος είναι υπεύθυνος για την πρόσληψη, την απόλυση και την καθοδήγηση της ανώτατης ομάδας διοίκησης. Η ομάδα διοίκησης είναι με τη σειρά της υπεύθυνη για την πρόσληψη, την απόλυση και τη καθοδήγηση του υπόλοιπου προσωπικού της επιχείρησης. Ο διευθύνοντας σύμβουλος πρέπει να είναι ικανός να προσλαμβάνει αποδοτικά στελέχη και ταυτόχρονα να απολύει στελέχη της διοίκησης που δεν είναι αποδοτικά. Επίσης οφείλει να λειτουργεί ως μεσολαβητής προκειμένου να επιλύει τις τυχόν διαφορές που προκύπτουν ανάμεσα στα στελέχη της ανώτατης διοίκησης και να τους κατευθύνει να εργαστούν μαζί και για ένα κοινό σκοπό. Για να τους ωθήσει σε μία ενιαία κατεύθυνση θα πρέπει να επικοινωνήσει τη στρατηγική και το όραμα της επιχείρησης στα στελέχη, διότι η στρατηγική είναι αυτή που θέτει και την κατεύθυνση. Μέσω λοιπόν μίας κοινής κατεύθυνσης η ομάδα διοίκησης μπορεί να συσπειρωθεί στην προσπάθεια για την επίτευξη του κοινού σκοπού που είναι η αύξηση της αξίας της επιχείρησης.

---

<sup>2</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Organizational\\_culture](http://en.wikipedia.org/wiki/Organizational_culture)

Το όραμα της επιχείρησης ουσιαστικά προσδιορίζει τους στόχους της επιχείρησης αλλά οι αξίες που ο διευθύνοντας σύμβουλος επικοινωνεί εντός του προσωπικού μέσω των δράσεων και των αντιδράσεων του στους άλλους, είναι αυτές που θα προσδιορίσουν πώς η επιχείρηση θα ικανοποιήσει τους στόχους αυτούς (Stever Robbins, 2006).

#### Κατανομή κεφαλαίων επιχείρησης

Ένα άλλο καθήκον του διευθύνοντα συμβούλου είναι η κατανομή των κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι ο διευθύνοντας σύμβουλος προσδιορίζει τους προϋπολογισμούς εντός της επιχείρησης. Συγκεκριμένα χρηματοδοτεί σχέδια τα οποία υπηρετούν τη στρατηγική της επιχείρησης και απορρίπτει εκείνα που θεωρεί ότι απομακρύνονται από της στρατηγική και οδηγούν σε πιθανές ζημιές. Επίσης εξετάζει προσεκτικά τις μεγάλες δαπάνες της επιχείρησης και διαχειρίζεται το κεφάλαιο της εταιρείας. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο διευθύνοντας σύμβουλος οφείλει να επιστρέψει στους μετόχους της επιχείρησης για ένα ευρώ κεφαλαίου τουλάχιστον ένα ευρώ απόδοση. Για το λόγο αυτό οι διευθύνοντες σύμβουλοι είναι εκείνοι που με τις αποφάσεις τους καθορίζουν τη χρηματοοικονομική πορεία της επιχείρησης.

#### Λοιπές αρμοδιότητες διευθύνοντα συμβούλου

Οι αρμοδιότητες ενός διευθύνοντος συμβούλου μιας επιχείρησης καθορίζονται από διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης ή από κάποια άλλη αρχή και βασίζονται στη νομική οργάνωση της εταιρείας. Οι αρμοδιότητες μπορεί να είναι εκτεταμένες ή περιορισμένες, ανάλογα με τις απαιτήσεις των μετόχων και κατοχυρώνονται από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Ενδεικτικά ο διευθύνων σύμβουλος έχει συνήθως τις αρμοδιότητες του διευθυντή, του υπεύθυνου λήψης αποφάσεων, του ηγέτη και μάνατζερ και του εκτελεστικού οργάνου.

Ειδικότερα ο διευθύνων σύμβουλος από τη θέση του διευθυντή της εταιρείας έχει τη εξουσία εκπροσώπησης της στα ενδιαφερόμενα μέρη ενώ παράλληλα ασχολείται με την οργάνωση της επιχείρησης και με τη διευθέτηση διαφόρων ζητημάτων των εργαζομένων. Επιπλέον ο διευθύνων σύμβουλος, ως στέλεχος λήψης αποφάσεων, ασχολείται με τη λήψη σημαντικών αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική και τη πολιτική της επιχείρησης. Επίσης ως ηγέτης, ο διευθύνων σύμβουλος δίνει συμβουλές

στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας, παρακινεί τους εργαζομένους και γενικότερα ωθεί προς την αλλαγή μέσα στον οργανισμό. Τέλος ως μάνατζερ ο διευθύνων σύμβουλος προεδρεύει των καθημερινών εργασιών που γίνονται εντός της επιχείρησης.

Τυπικά κάθε διευθύνων σύμβουλος έχει διάφορα υφιστάμενα στελέχη τα οποία έχουν συγκεκριμένες αρμοδιότητες. Τα πιο γνωστά υφιστάμενα στελέχη είναι: προϊστάμενος διοικητικών υπηρεσιών, διευθύνων σύμβουλος μάρκας προϊόντος, διευθύνων σύμβουλος ανάπτυξης επιχείρησης, οικονομικός διευθυντής, γενικός διευθυντής, διευθύνων σύμβουλος πωλήσεων, υπεύθυνος μάρκετινγκ, ο επικεφαλής πληροφοριών, ο επικεφαλής επικοινωνιών, ο νομικός σύμβουλος της εταιρείας, ο διευθύνων σύμβουλος τεχνολογίας, ο διευθύνων σύμβουλος συμμόρφωσης, ο επικεφαλής εταιρικού κινδύνου, ο διευθυντής ελέγχου, ο διευθύνων σύμβουλος προσωπικού, ο γενικός εμπορικός διευθυντής, ο διευθύνων σύμβουλος ασφάλειας πληροφοριών, ο διευθύνων σύμβουλος λογιστικών, ο διευθύνων σύμβουλος αναλύσεων, ο διευθύνων σύμβουλος στρατηγικής και ο διευθύνων σύμβουλος διαδικτύου.

Τα νοσοκομεία και οι οργανισμοί υγειονομικής περίθαλψης συνήθως έχουν ένα διευθύνων σύμβουλο ιατρικών συμβουλών, ένα διευθύνων σύμβουλος νοσηλευτικής και ένα σύμβουλο πληροφοριών ιατρικής (Stever Robbins, 2006).

### **Αξιολόγηση του διευθύνοντος συμβούλου**

Η αξιολόγηση ενός διευθύνοντα συμβούλου προϋποθέτει αφενός μεν την περιγραφή της εργασίας, αφετέρου δε το σύστημα αξιολόγησης εντός της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι η περιγραφή της εργασίας αποτελεί αναγκαία αλλά όχι ικανή προϋπόθεση για την αξιολόγηση ενός διευθύνοντα συμβούλου, διότι τα κριτήρια αξιολόγησης είναι αυτά που εν τέλει θα κρίνουν την επιτυχία του ανώτατου στελέχους.

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι η αξιολόγηση ενός διευθύνοντα συμβούλου διαφέρει ουσιωδώς από την απόδοση άλλων στελεχών με συγκεκριμένες αρμοδιότητες. Ένα απλοποιημένο παράδειγμα για την κατανόηση της διαφοράς αυτής είναι η περίπτωση μίας γραμματέας. Δηλαδή η απόδοση της γραμματέας θα αξιολογηθεί ανάλογα με το



συγκεκριμένο στόχο που της έχει ανατεθεί, που μπορεί να είναι να γράφει στον υπολογιστή της 100 λέξεις το λεπτό. Συνεπώς αν δεν μπορεί να ανταποκριθεί σε αυτό και είναι μονίμως κάτω των 100 λέξεων τότε θα χάσει την δουλειά της. Παρόμοιο παράδειγμα είναι η περίπτωση ενός πωλητή μίας επιχείρησης, δηλαδή αν ο πωλητής αυτός αποτυγχάνει επανειλημμένως να συγκεντρώσει τον ελάχιστο αριθμό πωλήσεων τότε θα απολυθεί. Ωστόσο όσον αφορά την αξιολόγηση ενός διευθύνοντα συμβούλου αυτή διαφέρει σημαντικά από την αξιολόγηση των προαναφερθέντων επαγγελματιών. Αυτό συμβαίνει διότι η αξιολόγηση ενός διευθύνοντα συμβούλου συνήθως δεν περιλαμβάνει συγκεκριμένα επίπεδα απόδοσης. Όμως ακόμα και όταν έχουν οριστεί κάποια επίπεδα απόδοσης, αυτά είναι ασαφή ή δεν εφαρμόζονται ακόμα και στη περίπτωση που παρατηρούνται σοβαρές ελλείψεις απόδοσης.

Επίσης κάθε στέλεχος έχει κάποιον ανώτερο από αυτόν σε επίπεδο ιεραρχίας, που σημαίνει ότι το εκάστοτε στέλεχος είναι στη διάθεση του προϊσταμένου του να τον αξιολογήσει. Ωστόσο αυτό δεν συμβαίνει στην περίπτωση ενός διευθύνοντος συμβούλου ο οποίος ελέγχεται τυπικά από το διοικητικό συμβούλιο. Το διοικητικό συμβούλιο, λοιπόν, σπάνια διενεργεί αξιολόγηση για τον εαυτό και συνεπώς δεν απαιτείται να λογοδοτήσει σε ενδεχόμενη πτώση της απόδοσης της εταιρείας. Επιπλέον οι σχέσεις ενός διευθύνοντα συμβούλου με το διοικητικό συμβούλιο είναι συνήθως καλές ενώ μία δυσμενή αξιολόγηση εκ μέρους του διοικητικού συμβουλίου για τον CEO θα προκαλούσε ερωτήματα για την ορθότητα της απόφασης του ίδιου του συμβουλίου αφού αυτό διόρισε το συγκεκριμένο άτομο στη θέση αυτή.

Θα πρέπει επίσης, να σημειωθεί ότι τα στελέχη στις άλλες, κατώτερες στην πυραμίδα θέσεις εργασίας μέσα στην επιχείρηση, χρησιμοποιούν την εσωτερική αξιολόγηση που προέρχεται από το εσωτερικό της επιχείρησης. Όμως στην περίπτωση των διευθυνόντων συμβούλων είναι δύσκολο τα στελέχη να δηλώσουν ότι ο διευθύνοντας σύμβουλος δεν είναι ικανός να λαμβάνει σωστές αποφάσεις, ότι περιορίζει την εξουσία των στελεχών του και δεν έχει επικοινωνιακό χάρισμα. Αλλά ακόμα και αν ο διευθύνοντας σύμβουλος ζητήσει να αξιολογηθεί από τα στελέχη του, τα στελέχη έχουν κίνητρο να δώσουν μία θετική αξιολόγηση διότι κάτι διαφορετικό από αυτό μπορεί να υπονομεύσει την θέση τους στην επιχείρηση. Αλλά και στην περίπτωση που προκύψει αρνητική αξιολόγηση για τον διευθύνοντα σύμβουλο, κανείς δεν θα

είναι σε θέση να επιβάλει κάποια ποινή ή να κάνει κάποια σύσταση στο διευθύνοντα σύμβουλο.

Τυπικά αρμόδιο όργανο επίβλεψης του διευθύνοντα συμβούλου είναι το διοικητικό συμβούλιο. Ωστόσο το διοικητικό συμβούλιο μπορεί μεν να αξιολογεί την απόδοση του ανώτατου στελέχους, αλλά εξετάζει την απόδοσή του στελέχους κυρίως με βάση την τιμή της μετοχής και της στρατηγικής της επιχείρησης. Η τιμή της μετοχής μπορεί να δίνει απάντηση στο ερώτημα αν η επιχείρηση δεν πηγαίνει καλά, αλλά δεν μπορεί να απαντήσει στις αιτίες του προβλήματος. Άρα το διοικητικό συμβούλιο δεν αξιολογεί τις καθημερινές δραστηριότητες και ενέργειες του διευθύνοντα συμβούλου, πράγμα που είναι και το μείζον, διότι αυτές οδηγούν μία επιχείρηση στην επιτυχία ή στην αποτυχία. Συνεπώς η ήπια αντιμετώπιση της απόδοσης του ανώτατου στελέχους αυξάνουν την αυτοπεποίθηση του διευθύνοντα συμβούλου παρόλο που μπορεί να ακολουθεί λάθος πορεία.

Από την άλλη μεριά οι αξιολογήσεις από εξωτερικές εταιρείες αξιολογούν την απόδοση της επιχείρησης, χωρίς όμως να συσχετίζουν την απόδοση αυτή με τις ενέργειες του διευθύνοντα συμβούλου. Συνεπώς αυτό που μπορεί να λεχθεί είναι ότι για την αξιολόγηση του διευθύνοντα συμβούλου θα πρέπει να αξιολογηθούν τα βασικά καθήκοντα του, όπως περιγράφηκαν παραπάνω. Ωστόσο από αυτά τα καθήκοντα του, μόνο η κατανομή του κεφαλαίου μπορεί να αξιολογηθεί σε ικανοποιητικό βαθμό, διότι η καθοδήγηση της διοικητικής ομάδας, το χτίσιμο του οράματος και της στρατηγικής της επιχείρησης είναι στοιχεία που από τη φύση του δεν μπορούν να μετρηθούν αξιόπιστα.<sup>3</sup>

### **Αξιολόγηση επιμέρους καθηκόντων**

Πιο συγκεκριμένα αναφορικά με το όραμα, ο διευθύνοντας σύμβουλος δεν αρκεί απλά να καθορίσει το όραμα μέσα στην επιχείρηση. Αυτό συμβαίνει διότι το πιο σημαντικό είναι να επικοινωνήσει αυτό το όραμα στα στελέχη της ομάδας διοίκησης, έτσι ώστε τα στελέχη να κάνουν τις καθημερινές δραστηριότητες τους με ένα τέτοιο τρόπο που θα εξυπηρετεί το όραμα της επιχείρησης. Σε διαφορετική περίπτωση τα

---

<sup>3</sup> <http://www.boardroommetrics.com/library/corporate-governance/ceo-performance-evaluation>

στελέχη δεν θα είναι σε θέση να συνδέσουν το όραμα με τις δραστηριότητες τους, γεγονός που θα απομακρύνει την επιχείρηση από την υλοποίηση του οράματός της. Αυτό συμβαίνει διότι ο τρόπος που ακολούθησε ο διευθύνοντας σύμβουλος για να επικοινωνήσει το όραμα στα στελέχη του ήταν λάθος, με αποτέλεσμα τα στελέχη να μην είναι σε θέση να ακολουθήσουν το όραμα στην πραγματική τους εργασία. Αυτό που μπορεί να κάνει ο διευθύνοντας σύμβουλος προκειμένου να διαπιστώσει αν έχει καταφέρει τελικά να επικοινωνήσει το όραμα στα στελέχη του είναι να κάνει ερωτήσεις στα στελέχη σχετικά με το πώς εκείνα αντιλαμβάνονται και συνδέουν το όραμα της επιχείρησης στις καθημερινές τους δραστηριότητες.

Επίσης όσον αφορά την αξιολόγηση του διευθύνοντα σύμβουλου ως προς τον τρόπο που έχει δομήσει την εταιρική κουλτούρα μπορούν να χρησιμοποιηθούν διάφορα κριτήρια. Ενδεικτικά μελέτες έχουν δείξει ότι κριτήρια όπως η διαφάνεια, οι αξίες και η ηθική μπορούν να αποτελέσουν ένα μέτρο αξιολόγησης της κουλτούρας της επιχείρησης. Ένας απλός τρόπος για να διαπιστωθεί πόσο ισχυρή επίδραση έχει η κουλτούρα στον οργανισμό είναι η παρακολούθηση συγκεκριμένων ενεργειών και συμπεριφορών. Για παράδειγμα αν το σύνολο σχεδόν του ανθρώπινου δυναμικού ανυπομονεί να δουλέψει, και δύσκολα εγκαταλείπει την εργασία του ή αν η επιχείρηση μπορεί να βρει εύκολα κορυφαία στελέχη προσφέροντας αμοιβές χαμηλότερες από το μέσο όρο της αγοράς, αυτά σημαίνουν ότι η επίδραση της κουλτούρας της επιχείρησης έχει πολύ ισχυρό αντίκτυπο στο χώρο της αγοράς. Αντίθετα αν παρατηρείται ότι αρκετά στελέχη, κυρίως της ανώτατης ομάδας διοίκησης εγκαταλείπουν τη θέση τους στην επιχείρηση, αυτό ενδεχομένως να υποκρύπτει έλλειψη ισχυρής κουλτούρας στην επιχείρηση.

Όσον αφορά την επιτυχία του διευθύνοντα συμβούλου στην απόδοση της ομάδας διοίκησης, αυτή μπορεί να αξιολογηθεί από την ίδια την ομάδα. Επίσης ο διευθύνοντας σύμβουλος μπορεί να εκτιμήσει την αποδοτικότητα της ομάδας του χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις που αφορούν συγκεκριμένες συμπεριφορές. Για παράδειγμα σε ποιο βαθμό μπορεί ο διευθύνοντας σύμβουλος να εμπιστευτεί την ομάδα του, αν το κάθε στέλεχος της ομάδας εκπληρώνει το έργο που του έχει ανατεθεί εγκαίρως και αν κάθε στέλεχος ξέρει ακριβώς τι πρέπει να κάνει έτσι ώστε να ανταποκριθεί στις προσδοκίες του προϊσταμένου του. Επίσης η αυτό-αξιολόγηση της ομάδας διοίκησης σαφώς και μπορεί να βοηθήσει τον διευθύνοντα σύμβουλο

προκειμένου να παρακολουθήσει και να αξιολογήσει την πρόοδο της ομάδας του αλλά και να βελτιώσει τις ικανότητες των στελεχών έτσι ώστε να συνεχίσουν την καλή πορεία τους.

Όπως διατυπώθηκε αρχικά, το πιο εύκολα μετρήσιμο καθήκον του διευθύνοντα συμβούλου είναι η ικανότητά του για κατανομή του κεφαλαίου της επιχείρησης. Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη των περισσότερων επιχειρήσεων δημοσιοποιούνται δημόσια, όπως τα κέρδη και η τιμή της μετοχής. Ωστόσο το ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι κατά πόσο τα μεγέθη αυτά συνδέονται και σε ποιο βαθμό με τις αποφάσεις και τις ενέργειες του διευθύνοντα συμβούλου. Μπορεί ο ίδιος ο διευθύνων σύμβουλος να υιοθετήσει συγκεκριμένα μέτρα για την αξιολόγηση της δουλειάς του. Με αυτά τα μέτρα μπορεί ο διευθύνων σύμβουλος να καταφέρει να συνδέει τις αποφάσεις για τον προϋπολογισμό με τα αποτελέσματα της επιχείρησης. Επίσης πολλές φορές χρησιμοποιούνται τα πλέον συνηθισμένα μέτρα όπως η προστιθέμενη οικονομική αξία και η απόδοση κεφαλαίου. Γενικά ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να επιστρέφει στους μετόχους αξία μεγαλύτερη του ενός ευρώ για κάθε ένα ευρώ που επενδύθηκε από αυτούς (Stever Robbins, 2006).

### **Παγίδες στις οποίες μπορεί να υποπέσει ένας διευθύνων σύμβουλος**

Όπως είναι γνωστό κάθε άτομο που διαθέτει ισχυρή εξουσία μπορεί η εξουσία αυτή να τον διαφθείρει. Έτσι λοιπόν και ο διευθύνων σύμβουλος έχοντας τόσο ισχυρή δύναμη μέσα σε μία επιχείρηση και παράλληλα χωρίς να έχει καμία ουσιαστική υποχρέωση να λογοδοτήσει για τις πράξεις του, μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση σε μία πτωτική πορεία χωρίς ο ίδιος να το συνειδητοποιήσει. Η άλλη περίπτωση βέβαια είναι ο διευθύνων σύμβουλος να μην έχει καταλάβει σαφώς τα καθήκοντά του, να μην έχει φτιάξει κατάλληλα συστήματα αξιολόγησης και να οδηγήσει την εταιρεία πάλι στην ίδια δυσχερή οικονομική κατάσταση. Ωστόσο όποια και αν είναι η αιτία που μπορεί να οδηγήσει στην αποτυχία ενός διευθύνοντα συμβούλου και κατ' επέκταση της ίδιας της επιχείρησης, ο διευθύνων σύμβουλος οφείλει να αποφύγει τις όποιες παγίδες μπορεί να εμφανιστούν μπροστά του.

Μία παγίδα στην οποία μπορεί να υποπέσει ο διευθύνων σύμβουλος είναι να εξωτερικεύει συνεχώς τις ευθύνες, δηλαδή να αποποιείται ο ίδιος την ευθύνη και να

την προσδίδει σε άλλους. Αυτό όμως μπορεί να οδηγήσει τον διευθύνοντα σύμβουλο στην αλαζονεία. Επίσης ενδέχεται ο CEO να θεωρεί ότι ο επαγγελματικός τίτλος που κατέχει του προσφέρει κατά μία έννοια, το αλάθητο. Έτσι πολλές φορές όταν κάτι δεν γίνει σωστά, ο διευθύνων σύμβουλος μπορεί να επιρρίψει ευθύνες σε όλους τους άλλους εξαιρώντας τον εαυτό του, προβάλλοντας διάφορες δικαιολογίες όπως ότι οι υφιστάμενοι του δεν κατάλαβαν τι πρέπει να κάνουν, παραλείποντας ωστόσο το γεγονός ότι είναι εκείνος που τους προσέλαβε. Θα πρέπει συνεπώς να αναρωτηθεί αν τα άτομα που προσέλαβε δεν έχουν τις απαιτούμενες ικανότητες ή αν ο ίδιος ο CEO δεν κατάφερε να επικοινωνήσει με σαφήνεια τους στόχους που είχε αρχικά θέσει. Επίσης μία άλλη συνηθισμένη δικαιολογία είναι ότι οι συνθήκες της αγοράς έχουν πλέον αλλάξει. Ωστόσο ο διευθύνων σύμβουλος είναι εκείνος που οφείλει να κάνει σχετικές εκτιμήσεις για την αγορά και τη θέση της επιχείρησης σε αυτή, έτσι ώστε να οδηγήσει την επιχείρηση στην επιτυχία λαμβάνοντας υπόψη διάφορα πιθανά σενάρια. Συνεπώς και η τελευταία δικαιολογία δεν μπορεί να έχει ισχυρή βάση. Άρα ο διευθύνων σύμβουλος οφείλει να αποβάλλει αυτό το σύνδρομο αποποίησης κάθε ευθύνης και να αναλάβει το μερίδιο της ευθύνης που του αναλογεί ως ο κύριος εκπρόσωπος της επιχείρησης.

Επίσης ο διευθύνων σύμβουλος μιας επιχείρησης μπορεί να πιστεύει τόσο πολύ στην ισχύ και το κύρος της θέσης του με αποτέλεσμα να αποκτήσει μία υπερβολική αυτοπεποίθηση. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να πιστεύει ότι γνωρίζει καλύτερα από κάθε άλλο, οποιοδήποτε θέμα προκύπτει εντός ή εκτός της επιχείρησης. Ωστόσο αυτό δεν ορθό καθώς δεν είναι εφικτό ένας άνθρωπος όσο επάρκεια γνώσεων και αν διαθέτει να είναι ειδικός σε όλους τους τομείς λειτουργίας της εταιρείας. Θεωρητικά αν ο CEO έχει καλύτερο υπόβαθρο γνώσεων από κάθε στέλεχος χωριστά, τότε είτε προσλαμβάνει λάθος άτομα (αφού δεν είναι κατάλληλα για τη συγκεκριμένη θέση) είτε ξοδεύει το χρόνο του σε λάθος τομείς της επιχείρησης (αφού εξ ορισμού κατέχει άλλη θέση ιεραρχικά).

Επίσης η πεποίθηση του διευθύνοντα συμβούλου ότι έχει το αλάθητο όπως διατυπώθηκε προηγουμένως, αυξάνει σοβαρά την πιθανότητα να σταματήσει την διαβίου εκπαίδευσή του. Συγκεκριμένα εξαιτίας της έλλειψης εποπτείας για τις καθημερινές του πράξεις καθώς και της υψηλής ποιότητας ανατροφοδότησης, μπορεί να οδηγήσουν τον CEO στην λανθασμένη άποψη ότι οδηγεί την επιχείρηση στην

επιτυχία. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να δημιουργείται το εξής παράδοξο: ο διευθύνων σύμβουλος να εκτελεί ένα λάθος σχέδιο και μάλιστα όλα τα στελέχη της ομάδας διοίκησης να συμβάλουν στην υλοποίηση του λανθασμένου αυτού σχεδίου. Αυτό λοιπόν που πρέπει να συνειδητοποιήσει ο διευθύνων σύμβουλος είναι ότι δεν πρέπει να εφησυχάζει από την συνεπή εκτέλεση του έργου του ή αν κάνει απλά καλή δουλειά αλλά να συγκρίνει τον εαυτό του με τον καλύτερο διευθύνων σύμβουλο της αγοράς έτσι ώστε να εξελίσσεται και βελτιώνεται κατά το δυνατό καλύτερα μέσα από αυτή τη σύγκριση (Stever Robbins, 2006).

### **Αποφυγή λαθών και βελτίωση των δυνατοτήτων ενός ανώτατου στελέχους**

Υπάρχουν διάφορες ενέργειες που ένας διευθύνων σύμβουλος αλλά και γενικότερα ένα ανώτατο στέλεχος, που οφείλει να κάνει προκειμένου να μην υποπέσει σε εκείνα τα λάθη-παγίδες που διατυπώθηκαν προηγουμένως. Ειδικότερα αυτές οι ενέργειες θα βοηθήσουν τον CEO να παραμείνει κοντά στους εργαζομένους, να είναι ταπεινός και να βελτιώνει το γνωστικό του υπόβαθρο μέσα από τη συνεχή μάθηση. Οι συμβουλές αυτές δεν είναι δύσκολο να εφαρμοστούν ενώ παράλληλα παράγουν πραγματικά αποτελέσματα.

Καταρχάς προϋπόθεση για να γίνει αυτό είναι το στέλεχος να εξασφαλίσει πέντε-δέκα λεπτά, ακόμα και αν χρειαστεί να αναδιοργανώσει το χρόνο του, σε καθημερινή βάση προκειμένου να βελτιωθεί ως ηγέτης αλλά και ως ανθρώπινο ον. Αρκεί να είναι σίγουρος ότι αυτά που κάνει στο χρόνο αυτό είναι πραγματικά χρήσιμα για την εξασφάλιση της ισορροπίας του ως άνθρωπος. Επίσης δεν πρέπει να δημιουργείται μία αίσθηση εξαναγκασμού για να το κάνει αυτό, διότι η ενέργεια αυτή αποσκοπεί ακριβώς στο αντίθετο: να βρει το στέλεχος την ηρεμία με τον εαυτό του. Συνεπώς θα πρέπει να επαναλάβει κάθε μία από τις παρακάτω συμβουλές αρκετές φορές έως ότου το κάνει πλέον συνειδητά και να επιλέξει στο τέλος από το σύνολο των παρακάτω ενεργειών μόνο εκείνες που τον βοηθούν ουσιαστικά.

Ένα από αυτά που πρέπει να κάνει ο διευθύνων σύμβουλος είναι να βρίσκεται κοντά στους εργαζομένους. Ειδικότερα θα πρέπει να δημιουργήσει μία στάση σεβασμού προς του υφισταμένους του διότι εκείνοι είναι που τελικά θα μετατρέψουν το όραμα της επιχείρησης σε πραγματικότητα. Θα πρέπει ο CEO να αναρωτηθεί αν τις εργασίες

που κάνουν οι υφιστάμενοι του μπορεί ο ίδιος να τις κάνει εξίσου καλά. Αν συμβαίνει κάτι τέτοιο τότε ο διευθύνων σύμβουλος μάλλον έχει προσλάβει ανειδίκευτα άτομα, διότι υποτίθεται ότι έχει προσλάβει στελέχη καταρτισμένα για τις συγκεκριμένες λειτουργίες της επιχείρησης, συνεπώς τα στελέχη αυτά πρέπει να έχουν ειδικότερες γνώσεις από τον CEO. Σε αυτή την περίπτωση ίσως χρειαστεί να προβεί σε αναδιάρθρωση της ομάδας διοίκησης ή σε προσλήψεις πιο ειδικευμένων στελεχών. Στην αντίθετη περίπτωση που αυτά που κάνει η ομάδα στελέχων του δεν είναι σε θέση να τα κάνει, τότε θα πρέπει να έρθει σε επαφή με κάποια από τα πιο ικανά στελέχη και να ενημερωθεί για τις διαδικασίες που κάνουν και σε τι αυτές αποσκοπούν.

Ειδικότερα ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να είναι ανοιχτόμυαλος και διατεθειμένος να μάθει από άτομα που έχουν πιο εξειδικευμένες γνώσεις ή και εμπειρίες από εκείνον. Για αυτό θα πρέπει να ακούσει τα σχόλια τους χωρίς κριτική, διότι στόχος του είναι να εμπλουτίσει τις γνώσεις και να διευρύνει τις εμπειρίες του και όχι να επιβάλει τις δικές του απόψεις. Θα πρέπει λοιπόν να ενδιαφερθεί για τη δουλειά που κάνει το κάθε στέλεχος, να μάθει τι είναι χρήσιμο για αυτούς και τι όχι και σίγουρα να γνωρίσει ποια είναι τα κίνητρα του κάθε στελέχους. Ακόμα να ρωτήσει τους εργαζομένους με ποιους τρόπους θα μπορούσε ο διευθύνων σύμβουλος να βελτιώσει το περιβάλλον εργασίας τους και να τους κάνει πιο αποδοτικούς. Επίσης να καταλάβει ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες που οδήγησαν τα στελέχη αυτά να επιλέξουν τη συγκεκριμένη επιχείρηση έναντι άλλων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων. Επιπλέον ο διευθύνων σύμβουλος θα είναι σε θέση αφού το πράξει αυτό να συνειδητοποιήσει πόσο μοιάζουν και πόσο διαφέρουν τα στελέχη του και να βγάλει χρήσιμα συμπεράσματα.

Επίσης θα πρέπει ο διευθύνων σύμβουλος να μοιραστεί με τους υφισταμένους του την δουλειά του και να τους ρωτήσει αν γνωρίζουν πως η δική τους εργασία συνδέεται με τους στόχους της επιχείρησης. Σε περίπτωση που τα στελέχη αδυνατούν να δώσουν μία ερμηνεία για το πώς η δουλειά τους συμβάλει στο έργο της επιχείρησης, θα πρέπει ο διευθύνων σύμβουλος να αναλάβει τη πρωτοβουλία να τους εξηγήσει με ποιο τρόπο το κάθε στέλεχος συμβάλει μέσω της εργασίας του στην υλοποίηση των στόχων της εταιρείας και πως συνδέεται η δραστηριότητα του με το όραμα της επιχείρησης. Ειδικότερα ο CEO θα πρέπει να αποσαφηνίσει τυχόν

σύγκυση των στελεχών για τους σκοπούς της επιχείρησης και γενικότερα που οδεύει η επιχείρηση στην οποία εργάζονται.

Μια άλλη πρόταση προς το διευθύνοντα σύμβουλο είναι να προσπαθήσει να παραμείνει να ταπεινός στην εργασία του. Αυτό γίνεται περισσότερο σαφές αν συνειδητοποιήσει ο CEO ότι χωρίς το υπόλοιπο ανθρώπινο δυναμικό δεν θα ήταν σε θέση να υλοποιήσει τα σχέδια και τους στόχους της επιχείρησης. Θα πρέπει λοιπόν να αναγνωρίσει ποια είναι η συνεισφορά του κάθε εργαζομένου και να δώσει στο καθένα την πίστωση χρόνου που του χρειάζεται και μάλιστα δημοσίως έτσι ώστε να ενθαρρύνει και τους υπόλοιπους. Επίσης πολύ σημαντικό είναι να αξιοποιείται η ανατροφοδότηση που μπορεί να έχει από το εσωτερικό της επιχείρησης και όταν κάτι αποτύχει να μπορεί να αναλάβει την ευθύνη εάν αυτό οφείλεται σε δική του αμέλεια ή σε λάθος εκτίμηση. Η πράξη ανάληψης της ευθύνης από την πράξη αποποίησης της αυξάνει την δύναμη και το κύρος του CEO αφού δεν διστάζει να βγει μπροστά και να προστατεύσει τους εργαζομένους από κάτι για το οποίο δεν φέρουν ευθύνη.

Επίσης το κορυφαίο στέλεχος θα πρέπει να αναρωτιέται τι οφείλει να κάνει διαφορετικά ή ακόμα και να σταματήσει να κάνει, προκειμένου να ωφελησει την επιχείρηση. Θα πρέπει να αναγνωρίσει τι είναι αυτό που πρέπει να αλλάξει και φυσικά να το πράξει. Επίσης χρήσιμο θα ήταν να διαθέτει ειδικούς συμβούλους οι οποίοι θα τον συμβουλεύουν με ειλικρίνεια σε θέματα συμπεριφοράς. Επιπροσθέτως μπορεί να αναζητεί συνεχώς πληροφορίες από τρίτα πρόσωπα όπως τους φίλους του, τους συνεργάτες του και τους συναδέλφους του. Να αναλύσει σε αυτούς τα θέματα που αντιμετωπίζει, πως τα διαχειρίζεται και να ρωτήσει για μία ειλικρινή αξιολόγηση και τοποθέτηση από τον καθένα χωριστά. Ουσιαστικά θα πρέπει ο διευθύνων σύμβουλος να είναι υπόλογος ως προς τη συμπεριφορά του και να είναι σε θέση να αναγνωρίζει τα όρια του, καθώς τυπικά είναι ο μόνος που δεν είναι υποχρεωμένος να απολογηθεί για τις πράξεις του.

Επιπλέον ο διευθύνων σύμβουλος θα πρέπει να αναρωτηθεί εάν υπάρχει κάποιο άλλο κορυφαίο στέλεχος σε μία άλλη εταιρεία στην ίδια θέση που είναι πιο αποδοτικό από εκείνον. Σε περίπτωση που διαπιστώσει κάτι τέτοιο οφείλει να ζητήσει τη σχετική καθοδήγηση του έτσι ώστε να γίνει καλύτερος. Σε αντίθετη περίπτωση όπου ο διευθύνων σύμβουλος δεν βρει κάποιον που να είναι καλύτερος από εκείνον θα



πρέπει να το εξακριβώσει ρωτώντας τους συμβούλους του, τους ανταγωνιστές, τους προμηθευτές, του πελάτες, τους εργαζομένους και όποιον άλλο θεωρεί ότι μπορεί να τον βοηθήσει να διαπιστώσει αν όντως είναι καλύτερος από τους υπόλοιπους CEO. Πρέπει να σημειωθεί ότι πολλές είναι οι εταιρείες που οδηγήθηκαν σε πτώχευση διότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι αρνούσαν να παραδεχτούν την αλήθεια ότι δεν πήγαιναν καλά από εγωισμό και μόνο.

Ακόμα είναι πολύ χρήσιμο να υιοθετηθούν μετρήσιμα κριτήρια απόδοσης για όλα τα στελέχη συμπεριλαμβανομένου και του διευθύνοντα συμβούλου. Αυτό θα πρέπει να γίνεται προκειμένου να διαπιστωθεί αν όλα τα στελέχη γνωρίζουν τους στόχους της επιχείρησης αλλά και αν εργάζονται με γνώμονα την υλοποίησή τους. Σε αυτό το σημείο ο διευθύνων σύμβουλος θα πρέπει να είναι υπόλογος για τις πράξεις του και σε περίπτωση που διαπιστώσει ότι δεν ανταποκρίνεται στους αρχικά τεθέντες στόχους, να προβεί σε αναγκαίες διορθωτικές πράξεις. Βέβαια εδώ πρέπει να υπερισχύσει το θάρρος και η λογική έναντι του εγωισμού. Συγκεκριμένα εφόσον ο CEO διαπιστώσει ότι δεν εκπληρώνει τους στόχους, θα πρέπει να χειριστεί την περίπτωση του όπως θα έπραττε για οποιοδήποτε άλλο στέλεχος. Αυτό σημαίνει για παράδειγμα ότι δεν πρέπει να δεχτεί αύξηση στο μισθό του, ούτε να παρακρατήσει μόνους. Αυτή η ενέργεια εκ μέρους του διευθύνοντα συμβούλου εκπέμπει ένα μήνυμα ότι δίνει ουσιαστικό βάρος στην απόδοση κάθε στελέχους αφού αξιολογεί και τον εαυτό του με την ίδια αυστηρότητα όπως τους υπόλοιπους. Τέλος μπορεί το κορυφαίο στέλεχος να βιντεοσκοπήσει τον εαυτό του στην περίπτωση που δέχεται αρνητικά νέα. Εάν η αντίδραση του είναι τέτοια σύμφωνα με την οποία αν αντιδρούσε ένα άλλο στέλεχος με αυτό τον τρόπο δεν θα συνεργαζόταν ο CEO μαζί του, τότε θα πρέπει να αναθεωρήσει τον τρόπο συμπεριφοράς του σε παρόμοιες περιπτώσεις.

Η δια βίου μάθηση από το διευθύνοντα σύμβουλο είναι επίσης κάτι ιδιαίτερα χρήσιμο για την εξέλιξη και τη βελτίωση της παραγωγικότητάς του. Για παράδειγμα θα μπορούσε ο CEO μίας επιχείρησης να καλέσει έναν άλλο διευθύνοντα σύμβουλο μίας άλλης εταιρείας για μία συνάντηση στην οποία θα έχουν το χρόνο να ανταλλάξουν απόψεις και συμβουλές και να υιοθετήσουν τακτικές εκατέρωθεν τις οποίες ακολούθησαν άλλα κορυφαία στελέχη και τις βρήκαν ιδιαίτερα χρήσιμες. Επίσης το

κορυφαίο στέλεχος μπορεί να αρχίσει μία καινούρια συνήθεια, ένα χόμπι που θα τον κάνει πιο δημιουργικό.

Επίσης να δημιουργηθούν συστήματα συγκέντρωσης πληροφοριών. Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να παρέχονται από ομάδες ατόμων που είναι σε θέση να εκτιμήσουν τον τρόπο που γίνονται αντιληπτά τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες της επιχείρησης, αλλά και ίδια η επιχείρηση σαν όνομα. Αυτές οι ομάδες προσώπων μπορεί να είναι οι ανταγωνιστές, οι πελάτες, οι διάφοροι αναλυτές κ.α. Μέσα από αυτή τη διαδικασία ο διευθύνων σύμβουλος θα μπορέσει όχι μόνο να γνωρίσει αν τα προϊόντα της επιχείρησης που εκπροσωπεί είναι τα καλύτερα, αλλά κυρίως να διαπιστώσει σε ποια σημεία υπολείπονται έναντι των ανταγωνιστικών προϊόντων και να δώσει εκεί την ανάλογη βαρύτητα.

Τέλος ο διευθύνων σύμβουλος θα πρέπει να αφιερώσει χρόνο για να μάθει τις βασικές αρχές που διέπουν το επάγγελμά του. Μια βασική αρχή ενός CEO είναι ο καθορισμός της στρατηγικής. Θα πρέπει ο CEO να γνωρίζει ότι η στρατηγική και το όραμα μίας επιχείρησης καθορίζουν τον τρόπο που πρέπει τα στελέχη να εκτελούν την εργασία τους. Για αυτό θα πρέπει να υιοθετήσει μία στρατηγική και ένα όραμα που θα μπορέσουν τα στελέχη να τα υπηρετήσουν και να έχουν ένα κοινό προσανατολισμό. Επίσης μία άλλη βασική αρχή είναι η δημιουργία της εταιρικής κουλτούρας. Η δημιουργία της εταιρικής κουλτούρας δίνει απάντηση σε βασικά ερωτήματα, όπως τι πρέπει να προσπαθούν τα στελέχη να κάνουν και ποιος είναι ο ενδεδειγμένος τρόπος να το κάνουν, ποια στελέχη θα παραμείνουν και ποια θα πρέπει να αποχωρήσουν εάν δεν προσαρμόσουν τις πράξεις τους σύμφωνα με την κουλτούρα της επιχείρησης. Ακόμα όσον αφορά την κατανομή του κεφαλαίου θα πρέπει ο διευθύνων σύμβουλος για κάθε ένα ευρώ που επενδύεται στην επιχείρηση ή που ξοδεύεται σε δαπάνες να αποφέρει μεγαλύτερη αξία από το ένα ευρώ. Τέλος μία βασική ασχολία του CEO είναι η δημιουργία της ομάδας διοίκησης και της κουλτούρας. Συνεπώς θα πρέπει να γίνει πρόσληψη ικανότατων στελεχών και απόλυση εκείνων που δεν ανταποκρίνονται στις ανάγκες της επιχείρησης και αρνούνται να δεχτούν την απαραίτητη εκπαίδευση. Επιπλέον ο διευθύνοντας σύμβουλος θα πρέπει να διαβάζει, να παρακολουθεί μαθήματα και να ενημερώνεται για τις επιτυχίες και τις αποτυχίες αναφορικά με τις προσλήψεις του παρελθόντος.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο διευθύνοντας σύμβουλος θα πρέπει να ανεβάζει συνεχώς τον πήχη. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει ο CEO να ανεβάζει τα στάνταρ του κάθε χρονιά σε σχέση με την προηγούμενη. Για παράδειγμα μπορεί να θέσει ως προσωπικό στόχο να κάνει περισσότερα πράγματα με λιγότερες ώρες εργασίας και με λιγότερους πόρους.

Όπως προέκυψε από τα παραπάνω υπάρχουν πολλοί τρόποι για ένα κορυφαίο στέλεχος να αυξήσει τις πιθανότητες για επιτυχία σε προσωπικό επίπεδο και κατ' επέκταση και σε επίπεδο επιχείρησης. Ένας διευθύνων σύμβουλος οφείλει να γνωρίζει ποιες είναι οι ικανότητες του αλλά και ποιες είναι οι ικανότητες και δυνατότητες της ομάδα διοίκησής του. Με αυτό τον τρόπο θα είναι σε θέση να χτίσει μία ικανότατη ομάδα για θεαματικά αποτελέσματα (Stever Robbins, 2006).

### **1.2 Σύστημα αμοιβών διευθύνοντα συμβούλου**

Καταρχάς μία ερμηνεία που μπορεί να δοθεί για τις απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου αλλά και γενικότερα των κορυφαίων στελεχών αποτελεί η παρακάτω διατύπωση. Οι απολαβές λοιπόν ενός κορυφαίου στελέχους συνθέτονται από τις αμοιβές οικονομικής φύσεως και από τις αμοιβές που δεν είναι οικονομικής φύσεως. Το σύνολο των απολαβών, οικονομικής και μη, φύσεως δίνονται στα εκτελεστικά όργανα μίας επιχείρησης για την προσφορά τους σε αυτή την επιχείρηση. Ειδικότερα οι απολαβές αυτές αποτελούνται από ένα μίγμα διαφόρων ειδών απολαβών όπως του μισθού, των μπόνους, των μετοχών και των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών της επιχείρησης, διάφορα προνόμια και πρόσθετες αμοιβές. Βέβαια όλα τα παραπάνω είδη απολαβών είναι διαμορφωμένα με μία συγκεκριμένη δομή έτσι ώστε να ακολουθούν και να είναι συμβατά με τους κυβερνητικούς κανονισμούς, το φορολογικό δίκαιο, τις επιθυμίες τόσο του οργανισμού όσο και των στελεχών και με την επιβράβευση της απόδοσης των στελεχών. Επίσης οι απολαβές των ανωτάτων στελεχών καθορίζονται από το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης.

Οι απολαβές των ανώτατων στελεχών σημείωσαν πολύ μεγάλη αύξηση από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα. Ωστόσο οι απόψεις για τη αύξηση των απολαβών αυτών δίστανται. Η πρώτη άποψη υποστηρίζει ότι αυτή η ανοδική τάση που σημείωσαν οι απολαβές των κορυφαίων στελεχών οφείλεται σε ένα φυσιολογικό και ωφέλιμο ανταγωνισμό μεταξύ των λίγων, προικισμένων με ικανότητες, γνώσεις και

εμπειρία, στελεχών. Τα στελέχη αυτά με υπόβαθρο τα χαρίσματα, τις γνώσεις και γενικότερα την ηγετική τους συμπεριφορά προσέδιδαν μεγαλύτερη αξία στην αγοραία αξία της επιχείρησης των μετόχων. Για αυτή λοιπόν την προσφορά τους λάμβαναν πολύ υψηλές αποδοχές και προνόμια. Ωστόσο η άλλη άποψη που υπάρχει υποστηρίζει ότι η αύξηση των απολαβών οφείλεται σε ένα επιβλαβές κοινωνικό φαινόμενο το οποίο αποτελεί απόρροια πολιτικών και κοινωνικών αλλαγών. Οι αλλαγές αυτές σύμφωνα με τη συγκεκριμένη άποψη, οδήγησαν στην αύξηση της δύναμης και της ισχύς των ανωτάτων στελεχών μέσα από τη δραματική αύξηση των απολαβών τους (Carola Frydman και Dirk Jenter, 2010).

### **Είδη απολαβών ανώτατων στελεχών**

Υπάρχουν διάφορα είδη απολαβών των ανώτατων στελεχών. Όλα αυτά τα είδη μπορούν να καταταχθούν σε έξι βασικές κατηγορίες: ο μισθός, τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα (π.χ. τα μπόνους), τα μακροπρόθεσμα σχέδια παροχής κινήτρων, τα διάφορα προνόμια που δίνονται στα στελέχη, οι διάφορες παροχές στα στελέχη και η ασφάλιση.

Στις περισσότερες μεγάλες επιχειρήσεις τα ανώτατα στελέχη συνήθως αμείβονται με το μισθό συν τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα (μπόνους). Ο μισθός και τα μπόνους αποτελούν τις συνολικές απολαβές σε μετρητά. Τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα συνοδεύονται συνήθως από κάποια κριτήρια απόδοσης ανάλογα με την ιδιότητα του κάθε στελέχους. Ενδεικτικά τα βραχυπρόθεσμα κίνητρα ενός διευθύνοντος συμβούλου μπορεί να βασίζονται στην οριακή αύξηση της κερδοφορίας και στην ανάπτυξη του κύκλου εργασιών, δηλαδή να λαμβάνει μπόνους με βάση αυτά τα κριτήρια. Άρα τα μπόνους είναι ένα είδος αμοιβής που ακολουθεί κάποιες πράξεις των στελεχών που οδηγούν σε θετικά αποτελέσματα για την επιχείρηση. Επίσης το ύψος των μπόνους στηρίζεται στην διακριτική ευχέρεια της κάθε επιχείρησης και συνεπώς μπορεί να διαφέρει σημαντικά από επιχείρηση σε επιχείρηση, ακόμα και αν όλα τα δεδομένα είναι τα ίδια.

Τα μακροπρόθεσμα σχέδια κινήτρων αναφέρονται σε μία σύνθεση μετρητών και μετοχών της επιχείρησης τα οποία κίνητρα συνήθως υπόκεινται σε χρονικούς περιορισμούς προκειμένου να κατοχυρωθούν. Συγκεκριμένα η χρονική περίοδος προκειμένου να χαρακτηριστεί ένα τέτοιο κίνητρο ως μακροπρόθεσμο είναι συνήθως

τρία με πέντε χρόνια, αλλά πάντα μεγαλύτερη του έτους. Αναφορικά με την κατοχύρωση του δικαιώματος αυτού, αυτή αναφέρεται στην χρονική περίοδο προκειμένου ο δικαιούχος, δηλαδή το στέλεχος να έχει την δυνατότητα να διαχειριστεί τις μετοχές αυτές. Η κατοχύρωση του δικαιώματος αυτού αναφέρεται εκτός από το χρόνο, και σε κάποιο επίπεδο απόδοσης που πρέπει να επιτύχει το στέλεχος.

Τέλος τα διάφορα προνόμια που δίνονται στα στελέχη συμπληρώνουν το πακέτο των απολαβών των ανώτατων στελεχών. Τα προνόμια αυτά μπορεί να αναφέρονται στα προγράμματα συνταξιοδότησης και στην ασφάλιση υγείας. Επίσης άλλου είδους προνομίων στα στελέχη μπορεί να είναι η κάλυψη των εξόδων μετακίνησης για τη δουλειά, όπως ταξίδια, παρακολούθηση σεμιναρίων κ.α. Ακόμα μπορεί να χορηγηθεί στα στελέχη ένα αυτοκίνητο, διάφορα είδη τεχνολογικού εξοπλισμού (όπως τάμπλετ, Η/Υ, κ.α.). Επίσης μπορεί να τους χορηγηθούν και διάφορες χρηματοοικονομικές διευκολύνσεις όπως δάνεια για αγορά κατοικίας με χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό της αγοράς ή και μηδενικό επιτόκιο (Carola Frydman και Dirk Jenter, 2010).

### **Ετήσια μόνους**

Τα ετήσια μόνους, οι επιπτώσεις και τα μειονεκτήματά τους συζητήθηκαν ευρέως την περίοδο της κρίσης. Υποστηρίζεται ότι τα ετήσια μόνους ενθαρρύνουν τα στελέχη να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτό που μπορεί να αντέξει η επιχείρηση, στην προσπάθειά τους να αυξήσουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη τους εις βάρος όμως της μακροπρόθεσμης απόδοσης. Η δυσκολία με τα ετήσια μόνους είναι ο ορθός καθορισμός της σχέσης απόδοσης και απολαβών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι εάν τα μέτρα απόδοσης βασίζονται στο καθαρό εισόδημα τότε δίνουν κίνητρα για αύξηση των λογιστικών κερδών και παραμερίζεται το κόστος κεφαλαίου. Αυτό συνεπάγεται ότι τα σχέδια που βασίζονται σε υψηλές αποδόσεις, δηλαδή αυτά που έχουν ένα υψηλό δείκτη απόδοσης στο κεφάλαιο (ROE), γίνονται αποδεκτά. Αυτό έχει ως συνέπεια να μην επιλέγονται ορισμένα σχέδια τα οποία έχουν μεν χαμηλότερες αποδόσεις κερδών, αλλά ωστόσο εξακολουθούν να είναι κερδοφόρα (Jensen et al, 2004).

Επίσης υποστηρίζεται ότι η ατομική απόδοση η οποία συνδέεται με τα ετήσια μόνους είναι σε κάποιο βαθμό υποκειμενική. Για παράδειγμα τα ετήσια μόνους

εξαρτώνται από την επιτροπή απολαβών, συμπεριλαμβανομένου του χρόνου και της προσπάθειας που καταβάλει η επιτροπή για τον ορθό καθορισμό των μπόνους αυτών. Για το λόγο αυτό οι αλλαγές που έγιναν στις απολαβές πρότειναν την αναβολή των ετήσιων μπόνους, μετατρέποντάς σε μακροπρόθεσμες επιβραβεύσεις ανάλογα με την επιτυχία των επενδυτικών κινήσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι εάν το διοικητικό συμβούλιο κάθε εταιρείας ενθάρρυνε τα ανώτατα στελέχη κάθε επιχείρησης να εξετάσει σοβαρά και να πάρει μία σαφή θέση απέναντι στην υπερβάλλοντα ανάληψη ρίσκου και να διασφαλίσουν ότι οι δημοσιονομικοί στόχοι και το ρίσκο που αναλαμβάνουν δεν θέτουν σε κίνδυνο την αξία της επιχείρησης τότε θα είχε ίσως αποφευχθεί ένας σημαντικός παράγοντας που συνέβαλλαν στην πτώχευση πολλών επιχειρήσεων (Jensen et al, 2004).

### **Δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών**

Οι υποστηρικτές των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών στα στελέχη διατείνονται ότι τα δικαιώματα αυτά διασφαλίζουν τα συμφέροντα τόσο των στελεχών όσο και των μετόχων. Ειδικότερα ισχυρίζονται ότι τα στελέχη μόνο κέρδος μπορούν να έχουν από μία τέτοιου είδους συμφωνία, αφού θα ασκήσουν το δικαίωμά τους μόνο εφόσον η τιμή εκτέλεσης είναι χαμηλότερη της τρέχουσας τιμής των μετοχών της εταιρείας. Επίσης από την πλευρά των μετόχων, τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών θεωρούνται ως εταιρικό έξοδο και όχι ως ταμειακή ροή, πράγμα που σημαίνει ότι επηρεάζεται η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (ΚΑΧ) και δίνεται έτσι η δυνατότητα μείωσης των φορολογητέων κερδών και κατ' επέκταση του φόρου που θα κληθεί να καλύψει η εταιρεία.

Αντίθετα οι επικριτές των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών, υποστηρίζουν ότι αυτά δίνονται στα στελέχη χωρίς να διασαφηνίζεται ο λόγος για τον οποίο δίνονται. Επιπλέον προβάλλουν ως βασικό επιχείρημα ότι αυτού του είδους προνόμια που δίνονται στα στελέχη είναι αυτά που συνέβαλαν στην παραποίηση των λογιστικών καταστάσεων και στα σκάνδαλα που ακολούθησαν προς το τέλος της δεκαετίας του 1990. Επίσης ισχυρίζονται ότι πολλές φορές τα στελέχη που έχουν δικαιώματα προαίρεσης μετοχών χρησιμοποιούν τους εταιρικούς πόρους με τέτοιο τρόπο ώστε να φουσκώσουν τη χρηματιστηριακή τιμή καθώς πλησιάζει η στιγμή εξάσκησης του

δικαιώματος αυτού, προκειμένου να αποκομίσουν μεγαλύτερο κέρδος (καθώς έτσι αυξάνεται η διαφορά της τρέχουσας με την τιμή εξάσκησης).

Επίσης τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών επιτρέπουν τα στελέχη να ακολουθήσουν μία πολιτική επενδύσεων μεγαλύτερου ρίσκου για την επιχείρηση. Αυτό συμβαίνει διότι η αξία ενός τέτοιου δικαιώματος επηρεάζεται με τη μεταβλητότητα της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Έτσι τα στελέχη αναλαμβάνοντας περισσότερο ρίσκο αυξάνουν τις πιθανότητες να αυξηθεί η τρέχουσα τιμή της μετοχής και να έχουν μεγαλύτερα κέρδη από αυτή την εξέλιξη. Από την άλλη, ακόμα και στην περίπτωση όπου, εξαιτίας των επιλογών μεγάλου ρίσκου που θα αναλάβουν, μειωθεί η τιμή της μετοχής της επιχείρησης, τα στελέχη δεν ζημιώνονται από αυτή τη μείωση διότι έχουν απλώς δικαίωμα και όχι υποχρέωση να αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης. Συνεπώς σε μία τέτοια περίπτωση τα στελέχη δεν ασκούν το δικαίωμά τους. Με βάση αυτό το σκεπτικό, οι επενδυτικές επιλογές των στελεχών που φέρουν μεγάλο ρίσκο μπορούν να οδηγήσουν στην αποτυχία κάποιων σχεδίων της επιχείρησης και να την οδηγήσουν σε πτωτική τροχιά.

Μία άλλη μορφή απολαβών που δίνεται στους διευθύνοντες συμβούλους είναι οι δεσμευμένες μετοχές, δηλαδή μετοχές που υπόκεινται σε περιορισμούς. Οι μετοχές αυτές δίνονται στα στελέχη αλλά με τον περιορισμό να μην πουληθούν μέχρι να ικανοποιηθούν ορισμένες συνθήκες. Η τιμή της κάθε μετοχής είναι η αγοραία αξία τη στιγμή πραγματοποίησης των προϋποθέσεων αυτών, οπότε και εξασφαλίζεται η δυνατότητα πώλησής τους. Οι προϋποθέσεις αυτές συνήθως αφορούν κάποια κριτήρια απόδοσης, όπως η επίτευξη ενός επιθυμητού επιπέδου κερδών ανά μετοχή ή διάφοροι εσωτερικοί χρηματοοικονομικοί στόχοι (K.J.Sigler, 2011).

### **Απολαβές και χρηματοπιστωτική κρίση**

Καταρχάς σημαντικό για την πορεία και βιωσιμότητα κάθε επιχείρησης, και εν γένει και της οικονομίας μίας χώρας είναι η επιλογή σωστών προσώπων σε καίριες θέσεις. Επίσης υποστηρίζεται ότι τα μακροοικονομικά προβλήματα προκαλούνται από τις μικροοικονομικές αποφάσεις των ανώτατων στελεχών κάθε επιχείρησης που θέτουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα των μετόχων. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να προστεθεί ένα νέο στοιχείο ως συστατικό των διευθυντικών απολαβών το οποίο θα αναβάλλεται έως ότου η αξία επιχείρησης φθάσει σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο (Sahlman, 2009).

Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι η επιμονή των θεσμικών επενδυτών να επικεντρώνονται στα βραχυπρόθεσμα σχέδια ενθαρρύνει τους μάνατζερ να έχουν ως αυτοσκοπό την υλοποίηση των βραχυπρόθεσμων στόχων αγνοώντας ωστόσο τα βραχυπρόθεσμα σχέδια που διασφαλίζουν την βιωσιμότητα της επιχείρησης σε βάθος χρόνου (Bushee 1998, Liljebloom and Vaihekoski, 2009). Μελέτες που έγιναν στην Αμερική και στη Σουηδία έδειξαν ότι τα επενδυτικά σχέδια που στηρίζονται σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα συμβάλουν στην αποδυνάμωση των μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης και στην αύξηση των διευθυντικών απολαβών.

Υποστηρίζεται ότι οι εισηγμένες εταιρείες δέχονται περισσότερη βραχυπρόθεσμη πίεση λόγω της υψηλής διαφάνειας και της σύντομης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης π.χ. τριμηνιαία. Για το λόγο αυτό οι εισηγμένες εταιρείες προσπαθούν να βελτιώσουν τη χρηματοοικονομική τους απόδοση από τρίμηνο σε τρίμηνο. Γενικά οι επιχειρήσεις επιλέγουν τα μεσοπρόθεσμα επενδυτικά σχέδια ακόμα και αν αυτή η πολιτική τους υπονομεύει το μέλλον της επιχείρησης. Συνήθως οι επιχειρήσεις που επικεντρώνονται σε επενδυτικά σχέδια μακροπρόθεσμου ορίζοντα είναι εκείνες που είναι κρατικές και στις οποίες οι διευθυντικές απολαβές είναι περισσότερο συνδεδεμένες με την μακροπρόθεσμη κερδοφορία και ανάπτυξη από ότι η βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση (Liljebloom and Vaihekoski 2009).

Αναφορικά με τη κρίση του 2007, υποστηρίζεται ότι η έλλειψη κανονισμών και η απληστία των στελεχών, συμπεριλαμβανομένων και των μελών των διοικητικών συμβουλίων που έκαναν ενέργειες με υψηλό ρίσκο, συνέβαλαν στην χρηματοπιστωτική κρίση των τελευταίων ετών, η οποία με τη σειρά της, μεταξύ άλλων, μείωσε την αξία των μετόχων. Η απληστία ορίζεται ως η υπέρμετρη επιθυμία του ανθρώπου να αποκτήσει περισσότερο πλούτο, αγαθά ή αντικείμενα με πρόθεση να τα κρατήσει για τον εαυτό του παρόλο που δεν του είναι απαραίτητα προκειμένου να ζήσει με σχετική άνεση<sup>4</sup>. Με πιο απλό τρόπο απληστία είναι η επιθυμία του ανθρώπου να αποκτήσει πράγματα περισσότερα αυτά που χρειάζεται ή αξίζει.

Πριν την κρίση κανένα στέλεχος ή μέλος διοικητικού συμβουλίου δεν προέβλεψε ή προσπάθησε να προειδοποιήσει τον κόσμο ως όφειλε και να δημιουργήσει εκείνες τις δικλίδες ασφαλείας που θα προστατεύσουν την αξία που είχε επενδυθεί στην

---

<sup>4</sup> <http://en.wikipedia.org/wiki/Greed>



εκάστοτε επιχείρηση (Sahlman, 2009). Ο συνδυασμός παρανόησης του ρίσκου που επίκειται, της απληστίας και της υπερβολικής προσοχής στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων κερδών είναι κάτι επιβλαβές για την επιχείρηση, αλλά και για την οικονομία γενικότερα. Επίσης από τη στιγμή που οι απολαβές συνδέονται σε κάποιο βαθμό με την απόδοση της εταιρείας αυτό ενθαρρύνει ταυτόχρονα την ανάληψη περισσότερου ρίσκου από τα ανώτατα στελέχη. Επίσης όταν τα στελέχη αφοσιώνονται τόσο πολύ για την απόδοση της εταιρείας τότε παραμερίζουν το κίνδυνο μίας ενδεχόμενης δυσφήμισης.

Για παράδειγμα πριν την οικονομική κρίση δεν υπήρχε σαφής μέτρηση για τον κίνδυνο που έκρυβαν τα ενυπόθηκα δάνεια. Το πρόβλημα ήταν ότι για την καταβολή των δανείων αυτών γινόταν εξέταση μόνο των ιστορικών στοιχείων και όχι των πρόσφατων που φανέρωναν και την πραγματική κατάσταση. Αυτό που έγινε αναφορικά με τα στεγαστικά δάνεια, μέσω της τιτλοποίησης αυτών, ήταν ότι διαχωρίστηκε ο δανειστής από το δανειζόμενο έτσι ώστε ο κίνδυνος να περάσει στο δεύτερο μέλος. Σε αυτό οδήγησε η δομή των απολαβών των ανώτατων στελεχών διοίκησης που ήταν σχετιζόμενες σε σημαντικό βαθμό με την αύξηση των κερδών σε βραχυπρόθεσμη βάση. Σε αυτό συνέβαλε ότι τα στελέχη δεν έφεραν άμεση ευθύνη για την τύχη των χρημάτων που διαχειριζόντουσαν. Στην αποτυχία που ακολούθησε συνέβαλε επίσης η ανικανότητα ορισμένων στελεχών σε καίριες θέσεις λήψης αποφάσεων.

Βέβαια θα πρέπει να σημειωθεί ότι ακόμα και αν αλλάξει η δομή των αμοιβών αυτό δεν θα μπορέσει να διορθώσει το πρόβλημα εάν λάθος άτομα βρίσκονται καίριες θέσεις ή αν το διοικητικό συμβούλιο δεν αφιερώνει την ανάλογη μέριμνα με τα θέματα της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό το διοικητικό συμβούλιο οφείλει να διαχωρίζει τα καθήκοντα και να τα αναθέτει σε διαφορετικές επιτροπές με διαφορετικούς διευθυντές και να αναλάβει τον συντονισμό των επιτροπών αυτών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι εάν συνεδριάζει η επιτροπή απολαβών για τις αποδοχές των στελεχών, τότε θα πρέπει να συμμετέχει τουλάχιστον η ελεγκτική επιτροπή και η επιτροπή που διαχειρίζεται τον κίνδυνο. Σε διαφορετική περίπτωση τα στελέχη της επιτροπής απολαβών δεν θα έχουν συναίσθηση του ρίσκου που μπορεί να εμπεριέχουν οι αποφάσεις αυτές (Sahlman, 2009).

### **1.3 Απολαβές διευθύνοντα συμβούλου και εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα**

Η οικονομική κρίση και η μεγάλη ύφεση που τη συνόδευσε, αποτέλεσαν ένα ισχυρό πλήγμα στην οικονομία και κατέδειξαν την αδυναμία διαχείρισης της κρίσης από τις περισσότερες επιχειρήσεις. Μία σημαντική ένδειξη αναφορικά με τις αλλαγές στην επιχειρησιακή πολιτική είναι η τάση των επιχειρήσεων για αύξηση των ταμειακών τους διαθεσίμων. Η πρακτική όμως διακράτησης μεγάλου μεγέθους ταμειακών διαθεσίμων από τις επιχειρήσεις συμβάλει στην εξασθένηση των πιθανών επενδυτικών σχεδίων τους στην αγορά και αναπόφευκτα στη συνέχιση της οικονομικής ύφεσης. Ο μάνατζερ της επιχείρησης είναι εκείνος που θα πρέπει να αποφασίσει το ποσό των ταμειακών διαθεσίμων και των ταμειακών ισοδύναμων που θα διατηρηθούν στο ταμείο της επιχείρησης. Άρα το ενδιαφέρον εστιάζεται στους παράγοντες που επηρεάζουν τις σχετικές αποφάσεις των διευθυνόντων συμβούλων αλλά και τις παραμέτρους, συμπεριλαμβανομένων και των αλλαγών τους, που καθορίζουν και διέπουν το ζήτημα της διακράτησης ταμειακών διαθεσίμων.

Επίσης κατά το παρελθόν οι διευθύνοντες σύμβουλοι έχουν κατηγορηθεί ότι χρησιμοποιούσαν τα ταμειακά αποθέματα των επιχειρήσεών τους προκειμένου να προωθήσουν και να στηρίζουν τις δικές τους προσωπικές φιλοδοξίες και σχέδια. Αυτή η τακτική είχε φυσικά ως συνέπεια να παραμερίζονται τα συμφέροντα της ίδιας της επιχείρησης και τα χρήματα αυτά να μην κατέληγαν στους μετόχους ή στην αξιοποίησή τους σε επενδυτικά επιχειρησιακά σχέδια.

Σημαντική συμβολή για την απόδειξη των παραπάνω αποτελεί η έρευνα που έγινε και εστιάζει στο είδος της σχέσης μεταξύ των ταμειακών διαθεσίμων και τα οφέλη που ενδέχεται να αποκομίζουν τα ανώτατα στελέχη από τα διαθέσιμα της επιχείρησης (Mira Ganor, 2013). Τα ευρήματα της εργασίας όντως απέδειξαν ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των ταμειακών διαθεσίμων και των αμοιβών των διευθυνόντων συμβούλων. Μάλιστα η σχέση αυτή χαρακτηρίζεται στατιστικά σημαντική με επίπεδο σημαντικότητας πάνω από το 99%. Συγκεκριμένα η ελαστικότητα ανέρχεται στο 0,3 που σημαίνει ότι αν σημειωθεί μία μέση αύξηση 10% στις ετήσιες απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων τότε αναμένεται να αυξηθούν τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα κατά 10%. Βέβαια το μέγεθος της ελαστικότητας μεταβάλλεται καθώς αλλάζει το μέγεθος της επιχείρησης και η βιομηχανία στην οποία δραστηριοποιείται.

## **Διοικητικές απολαβές και εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα**

Για την κατανόηση του μεγέθους των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων αναφέρεται η συνολική αξία των ταμειακών διαθεσίμων των μη-χρηματοπιστωτικών εταιρειών των ΗΠΑ που είναι σχεδόν τρία τρισεκατομμύρια δολάρια. Για την εμπέδωση του συγκεκριμένου μεγέθους, αναφέρεται ότι το μέγεθος αυτό είναι δύο φορές περισσότερο από το πακέτο τόνωσης της οικονομίας που εισήχθη από το Κογκρέσο και περιελάμβανε αύξηση των δημοσίων δαπανών και μείωση των φόρων.

Μία άλλη σχετική έρευνα που πραγματοποιήθηκε εξέτασε την πρακτική που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις στην Αμερική αναφορικά με τα ταμειακά διαθέσιμα τους (Harford, Mansi Maxwell 2006). Συγκεκριμένα η μελέτη αυτή ασχολήθηκε με τη σχέση μεταξύ των εταιρικών διαθεσίμων και της εταιρικής διακυβέρνησης για τα έτη 1993-2004. Το κύριο εύρημα της εργασίας είναι η θετική σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης της επιχείρησης και των ταμειακών διαθεσίμων της. Επιπλέον η έρευνα βρήκε μία θετική συσχέτιση μεταξύ της ευαισθησίας των αμοιβών των ανώτατων στελεχών και των ταμειακών διαθεσίμων της επιχείρησης. Ακόμα η έρευνα αυτή έδειξε ότι όταν υπάρχει μία αδύναμη εταιρική διακυβέρνηση τότε αυτό δίνει τη δυνατότητα στα διευθυντικά στελέχη να αναλώνουν τα ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης γρήγορα σε εξαγορές, κάποιες από τις οποίες όντας αποτυχημένες μειώνουν την αξία των μετόχων. Ωστόσο οι εξαγορές αυτές συνήθως συμβάλουν στην αύξηση του πλούτου των ανώτατων στελεχών διοίκησης.

Μία άλλη σημαντική μελέτη εξέτασε επίσης την πρακτική της εταιρικής διακυβέρνησης των αμερικανικών επιχειρήσεων αναφορικά με τα ταμειακά διαθέσιμα (Bates, Kahle και Stulz, 2009). Η έρευνα αυτή μελέτησε τους λόγους για τους οποίους συνεχίζεται αυτή η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων των αμερικανικών επιχειρήσεων ανεξαρτήτου μεγέθους για την περίοδο 1980-2006. Το δείγμα της έρευνας περιορίστηκε σε εκείνες τις επιχειρήσεις που δεν προβαίνουν σε διανομή μερίσματος.

Ειδικότερα οι συγγραφείς κατέδειξαν τέσσερα κίνητρα που ωθούν σε αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων. Το πρώτο κίνητρο αναφέρει ότι με την μετατροπή των περιουσιακών στοιχείων σε μετρητά αποφεύγεται το συναλλακτικό κόστος. Ως

δεύτερο κίνητρο αναφέρεται ότι με αυτό τον τρόπο αποφεύγονται οι αρνητικές επιπτώσεις που θα έχει ο περιορισμός της εξωτερικής χρηματοδότησης. Τρίτον, επιτυγχάνεται αναβολή της καταβολής των φόρων για τα κέρδη από το εξωτερικό. Τέταρτον δεν επιστρέφονται μετρητά στους μετόχους εξαιτίας των εξόδων αντιπροσώπευσης που συνδέονται με τους μάνατζερ. Επίσης βρέθηκε ότι ο αυξημένος κίνδυνος των ταμειακών ροών σχετίζεται με τα αυξημένα ταμειακά διαθέσιμα.

Τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών στα ανώτατα στελέχη διοίκησης αποτελούν κίνητρα προς τα ανώτατα στελέχη να αποδώσουν περισσότερο, έχουν την ικανότητα να ωθούν τους μάνατζερ να μειώσουν το επίπεδο αποστροφής του κινδύνου και να επηρεάσουν την απόδοση της αξίας της επιχείρησης (Nengjiu Ju, 2006). Ειδικότερα, υποστηρίζεται ότι τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών δίνουν κίνητρο στους μάνατζερ να υιοθετήσουν πιο ριψοκίνδυνα επιχειρηματικά σχέδια διότι η αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών αυξάνεται με τη μεταβλητότητα των μετοχών (Kevin J. Murphy, 1999). Ωστόσο υφίσταται μία αντίθετη άποψη η οποία υποστηρίζει ότι τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών αυξάνουν το επίπεδο κινδύνου των μάνατζερ και επομένως αποφεύγουν τα ριψοκίνδυνα επενδυτικά σχέδια (Nengjiu Ju, 2006).

Μία άλλη μελέτη έδειξε ότι η επέκταση του μεγέθους μίας επιχείρησης συσχετίζεται με την αύξηση των απολαβών των μάνατζερ (Michael C. Jensen, 1998). Επιπλέον τα ευρήματα της έρευνας των ενώ συμφωνούν με την προηγούμενη διαπίστωση, έδειξαν ταυτόχρονα ότι οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων δεν συσχετίζονται αρνητικά όπως θα αναμενόταν με τις αποφάσεις των διευθυνόντων συμβούλων για μείωση του μεγέθους της επιχείρησης που εκπροσωπούν (Bedchuk και Grinstein, 2007).

## **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Θεωρίες απολαβών διευθυνόντων συμβούλων**

### **2.1 Θεωρίες απολαβών**

Οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων εγείρουν ένα σημαντικό ζήτημα εταιρικής διακυβέρνησης και αποτελεί ένα θέμα που χρίζει ερμηνευτικής

προσέγγισης. Η σύγχρονη βιβλιογραφία έχει δείξει ότι έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες αναφορικά με την ερμηνευτική προσέγγιση των αποδοχών των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα έχουν αναπτυχθεί περίπου 16 θεωρίες οι οποίες ωστόσο μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις κύριες προσεγγίσεις: πρώτον την προσέγγιση αξίας-τιμής, δεύτερον με βάση τη προσέγγιση της αντιπροσωπευτικής θεωρίας και τρίτον τη συμβολική προσέγγιση. Από όλες αυτές τις θεωρίες, μπορεί κάποιες να είναι αντιφατικές και κάποιες άλλες να είναι αλληλοσυμπληρούμενες.

Η προσέγγιση της τιμής δίνει έμφαση στο ποσό με το οποίο αμείβονται τα διευθυντικά στελέχη και κυρίαρχο επιχείρημα σε αυτή την κατηγορία είναι ότι οι δυνάμεις της αγοράς καθορίζουν το ύψος των απολαβών. Από την άλλη η προσέγγιση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης θεωρεί ότι οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων σχετίζονται με τα προβλήματα που παρουσιάζονται από τη σύγκρουση μετόχων και διευθυντών. Η θεωρίες αυτές επικεντρώνονται όχι στο ποσό αλλά στον τρόπο με τον οποίο αμείβονται τα διευθυντικά στελέχη. Τέλος η συμβολική προσέγγιση εκλαμβάνει τις απολαβές των ανώτατων στελεχών ως μία αντανάκλαση ενός μείγματος διαφόρων αξιών όπως του κύρους, της αξιοπρέπειας, των προσδοκιών και των επιτευγμάτων. Άρα το κυρίαρχο επιχείρημα είναι ότι το ύψος των απολαβών αντικατοπτρίζει τις διάφορες κοινωνικές πεποιθήσεις που δημιουργούνται αναφορικά με το κύρος που εκπέμπει μια διευθυντική θέση αυτή καθ' αυτή. Επίσης όσον αφορά τα κίνητρα των στελεχών οι απολαβές, με βάση την τελευταία προσέγγιση, διαδραματίζουν ένα δευτερεύοντα ρόλο<sup>5</sup>.

### **Προσέγγιση αξίας**

Σε γενικές γραμμές η προσέγγιση της αξίας θεωρεί οι απολαβές των στελεχών αντικατοπτρίζουν την αγοραία αξία των υπηρεσιών του στελέχους. Οι θεωρίες αυτές ουσιαστικά καθιστούν τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς και γενικότερα τους μηχανισμούς της αγοράς ως τους προσδιοριστικούς παράγοντες για τον καθορισμό των αμοιβών. Η προσέγγιση της θεωρίας αυτής περιλαμβάνει πέντε διαφορετικές θεωρίες: 1) τη θεωρία της οριακής παραγωγικότητας, 2) τη θεωρία του αποτελεσματικού μισθού, 3) τη θεωρία του ανθρώπινου κεφαλαίου, 4) τη θεωρία του κόστους ευκαιρίας και 5) τη θεωρία των σούπερ σταρ.

---

<sup>5</sup> <https://ssrn.com/abstract=1088215>

Από τις προηγούμενες θεωρίες, η θεωρία της οριακής παραγωγικότητας είναι η πιο θεμελιώδης. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία η εργασία που προσφέρουν τα διευθυντικά στελέχη αντανακλά το σημείο τομής της προσφοράς και της ζήτησης στην αγορά εργασίας των στελεχών. Αυτό σημαίνει ότι σε αυτό το σημείο ισορροπίας οι απολαβές των στελεχών είναι ίσες με το οριακό παραχθέν έσοδο από τα στελέχη. Σύμφωνα με την προηγούμενη παραδοχή, οι διευθυντικές απολαβές μπορούν να ερμηνευτούν ως το αποτέλεσμα του οριακού εσόδου παραγωγικότητας των στελεχών. (Roberts, 1956)

Ως συνέχεια της προηγούμενης θεωρίας, η θεωρία του ανθρώπινου κεφαλαίου υποστηρίζει ότι η παραγωγικότητα των στελεχών επηρεάζεται από το σύνολο των γνώσεων και των ικανοτήτων των στελεχών. Ειδικότερα ένα στέλεχος που κατέχει πλήθος γνώσεων και ικανοτήτων είναι σε θέση να εκπληρώσει σωστά τα καθήκοντά του και ως εκ τούτου να πληρωθεί περισσότερο (Combs and Skill, 2003). Το ανθρώπινο αυτό κεφάλαιο καθορίζεται από την αγορά των στελεχών (Carpenter, Sanders and Gregersen, 2001).

Η θεωρία των αποτελεσματικών μισθών υποστηρίζει ότι εφόσον δοθεί η υπόσχεση στα στελέχη ότι θα εισπράξουν μεγαλύτερη αμοιβή τότε εκείνα θα καταβάλουν και μεγαλύτερη προσπάθεια<sup>6</sup>. Συγκεκριμένα εφόσον τα στελέχη θα αποκομίζουν μεγαλύτερες απολαβές τότε θα αισθανθούν ότι η συνεισφορά τους για την επιχείρηση είναι σημαντική και δεν θα έχουν λόγο να αποφύγουν την εργασία τους (Prendergast, 1999). Επίσης σύμφωνα με αυτή τη θεωρία οι διευθυντικές απολαβές θεωρούνται ότι συντίθενται από το οριακό έσοδο της παραγωγικότητας των στελεχών συν ενός ασφάλιστρου πάνω από το μέσο όρο της αγοράς προκειμένου να αποτελέσουν επιπλέον κίνητρο για τα στελέχη.

Η τέταρτη θεωρία του κόστους ευκαιρίας υποστηρίζει ότι το ποσό που πρέπει να δίνεται για την πρόσληψη ή την διατήρηση ενός στελέχους πρέπει είναι τουλάχιστον ίσο με το ποσό που θα έδινε η επιχείρηση στο επόμενο εναλλακτικό στέλεχος που θα προσλάμβανε. Τέλος η πέμπτη θεωρία αφορά τη δυσαναλογία στις απολαβές των στελεχών η οποία αποδίδεται στο ταλέντο του κάθε στελέχους. Επομένως η δυσαναλογία στις απολαβές μπορεί να ερμηνευτεί από το πόσο διαθέσιμη είναι η

---

<sup>6</sup> <http://www.nber.org/papers/w5334.pdf>

επιχείρηση να καταβάλει ένα επιπλέον ποσό για την ανταμοιβή του ταλέντου και των ικανοτήτων των στελεχών, δεδομένου ότι τα προικισμένα στελέχη είναι δυσεύρετα στην αγορά εργασίας. (Rosen, 1981)

### **Η προσέγγιση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης**

Η προσέγγιση αυτή ασχολείται κυρίως με τον τρόπο με τον οποίο αμείβονται οι διευθύνοντες σύμβουλοι και όχι τόσο με το ποσό (Jensen and Murphy, 1990). Τα προβλήματα που άπτονται της θεωρίας της αντιπροσώπευσης υφίστανται σε κάθε περίπτωση όπου το ένα μέρος αναθέτει σε κάποιο άλλο την ευθύνη για την ανάληψη συγκεκριμένων καθηκόντων. Σύμφωνα με αυτή τη προσέγγιση μπορεί να υπάρξει ένας διαχωρισμός δύο ομάδων που περιλαμβάνουν ειδικότερες θεωρίες. Στην πρώτη ομάδα ανήκουν οι θεωρίες εκείνες που υποστηρίζουν ότι οι απολαβές των διευθυντικών στελεχών μπορεί να αποτελέσουν ένα τρόπο που θα βοηθήσει στην επίλυση των προβλημάτων της αντιπροσώπευσης. Ενδεικτικά αυτό μπορεί να γίνει μέσω των αποδοχών, είναι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών και της μεταβίβασης του ρίσκου μεταξύ των διαχειριστών και των ιδιοκτητών. Οι θεωρίες της δεύτερης ομάδας είναι εκείνες που θεωρούν ότι η ρύθμιση των αποδοχών επηρεάζεται από τη κρίση των στελεχών και για αυτό το λόγο δεν μπορούν να αποτελέσουν έστω και μερικώς λύση για τα συγκεκριμένα προβλήματα αντιπροσώπευσης.

Όσον αφορά το μοντέλο της αντιπροσωπευτικής θεωρίας υπάρχουν τρεις γενικές παραδοχές. Πρώτον, το γεγονός ότι οι διαχειριστές είναι απρόθυμοι να αναλάβουν επιχειρηματικό ρίσκο. Δεύτερον οι διαχειριστές συμπεριφέρονται με τρόπο που εξυπηρετεί τα προσωπικά τους συμφέροντα. Τρίτον τα συμφέροντα των διευθυντών δεν εναρμονίζονται με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Επίσης ως συνέπεια των προηγούμενων παραδοχών διακρίνονται δύο περιπτώσεις: πρώτον η περίπτωση της πλήρους πληροφόρησης όπου δεν υφίσταται ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ ιδιοκτητών και διευθυντικών στελεχών. Αυτό σημαίνει ότι ο ιδιοκτήτης μίας εταιρείας είναι πλήρως ενημερωμένος για τις ενέργειες των εντολοδόχων του, δηλαδή των διαχειριστών της επιχείρησης. Επιπλέον σε αυτή την περίπτωση δεν χρειάζεται να δοθούν επιπρόσθετα κίνητρα στα στελέχη.

Η δεύτερη περίπτωση περιγράφει μία κατάσταση όπου υπάρχει ασυμμετρία στην πληροφόρηση, με αποτέλεσμα ο ιδιοκτήτης να μην είναι σε θέση να γνωρίζει σε πλήρη βαθμό τις ενέργειες των διευθυντικών στελεχών του. Σε αυτή την περίπτωση ενδέχεται να δημιουργηθούν τα προβλήματα της αντιπροσώπευσης που οφείλονται σε δύο βασικούς παράγοντες: τον ηθικό κίνδυνο και τη δυσμενή επιλογή. Ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης έχει δύο επιλογές για την επίλυση των προβλημάτων αυτών. Ο πρώτος είναι να ζητήσει περισσότερη πληροφόρηση από τις προσπάθειες και τη συμπεριφορά των στελεχών είτε μέσω μεγαλύτερου ελέγχου είτε μέσω παροχής επιπλέον κινήτρων στα στελέχη με σκοπό να συμβαδίσουν τα ενδιαφέροντα και των δύο μερών. Το ιδανικό πακέτο αποδοχών είναι εκείνο που θα ελαχιστοποιήσει το κόστος πρακτόρευσης και αντανακλά ένα συνδυασμό επιπλέον ελέγχου και κινήτρων. (Gomez, Mejia and Wiseman, 1997)

### **Η συμβολική προσέγγιση**

Η Τρίτη προσέγγιση περιλαμβάνει θεωρίες οι οποίες υποστηρίζουν ότι οι απολαβές των διευθυντικών στελεχών παριστάνουν ένα πιο συμβολικό χαρακτήρα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι αποδοχές ενός διευθυντικού στελέχους αντικατοπτρίζουν τις προσδοκίες, το κύρος και το ρόλο που διαδραματίζει το στέλεχος στην κοινωνία ή στην επιχείρηση. Αυτή η συμβολική προσέγγιση περιλαμβάνει επτά επιμέρους θεωρίες: τη θεωρία του πρωταθλήματος, την ηγετική θεωρία, τη θεωρία της διαχείρισης, τη θεωρία του παραγκωνισμού, την έμμεση θεωρία της σύμβασης (ή σιωπηρή σύμβαση), τη κοινωνικά θεσπισμένη θεωρία της αναλογικότητας και τη θεωρία της κοινωνικής σύγκρισης.

Η θεωρία του πρωταθλήματος θεωρεί τις απολαβές των στελεχών ως ένα τρόπαιο σε ένα διαγωνισμό (Lazear and Rosen, 1981). Το πρώτο βραβείο αναφέρεται στις απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου, δηλαδή του υψηλότερου ιεραρχικά προσώπου σε μία επιχείρηση. Καθορίζοντας ένα υψηλό βραβείο δίνεται κίνητρο στους συμμετέχοντες να αναρριχηθούν υψηλότερα στην εταιρική πυραμίδα και επίσης δίνεται ώθηση στους διαγωνιζόμενους στα χαμηλότερα επίπεδα να αυξήσουν την παραγωγικότητά τους. Επίσης μέσω των υψηλών αμοιβών στα ανώτατα στελέχη, κίνητρα δίνονται και στους υφιστάμενούς τους, διότι θα καταβάλουν μεγαλύτερη προσπάθεια για να ανέβουν ιεραρχικά και να αποκομίσουν σημαντικά μεγαλύτερα



οφέλη (O'reilly, Main and Cystal, 1988). Ουσιαστικά τα σύμβολα χρησιμοποιούνται ως ένας τρόπος ερμηνείας της διαφοράς του ύψους των απολαβών ανάμεσα στα διαφορετικά ιεραρχικά επίπεδα του οργανισμού.

Η θεωρία του ηγέτη υποστηρίζει ότι η συμπεριφορά αντανακλά μία πρόθεση ή ένα σκοπό και ως εκ τούτου διαφορετικοί στόχοι και ενδιαφέροντα συνυπάρχουν στο εσωτερικό μίας επιχείρησης. Εξαιτίας αυτών των διαφορετικών και πιθανώς συγκρουόμενων στόχων απαιτείται να υπάρχουν διαπραγματεύσεις προκειμένου να επέλθει ο συμβιβασμός. Συνήθως αυτοί που έχουν μεγαλύτερη δύναμη είναι εκείνοι που θα λάβουν την υψηλότερη ανταμοιβή. Υπάρχουν τρεις διαφορετικοί ρόλοι που καλείται να επωμιστεί ο διευθύνων σύμβουλος. Ο πρώτος ρόλος είναι αυτός που καλείται να αποτελέσει το συνδετικό κρίκο ανάμεσα στο εσωτερικό και το εξωτερικό της επιχείρησης, άρα έχει πιο συμβολικά και διπλωματικά χαρακτηριστικά ο ρόλος αυτός. Ο δεύτερος ρόλος αφορά τη χάραξη διαφόρων στρατηγικών και πολιτικών συμμαχιών εντός και εκτός της επιχείρησης. Ο τελευταίος ρόλος είναι αυτός του διαχειριστή εσωτερικών θεμάτων όπως η εναρμόνιση των σχέσεων ανάμεσα στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου όταν πρόκειται για θέματα όπως πρόσληψη καινούριων στελεχών και καθορισμό των αμοιβών τους. (Ungson and Steers, 1984) Συνεπώς η διευθυντική απολαβή καθορίζεται αφού ληφθεί υπόψη η ικανότητα εκτέλεσης των τριών διαφορετικών, σύνθετων και περίπλοκων ρόλων του διευθυντή.

Από την άλλη μεριά η θεωρία της διαχείρισης δεν παρέχει μία σαφή ερμηνεία για τα επίπεδα και τις δομές των απολαβών και για το λόγο αυτό δέχεται αμφισβήτηση. Ωστόσο αυτό που προσπαθεί να εξηγήσει η θεωρία αυτή είναι ότι οι αποδοχές των στελεχών δεν συσχετίζονται σε σημαντικό βαθμό με τον πλούτο των ιδιοκτητών ή με μέτρα οικονομικής απόδοσης της εταιρείας. (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997) Αυτό συμβαίνει διότι οι διαχειριστές μίας εταιρείας δίνουν μεγαλύτερη σημασία σε μη οικονομικές επιβραβεύσεις, όπως η αξία της αναγνώρισης από τους άλλους (Donaldson, 1991). Επίσης υποστηρίζεται ότι τα ενδιαφέροντα των διαχειριστών ευθυγραμμίζονται με τους στόχους των μετόχων, αλλά και στην περίπτωση όπου υπάρχει απόκλιση τότε οι διαχειριστές μπορούν να δώσουν μεγαλύτερη έμφαση στην συνεργασία έτσι ώστε να διευθετηθούν οι όποιες αποκλίσεις.

Η θεωρία του παραγκωνισμού υποστηρίζει ότι τα νομισματικά κίνητρα υποσκελίζουν τα εσωτερικά κίνητρα και επομένως και τις καλές προθέσεις (Bruno S. Frey and Felix Oberholzer-Gee, 1997). Επίσης οι υψηλές αμοιβές ως κίνητρα εκτός του παραγκωνισμού των ενδογενών κινήτρων, θα μπορούσαν να οδηγήσουν τα διευθυντικά στελέχη στην επίτευξη στόχων οι οποίοι αποκλίνουν από τα συμφέροντα της επιχείρησης. Αυτό που προτείνει η συγκεκριμένη θεωρία είναι η μείωση των αποδοχών έως ότου εξισορροπηθούν τα εσωτερικά και εξωτερικά κίνητρα προς τα διευθυντικά στελέχη.

Η έμμεση θεωρία της σύμβασης αναφέρεται σε μία σιωπηρή συμφωνία και υποστηρίζει ότι η συμφωνία αυτή είναι μία σύμβαση μεταξύ ενός ατόμου και ενός άλλου μέρους, συμπεριλαμβανομένων των πεποιθήσεων του ατόμου αναφορικά με τη φύση της συμφωνίας ανταλλαγής (Baker, Gibbons and Murphy, 2002). Το ψυχολογικό συμβόλαιο είναι ένα σύνολο αμοιβαίων προσδοκιών αναφορικά με τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι πρέπει αυτά να συμφωνηθούν από κοινού από τα συμβαλλόμενα μέρη (Kidder and Buchholtz, 2002). Επίσης η σύμβαση αυτή πολλές φορές αναφέρεται ως σχεσιακή σύμβαση η οποία αποτελείται από άτυπες συμφωνίες και άγραφους κώδικες που επηρεάζουν τις συμπεριφορές των ατόμων (Baker et al, 2002). Συνήθως η σύμβαση αυτή βασίζεται σε έννοιες όπως η εμπιστοσύνη και η δικαιοσύνη. Οι απολαβές σύμφωνα με αυτή τη θεωρία αντιπροσωπεύουν την εκτίμηση, την ολοκλήρωση και την αξιοπρέπεια (Kidder and Buchholz, 2002).

Η κοινωνικά θεσπισμένη θεωρία της αναλογικότητας υποστηρίζει ότι η αξία ενός στελέχους συνίσταται στις θέσεις που έχει βρεθεί ένα στέλεχος στις διάφορες βαθμίδες της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία οι απολαβές προσδιορίζονται ως ο λόγος των στελεχών προς τους άμεσους υφισταμένους τους (Simon,1997). Ουσιαστικά αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι δεδομένου ενός κατώτατου ποσού, οι απολαβές διαφέρουν ανάλογα με τα επίπεδα ιεραρχίας μίας επιχείρησης.

Η θεωρία της κοινωνικής σύγκρισης βασίζεται στη σύγκριση των ανώτατων στελεχών μιας επιχείρησης μεταξύ τους και μεταξύ αυτών και των ομολόγών τους σε άλλες εταιρείες. Ουσιαστικά αυτό σημαίνει ότι τα ανώτατα στελέχη χρησιμοποιούν ως σημείο αναφοράς τις απολαβές τους για τον καθορισμό των απολαβών των άλλων

στελεχών (O'reilly, Main and Crystal, 1988). Βέβαια η σύγκριση οφείλει να γίνεται με άτομα που έχουν παρόμοιες αποδόσεις ή ιδέες. Υπό αυτή την έννοια οι απολαβές των ανώτατων στελεχών έχουν σχέση σε κάποιο βαθμό με την κρίση και το αίσθημα δικαιοσύνης των υπολοίπων στελεχών.

## **2.20 νόμος Sarbanes Oxley Act**

Στη συνέχεια γίνεται αναφορά σε μία εργασία που μεταξύ άλλων ασχολήθηκε με την εφαρμογή του νόμου Sarbanes Oxley Act (K.J.Sigler, 2011). Ειδικότερα, ο George W. Bush υπέγραψε το νόμο Sarbanes Oxley Act του 2002, στις 30 Ιουλίου 2002. Ο νόμος αυτός σήμανε εκτεταμένες αλλαγές αναφορικά με τις εταιρείες στην Αμερική, τα στελέχη, τους ελεγκτές και τους συμβούλους των εταιρειών. Συγκεκριμένα ο νόμος αυτός σχεδιάστηκε με σκοπό να βελτιώσει την εταιρική διακυβέρνηση συμπεριλαμβανομένων των κριτηρίων που έχουν αντίκτυπο στις αποδοχές των στελεχών. Μερικές από τις ρυθμίσεις αυτού του νόμου αφορούσαν τη στασιμότητα των διάφορων έκτακτων πληρωμών προς τους διευθυντές και την απαγόρευση της αύξησης των απολαβών των στελεχών όταν η αύξηση αυτή προερχόταν από λογιστική αναμόρφωση. Ακολούθως στις 4 Νοεμβρίου του 2004 η επιτροπή ασφάλειας της κεφαλαιαγοράς ενέκρινε νέους εταιρικούς κυβερνητικούς κανονισμούς που προχωρούσαν ένα βήμα παραπέρα από το νόμο Sarbanes Oxley Act. Συγκεκριμένα το τμήμα 5 των εν λόγω διατάξεων προϋποθέτει ότι οι απολαβές των επιτροπών των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, επανεξετάζουν και εγκρίνουν τους νέους στόχους και σκοπούς που σχετίζονται με τις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων. Συνεπώς η αξιολόγηση της απόδοσης των διευθυνόντων συμβούλων γίνεται με βάση τους καινούριους στόχους και σκοπούς και στη συνέχεια καθορίζεται και εγκρίνεται το επίπεδο απολαβών των στελεχών με βάση την προηγούμενη αξιολόγηση.

Επίσης σύμφωνα με τους κανονισμούς αυτούς οι εταιρείες πρέπει να έχουν επιτροπές απολαβών και οι επιτροπές αυτές να αποτελούνται αποκλειστικά από ανεξάρτητους διευθυντές. Επιπλέον η επιτροπή οφείλει να έχει ένα καταστατικό στο οποίο να αναφέρονται εκτενώς οι σκοποί και οι αρμοδιότητες της επιτροπής καθώς και η υποχρέωση υποβολής μίας ετήσιας αξιολόγησης της απόδοσης των απολαβών της επιτροπής.

Υπάρχουν διάφορα στάδια που περιγράφονται στους κανονισμούς αυτούς και αναφέρουν τους σκοπούς και τις αρμοδιότητες της επιτροπής. Συγκεκριμένα στο πρώτο στάδιο γίνεται η επανεξέταση και η έγκριση των εταιρικών σκοπών και στόχων αναφορικά με τις αποδοχές των διευθυνόντων συμβούλων. Στο δεύτερο στάδιο γίνεται η αξιολόγηση της απόδοσης των διευθυνόντων συμβούλων συγκριτικά με τους προηγούμενους στόχους και σκοπούς. Στο επόμενο στάδιο η ίδια επιτροπή ή μαζί με άλλους ανεξάρτητους διευθυντές καθορίζει και εγκρίνει το ύψος των απολαβών των στελεχών με βάση την αξιολόγηση που έγινε στο προηγούμενο στάδιο. Στη συνέχεια απευθύνονται συστάσεις προς το διοικητικό συμβούλιο αναφορικά με τις απολαβές των άλλων στελεχών εκτός των διευθυνόντων συμβούλων, τα πλάνα για την ανάπτυξη κινήτρων σχετιζόμενων με τις απολαβές και άλλα σχέδια που βασίζονται στο κεφάλαιο. Στο τελευταίο στάδιο καταρτίζεται η έκθεση των απολαβών των στελεχών που πρέπει να συμπεριληφθεί στο έντυπο πληροφόρησης.

Η επιτροπή αποζημιώσεων πρέπει να έχει την αποκλειστική εξουσία προκειμένου να διατηρήσει, να καταγγείλει και να συνεργαστεί με μία συμβουλευτική εταιρεία για να αξιολογηθούν ορθά οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων, των διευθυντών και των στελεχών γενικότερα. Η έρευνα του K.J. Sigler εξετάζει τη σχέση των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων και της απόδοσης της εταιρείας για ένα δείγμα 280 εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης για την περίοδο μετά την εφαρμογή των κανονισμών αυτών και συγκεκριμένα για την περίοδο 2006-2009.

Ο όμιλος Hay πραγματοποίησε μία ετήσια έρευνα που εξέτασε πώς οι διευθύνοντες σύμβουλοι αμείβονται με βάση όλα τα είδη μισθών και αφορά τη χρονική περίοδο 2009. Συγκεκριμένα ο όμιλος επικεντρώθηκε σε ένα δείγμα 200 αμερικάνικων επιχειρήσεων με ετήσια έσοδα πάνω από 4 δισεκατομμύρια.

### **Συστατικά απολαβών**

Επίσης η εργασία αυτή προβαίνει σε μία ανάλυση των συστατικών των απολαβών των στελεχών. Σύμφωνα με την έρευνα του 2010 που πραγματοποιήθηκε από το Ινστιτούτο Οικονομικών Ερευνών ο βασικός μισθός αποτελεί το 11,2% των απολαβών ενός στελέχους. Αξίζει να σημειωθεί ότι ενώ η αξιολόγηση εργασίας χρησιμοποιείται για να καθοριστεί το ύψος του μισθού των εργαζομένων, ο βασικός

μισθός των στελεχών επηρεάζεται από τη γνώμη της επιτροπής απολαβών η οποία αποτελείται από την πλειονότητα των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης για την παροχή κινήτρων απόδοσης καταρτίζονται συγκεκριμένα σχέδια που περιλαμβάνουν μετρητά μόνους που καταβάλλονται εφάπαξ στο τέλος του έτους. Αυτά τα κίνητρα αμοιβής δίνονται μετά την επίτευξη ενός προκαθορισμένου στόχου. Αυτά τα μετρητά που δίνονται ως μόνους συνδέονται πολλές φορές με τη περιοχή εκτελεστικής ευθύνης του στελέχους. Τα μόνους επιβράβευσης πρέπει να είναι διαβαθμισμένα ανάλογα με την κατηγοριοποίηση των στόχων σε βραχυπρόθεσμους, μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους.

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών αποτελούν ένα επιπλέον κίνητρο για τα κορυφαία στελέχη. Σύμφωνα με διάφορες έρευνες τα δικαιώματα προαίρεσης οδηγούν σε μείωση της υπερβολικής αποστροφής προς το κίνδυνο, καθώς δίνουν κίνητρο στα στελέχη να αυξήσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης αποδεχόμενοι ριψοκίνδυνα πρότζεκτ που σε άλλη περίπτωση δεν θα είχαν αναλάβει.

Οι δεσμευμένες (ή περιοριστικές) μετοχές είναι μία άλλη μορφή ιδιοκτησίας της επιχείρησης που επιτρέπει τη σύγκλιση των στόχων μεταξύ των στελεχών και των μετόχων της επιχείρησης. Οι δεσμευμένες μετοχές έχουν περιορισμούς σχετικά με τις απλές κοινές μετοχές. Ένας από τους πιο συνηθισμένους περιορισμούς είναι ότι πρέπει να περάσει μία συγκεκριμένη χρονική περίοδος ή να επιτευχθεί ένας συγκεκριμένος στόχος προκειμένου τα στελέχη (ιδιοκτήτες των μετοχών) να μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές. Αυτή η χρονική περίοδος ονομάζεται «περίοδος κατοχύρωσης» και αναφέρεται στην περίοδο που πρέπει να περάσει για να αρθούν οι περιορισμοί πώλησης των μετοχών. Για παράδειγμα αν οι δεσμευμένες μετοχές αναφέρονται στην παραμονή των στελεχών στην επιχείρηση για τρία χρόνια τότε η «περίοδος κατοχύρωσης» είναι τα τρία αυτά χρόνια. Επίσης οι δεσμευμένες μετοχές μπορεί να αναφέρονται στην μείωση του κόστους κατά 10 εκατομμύρια ευρώ, τότε η περίοδος κατοχύρωσης αναφέρεται στη χρονική περίοδο που θα χρειαστεί για να μειωθεί το κόστος με αυτό το ποσό.

Επιπλέον ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο κινήτρων είναι σημαντικό για την κινητοποίηση των κορυφαίων στελεχών της διοίκησης στην επίτευξη των στόχων της επιχείρησης. Αυτά τα προγράμματα μπορεί να έχουν σκοπό να ωθήσουν τα στελέχη

στην επίτευξη συγκεκριμένων στόχων καθώς και στην πρόληψη της εργασίας των στελεχών σε άλλες επιχειρήσεις. Γενικότερα η απόκτηση μετοχών από στελέχη καθιστά τα στελέχη συνιδιοκτήτες της επιχείρησης με σκοπό την ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων τους με αυτά των μετόχων της επιχείρησης.

Οι αναβαλλόμενες αποζημιώσεις αποτελούν κίνητρα που διατηρούνται για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο και πληρώνονται στο τέλος της περιόδου αυτής. Συνήθως αυτή η χρονική περίοδος κυμαίνεται από τρία έως πέντε χρόνια. Αυτό το είδος της πληρωμής είναι ιδιαίτερα χρήσιμο αναφορικά με την διατήρηση των κορυφαίων στελεχών στην επιχείρηση αλλά δεν είναι αρκετά δημοφιλές καθώς το εκάστοτε στέλεχος πρέπει να περιμένει μεγάλο χρονικό διάστημα για την πληρωμή. Επίσης το είδος αυτό της πληρωμής αναβάλλει τις πληρωμές των φόρων έως ότου η αποζημίωση αυτή καταβληθεί πραγματικά.

Επίσης μέρος των απολαβών των στελεχών είναι και το ποσό που θα καταβληθεί σε περίπτωση εξαγοράς της επιχείρησης από μία άλλη με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί ο κίνδυνος απόλυσης των στελεχών. Ακόμα άλλα οφέλη που μπορεί να αποτελούν μέρος του πακέτου απολαβών των στελεχών είναι το πλάνο συνταξιοδότησης, η ασφάλεια ζωής και υγείας, ασφάλιση αυτοκινήτου, ταξίδια, πληρωμένες διακοπές κ.α.

Σύμφωνα με τον ομοσπονδιακό νόμο οι εταιρείες υποχρεώνονται να καταβάλουν στην αμερικανική επιτροπή κεφαλαιαγοράς μία σαφή περιγραφή του πακέτου απολαβών που δίνονται στα κορυφαία στελέχη. Συγκεκριμένα πρέπει να αναφέρονται τα συστατικά των απολαβών και η ποσότητα τους. Αυτή η έκθεση πρέπει να περιλαμβάνει και τις διαδικασίες που ακολουθούνται προκειμένου να καθοριστούν τα πακέτα των απολαβών. Το έντυπο αυτό δίνεται επιπροσθέτως και για την ενημέρωση των μετοχών της εταιρείας αναφορικά με τις ανάγκες χρηματοδότησης της εταιρείας και των αποφάσεων που σχετίζονται με τις επενδύσεις.

### **Προβλήματα σχετικά με τις απολαβές**

Σύμφωνα με την μελέτη του K.J. Sigler, κάθε μορφή απολαβών (μετρητά μόνους, δεσμευμένες μετοχές κ.λπ.) ενέχει τον κίνδυνο να δελεάσει τα στελέχη να συμμετέχουν σε δραστηριότητες που ενδέχεται να προξενήσουν προβλήματα για την

επιχείρηση. Για παράδειγμα τα μετρητά μπόνους μπορεί να ενθαρρύνουν κάποια ανεπιθύμητη συμπεριφορά. Συγκεκριμένα, τα μετρητά μπόνους που είναι συνδεδεμένα με λογιστικά νούμερα πιθανώς να παρακινήσουν τα στελέχη να μεταβάλουν το χρόνο εμφάνισης των εσόδων και των εξόδων με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιήσουν τα μπόνους τους. Επιπλέον αυτή η μορφή απολαβών μπορεί να παρακινεί τα στελέχη να επιτύχουν υψηλή απόδοση σε βραχυπρόθεσμη βάση, γεγονός που ενδέχεται να αποτελέσει ζημιά σε μακροπρόθεσμη περίοδο.

Επίσης η επιβράβευση της ανώτατης διοίκησης με διάφορα είδη μετοχών ίσως να αποτρέπει τα στελέχη να προσπαθούν να αυξήσουν την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι η τιμή της μετοχής μπορεί να σημειώσει άνοδο ή πτώση ως συνέπεια των δυνάμεων της αγοράς και όχι από την απόδοση της επιχείρησης. Αυτό γίνεται πιο σαφές και από την παροχή στα στελέχη δικαιωμάτων προαίρεσης, διότι σε αυτή την περίπτωση το στέλεχος μπορεί να επωφεληθεί οικονομικά από τα δικαιώματα αυτά ανάλογα με τις συγκυρίες που έχουν διαμορφωθεί όταν κάνει χρήση του δικαιώματος αυτού και όχι από την απόδοση του στελέχους. Με αυτό τον τρόπο μπορεί να δημιουργηθεί και ένα αντικίνητρο για σκληρή δουλειά από το στέλεχος αφού η τιμή της μετοχής αυξάνεται ανεξάρτητα από την προσπάθειά του. Σε άλλες περιπτώσεις μπορεί το στέλεχος, όταν πλησιάζει ο χρόνος να ασκήσει το δικαίωμά του, να χειραγωγήσει τα αποτελέσματα και την εικόνα της επιχείρησης προκειμένου να αυξηθεί η τιμή της μετοχής της επιχείρησης αλλά και των δικών του κερδών, καθώς το στέλεχος θα έχει αγοράσει μία μετοχή σε προκαθορισμένη τιμή και θα έχει τη δυνατότητα να την πουλήσει σε υψηλότερη τιμή.

Επίσης μία άλλη μορφή απολαβών είναι οι δεσμευμένες μετοχές οι οποίες δίνονται ως επιβράβευση για την απόδοση των στελεχών, ωστόσο περιορίζουν τα στελέχη να πουλήσουν την μετοχή αυτή για μια συγκεκριμένη περίοδο. Αυτό όμως μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα το στέλεχος να μην θέσει ως υψηλή προτεραιότητα την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης, αφού δεν πρόκειται να επωφεληθεί τουλάχιστον όσον αφορά τις δεσμευμένες μετοχές στο άμεσο μέλλον.

Επίσης η ανάμειξη διαφορετικών ειδών πληρωμών σε ένα σύνθετο πακέτο απολαβών για τα κορυφαία στελέχη επιτρέπει σε μια μορφή πληρωμών να αντισταθμίσει το μειονέκτημα της από τα πλεονεκτήματα ενός άλλου είδους πληρωμής. Ειδικότερα τα

μετρητά μόνους ωθούν τα στελέχη να επικεντρωθούν στην άμεση επίτευξη των στόχων της επιχείρησης καθώς η επιχείρηση θα πληρώσει τα στελέχη για την εκπλήρωση των βραχυπρόθεσμων στόχων της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τα μετρητά μόνους να εξουδετερώσουν το μειονέκτημα των δεσμευμένων μετοχών που βασίζονται στη λογική των μακροπρόθεσμων στόχων της επιχείρησης και όχι για τους στόχους βραχυπρόθεσμου ορίζοντα.

Στην προσπάθεια τους οι εταιρείες να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της μεταβλητότητας των μετοχών τους σύμφωνα με τις δυνάμεις της αγοράς και όχι με βάση τη συνεισφορά και τη προσπάθεια των στελεχών, έχουν υιοθετήσει προσαρμοζόμενες τιμές εξάσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης οι οποίες είναι συνδεδεμένες με τη μεταβλητότητα της τιμής ενός δείκτη μετοχών της αγοράς. Συμπερασματικά η πολυπλοκότητα των απολαβών των στελεχών είναι απαραίτητη προκειμένου τα πλεονεκτήματα ενός είδους πληρωμής να αντισταθμίζουν τις αδυναμίες ενός άλλου στοιχείου των απολαβών προκειμένου να συγκλίνουν τα συμφέροντα των μετόχων και της ανώτατης διοίκησης και η ανώτατη διοίκηση να έχει κίνητρο να καταβάλει προσπάθεια για την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της επιχείρησης.

Μία άλλη έρευνα κατέδειξε την σημαντικότητα της ευθυγράμμισης των συμφερόντων των στελεχών και των μετόχων (Jensen και Meckling, 1976). Συγκεκριμένα υποστήριξαν ότι οι εταιρείες υιοθετούν την ιδέα των μακροπρόθεσμων δικαιωμάτων προαίρεσης στην στρατηγική χάραξης των απολαβών των στελεχών. Αυτό γίνεται προκειμένου η εταιρεία να δώσει κίνητρα στην ανώτατη διοίκηση να δραστηριοποιείται και να συμπεριφέρεται σαν να είναι ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης. Μάλιστα οι εταιρείες που εφαρμόζουν μακροπρόθεσμα σχέδια κινήτρων παρουσιάζουν υψηλότερες αυξήσεις στο δείκτη απόδοση κεφαλαίου (ROE) συγκριτικά με εκείνες τις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν σχέδια κινήτρων με μικρό χρονικό ορίζοντα. Επίσης μια άλλη μελέτη υποστήριξε την ιδέα ότι οι απολαβές της ανώτατης διοίκησης στις περισσότερες δημόσιες επιχειρήσεις είναι σχεδόν ανεξάρτητες από την απόδοση της επιχείρησης. Συγκεκριμένα οι περισσότερες αμερικάνικες δημόσιες εταιρείες πληρώνουν τα στελέχη τους σαν γραφειοκράτες και μάλιστα η σχέση απολαβών-απόδοσης γίνεται ολοένα και πιο ανεξάρτητη. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το ποσοστό ιδιοκτησίας των διευθυνόντων συμβούλων ήταν περίπου



δέκα φορές μεγαλύτερο την δεκαετία του 1930 από ότι την δεκαετία του 1980. Ακόμα και τα τελευταία 15 χρόνια το ποσοστό αυτό μειώθηκε.

Επίσης μία άλλη μελέτη (Jensen and Murphy, 1990) εκτίμησε ότι οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων αυξήθηκε κατά 3,25 δολάρια για κάθε 1000 δολάρια αύξησης στον πλούτο των μετόχων για την περίοδο 1974-1986. Αυτό σημαίνει ότι οι απολαβές των στελεχών παραμένουν ανεπηρέαστες από τη μεταβολή του πλούτου των μετόχων. Μια παρόμοια μελέτη (Aggarwal R, Samwick A, 1999) απέδειξε ότι η ευαισθησία απολαβών στελεχών και μεταβολής πλούτου αποτυπώνεται στα 14,52 δολάρια σε μεταβολή 1000 δολαρίων του πλούτου των μετόχων. Αντιθέτως με τις προηγούμενες μελέτες, μία άλλη έρευνα παρουσίασε στατιστικά δεδομένα κατά τα οποία οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων καθοδηγούνται περισσότερο από την απόδοση της επιχείρησης (Hall BJ, Liebman J, 1998). Επίσης η έρευνα αυτή παρουσίασε την αύξηση που παρουσιάστηκε στη χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης τις δεκαετίες 1980-1990. Η τιμή εξάσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αυξήθηκε κατά περίπου 7 εκατομμύρια το 2000. Ως τεκμηρίωση των προηγούμενων σημειώνεται ότι τα βασικά είδη των απολαβών, ενώ αποτελούσαν το 38% των συνολικών απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων, περιορίστηκε στο 17% το έτος 2000.

### **Εταιρική διακυβέρνηση και απολαβές διευθυνόντων συμβούλων**

Σύμφωνα με συγκεκριμένη μελέτη όταν η εταιρική διακυβέρνηση παρουσιάζει αδυναμίες και δεν είναι ισχυρή και αποτελεσματική τότε τα στελέχη παρουσιάζουν μεγαλύτερη επιρροή στο μέγεθος και την σύνθεση των απολαβών τους (K.J Sigler, 2011). Αυτό συνεπάγεται ότι τα στελέχη μπορεί να πληρώνονται παραπάνω, να αποκρύπτουν την τυχόν χαμηλή απόδοση τους και γενικότερα να δημιουργείται μία τάση περιορισμού της σχέσης μεταξύ απολαβών των στελεχών και απόδοση της εταιρείας. Για αυτό και η αποτυχία της εταιρικής διακυβέρνησης σε γνωστές επιχειρήσεις σηματοδοτεί την έλλειψη αποτελεσματικής διαδικασίας καθορισμού των απολαβών των στελεχών.

Επίσης υποστηρίζεται ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι είναι ακριβοπληρωμένοι όταν έχουν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας. Για αυτό το λόγο το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να παρακολουθεί τα ανώτατα στελέχη για λογαριασμό

των μετόχων καθώς και να έχει σημαντική επίδραση στην επιτροπή που είναι αρμόδια για τον καθορισμό των απολαβών (Bedchuk L, Fried J, 2005). Σύμφωνα με αυτή την θεωρία οι ανεξάρτητοι διευθυντές και οι σύμβουλοι που προσλαμβάνουν οι εταιρείες για να παρέχουν συμβουλές στο διοικητικό συμβούλιο, έχουν ελάχιστο ενδιαφέρον να διαφυλάξουν τα συμφέροντα των μετόχων. Σύμφωνα με αυτή τη διαπίστωση οι διευθύνοντες σύμβουλοι έχουν τη δυνατότητα να ρυθμίσουν τις αμοιβές τους κατά το δοκούν και γενικότερα να επηρεάσουν τα συμβόλαια αποζημίωσης της ανώτατης διοίκησης.

Ωστόσο τα εμπειρικά στοιχεία για τη διακυβέρνηση αναφορικά με τις αμοιβές των στελεχών είναι συγκεχυμένα. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι η εταιρική διακυβέρνηση στις αμερικάνικες εταιρείες λειτουργεί αποτελεσματικά και ότι τα προβλήματα που σχετίζονται με τις αμοιβές των διευθυνόντων συμβούλων δεν αποτελούν τροχοπέδη για τα πλεονεκτήματα που προσφέρονται από το αμερικάνικο σύστημα. Συνεπώς σύμφωνα με αυτές τις θεωρίες τα επίπεδα απολαβών των στελεχών είναι συνεπή με την εταιρική διακυβέρνηση και έτσι οι όποιες αλλοιώσεις προκύπτουν από το αντίκτυπο των λογιστικών και φορολογικών νόμων, καθώς και τα όποια προβλήματα σχετίζονται με τις αμοιβές αφορούν μια συγκεκριμένη επιχείρηση και δεν αποτελούν ένα γενικότερο πρόβλημα.

Επίσης άλλοι ακαδημαϊκοί διαπίστωσαν ότι όταν τα στελέχη αποτελούν και μέλη της επιτροπής καθορισμού των απολαβών τότε τα επίπεδα των απολαβών των στελεχών έχουν άμεση συνάρτηση με τον αριθμό των στελεχών που μετέχουν στην επιτροπή αυτή (O' Reilly C., Main B., Crystal G., 1998).

Ωστόσο μία άλλη μελέτη σύγκρινε τις απολαβές 50 διευθυνόντων συμβούλων που ήταν μέλη της επιτροπής καθορισμού των απολαβών σε σχέση με τις αντίστοιχες απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων που αποτελούσαν το δείγμα της έρευνας. Η μελέτη αυτή βρήκε ότι οι διευθύνοντες σύμβουλοι που ήταν μέλη της επιτροπής είχαν χαμηλότερες απολαβές, ωστόσο είχαν πολύ υψηλό ποσοστό κατοχής μετοχών της εταιρείας (Anderson R, Bizjak J., 2003). Επίσης μία άλλη έρευνα κατέδειξε μία μικρή σχέση μεταξύ εσωτερικής διακυβέρνησης της εταιρείας και του επιπέδου-στρατηγικής απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων.

## 2.3 Επίδραση του φύλου στις απολαβές των ανώτατων στελεχών

Παρακάτω παρουσιάζονται τα ευρήματα και τους προβληματισμούς που ανέδειξε μία έρευνα που εξετάζει καταρχήν το κενό που υπάρχει μεταξύ ανδρών και γυναικών στις ηγετικές θέσεις μίας εταιρείας (Linda A. Bell, 2005). Αρχικά επισημαίνεται ότι αν και το μισθολογικό κενό έδειξε να μειώνεται από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι μισθοί των γυναικών σε ηγετικές θέσεις είναι μικρότεροι μεταξύ 8% και 25% από τις αντίστοιχες θέσεις που κρατούνται από άνδρες. Το μισθολογικό αυτό κενό αναφέρεται κυρίως στη θέση του διευθύνων συμβούλου και του προέδρου, ενώ οι γυναίκες στις θέσεις αυτές προσελκύουν περισσότερες γυναίκες σε άλλες ηγετικές θέσεις και με υψηλότερες μισθούς σε αντίθεση με εταιρείες που δεν βρίσκονται γυναίκες σε τέτοιου είδους υψηλά ιστάμενες θέσεις. Συγκεκριμένα οι γυναίκες που είναι στελέχη σε εταιρείες στις οποίες στην κορυφή της διεύθυνσης βρίσκονται πάλι γυναίκες, έχουν εισόδημα περίπου 10%-20% υψηλότερο σε σχέση με τις αντίστοιχες θέσεις γυναικών σε εταιρείες που έχουν άνδρες ως προέδρους και διευθύνοντες συμβούλους και μάλιστα είναι πιθανόν (3%-18%) να βρίσκονται στις πέντε πιο ακριβοπληρωμένες θέσεις μέσα στην εταιρεία.

Υπάρχει μία ισχυρή θεωρητική και εμπειρική υποστήριξη αναφορικά με το ότι σε μία εταιρεία με υψηλότερη αναλογία γυναικών σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο εργασίας και ιδίως στο τομέα λήψης αποφάσεων είναι πιθανό να προωθηθούν επίσης γυναίκες στο συγκεκριμένο επίπεδο και με υψηλότερους μισθούς. Η έρευνα εξειδικεύει τους λόγους για τους οποίους είναι πιθανό να υπάρχει αυτή η θετική επιρροή από γυναίκες στελέχη σε άλλες γυναίκες στην αγορά εργασίας. Καταρχάς είναι πιθανό και αναμενόμενο οι γυναίκες εργαζόμενες να προσελκύουν άλλες γυναίκες να εργαστούν μέσα στην ίδια επιχείρηση και σε συγκεκριμένες θέσεις στην επιχείρηση καθώς προτιμούν άτομα με παρόμοια ενδιαφέροντα και προβληματισμούς. Τα παραπάνω έχουν αναφερθεί σε διάφορες άλλες έρευνες όπως στα υποδείγματα των διακρίσεων (Becker, 1957), καθώς και στα υποδείγματα οργανωτικής συμπεριφοράς (Lincoln and Miller, 1979).

Επίσης συμβαίνει μέσα σε μία εταιρεία να υπάρχει διαφορετική αντιμετώπιση ανδρών και γυναικών εξαιτίας της άνισης πληροφόρησης που διαχέεται για τις ικανότητες των γυναικών. Ωστόσο εάν οι γυναίκες προωθούνται μέσω τάξεων αυτό

θα οδηγήσει σε περιορισμό αυτών των πληροφοριών για το γυναικείο φύλο σε σημαντικό βαθμό. Επιπλέον η εποπτεία μέσα σε ένα οργανισμό μπορεί να οδηγήσει σε ανέλιξη των γυναικών στην ιεραρχία παρέχοντας αναλόγως και υψηλότερες αμοιβές, καλύτερη πρόσβαση στην εργασία του ανθρώπινου κεφαλαίου και σε αύξηση της παραγωγικότητας και της φήμης τους. Επίσης αν υπάρχει σημαντική εκπροσώπηση γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας αυτό αναμένεται να προσελκύσει γυναίκες σε ηγετικές θέσεις μέσα στην επιχείρηση. Τέλος αν ο κοινωνικός περίγυρος των γυναικών είναι ισχυρός και αποτελούμενος κυρίως από γυναίκες είναι πιθανό να ελκύνονται περισσότερες γυναίκες στην επιχείρηση αυτή.

Ενώ η διαφορετική μεταχείριση που υπάρχει στην αγορά εργασίας οφείλεται κυρίως στις διακρίσεις-προκαταλήψεις αναφορικά με το φύλο, ωστόσο υπάρχουν και άλλα μη μετρήσιμα μέτρα που μπορούν να ερμηνεύσουν την επίδραση που μπορεί να έχει το φύλο στους μισθούς και στην προώθηση στην αγορά εργασίας. Ενδεικτικά αναφέρονται: η προσπάθεια που καταβάλει ο εργαζόμενος στη δουλειά του, οι δεξιότητές του καθώς και τα κίνητρα που μπορεί να του παρέχονται. Για αυτό λόγο η καλύτερη περίπτωση να εξεταστούν οι διακρίσεις ανάλογα με το φύλο στην εργασία είναι να εξεταστούν τα στελέχη που έχουν παρόμοια εκπαίδευση, δεξιότητες και κίνητρα. Η ιδανική λοιπόν ομάδα ανθρώπων που θα μπορούσε να εξεταστεί είναι τα άτομα στις υψηλότερες ηγετικές θέσεις όπως του διευθύνοντα συμβούλου και του προέδρου σε μία εταιρεία. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι ένα άτομο, ανεξάρτητα αν είναι γυναίκα ή άνδρας αναμένεται να έχει παρόμοια εκπαίδευση, επαγγελματική κατάρτιση, φιλοδοξίες, κίνητρα έτσι ώστε να έχει κατορθώσει να φτάσει σε μία επαγγελματική θέση τόσο υψηλή. Αντιστρόφως θα μπορούσε να διατυπωθεί ότι η ηγετική θέση που κατέχει κάποιος σε μία επιχείρηση αντικατοπτρίζει τα προσόντα του, που είναι αναμενόμενο να προσεγγίζουν τα προσόντα ενός άλλου εργαζομένου με την ίδια ηγετική θέση. Επίσης παρόλο που η εκπροσώπηση των γυναικών ανάμεσα στα στελέχη είναι μικρή (συγκεκριμένα στο δείγμα που εξετάζεται στην εργασία είναι 4,45%) παρουσιάζεται μία συνεπής αύξηση του αριθμού των γυναικών στις ηγετικές θέσεις στο χρονικό διάστημα που εξετάζεται.

Επίσης κάτι πολύ χρήσιμο που προσφέρει η συγκεκριμένη βάση είναι ότι δίνει πληροφορίες, εκτός των επιχειρήσεων, και για τα ίδια τα στελέχη. Τέτοιου είδους

πληροφορίες μπορούν να αφορούν την ηλικία, το τίτλο που φέρει το στέλεχος στην επιχείρηση, καθώς και τη θητεία στη θέση αυτή. Αυτό βοηθάει στην εξέταση των μισθολογικών διαφορών αναφορικά με το φύλο και ανεξάρτητα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε ατόμου. Ενδεικτικά η έρευνα μπορεί να περιοριστεί σε ομάδες ατόμων με όμοια ή παρόμοια ατομικά χαρακτηριστικά, έτσι ώστε να διαπιστωθεί μία τυχόν επιρροή του φύλου στο προσδιορισμό των αμοιβών. Επιπλέον το μεγάλο μέγεθος του δείγματος δίνει μία πληρέστερη εικόνα για το εάν τελικά οι γυναίκες διευθύνοντες σύμβουλοι και πρόεδροι σε μία εταιρεία παίζουν ρόλο στην πρόσληψη ή ανέλιξη γυναικών σε υφιστάμενες ηγετικές θέσεις. Το τελευταίο έχει ιδιαίτερη σημασία αν ληφθεί υπόψη ότι η εμπειρική έρευνα έως τώρα έχει επικεντρωθεί σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις και με περιορισμένα δεδομένα. Άρα μπορεί η έρευνα αυτή να δώσει μία πιο τεκμηριωμένη ερμηνεία για το εν λόγω φαινόμενο.

Στην συγκεκριμένη έρευνα βρέθηκαν 1369 παρατηρήσεις που αφορούν γυναίκες που κατέχουν υψηλά ιστάμενες θέσεις (π.χ. διευθύνοντα συμβούλου και προέδρου) και μάλιστα είναι μικρότερες σε ηλικία και θητεία κατά μέσο όρο από τους άνδρες που κατέχουν αντίστοιχες θέσεις. Επίσης εντοπίστηκε μικρότερος αριθμός γυναικών σε σχέση με τους άνδρες σε θέσεις όπως διευθύνοντα συμβούλου, προέδρου, χρηματοοικονομικών και γενικών συμβούλων. Αξίζει να σημειωθεί οι διαφορές αναφορικά με την εκπροσώπηση σε αυτές ηγετικές θέσεις είναι στατιστικά σημαντικός.

Επιπροσθέτως σύμφωνα με την έρευνα παρατηρήθηκε ότι το ποσοστό των γυναικών στις κορυφαίες ηγετικές θέσεις αυξάνεται σταθερά κατά την περίοδο 1992-2003, αν και τα τελευταία χρόνια του δείγματος ο ρυθμός αύξησης είναι μικρότερος. Επίσης σημαντικό είναι το εύρημα σχετικά με το ποσοστό των γυναικών στις θέσεις του προέδρου και του διευθύνοντα συμβούλου, που είναι ιδιαίτερα χαμηλό, με μέσο όρο περίπου 2%. Ωστόσο είναι αξιοσημείωτο ότι ο αριθμός των γυναικών σε αυτές τις θέσεις έχει περίπου τριπλασιαστεί από το 1992 έως το 2003. Επίσης ο αριθμός των διευθυντών που είναι γυναίκες είναι περίπου ίδιος σε ποσοστό αλλά και σε τάση (ανοδική) βάση του δείγματος.

Επιπλέον σημαντικό εύρημα της εργασίας αφορά την αναλογία των στελεχών στη θέση του διευθυντή του διοικητικού συμβουλίου. Συγκεκριμένα παρατηρείται ότι ένας άνδρας ηγετικό στέλεχος συγκεντρώνει σχεδόν διπλάσιες πιθανότητες να εκλεγεί στη συγκεκριμένη θέση από ότι μία γυναίκα που είναι ηγετικό στέλεχος. Μάλιστα η αναλογία αυτή ήταν περίπου σταθερή καθόλα τα έτη του δείγματος.

Η εργασία αυτή συγκεντρώνει σε ένα πίνακα τις απολαβές ανδρών και γυναικών, καθώς και τις διαφορές τους, λαμβάνοντας υπόψη τρία συστατικά των αποδοχών. Τα συστατικά αυτά αναφέρονται πρώτον στις συνολικές ακαθάριστες αποδοχές (μισθός, μόνους, την αξία των δεσμευμένων μετοχών), απολαβές σε μετρητά (μισθός και μόνους) και ο μισθός. Το μισθολογικό χάσμα ανδρών και γυναικών είναι 462.406 \$ και ως ποσοστό απολαβές γυναικών προς απολαβές ανδρών είναι 72%. Σε συνδυασμό μάλιστα με το υψηλότερο αντίστοιχο ποσοστό που βρέθηκε σε άλλη έρευνα για την περίοδο 1992-1997 υποδηλώνει ότι διαφορές που οφείλονται στο φύλο και επηρεάζουν το ύψος των απολαβών έχουν εξασθενήσει για την περίοδο 1998-2003. Τέλος το μισθολογικό κενό αναφορικά με τις απολαβές σε μετρητά είναι λίγο μεγαλύτερο ενώ σε σχέση με τους μισθούς είναι λίγο μικρότερο. Ωστόσο και οι τρεις αυτές μισθολογικές διαφορές είναι στατιστικά σημαντικές.

Σημειώνεται ότι μία προηγούμενη έρευνα έδειξε ότι οι γυναίκες που καταλαμβάνουν ηγετικές θέσεις σε επιχειρήσεις έχουν 45% μικρότερες αποδοχές από τους άνδρες που έχουν αντίστοιχες θέσεις. Αυτό οφείλεται είτε στο γεγονός ότι οι γυναίκες εργάζονται σε μικρότερες επιχειρήσεις είτε επειδή έχουν λιγότερες πιθανότητες να γίνουν διευθύνοντες σύμβουλοι ή πρόεδροι (Bertrand and Hallock, 2001).

Σύμφωνα με συγκεκριμένη έρευνα ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε ο φυσικός λογάριθμος των πραγματικών ακαθάριστων αποδοχών που περιλαμβάνουν το άθροισμα του μισθού, των ετήσιων μόνους που δίνονται ως κίνητρα, τα μακροχρόνια μόνους και την αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης (Linda A. Bell, 2005).

Σύμφωνα με τα στοιχεία στα οποία βασίστηκε η έρευνα υπάρχει μία διαφορά 25,4% στις ακαθάριστες αποδοχές μεταξύ ανδρών και γυναικών στελεχών. Το ποσοστό αυτό ωστόσο είναι σαφώς μικρότερο από το 45% που βρέθηκε στην έρευνα του Bertrand and Halloch, 2001 που βασίστηκε στην περίοδο 1992-1997. Επιπλέον αν

συμπεριληφθούν μεταβλητές όπως το μέγεθος και η αποτίμηση της εταιρείας, το μισθολογικό χάσμα μειώνεται στο 10,8%. Επίσης αν χρησιμοποιηθούν λεπτομερείς επαγγελματικοί τίτλοι το μισθολογικό κενό μειώνεται στο 7,8%. Επισημαίνεται ότι η ομαδοποίηση αυτών των τίτλων είναι πολύ λεπτή και δύσκολη και ο κάθε τίτλος μεταφέρει διαφορετικές αρμοδιότητες και δυναμική μεταξύ των επιχειρήσεων. Επίσης είναι σημαντικό ότι αν ληφθεί υπόψη ότι οι γυναίκες συγκριτικά με τους άνδρες είναι δύσκολο να τους προσφερθεί μία ανώτερη επαγγελματική θέση, τότε η συμπερίληψη αυτών των ομαδικών τίτλων ενδεχομένως να οδηγήσει σε υποτίμηση του μισθολογικού χάσματος μεταξύ ανδρών και γυναικών. Τέλος η συμπερίληψη της μεταβλητής ηλικίας δεν αλλοιώνει ποιοτικά τα αποτελέσματα, ωστόσο όμως μειώνει τις παρατηρήσεις κατά 50% και ως εκ τούτου η μεταβλητή αυτή παραλείπεται. Το τελικό συμπέρασμα είναι ότι το 7%-11% του μισθολογικού χάσματος μεταξύ ανδρών και γυναικών παραμένει ανερμήνευτο.

Επίσης τα αποτελέσματα αναφορικά με τους πραγματικούς μισθούς και τις αποδοχές σε μετρητά παρουσιάζουν ένα μισθολογικό κενό 10%-13% μεταξύ ανδρών και γυναικών σε κορυφαίες ηγετικές θέσεις. Για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων αυτών έγιναν οι απαραίτητες διορθώσεις αναφορικά με το μέγεθος της εταιρείας, το χρόνο, τη βιομηχανία και τον επαγγελματικό τίτλο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το μισθολογικό χάσμα (χωρίς τις απαραίτητες διορθώσεις) μεταξύ ανδρών και γυναικών σε κορυφαίες ηγετικές θέσεις αν και είναι μεγάλο, 25%, μειώνεται καθώς αυξάνεται η συμμετοχή των γυναικών στις θέσεις αυτές. Από μία άλλη οπτική γωνία η υπό-εκπροσώπηση των γυναικών στις θέσεις αυτές (δηλαδή διευθύνοντα συμβούλου, προέδρου κ.λπ.) ερμηνεύει το 50%-60% της διαφοράς στις απολαβές. Ωστόσο παρά τις διορθώσεις που προαναφέρθηκαν, παραμένει ένα αξιοσημείωτο ποσοστό μισθολογικού χάσματος που κυμαίνεται από 7%-13% για όλα τα επιμέρους συστατικά των απολαβών.

### **Στατιστικές διακρίσεις και μη μετρήσιμοι παράγοντες του ανθρώπινου δυναμικού.**

Όσον αφορά το υπολειμματικό μέρος του μισθολογικού χάσματος, σύμφωνα με την έρευνα της Linda Bell, ερμηνεύεται είτε σε διαφορές σε μη μετρήσιμα προσόντα του άνδρα ή της γυναίκας είτε σε διαφορές που εστιάζονται στην αντιμετώπιση της ίδιας

της αγοράς. Οι διαφορές στα προσόντα μπορεί να πηγάζουν από τη διαφορετική εκπαίδευση και επαγγελματική κατάρτιση που μπορεί να έχει το συγκεκριμένο στέλεχος ή από άλλους παράγοντες όπως τα κίνητρα ή οι φιλοδοξίες που μπορεί να έχει ένας άνθρωπος. Ωστόσο οι διαφορές αυτές είναι μικρές και ως εκ τούτου δεν λαμβάνονται υπόψη για την ερμηνεία του απροσδιόριστου μισθολογικού χάσματος των απολαβών.

Παρόλο όμως που δεν λαμβάνονται υπόψη τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (εκπαίδευση, επαγγελματική κατάρτιση), στην έρευνα αυτή εξετάστηκε ένα μικρότερο δείγμα στελεχών συλλέγοντας πληροφορίες για την εκπαίδευση τους συμπεριλαμβάνοντας έτσι και μία μικρότερη πιθανή ερμηνεία του μισθολογικού αυτού κενού. Το δείγμα αυτό αφορούσε 3054 άνδρες και 296 γυναίκες. Το συμπέρασμα είναι ότι δεν παρουσιάστηκαν αξιοσημείωτες και στατιστικά σημαντικές διαφορές στην εκπαιδευτική κατάρτιση και εμπειρία ανάμεσα στους άνδρες και τις γυναίκες στελέχη. Να σημειωθεί ωστόσο ότι παρατηρήθηκε μια σημαντική τάση από τους άνδρες για απόκτηση διπλώματος MBA και από τις γυναίκες για απόκτηση διδακτορικού διπλώματος. Επισημαίνεται βέβαια ότι εφόσον τα αποτελέσματα αυτά για την εκπαίδευση εξακολουθούν να ισχύουν και σε ένα μεγαλύτερου εύρους δείγματος ενδέχεται να είναι σε θέση να ερμηνεύσουν ως ένα βαθμό τις διαφορές στις απολαβές ανδρών και γυναικών στελεχών.

### **Γυναίκες-ηγέτες σε εταιρείες και η επίδραση τους σε άλλες γυναίκες στελέχη.**

Όπως τονίστηκε προηγουμένως παρατηρείται μία τάση υπό-εκπροσώπησης των γυναικών-στελεχών στα διοικητικά συμβούλια και στις υψηλότερες ηγετικές θέσεις στις εταιρείες (Bertrand and Hallock 2001). Η εργασία εξέτασε τους μισθούς, τις συνολικές απολαβές σε μετρητά και τις συνολικές ακαθάριστες απολαβές των ανδρών και γυναικών στελεχών σε επιχειρήσεις στις οποίες ηγούνται γυναίκες και σε άλλες που υπάρχουν άνδρες στην ηγεσία τους.

Καταρχάς ορίστηκε ότι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν στην ηγεσία τους γυναίκες είναι εκείνες που έχουν διευθύνοντα σύμβουλο και πρόεδρο γυναίκες. Επίσης θα μπορούσε να διαφοροποιηθεί ο προηγούμενος ορισμός θέτοντας ότι η γυναίκα-διευθύνοντας σύμβουλος θα πρέπει να είναι και μέλος του διοικητικού συμβουλίου.



Οι εταιρικές απολαβές συζητούνται και καθορίζονται μέσω μίας εσωτερικής διαδικασίας πριν γίνει η απαραίτητη σύσταση προς το διοικητικό συμβούλιο. Συνεπώς ο διευθύνοντας σύμβουλος ο οποίος έχει σαφώς επιρροή στις εσωτερικές διαδικασίες και στο διοικητικό συμβούλιο, είναι πιθανόν να παίζει παράλληλα ένα ουσιαστικό και καθοριστικό ρόλο στο προσδιορισμό των αποδοχών των ηγετικών στελεχών. Επίσης οι γυναίκες διευθυντές είναι περισσότερο αποδεκτές ως νόμιμοι εκπρόσωποι των εταιρειών σε σχέση με άλλες διευθυντικές θέσεις και εξαιτίας αυτής της μεγαλύτερης αποδοχής τους έχουν και αναλόγως μεγαλύτερη επιρροή.

Η έρευνα έδειξε ότι σε επιχειρήσεις που έχουν στην ηγεσία τους γυναίκες, η διαφορά ανάμεσα στους μισθούς των γυναικών στελεχών συγκριτικά με επιχειρήσεις με ανδροκρατούμενη ηγεσία είναι 13% και είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης σημαντική είναι η διαφορά στους μισθούς των στελεχών-γυναικών και των αντίστοιχων μισθών στους άνδρες-στελέχη στις επιχειρήσεις με γυναίκες στην ηγεσία τους. Επίσης εάν χρησιμοποιηθεί ως μέτρο για τις απολαβές, τα μετρητά, δηλαδή ο μισθός συν τα μπόνους τότε η διαφορά μειώνεται στο 10.9% ωστόσο παραμένει στατιστικά σημαντική. Τέλος λαμβανομένου υπόψη τις συνολικές ακαθάριστες αποδοχές η μισθολογική διαφορά παραμένει αξιοσημείωτη και συγκεκριμένα περίπου 300.000 δολάρια.

Δίνεται επίσης μια σύνοψη των συμπερασμάτων σχετικά με την περίπτωση που στις επιχειρήσεις με γυναικοκρατούμενη ηγεσία ο διευθύνοντας σύμβουλος είναι και μέλος του διοικητικού συμβουλίου, άρα μία περισσότερο περιορισμένη ανάλυση. Παρομοίως τα αποτελέσματα δεν αλλάζουν σημαντικά έτσι ώστε να διατηρείται αυτό το μισθολογικό πλεονέκτημα που αποκτούν οι γυναίκες-στελέχη σε επιχειρήσεις που έχουν γυναίκες σε διευθυντικές θέσεις. Αξιοσημείωτο είναι ότι σε αυτήν την περίπτωση όπου η γυναίκα διευθύνων σύμβουλος είναι και μέλος του διοικητικού συμβουλίου, άρα έχει περισσότερη επιρροή στον προσδιορισμό των απολαβών, δεν παρατηρείται σημαντική στατιστική διαφορά ανάμεσα στους μισθούς ανδρών και γυναικών που καταλαμβάνουν κορυφαίες θέσεις.

Επίσης οι γυναίκες-στελέχη δεν υποστηρίζουν τις άλλες γυναίκες αναφορικά μόνο με τις αμοιβές τους αλλά και σε θέματα όπως η εκπροσώπηση τους και οι θέσεις που καταλαμβάνουν. Ακόμα η έρευνα επεκτάθηκε στην ανάλυση κατά πόσο οι γυναίκες

διευθυντές επηρεάζουν την ανέλιξη των γυναικών-στελεχών σε κορυφαίες ηγετικές θέσεις. Αυτό προσπάθησε να απαντηθεί συγκρίνοντας τη συχνότητα εμφάνισης γυναικών-στελεχών στις γυναικοκρατούμενες στην ηγεσία τους επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι γυναίκες διευθύνοντες σύμβουλοι βοηθούν τις υφιστάμενες τους να ανελιχθούν σε κορυφαίες ηγετικές θέσεις. Συγκεκριμένα τα ευρήματα της έρευνας έδειξαν ότι η συχνότητα εμφάνισης των γυναικών-στελεχών είναι πάνω από τέσσερις φορές μεγαλύτερη ανάμεσα σε επιχειρήσεις που έχουν γυναίκες στην ηγεσία του και εκείνες που έχουν άνδρες στην ηγεσία τους. Επίσης όταν η γυναίκα διευθύνοντας σύμβουλος είναι και μέλος του διοικητικού συμβουλίου, τότε αυξάνεται η πιθανότητα να αμείβονται περισσότερο οι γυναίκες στελέχη αλλά ακόμα και να φτάσουν σε μία από τις πέντε πιο ακριβοπληρωμένες θέσεις στην εταιρεία.

### **Δομή του διοικητικού συμβουλίου**

Η συγκεκριμένη έρευνα έδειξε ότι ένα υψηλό ποσοστό γυναικών σε μία επιχείρηση ενδέχεται να οδηγήσει σε ακόμα μεγαλύτερη αύξηση των γυναικών στην επιχείρηση, ιδίως όπως προαναφέρθηκε, εάν υπάρχουν γυναίκες στις υψηλότερες βαθμίδες. Αυτό μπορεί να συμβαίνει για διάφορους λόγους, όπως για παράδειγμα σε μία επιχείρηση με μεγάλο ποσοστό γυναικών στελεχών, οι γυναίκες έχουν την τάση να είναι νεώτερες και να έχουν πιο επίπεδη ιεραρχία γεγονός που επηρεάζει το ύψος των απολαβών και το ποσοστό εκπροσώπησης των γυναικών στις επιχειρήσεις αυτές.

Η έρευνα χρησιμοποίησε μία μεταβλητή προκειμένου να μετρήσει το ποσοστό συμμετοχής των γυναικών στελεχών στο διοικητικό συμβούλιο της κάθε εταιρείας ετησίως για τα έτη 1997-2001. Σκοπός είναι ουσιαστικά να ερευνηθεί αν υπάρχει και πόσο σημαντική είναι η επίδραση της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας στις απολαβές και την συμμετοχή των γυναικών στελεχών στις κορυφαίες ηγετικές θέσεις.

### **Διαφορές στις απολαβές ανδρών και γυναικών στελεχών.**

Σε αυτό το στάδιο η εργασία αξιολόγησε την επίδραση που έχει η σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου στη σχέση ανάμεσα στις επιχειρήσεις που έχουν γυναίκες στην ηγεσία τους και στις απολαβές και την εκπροσώπηση των γυναικών στελεχών.

Συγκεκριμένα παρατηρείται ότι οι γυναίκες σε κορυφαίες ηγετικές θέσεις έχουν απολαβές λιγότερες κατά περίπου 40% από ότι οι άνδρες στελέχη σε αντίστοιχες θέσεις. Ωστόσο αυτή η διαφορά εξαλείφεται σε επιχειρήσεις που έχουν στην ηγεσία τους γυναίκες. Ειδικότερα βρέθηκε ότι αν το ποσοστό των γυναικών στελεχών που είναι μέλη στο διοικητικό συμβούλιο αυξηθεί κατά ένα τοις εκατό (1%) τότε αναμένεται και μία αύξηση στις απολαβές κατά 2,20%. Επίσης η έρευνα αυτή έδειξε ότι δεν υπάρχει επίδραση στις απολαβές όταν οι γυναίκες στελέχη δουλεύουν σε μία επιχείρηση, στο διοικητικό συμβούλιο της οποίας υπάρχει αρκετά μεγάλο ποσοστό γυναικών. Ουσιαστικά αυτό σημαίνει ότι η ισχυρή εκπροσώπηση των γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας λειτουργεί ως πλεονέκτημα για τις γυναίκες στελέχη που απολαμβάνουν αυτή την μισθολογική διαφορά-όφελος συγκριτικά με τις γυναίκες που εργάζονται σε επιχειρήσεις με μικρή εκπροσώπηση γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν διάφορα πράγματα. Πρώτον υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι μια γυναίκα στέλεχος απολαμβάνει υψηλότερες αμοιβές όταν εργάζεται σε μία επιχείρηση στην οποία ο διευθύνοντας σύμβουλος ή ο πρόεδρος είναι γυναίκα. Δεύτερον η επίδραση των γυναικών-ηγετών σε μία επιχείρηση επιδρά σημαντικά και θετικά αναφορικά με την γρήγορη ανέλιξη και προώθηση των γυναικών στελεχών στις υψηλότερα αμειβόμενες θέσεις. Επίσης μία γυναίκα έχει πλεονέκτημα αναφορικά με το ύψος των αμοιβών όταν υπάρχει μεγάλη εκπροσώπηση γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στην οποία εργάζεται.

### **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Προσδιοριστικοί παράγοντες των απολαβών και σύνδεση απολαβών διευθύνοντα συμβούλου με το έργο του**

Υπάρχουν διάφορες οπτικές γωνίες από τις οποίες θα μπορούσαν να αναλυθούν οι απολαβές των διευθυντικών στελεχών. Ο τρόπος που προσεγγίζονται και ερμηνεύονται οι απολαβές μπορεί να έχει διάφορες βάσεις όπως η κοινωνική, η οικονομική, η ψυχολογική και άλλες. Παρακάτω παρουσιάζονται διάφοροι προσδιοριστικοί παράγοντες των απολαβών.

## **Περιβαλλοντικοί παράγοντες**

Η βάση στην οποία στηρίζεται η συγκεκριμένη ανάλυση είναι το περιβάλλον και ερευνά τις επιδράσεις του νομικού περιβάλλοντος, του επιχειρησιακού περιβάλλοντος και του είδους της βιομηχανίας στις απολαβές των διευθυντικών στελεχών. Ειδικότερα εξετάζει πως παράγοντες όπως π.χ. ο ελάχιστος μισθός, οι ρυθμίσεις για τη μετανάστευση, οι ισχύοντες νόμοι για τους μισθούς, η κρατική ασφάλιση υγείας επηρεάζουν τους μισθούς, τα προνόμια και την εργασία. Ειδικότερα όσον αφορά το επιχειρησιακό περιβάλλον εξετάζεται ο βαθμός στον οποίο οι οικονομικοί παράγοντες, οι τεχνολογικές αλλαγές, ο παγκόσμιος ανταγωνισμός, η αβεβαιότητα του περιβάλλοντος, ο προσδοκώμενος πληθωρισμός και τα επίπεδα του συνδικαλισμού μπορούν να επηρεάσουν τους μισθούς και τα κίνητρα. Επίσης διάφορες έρευνες που άπτονται της βιομηχανίας, αναλύουν τον τρόπο με τον οποίο βιομηχανικοί παράγοντες όπως η παραγωγικότητα, ο συνδικαλισμός, το ποσοστό της εργασίας και ο κίνδυνος τραυματισμού επιδρούν στους μισθούς και στη μετακίνηση των εργαζομένων. Αξίζει να σημειωθεί ότι όλες οι έρευνες που έχουν ως βάση το περιβάλλον, αγνοούν διάφορα συστατικά των απολαβών όπως τα μόνους, τα προνόμια, τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών κ.α. Αυτό συμβαίνει πιθανότατα διότι υπάρχει πληρέστερη πληροφόρηση για τους μισθούς. (Gerhart and Rynes, 2003)

## **Παράγοντες της επιχείρησης**

Σε αυτή την περίπτωση εξετάζονται οι επιδράσεις που μπορεί να έχουν στις απολαβές διάφορα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως ο συνδικαλισμός που επικρατεί στο χώρο της εταιρείας, ο στρατηγικός της προσανατολισμός, οι πρακτικές της, το μέγεθος της, η ικανότητα να ανταποκρίνεται στις απολαβές, το ανθρώπινο κεφάλαιο κ.α. (Ang, Slaughter and Ng, 2002)

## **Παράγοντες της εργασίας και των ομάδων**

Εδώ περιλαμβάνονται οι θεωρίες που εξετάζουν πως οι εργασιακοί παράγοντες οι αλλαγές στις θέσεις εργασίας και παράγοντες της ομάδας επηρεάζουν τις απολαβές. Ειδικότερα οι εργασιακοί παράγοντες εστιάζουν στα χαρακτηριστικά της εργασίας, στα καθήκοντα της εργασίας, τις απαιτήσεις της δουλειάς, τις μεθόδους πληρωμής, τον ανασχεδιασμό της εργασίας κ.α. Επίσης όσον αφορά τη μετατόπιση εργασίας,

αυτό αποδείχθηκε ότι επηρεάζει αρνητικά τα επίπεδα και τη σταθερότητα των μισθών.

### **Παράγοντες φύλου και φυλής**

Υπάρχουν διάφορες θεωρίες που ασχολούνται με το μισθολογικό κενό ανάμεσα στους άνδρες και τις γυναίκες, αλλά και λόγω της εθνικότητας των στελεχών. Παράγοντες στους οποίους μπορεί να οφείλονται οι διαφορές στο μισθό μπορεί να είναι: η σημασία της οικογένειας, η εκπαίδευση, η καθοδήγηση, τα παιδιά, ο γάμος και οι διαπραγματευτικές ικανότητες του στελέχους. (Gomez, Mejia and Welbourne, 1988)

### **Σύνδεση αμοιβών διευθύνοντα συμβούλου με το έργο του**

Η επιτυχία ενός διευθύνοντος συμβούλου στην δουλειά του είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την κατεύθυνση που θα χαράξει η επιχείρηση, την οικονομική διάρθρωση της και με την επιτυχία της ίδιας της επιχείρησης. Το αντίκτυπο της δράσης του διευθύνοντα συμβούλου στην πορεία της επιχείρησης ερμηνεύεται από το γεγονός ότι τα βασικά χαρακτηριστικά μίας επιχείρησης ορίζονται και δομούνται από τον διευθύνοντα σύμβουλο. Ειδικότερα, ο διευθύνων σύμβουλος θέτει το όραμα της επιχείρησης και αναλαμβάνει επίσης να επικοινωνήσει το όραμα αυτό στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, ορίζει την κατεύθυνση που θα ακολουθήσει η επιχείρηση και τους τρόπους υλοποίησης της στρατηγικής και αναλαμβάνει τη διαχείριση και την κατανομή των κεφαλαίων της επιχείρησης. Συνεπώς ο διευθύνων σύμβουλος οριοθετεί και καθορίζει την επιτυχία των βασικών χαρακτηριστικών της επιχείρησης τα οποία με τη σειρά τους αποτελούν τον καθοριστικό παράγοντα επιτυχίας της.

Όπως γίνεται αντιληπτό, ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να διαθέτει ένα συνδυασμό γνώσεων, ικανοτήτων και εμπειρίας προκειμένου να διαχειριστεί με σωστό τρόπο τα ζητήματα της επιχείρησης. Ενδεικτικά, ένας διευθύνων σύμβουλος πρέπει να έχει την απαιτούμενη εμπειρία προκειμένου να καταστήσει σαφές στα στελέχη του το όραμα που έχει η επιχείρηση και το πώς αυτό εναρμονίζεται με τις δραστηριότητες του κάθε μέλους της. Επίσης αναλύοντας το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, τις συνθήκες ανταγωνισμού και τις προβλέψεις για το μέλλον, θα πρέπει να αποφασίσει ποια είναι η βέλτιστη στρατηγική ανάπτυξης για την εταιρεία του και με ποιους

επιμέρους τρόπους θα την υλοποιήσει. Ακόμα ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να διαθέτει επαρκείς οικονομικές γνώσεις και εμπειρία προκειμένου να κατανείμει σωστά το κεφάλαιο της επιχείρησης και να αξιολογήσει την ικανότητα δανεισμού της επιχείρησης αποφεύγοντας έτσι ένα χρέος που δεν θα είναι σε θέση να το διαχειριστεί στο μέλλον. Επιπλέον θα πρέπει να έχει την ικανότητα να επιλέγει τα πιο ικανά στελέχη της αγοράς και να τους ενθαρρύνει να αυξήσουν την απόδοσή τους. Άρα ένας διευθύνων σύμβουλος πρέπει να είναι εφοδιασμένος με γνώσεις και εμπειρία προκειμένου να διαχειριστεί επιτυχώς κρίσιμα ζητήματα για την εταιρεία.

Αυτές λοιπόν οι ικανότητες, οι γνώσεις και η εμπειρία που απαιτούνται από ένα διευθύνοντα σύμβουλο έχουν κάποιο κόστος για την επιχείρηση. Η εταιρεία λοιπόν οφείλει να ανταμείβει τα προσόντα του ανώτατου στελέχους διοίκησης διότι αυτά τα προσόντα έχουν μεγάλη αξία για την ίδια την επιχείρηση. Αυτό ερμηνεύεται ότι η εταιρεία που έχει ικανότατα στελέχη στο δυναμικό της, έχει τη δυνατότητα να σημειώσει μία ανοδική και σταθερή ανάπτυξη στο μέλλον αλλά και να καταφέρει να διαχειριστεί ικανοποιητικά δύσκολες καταστάσεις. Με αυτό τον τρόπο μία εταιρεία που καλύπτει επαρκώς το διευθύνοντα σύμβουλο στις οικονομικές του απαιτήσεις και σε συνθήκες εργασίας, ουσιαστικά πραγματοποιεί τη σημαντικότερη επένδυση για την ίδια.

Επίσης οι υψηλές αποδοχές για ένα διευθύνοντα σύμβουλο αποτελούν ισχυρό κίνητρο για τη σωστή διαχείριση. Αυτό σημαίνει ότι ο διευθύνοντας σύμβουλος έχοντας εξασφαλίσει ικανοποιητικές αποδοχές αντιμετωπίζει την επιχείρηση σαν να είναι δική του ατομική επιχείρηση. Αντιθέτως αν δεν δίνονται μόνους και ικανοποιητικοί μισθοί τότε ο σύμβουλος θα έχει λιγότερα κίνητρα για να εργαστεί σωστά. Ενδεικτικά ο CEO μπορεί να αναλαμβάνει επενδυτικά σχέδια με πολύ μεγάλο και δύσκολο στη διαχείριση του, ρίσκο για τη επιχείρηση. Επίσης εάν ο μισθός είναι χαμηλός τότε τα στελέχη θα ενδιαφέρονται να οδηγήσουν την επιχείρηση σε γρήγορη ανάπτυξη χωρίς σταθερές βάσεις. Ο λόγος είναι ότι εξαιτίας του χαμηλού μισθού οι διευθύνοντες σύμβουλοι πιθανώς να αποκομίζουν υψηλά μόνους τα οποία συνδέονται με την ανάπτυξη της εταιρείας και έτσι καταφέρνουν να ισορροπήσουν τις συνολικές απολαβές τους. Επίσης αν η επιχείρηση δεν καλύπτει επαρκώς τις οικονομικές ανάγκες των ανώτατων στελεχών της τότε τα στελέχη αυτά θα αναζητήσουν εργασία σε άλλες επιχειρήσεις οι οποίες αντιλαμβάνονται τη

ουσιαστική συνεισφορά τους στην εταιρεία τους και θα τους προσλάβουν με υψηλότερες απολαβές.

Ακόμα μία επιχείρηση που εξασφαλίζει μακροπρόθεσμα κίνητρα για το διευθύνοντα σύμβουλο, έχει καταφέρει με αυτό τον τρόπο να διατηρήσει την επιθυμία του στελέχους να εργάζεται με την ίδια θέληση και ενδιαφέρον για τη δουλειά του για μακρά χρονική περίοδο. Ειδικότερα αν μία επιχείρηση δώσει κάποιες μετοχές της στο διευθύνοντα σύμβουλο τότε αυτός έχει ένα επιπλέον κίνητρο να κάνει σωστές επενδυτικές κινήσεις προκειμένου να αυξηθούν τα κέρδη, η αξία και η χρηματιστηριακή τιμή της επιχείρησης. Επίσης κάθε στέλεχος είναι λογικό να ενδιαφέρεται να εξασφαλίσει μία ικανοποιητική ασφάλιση υγείας από τη δουλειά του. Συνεπώς αν ο διευθύνοντας σύμβουλος νιώθει πλήρης και ικανοποιημένος από το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα της επιχείρησης τότε θα αισθάνεται κάποια σιγουριά για το μέλλον του και περισσότερη επιθυμία να εργαστεί ακόμα πιο σκληρά.

Συνεπώς οι αμοιβές ενός διευθύνοντα συμβούλου, αλλά και γενικότερα ενός ανώτατου στελέχους, είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την ανάπτυξη της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι, όπως ειπώθηκε προηγουμένως, ένας διευθύνοντας σύμβουλος καθορίζει τα βασικά στοιχεία μία επιχείρησης τα οποία αποτελούν με τη σειρά τους τον παράγοντα επιτυχίας της. Τα στοιχεία αυτά είναι το όραμα, η κατεύθυνση, η διαχείριση του πλούτου και η ικανότητα διαχείρισης δύσκολων οικονομικών συγκυριών.

#### **Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Βιβλιογραφική επισκόπηση**

Μία έρευνα που έγινε εξέτασε την ερμηνεία των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων και τη σχέση τους με την απόδοση των επιχειρήσεων (Kevin J. Murphy, 1999). Ο στόχος της μελέτης αυτής ήταν να εξετάσει τις απολαβές των διευθυντικών στελεχών μέσα από μία αναλυτική περιγραφή των πρακτικών απολαβών και μίας αντιπροσωπευτικής περιγραφής της εμπειρικής και θεωρητικής έρευνας. Η έρευνα αυτή βρήκε ότι οι πρακτικές των απολαβών διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης, τη βιομηχανία και τη χώρα. Ειδικότερα η μελέτη έδειξε ότι τα επίπεδα

απολαβών είναι υψηλότερα και η σχέση απόδοσης-απολαβών μικρότερη στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Επίσης τα επίπεδα απολαβών και η σχέση απολαβών-απόδοσης είναι χαμηλότερη σε επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας από ότι σε βιομηχανικές επιχειρήσεις. Επιπλέον τα επίπεδα των διευθυντικών αποδοχών και η σχέση τους με την απόδοση είναι υψηλότερα στις ΗΠΑ. Ακόμα η έρευνα αυτή έδειξε ότι η σχέση απόδοσης-απολαβών οδηγεί στην δημιουργία δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών και κυριότητας μετοχών ως βασικά στοιχεία των απολαβών των διευθυντικών στελεχών. Επίσης διατυπώθηκε ότι πολλοί διευθύνοντες σύμβουλοι γνωρίζουν πως επιδρούν οι πράξεις τους στα λογιστικά κέρδη αλλά δεν κατανοούν τον τρόπο που οι πράξεις αυτές επηρεάζουν την αξία των μετόχων. Τέλος τονίστηκε η σπουδαιότητα των στοιχείων της εργασίας εντός των επιχειρήσεων. Αυτό συμβαίνει διότι οι μάνατζερ μίας εταιρείας αποτελούν σημαντικές εισροές για την εταιρική παραγωγική δραστηριότητα και επομένως εάν κατανοηθεί ο ρόλος τους μέσα στην επιχείρηση τότε θα ερμηνευτούν καλύτερα τόσο οι απολαβές όσο και η εν γένει λειτουργία της εταιρείας.

Μία άλλη έρευνα που πραγματοποιήθηκε εξετάζει τη σχέση μεταξύ των αμοιβών των διευθυνόντων συμβούλων στον κλάδο της υγειονομικής περίθαλψης και της απόδοσης των αντίστοιχων επιχειρήσεων (Kevin J. Sigler, 2003). Αρχικά αξίζει να σημειωθεί ότι ένας τρόπος να αντιμετωπιστούν οι συγκρούσεις συμφερόντων σε μία επιχείρηση είναι η δυνατότητα συσχέτισης των αμοιβών των διευθυνόντων συμβούλων με την απόδοση της επιχείρησης. Η έρευνα βρήκε την ύπαρξη μιας θετικής και σημαντικής σύνδεσης μεταξύ των αμοιβών των διευθυνόντων συμβούλων και της απόδοσης των επιχειρήσεων στον κλάδο της υγειονομικής περίθαλψης. Το μοντέλο που χρησιμοποιήθηκε στην συγκεκριμένη εργασία χρησιμοποίησε μεταβλητές ειδικές για τον κλάδο της υγειονομικής περίθαλψης. Τα δεδομένα για τις αμοιβές και τη θητεία των διευθυνόντων συμβούλων συλλέχθηκαν από τη βάση Forbes και αφορούν 23 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο δημόσιο κλάδο και αναφέρονται στα έτη 1992 έως 1999. Στην εξίσωση παλινδρόμησης ορίστηκαν ως εξαρτημένη μεταβλητή οι αμοιβές των διευθυνόντων συμβούλων και ως ανεξάρτητες μεταβλητές η θητεία τους, η απόδοση κεφαλαίου (ROE) και τα έσοδα της εταιρείας. Οι αμοιβές ορίστηκαν ως ο μισθός και τα μπόνους που εισπράττονται κατά τη διάρκεια του έτους από τα στελέχη, η θητεία αφορά τον αριθμό των ετών που το



στέλεχος κατέχει τη θέση στη συγκεκριμένη επιχείρηση υγείας και τα έσοδα αναφέρονται στα συνολικά ετήσια έσοδα. Τέλος η απόδοση του κεφαλαίου αφορά τα καθαρά έσοδα προς τη λογιστική αξία των κοινών μετοχών. Καταρχάς, αυτό που αναμενόταν από την έρευνα ως λογικό εύρημα ήταν μια θετική συσχέτιση μεταξύ των αμοιβών και της θητείας των στελεχών. Αυτό έρχεται ως απόρροια ότι κατά την πάροδο των χρόνων το στέλεχος βελτιώνει τις ικανότητές του και αυξάνει την επιρροή του στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας που καθορίζει το ύψος των αμοιβών των στελεχών της εταιρείας. Επίσης αν το πακέτο απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων έχει καθοριστεί στη βάση της επιβράβευσης των στελεχών αναφορικά με την απόδοση της εταιρείας, επίσης αναμένεται μία ισχυρή θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των δύο μεταβλητών. Αξίζει να σημειωθεί ότι η απόδοση του κεφαλαίου της εταιρείας είναι από τα πιο αξιόπιστα μέτρα αξιολόγησης της εταιρείας διότι μετρά το κέρδος ως ποσοστό και όχι ως απόλυτο μέγεθος. Επίσης αναφορικά με τη σχέση καθαρών εσόδων και μισθών αναμένεται μια θετική συσχέτιση καθώς σε μία μεγάλη και συνάμα περίπλοκη επιχείρηση πρέπει να προσληφθούν άτομα με σημαντικές δεξιότητες και ικανότητες για να ανταποκριθούν σε αυτό το δύσκολο εγχείρημα. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης έδειξαν ότι και οι τρεις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα η απόδοση κεφαλαίου παρουσίασε ένα t-statistic 8.08 και η παλινδρόμηση έδειξε ότι εάν αυξηθεί η απόδοση κεφαλαίου κατά 1% θα αυξηθούν οι αμοιβές των διευθύνοντων συμβούλων κατά 22,400 δολάρια. Η θητεία παρουσίασε ένα t-statistic 1,97 και υποδηλώνει ότι αν αυξηθεί η θητεία κατά ένα έτος θα αυξηθούν και οι αμοιβές κατά 11,970 δολάρια. Τέλος τα καθαρά έσοδα παρουσίασαν ένα t-statistic 6.48 και έδειξαν ότι αν τα καθαρά αποτελέσματα της εταιρείας αυξηθούν κατά 1 δισεκατομμύριο δολάρια τότε και οι αμοιβές των διευθύνοντων συμβούλων θα αυξηθούν κατά 44.971 δολάρια. Επίσης αναφέρεται στην έρευνα ότι εκτός αυτών των τριών σημαντικών μεταβλητών που εξετάστηκαν (θητεία, απόδοση κεφαλαίου, καθαρά έσοδα), πρέπει το πακέτο αμοιβών των διευθύνοντων συμβούλων να περιέχει και άλλα στοιχεία τα οποία θα παρακινήσουν τα στελέχη να παραμείνουν αξιόλογα και παράλληλα να βελτιώσουν τις ικανότητές τους. Για παράδειγμα ο βασικός μισθός που προσφέρει η εκάστοτε εταιρεία, ιδίως μια μεγάλου μεγέθους εταιρεία, θα πρέπει να είναι ανταγωνιστικός σε σχέση με τους αντίστοιχους μισθούς των άλλων εταιρειών, έτσι ώστε να δώσει κίνητρο στα στελέχη της να εργαστούν με όλες τους

τις δυνάμεις για το συμφέρον της εταιρείας στην οποία εργάζονται. Επιπλέον οι κερδοσκοπικές επιχειρήσεις μπορούν να ενισχύσουν την δυναμική του πακέτου αμοιβών που προσφέρουν στα στελέχη τους μέσω των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών, των δικαιωμάτων ανατίμησης μετοχών και άλλων τέτοιου είδους στοιχείων. Αυτό συμβάλει σημαντικά στην εναρμόνιση των συμφερόντων των στελεχών με τα συμφέροντα της εταιρείας καθώς καθιστά τα ίδια τα στελέχη της εταιρείας μετόχους αυτής. Επιπροσθέτως ένα ισχυρό στοιχείο ενδυνάμωσης του πακέτου αμοιβών των διευθύνοντων συμβούλων είναι η εταιρεία να έχει ένα ικανοποιητικό πλάνο συνταξιοδότησης των στελεχών της, έτσι ώστε το βιοτικό επίπεδο τους να μην μειώνεται όταν θα αποσυρθούν από τη θέση που κατέχουν στην εταιρεία. Για τις δημόσιες επιχειρήσεις το ποσό συνταξιοδότησης καλύπτεται από τα προγράμματα συμμετοχής στα κέρδη, τα συνταξιοδοτικά προγράμματα και άλλου είδους πηγές. Συμπερασματικά η συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 23 δημόσιων εταιρειών υγείας έδειξε ότι η θητεία των διευθύνοντων συμβούλων, τα καθαρά κέρδη της εταιρείας και η απόδοση του κεφαλαίου είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές και ερμηνεύουν σε σημαντικό βαθμό το ύψος των αμοιβών που προσφέρει η εκάστοτε εταιρεία υγειονομικής περίθαλψης στα στελέχη της.

Μια άλλη έρευνα ασχολήθηκε με τη σχέση των αμοιβών διευθύνοντων συμβούλων και του Διοικητικού Συμβουλίου (Brian K. Boyd, 1994). Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει την υπόθεση ότι το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα ρύθμισης των αμοιβών των διευθύνοντων συμβούλων, για αυτό και τα στελέχη αυτά προσπαθούν να καταστρατηγήσουν το ΔΣ και να κερδίσουν την εύνοια του. Η εργασία αυτή χρησιμοποίησε ως αντιπροσωπευτικό δείγμα 193 επιχειρήσεις από το κλάδο της βιομηχανίας. Το δείγμα περιλαμβάνει κλάδους όπως κατασκευαστικές, μεταφορικές, χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και λιανικού εμπορίου. Αρχικά η εργασία εστιάζει στη θεωρία της αντιπροσώπευσης σύμφωνα με την οποία ο εντολοδόχος π.χ. ο διευθύνων σύμβουλος θέτει στόχους οι οποίοι έρχονται σε σύγκρουση με εκείνους τους στόχους που έχουν οι εντολείς του π.χ. τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου (Fama and Jensen, 1983). Έτσι ο διευθύνων σύμβουλος επιδιώκει να μεγιστοποιήσει το δικό του πλούτο σε σχέση με αυτόν της επιχείρησης. Ως ένα τρόπος αντιμετώπισης αυτής της σύγκρουσης συμφερόντων είναι να οριστεί ως αμοιβή των στελεχών ένα σημαντικό αλλά και κυρίως σταθερό ποσό.

Το Διοικητικό Συμβούλιο αποτελεί το αντιπροσωπευτικό μέρος των μετόχων και ως τέτοιο οφείλει να ελέγχει την απόδοση των διευθυνόντων συμβούλων, να προσδιορίζει τις αμοιβές τους και γενικότερα να ευθυγραμμίζει τα διαφορετικά συμφέροντα των μετόχων και των ηγετικών στελεχών (Lorsch, Maciver 1989). Συνεπώς ακολουθώντας τον παραπάνω συλλογισμό, ο διευθύνων σύμβουλος εφόσον καταστρατηγήσει τον έλεγχο και την παρακολούθηση του Διοικητικού Συμβουλίου προς αυτόν, τότε θα μπορεί να αξιώσει με κάποιο τρόπο υψηλότερες αμοιβές. Επιπλέον το ευρύ φάσμα τιμών που παρατηρείται στις τιμές μεταξύ των διευθυνόντων συμβούλων μπορεί να οφείλεται σε κάποιο βαθμό στα διαφορετικά επίπεδα ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου μεταξύ των εταιρειών. Άρα μπορεί να λεχθεί ότι το ύψος των αμοιβών αυτών των στελεχών εξαρτάται σε ποιο βαθμό το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας πληροί τις ελεγκτικές του αρμοδιότητες. Υπάρχουν διάφορες προϋποθέσεις προκειμένου το διοικητικό συμβούλιο μίας εταιρείας να εκπληρώσει τα καθήκοντα ελέγχου σε ικανοποιητικό και επαρκή βαθμό. Καταρχάς θα πρέπει τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας να έχουν επαρκή κίνητρα και κυρίως να είναι αποδεδειγμένα από πιθανή καταστρατήγηση του ελεγκτικού τους έργου από τους διευθύνοντες συμβούλους (Fama and Jensen, 1983). Ένα δομικό μοντέλο που θα συμπεριλαμβάνει ποικίλους τρόπους μέτρησης των ελεγκτικών αρμοδιοτήτων του διοικητικού συμβουλίου θα μπορούσε να προσφέρει πιο αξιόπιστα συμπεράσματα σχετικά με την συσχέτιση διοικητικού συμβουλίου και αμοιβών διευθυνόντων συμβούλων. Από σκοπιάς εταιρικής διακυβέρνησης προτείνονται διάφορα μετρά για τον βαθμό ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου. Για παράδειγμα εάν ο διευθύνων σύμβουλος είναι και πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας θα έχει τη δυνατότητα εξαιτίας αυτής της ισχυρής θέσης του, να παρέχει σε κάθε διευθύνων σύμβουλο μία ευρύτερη βάση δύναμης και έκτασης ελέγχου. Συνεπώς αυτή η διπλή αρμοδιότητα ενός διευθύνων συμβούλου αναμένεται να έχει αρνητική σχέση με το βαθμό ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης επισημαίνεται ένας άλλος τρόπος που οδηγεί σε αποδυνάμωση ή εξουδετέρωση του ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό έχει να κάνει με το βαθμό στον οποίο ο διευθύνων σύμβουλος είναι και μέλος της διοίκησης της εταιρείας. Σε αυτή την περίπτωση αυξάνεται η επιρροή των διευθυνόντων συμβούλων στην προσπάθεια τους να καταστρατηγήσουν τον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου. Συνεπώς όσο αυξάνει αυτή η παράλληλη συμμετοχή του διευθύνοντος

συμβούλου στη διοίκηση της εταιρείας αναμένεται να μειώνεται και η εκπλήρωση των καθηκόντων ελέγχου από πλευράς διοικητικού συμβουλίου. Τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής έδειξαν όπως αναμενόταν ότι η ανάληψη από το διευθύνων σύμβουλο και καθήκοντα προέδρου του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας έχει αρνητική επιρροή στον έλεγχο του διοικητικού συμβουλίου. Ενώ η κατοχή μετοχών της εταιρείας από μέλη του διοικητικού συμβουλίου και η εκπροσώπηση στο διοικητικό συμβούλιο από ομάδες ατόμων της διοίκησης έχει θετική επιρροή στο ελεγκτικό έργο του διοικητικού συμβουλίου. Επίσης αντίθετα με τις προσδοκίες, η έρευνα έδειξε ότι ο βαθμός στον οποίο ο διευθύνων σύμβουλος είναι και μέλος της διοίκησης της εταιρείας έχει θετική επιρροή στο ελεγκτικό έργο του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό που συμπεραίνεται από την έρευνα είναι ότι η ομάδα της διοίκησης μίας εταιρείας πρέπει να διαθέτει ισχυρά και ανεπηρέαστα διοικητικά συμβούλια κατά την εκτέλεση του ελεγκτικού τους έργου.

Μια άλλη έρευνα μελέτησε το κενό που υπάρχει μεταξύ ανδρών και γυναικών στις ηγετικές θέσεις μίας εταιρείας καθώς και την επιρροή που έχουν οι γυναίκες διευθύνοντες σύμβουλοι, οι πρόεδροι και οι διευθυντές στη μισθοδοσία στα άλλα στελέχη γυναικείου φύλου (Linda A. Bell, 2005). Το σύνολο σχεδόν των δεδομένων που συλλέχθηκαν για την εργασία αυτή αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων ExecuComp της Standard and Poor's και αφορούν την περίοδο 1992-2003. Τα δεδομένα αυτά περιέχουν πληροφορίες για τους μισθούς καθώς και για τα συστατικά των μισθών για τις πέντε κορυφαίες ηγετικές θέσεις για όλες τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν στους ακόλουθους χρηματιστηριακούς δείκτες: S&P 500, S&P Midcap 400, S&P Smallcap 600. Τα δεδομένα αυτά μπορούν να χαρακτηριστούν αξιόλογα για την εκτίμηση του μισθολογικού χάσματος καθώς παρέχουν πληροφορίες για τα διάφορα συστατικά του ποσού που εισπράττουν τα στελέχη για την εργασία τους όπως ο μισθός, τα ετήσια μόνους, τα μόνους σε μακροπρόθεσμη βάση ως κίνητρο και η αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών. Ένας λόγος που προσδίδει ιδιαίτερη βαρύτητα και αξία στα δεδομένα αυτά είναι ότι η βάση ExecuComp δίνει πληροφορίες για την κάθε επιχείρηση χωριστά όπως τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, η αγοραία αξία της, η εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της, το προσωπικό της και άλλες χρηματοοικονομικές πληροφορίες για αυτήν. Η παροχή των παραπάνω πληροφοριών μπορεί να δώσει τη βάση για πληρέστερη

ερμηνεία των ευρημάτων. Ειδικότερα ενδέχεται το μισθολογικό αυτό χάσμα μεταξύ των φύλων να ερμηνεύεται από το γεγονός ότι υπάρχει μία συγκεκριμένη κατανομή των ανδρών και των γυναικών που ηγούνται διευθυντικών θέσεων ανάλογα με το μέγεθος και την απόδοση της εκάστοτε επιχείρησης. Εναλλακτικά μπορούσε να διατυπωθεί ότι τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης παίζουν σημαντικό ρόλο στην πρόσληψη ανδρών ή γυναικών σε υψηλόβαθμες θέσεις αλλά και στην ερμηνεία του μισθολογικού χάσματος αναφορικά με το φύλο. Η εργασία αυτή εν ολίγοις έδειξε ότι οι γυναίκες στελέχη αμείβονται λιγότερο κατά περίπου 8% έως 25% από τις αντίστοιχες θέσεις που καταλαμβάνονται από άνδρες. Το πιο σημαντικό είναι ότι η διαφορά αυτή είναι ανεξάρτητη από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης (π.χ. αποτίμηση της εταιρείας, απασχόληση) και τα χαρακτηριστικά του στελέχους (π.χ. ηλικία, θητεία, επαγγελματικός τίτλος). Μάλιστα εφόσον τα δεδομένα της έρευνας αφορούν άτομα του ίδιου μορφωτικού επιπέδου και κατάρτισης και έχοντας παρόμοια κίνητρα στο χώρο εργασίας, το μισθολογικό αυτό χάσμα ερμηνεύεται από μη μετρήσιμους παράγοντες. Φυσικά δεν πρέπει να παραλείπονται τα διάφορα εμπόδια που μπορεί να αντιμετωπίζουν οι γυναίκες στελέχη σε σχέση με τους άνδρες στελέχη. Επίσης βρέθηκε ότι οι γυναίκες στελέχη έχουν πλεονέκτημα έναντι των ανδρών στελεχών όταν εργάζονται σε επιχειρήσεις που έχουν γυναίκες στην ηγεσία τους και μάλιστα όταν καταλαμβάνουν και μία θέση στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Το πλεονέκτημα αυτό μπορεί να αναφέρεται τόσο στο ύψος των απολαβών όσο και στον αριθμό των απασχολούμενων γυναικών σε κορυφαίες επαγγελματικές θέσεις εντός της επιχείρησης. Τέλος παρατηρήθηκε ότι υπάρχει μία ισχυρή επιρροή του αριθμού των γυναικών που υπάρχουν στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στο ύψος των αμοιβών και στην εκπροσώπηση των γυναικών στελεχών. Δηλαδή οι γυναίκες ηγέτες σε μία επιχείρηση βοηθούν τις γυναίκες που είναι υφιστάμενες τους τόσο σε επίπεδο μισθών όσο και σε επίπεδο ανέλιξης.

Μία άλλη έρευνα εστίασε σχετικά στις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων και την ανάπτυξη των επιχειρήσεων (K.J.Sigler, 30 Απριλίου 2011). Η έρευνα αυτή εξέτασε την σχέση μεταξύ απολαβών διευθύνοντα συμβούλου και απόδοση εταιρειών για 280 επιχειρήσεις που βρίσκονται στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και αφορά την περίοδο 2006-2009. Αξίζει να σημειωθεί ότι η χρονική διάρκεια της έρευνας αφορά περίοδο που ακολούθησε του νόμου της κεφαλαιαγοράς που επηρεάζει τις

απολαβές των στελεχών των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η απόδοση της κάθε επιχείρησης ορίστηκε ως η απόδοση στο κεφάλαιο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, το μέγεθος της επιχείρησης και η θητεία του διευθύνοντα συμβούλου είναι καθοριστικοί παράγοντες για τον προσδιορισμό των απολαβών του διευθύνοντα συμβούλου. Η εργασία αρχικά εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου και την απόδοση της επιχείρησης. Επίσης αναλύει τα διάφορα συστατικά από τα οποία αποτελούνται οι απολαβές του διευθύνοντα σύμβουλου καθώς και τα προβλήματα που συνδέονται με το κάθε ένα χωριστά. Προκειμένου να εξεταστεί η σχέση απολαβών διευθυνόντων συμβούλων και απόδοσης εταιρειών χρησιμοποιήθηκε το παρακάτω μοντέλο:  $CEO Pay = f(Tenure, Beta, Employees, ROE)$ , όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο λογάριθμος των συνολικών απολαβών του διευθύνοντα συμβούλου και ανεξάρτητες είναι η θητεία του στελέχους, το βήτα, ο αριθμός των εργαζομένων και η απόδοση του κεφαλαίου. Ειδικότερα, το βήτα είναι το μέτρο του κινδύνου και μετράται με βάση το βήτα των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών του δείγματος. Το βήτα στη συγκεκριμένη μελέτη υπολογίζεται για το διάστημα πέντε ετών που λήγει τον τρέχοντα μήνα. Η ανεξάρτητη μεταβλητή εργαζόμενοι είναι ο λογάριθμος των εργαζομένων που ισούται με το συνολικό αριθμό των εργαζομένων σε κάθε εταιρεία του δείγματος και αντιπροσωπεύει το μέγεθος κάθε εταιρείας. Η απόδοση κεφαλαίου είναι το μέτρο απόδοσης κάθε εταιρείας το οποίο υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα με την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Η θητεία αναφέρεται στον αριθμό των ετών που το στέλεχος έχει υπηρετήσει την εταιρεία με τον τίτλο του κορυφαίου στελέχους. Η λήψη των δεδομένων για τις 280 εταιρείες του δείγματος έγινε από το περιοδικό Forbes και από τη βάση δεδομένων της Standard & Poor's. Αναφορικά με την εξαρτημένη μεταβλητή τα στοιχεία για τις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων ελήφθησαν από την «ειδική αναφορά απολαβών διευθυνόντων συμβούλων» που εκδίδεται κάθε έτος από το περιοδικό Forbes, για τα έτη 2006-2009. Ο ερευνητής προσδοκά ότι θα υπάρχει θετική σχέση μεταξύ απολαβών και θητείας, δεδομένου ότι με την πάροδο του χρόνου οι ικανότητες του ανώτατου στελέχους θα πρέπει να βελτιωθούν όσο και η επίδρασή του στο διοικητικό συμβούλιο συμβάλλοντας έτσι και οι δύο παράμετροι στην αύξηση των απολαβών του διευθύνοντος συμβούλου. Το βήτα είναι ένα μέτρο για το μέγεθος του ρίσκου της αγοράς ή διαφορετικά της διακύμανσης των κοινών μετοχών των εταιρειών, το οποίο

δεν μπορεί να εξαλειφθεί από τους επενδυτές που θα έχουν στην κατοχή τους ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο. Όσο μεγαλύτερο κίνδυνο ενέχει μια δραστηριότητα της επιχείρησης τόσο αυξάνεται η πιθανότητα τα αρνητικά αποτελέσματα που ενδεχομένως θα προκύψουν να επηρεάσουν την παραμονή του κορυφαίου στελέχους στη θέση που κατέχει. Για αυτό και ο διευθύνοντας σύμβουλος ίσως είναι διατεθειμένος να αναλάβει μικρότερο κίνδυνο για επενδύσεις από το κίνδυνο που επιθυμούν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, καθώς εκείνοι έχουν διαφοροποιήσει επαρκώς τα χαρτοφυλάκια τους (Ittner C., Larcker D., Pizzini M., 2007). Συνεπώς υπάρχουν κίνητρα πληρωμών προκειμένου οι διευθύνοντες σύμβουλοι να αναλάβουν μεγαλύτερο ρίσκο για τα κεφάλαια της εταιρείας. Για αυτό και αναμένεται θετική σχέση μεταξύ απολαβών διευθύνοντος συμβούλου και βήτα των επιχειρήσεων του δείγματος, καθώς επενδύσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο θα αυξήσουν το βήτα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Επίσης αναμένεται θετική συσχέτιση μεταξύ απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων και αριθμού εργαζομένων στην επιχείρηση, καθώς είναι το πλέον σύνηθες αποτέλεσμα των περισσότερων μελετών (Conyon MJ, 1997). Επιπλέον σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης θα πρέπει να ευθυγραμμιστούν τα συμφέροντα των μετόχων και των κορυφαίων στελεχών καθιστώντας τις απολαβές των στελεχών ως συνάρτηση της απόδοσης της εταιρείας. Για αυτό και ο ερευνητής χρησιμοποιεί ένα λογιστικό μέτρο απόδοσης που είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης τα t-statistics για τις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι θετικά και σημαντικά για την θητεία, τον αριθμό των εργαζομένων, και για την απόδοση κεφαλαίου. Ειδικότερα ο αριθμός των εργαζομένων έχει το μεγαλύτερο αντίκτυπο στις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι οι εταιρείες στην Αμερική πληρώνουν τα κορυφαία στελέχη σαν γραφειοκράτες καθιστώντας έτσι το μέγεθος της εταιρείας ως τον πιο καθοριστικό παράγοντα για τον καθορισμό των απολαβών. Αυτό επίσης ερμηνεύεται ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μέγεθος της εταιρείας τόσο πιο πολύπλοκη είναι η διαχείριση της, άρα χρειάζεται και διευθυντές ανάλογων δεξιοτήτων. Η δεύτερη πιο σημαντική μεταβλητή είναι η θητεία. Αυτό σημαίνει ότι είτε το κορυφαίο στέλεχος αποκτά περισσότερες δεξιότητες και εξειδικεύεται στη θέση που κατέχει είτε αυξάνει την επιρροή του στην επιτροπή καθορισμού των απολαβών. Ωστόσο η ανεξάρτητη μεταβλητή βήτα δεν είναι σημαντική και έχει αρνητικό πρόσημο γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με την αρχική υπόθεση ότι το μεγαλύτερο ρίσκο που

αναλάβει ο διευθύνοντας σύμβουλος επιδρά θετικά στις απολαβές του. Τέλος η ανεξάρτητη μεταβλητή απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι σημαντική και έχει θετική επιρροή στις απολαβές της ανώτατης διοίκησης και επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι τα κορυφαία στελέχη αμείβονται συνάρτηση της απόδοσης της εταιρείας.

Μια άλλη έρευνα χρησιμοποίησε στοιχεία από τις 50 μεγαλύτερες δημόσιες εταιρείες (από τις συνολικά 101) στην Αμερική, επιλεγμένες από τις δεκαετίες 1940, 1960, 1990 για τα έτη 1936 έως 2005 (Carola Frydman και Dirk Jenter, 2010). Συγκεκριμένα, προέκυψε αρχικά ότι οι απολαβές επηρεάζονται τόσο από τις ηγετικές ικανότητες του συγκεκριμένου στελέχους όσο και από τον ανταγωνισμό που υπάρχει στην αγορά. Επίσης, η έρευνα παρουσίασε δύο διακριτές περιόδους όσον αφορά τις απολαβές των στελεχών αυτών. Η πρώτη περίοδος αναφέρεται πριν τα μέσα της δεκαετίας του 1970, όπου διακρίνουμε χαμηλά επίπεδα αμοιβών, μικρή διασπορά μεταξύ του ύψους των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων και χαμηλή συσχέτιση μεταξύ απολαβών και απόδοσης-επίδοσης της επιχείρησης. Η δεύτερη περίοδος αναφέρεται μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1970 μέχρι τις αρχές του 2000, όπου έχουμε δραματική αύξηση του ύψους των απολαβών των διευθυντικών στελεχών, σημαντική διασπορά μεταξύ των απολαβών και υψηλή συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης και του ύψους των απολαβών. Ωστόσο, δεν υπάρχει κάποια ολοκληρωμένη θεωρία που να εξηγεί πλήρως τι συνέβαλε σε αυτή την δραματική αλλαγή. Συγκεκριμένα, από το τέλος της δεκαετίας του 1940 μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1970 η αύξηση των απολαβών των διευθυντικών στελεχών ήταν 0,8% περίπου το χρόνο, ενώ από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 μέχρι το τέλος του 2005 η αύξηση ανέρχονταν σε 10% περίπου το χρόνο. Επίσης, παρατηρήθηκε ότι ο ρυθμός της αύξησης των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων ήταν μεγαλύτερος από τα υπόλοιπα υψηλά ιστάμενα στελέχη. Έτσι, ο λόγος των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων (CEO) προς τις απολαβές των άλλων ανώτατων στελεχών ήταν 1,4 μέχρι το 1980 και μάλιστα μετά το 1980 μέχρι το 2005 είχε αυξηθεί στο 2,6. Επιπροσθέτως, στην προσπάθειά των ερευνητών να ερμηνεύσουν το ύψος των απολαβών του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου χρησιμοποίησαν εκτενώς την θεωρία της αντιπροσώπευσης (agency theory). Η θεωρία της αντιπροσώπευσης σε γενικές γραμμές μας λέει ότι πολλές φορές οι δραστηριότητες των ανώτατων στελεχών κατευθύνονται στην εξυπηρέτηση των δικών τους συμφερόντων και



μάλιστα έχουν αντίθετες επιδράσεις στα συμφέροντα των ιδιοκτητών-μετόχων της επιχείρησης. Ουσιαστικά δηλαδή υπάρχει αδυναμία ελέγχου των διευθυντών από τους μετόχους της επιχείρησης (είτε διότι δεν έχουν την κατάλληλη μόρφωση είτε διότι δεν έχουν τον απαιτούμενο χρόνο) σχετικά με το εάν οι κινήσεις και οι δράσεις των ανωτάτων στελεχών συνάδουν με τα συμφέροντα της επιχείρησης. Συνεπώς, οι απολαβές των διευθυντών πρέπει να θεωρηθεί ως ένας τρόπος ή ένα κίνητρο προκειμένου τα στελέχη αυτά να υλοποιήσουν τους στόχους που έχει θέσει η επιχείρηση, δηλαδή οι απολαβές να παρέχουν ένα τρόπο ευθυγράμμισης των δραστηριοτήτων των στελεχών με τα συμφέροντα των μετόχων. Έτσι, συχνά χρησιμοποιούνται διάφοροι χρηματοοικονομικοί δείκτες που συσχετίζουν τις δράσεις των διευθυντών, με την συνεισφορά τους στην αύξηση της επίδοσης της εταιρείας.

Περαιτέρω, θα παρουσιαστούν τα ευρήματα άλλης έρευνας που βασίστηκε σε 114 μικρές επιχειρήσεις σε αναπτυξιακά κέντρα της ΗΠΑ (Samuel R. Gray και Philip G. Benson, 2003). Η έρευνα αυτή υποστήριξε ότι υπάρχουν διάφοροι παράγοντες-μεταβλητές που μπορούν σε μεγάλο ή μικρό βαθμό να επηρεάσουν το επίπεδο των απολαβών των ανώτατων αυτών στελεχών. Πιο συγκεκριμένα υπάρχουν μεταβλητές που αφορούν την ίδια την εταιρεία όπως το μέγεθος της εταιρείας, την απόδοση της εταιρείας και μεταβλητές που σχετίζονται με χαρακτηριστικά του ίδιου του στελέχους όπως η εκπαίδευση και η εμπειρία, το φύλο και άλλοι παράγοντες. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τη σχέση απόδοσης και απολαβών των διευθυντικών στελεχών παρατηρήθηκε ότι η σχέση αυτή επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τον τρόπο υπολογισμού των απολαβών και της απόδοσης. Επειδή λοιπόν η σχέση αυτή επηρεάζεται από μη αντικειμενικά κριτήρια, η απόδοση δεν μπορεί να θεωρηθεί ένας αυστηρά αμερόληπτος εκτιμητής των απολαβών. Ωστόσο, δεν μπορεί να παραλειφθεί το κριτήριο αυτό, διότι σίγουρα τα διευθυντικά στελέχη απαιτούνται να έχουν κατάλληλη μόρφωση και πλούσια εμπειρία, έτσι ώστε χρησιμοποιώντας τα εφόδια αυτά να μπορέσουν να αποδώσουν το μέγιστο που μπορούν και να οδηγήσουν την επιχείρηση σε υψηλότερες αποδόσεις-επιδόσεις. Συνεπώς διευθυντές με πλήρη προσόντα απαιτούν φυσικά και ανάλογα υψηλές αμοιβές για να εργαστούν σε μια εταιρεία, διότι λόγω των αρκετών προσόντων τους, έχουν περισσότερες επιλογές και ευκαιρίες εργασίας. Επίσης όσον αφορά τη σχέση μεγέθους εταιρείας και ύψους απολαβών, η έρευνα έδειξε ότι υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση, διότι μια

μεγάλη και σημαντικά πολύπλοκη και σύνθετη εταιρεία απαιτεί υψηλές απαιτήσεις από τα στελέχη που θα αναλάβουν την διεύθυνσή της. Έτσι, μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις απαιτούν στελέχη που να έχουν δεξιότητες, κατάλληλη μόρφωση και αρκετή εμπειρία και συνεπώς δημιουργείται και η απαίτηση από την μεριά των στελεχών αυτών για υψηλότερες απολαβές. Τέλος, αξιοσημείωτο είναι το εύρημα της έρευνας σχετικά με τη συσχέτιση του φύλου (άνδρας ή γυναίκα) με το ύψος των απολαβών. Αρχικά, παρατηρήθηκε ότι τις τελευταίες δεκαετίες έχουν εφαρμοστεί διάφορες πολιτικές εξάλειψης των διακρίσεων που αφορούν το φύλο και το ύψος των απολαβών μεταξύ ανδρών και γυναικών διευθυντών, καθώς και της δυνατότητας που έχει ένας άνδρας ή γυναίκα να προαχθεί στη θέση του διευθυντή. Ωστόσο, η έρευνα έδειξε ότι το πρόβλημα της διάκρισης και ανισότητας των φύλων σε υψηλά ιστάμενες θέσεις υπάρχει σε σημαντικό βαθμό ακόμα και σήμερα και έχει τις ρίζες του σε εθνικές και πολιτισμικές βάσεις. Συγκεκριμένα, η έρευνα έδειξε ότι ακόμα και όταν η εκπαίδευση, η θητεία, το μέγεθος και η απόδοση διατηρούνται σταθερά, τότε οι απολαβές των ανδρών-διευθυντών είναι σημαντικά υψηλότερες από αυτές των γυναικών-διευθυντών.

Επίσης, σημαντικά είναι τα ευρήματα άλλης έρευνας που εξέτασε τη σχέση μεταξύ αμοιβών διευθύνοντος συμβούλου και του μεγέθους και της απόδοσης της επιχείρησης (Ann Lau and Ed Vos, 2004). Η έρευνα αυτή βασίστηκε σε 104 επιχειρήσεις της Νέας Ζηλανδίας για την περίοδο 1998-2002, που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Ζηλανδίας και είχαν δεδομένα-στοιχεία για τουλάχιστον τρεις συνεχόμενες χρονιές προκειμένου να υπολογιστούν μεγέθη όπως η αύξηση των πωλήσεων, η αύξηση του μερίσματος και άλλων μεταβλητών. Ως μέγεθος της επιχείρησης ορίστηκε το ενεργητικό της και ως απόδοση της επιχείρησης χρησιμοποιήθηκε η εξέλιξη του μερίσματος, των πωλήσεων και της τιμής της μετοχής. Η έρευνα έδειξε ότι υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των απολαβών του διευθύνοντος συμβούλου και του μεγέθους της επιχείρησης. Αντιθέτως παρατηρήθηκε αδύναμη σχέση μεταξύ απόδοσης και ύψους των απολαβών. Συγκεκριμένα η ελαστικότητα των απολαβών του διευθύνοντος συμβούλου ως προς το μέγεθος της επιχείρησης ήταν 0,39 που σημαίνει ότι αν αυξηθεί το ενεργητικό της επιχείρησης κατά 1% τότε θα αυξηθεί κατά 0,39% οι απολαβές του διευθύνοντος συμβούλου πράγμα που επιβεβαιώνει προηγούμενες

έρευνες που έδειξαν ότι η ελαστικότητα απολαβών – μεγέθους ήταν από 0,2 έως 0,35. Η υψηλή συσχέτιση μεγέθους – απολαβών, όπως σχολιάστηκε προηγουμένως ερμηνεύεται από το γεγονός ότι μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις, λόγω της πολυπλοκότητά τους και της οικονομικής δυνατότητας, προσλαμβάνουν ιδιαίτερα ικανά στελέχη και τους παρέχουν ιδιαίτερα υψηλές απολαβές.

Επίσης σημαντικά είναι τα ευρήματα μιας έρευνας σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και την αξία της εταιρείας ως προσδιοριστικοί παράγοντες των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων στην Ταϊβάν (Shin-Ping Lee και Hui-Ju Chen, 2011). Η έρευνα συνέλεξε στοιχεία από τις δημόσιες εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν εξεταζόμενες σε διάστημα δέκα ετών (1995-2004). Οι ερευνητές προσπάθησαν μεταξύ άλλων, να εξετάσουν την σχέση ανάμεσα στη αξία της εταιρείας, την ιδιοκτησία του CEO στην εταιρεία και τις απολαβές του. Αρχικά, τέθηκαν ορισμένες υποθέσεις βασιζόμενες σε ευρήματα προηγούμενων ερευνών. Η πρώτη υπόθεση αναφέρει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία της εταιρείας τόσο μεγαλύτερη αναμένεται να είναι η αμοιβή του CEO. Η δεύτερη υπόθεση αναφέρεται στο ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ιδιοκτησία του CEO στην εταιρεία (δηλαδή μεγαλύτερο ποσοστό σε μετοχές της εταιρείας), τόσο περισσότερο αναμένεται να παρουσιάσει υψηλές αμοιβές για το λόγο ότι ο CEO θα έχει μεγαλύτερη εξουσία στο διοικητικό συμβούλιο και κατ' επέκταση θα μπορεί να επηρεάσει και τα ίδια τα συμβόλαια των διευθυνόντων συμβούλων. Η τρίτη υπόθεση στηρίζεται στο ότι όταν το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου είναι μεγάλο, θα αυξάνεται και η δυσκολία συντονισμού στη διαδικασία λήψης σημαντικών αποφάσεων και για αυτό το λόγο απαιτείται ένας διευθύνων σύμβουλος ιδιαίτερα καταρτισμένος, ο οποίος θα έχει αντάξιες φυσικά απαιτήσεις. Τέλος, η τέταρτη υπόθεση αναφέρεται στο ότι όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο των επενδυτικών οργανισμών στο κεφάλαιο της εταιρείας τόσο λιγότερες αναμένεται να είναι οι απολαβές των CEO διότι τότε θα αυξηθεί ο έλεγχος των CEO από τους επενδυτές και θα περιοριστεί έτσι το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Επίσης πριν την εφαρμογή των στατιστικών και οικονομετρικών μεθόδων, σχολιάστηκαν (με βάση προηγούμενες έρευνες) και άλλες μεταβλητές που επηρεάζουν τις απολαβές των CEO, όπως το μέγεθος της επιχείρησης, η θητεία του διευθύνων συμβούλου, οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη, ο κίνδυνος της εταιρείας και η απόδοση του

ενεργητικού. Συγκεκριμένα, σε μία μεγάλη μεγέθους εταιρεία οι αποφάσεις που καλείται να λάβει είναι ιδιαίτερα πολύπλοκες και κρίσιμες, συνεπώς δημιουργείται η ανάγκη για πρόσληψη ενός διευθύνοντος συμβούλου με τα ανάλογα προσόντα. Επίσης ένας διευθύνων σύμβουλος με μεγάλη θητεία στην εταιρεία αναμένεται να ασκεί σημαντική επιρροή στο Διοικητικό Συμβούλιο και συνεπώς και στις αποφάσεις που τον αφορούν. Ακόμα έχει παρατηρηθεί ότι οι δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη αφορούν ουσιαστικά την επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο με σκοπό καινοτομίες και δημιουργία άυλου πλούτου της επιχείρησης (π.χ. πατέντες). Συνεπώς θα υπάρχει και μία υψηλά θετική συσχέτιση παραγωγικότητας των επενδύσεων αυτών και απολαβών του CEO. Επίσης όσο μεγαλύτερη είναι η ηλικία της εταιρείας τόσο μεγαλύτερη αναμένεται να είναι και η ανάγκη για ένα ιδιαίτερα καταρτισμένο (και υψηλά αμειβόμενο) διευθύνοντα σύμβουλο. Τέλος, οι εταιρείες με υψηλό κίνδυνο θα πρέπει να ασφαλίσουν τον διευθύνων σύμβουλο (υψηλότερες αμοιβές) σε περίπτωση κατάρρευσης της εταιρείας με συνέπεια και την δημιουργία μιας αρνητικής εικόνας για το CEO. Η έρευνα επιβεβαίωσε την πρώτη υπόθεση αναφορικά με την ύπαρξη σημαντικής υψηλής συσχέτισης μεταξύ αξίας εταιρείας και απολαβών του διευθυνόντων συμβούλων καθώς αυτοί θα απαιτούν υψηλές αμοιβές προκειμένου να υλοποιήσουν τα ωφέλιμα επενδυτικά σχέδια που θα δημιουργήσουν αξία για την εταιρεία. Όμως τα αποτελέσματα της έρευνας δεν συμφώνησαν με την δεύτερη υπόθεση, δηλαδή βρέθηκε ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ ιδιοκτησίας του CEO στη εταιρεία και των απολαβών του. Αυτό ερμηνεύεται κυρίως από το γεγονός ότι όταν η αξία της εταιρείας είναι μεγάλη, αλλά δεν αναμένεται αύξηση της αξίας της στο μέλλον, τότε οι CEO που είναι και μέτοχοι της εταιρείας, θα προτιμήσουν να πουλήσουν τις μετοχές τους τώρα για να αυξήσουν τα έσοδά τους. Επίσης τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την τρίτη υπόθεση δηλαδή ότι όσο μεγαλώνει ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου, τόσο ελαττώνεται ο έλεγχος του και αυξάνεται η ανάγκη για σωστή λήψη αποφάσεων από τον διευθύνων σύμβουλο, ο οποίος θα απαιτήσει με τη σειρά του μεγαλύτερες αμοιβές. Τέλος η έρευνα έρχεται να απορρίψει την τέταρτη και τελευταία υπόθεση, βρίσκοντας ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ απολαβών CEO και ποσοστού συμμετοχής των επενδυτικών οργανισμών στο κεφάλαιο της εταιρείας, ίσως γιατί τελικά οι οργανισμοί αυτοί δεν μπορούν να ελέγξουν, όπως αναμενόταν, τις δράσεις των CEO, και να ρυθμίσουν κατ' επέκταση τις αμοιβές τους. Όσον αφορά τις δαπάνες σε έρευνα και ανάπτυξη το

αποτέλεσμα έδειξε αυτές να επηρεάζουν αρνητικά τις απολαβές του CEO καθώς από τώρα και έπειτα οι εταιρείες αναμένεται να τις θεωρούν ως έξοδο και όχι ως επένδυση. Επίσης αντίθετα αποτελέσματα βρέθηκαν σχετικά με την ηλικία και τον κίνδυνο της εταιρείας στο προσδιορισμό των απολαβών των CEO. Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε ότι μία υψηλού ρίσκου επιχείρηση αναμένεται να περιορίσει, μεταξύ άλλων, και τις αμοιβές των διευθυνόντων συμβούλων για να ανταπεξέλθει. Ενώ μια μεγάλη σχετικά επιχείρηση βασίζεται κυρίως στο πλέον κατάλληλο σύστημα λειτουργίας (το οποίο έχει ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες της στην μακροχρόνια αυτή πορεία της), περιορίζοντας έτσι τις δαπάνες της για τον διευθύνων σύμβουλο. Τέλος η έρευνα επιβεβαίωσε την θετική συσχέτιση μεταξύ απολαβών CEO και μεγέθους εταιρείας εξαιτίας της πολυπλοκότητας των αποφάσεων της (όπως σχολιάστηκε προηγουμένως) και ανάγκης στελέχωσης από ένα ικανότατο διευθύνων σύμβουλο με υψηλές όμως χρηματικές απαιτήσεις.

Επίσης ένα άλλο άρθρο πραγματεύεται το γεγονός ότι η οικονομική κρίση έχει αλλάξει την επιχειρησιακή συμπεριφορά σε τέτοιο βαθμό που ελλοχεύει τον κίνδυνο να δημιουργηθούν εμπόδια για την ανάκαμψη της οικονομίας (Mira Ganor, 2013). Η έρευνα αυτή διαπίστωσε ότι υπάρχει μία ισχυρή θετική σχέση μεταξύ των ετήσιων συνολικών απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων και των εταιρικών ταμειακών διαθεσίμων. Μάλιστα αυτή η σχέση αλληλεξάρτησης είναι στατιστικά σημαντική και εξαιρετικά χρήσιμη από οικονομολογικής σκοπιάς. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα προηγούμενα χρόνια αυτή η σχέση δεν ήταν αξιοσημείωτη όπως στην υπό εξέταση περίοδο 2008-2010. Επίσης η έρευνα βρήκε ότι οι υψηλές αμοιβές των διευθυνόντων συμβούλων αύξησαν την αποστροφή τους στον κίνδυνο την περίοδο της κρίσης. Τα δεδομένα της εργασίας συλλέχθηκαν από τη βάση δεδομένων Compustat και αναφέρονται σε μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που είναι εγγεγραμμένες στις Ηνωμένες Πολιτείες και εμπορεύονται τα κεφάλαια τους κυρίως εντός των ΗΠΑ. Το δείγμα αφορά την περίοδο 2002-2010. Από το σύνολο των επιχειρήσεων εξαιρέθηκαν εκείνες που εμπορεύονται το κεφάλαιό τους και εκτός των ΗΠΑ, αυτές στις οποίες ο διευθύνων σύμβουλος κατέχει τουλάχιστον το 10% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και εκείνες οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο κοινής ωφέλειας. Επίσης συγκεντρώθηκαν μεταβλητές που αφορούν την εταιρική διακυβέρνηση από την εταιρική βιβλιοθήκη δεδομένων και αφορούν μεταβλητές όπως το ποσοστό των εσωτερικών διευθυντών και μια ψευδομεταβλητή η οποία δείχνει εάν η πλειοψηφία των μετοχών τις επιχείρησης κατέχεται από θεσμικούς

επενδυτές. Επίσης για κάθε έτος συμπεριλήφθηκαν οι εταιρείες εκείνες των οποίων ο διευθύνων σύμβουλος κατείχε τη θέση αυτή στο υπό εξέταση και στο προηγούμενο έτος, έτσι ώστε οι υστερήσεις των μεταβλητών να είχαν νόημα και να μπορούν να συμπεριληφθούν στην εξέταση για τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η επεξηγηματική μεταβλητή είναι οι συνολικές ετήσιες απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων με χρονική υστέρηση ενός έτους, δηλαδή αναφέρονται στο 2009. Ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή που είναι τα εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα αφορούν το έτος 2010. Αναφορικά με την εξίσωση της παλινδρόμησης επιλέχθηκε μια γραμμική σχέση μεταξύ του λογαρίθμου των ταμειακών διαθεσίμων (συμπεριλαμβανομένων των ταμειακών ισοδύναμων) και του λογαρίθμου των συνολικών απολαβών των CEO, ελέγχοντας παράλληλα τα χαρακτηριστικά των διαφόρων επιχειρήσεων και τα χαρακτηριστικά των διευθυνόντων συμβούλων. Υπάρχουν περισσότερες μεταβλητές που μπορούν να επιδράσουν τόσο στα ταμειακά διαθέσιμα όσο και στις απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων. Για το λόγο αυτό η έρευνα συμπεριέλαβε διάφορες μεταβλητές ως μεταβλητές ελέγχου σε ένα πολύ-μεταβλητό υπόδειγμα παλινδρόμησης οι οποίες στοχεύουν στην απομόνωση της άμεσης σχέσης μεταξύ συνολικών απολαβών των CEO και εταιρικά ταμειακά διαθέσιμα. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι μία μεγαλύτερου μεγέθους επιχείρηση από μία άλλη είναι φυσικό να αμείβει περισσότερο τον διευθύνοντα σύμβουλό της. Συγκεκριμένα οι μεταβλητές ελέγχου που χρησιμοποιήθηκαν στην εργασία αφορούν: το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, την αγοραία αξία της επιχείρησης, τον λογάριθμο Q του Tobinτο ποσοστό ιδιοκτησίας του CEO, την αξία των δεσμευμένων μετοχών του CEO, τη συνολική αξία περιουσίας του CEO εντός της επιχείρησης οι ακαθάριστες πωλήσεις της επιχείρησης και τον κλάδο. Επίσης η ψευδομεταβλητή δείχνει εάν ο διευθύνων σύμβουλος είναι μεγαλύτερος από το μέσο όρο ηλικίας των CEO του δείγματος. Επίσης ως μεταβλητές ελέγχου χρησιμοποιήθηκαν: οι κεφαλαιακές δαπάνες, το κεφάλαιο κίνησης, το συνολικό ποσό τω μερισμάτων, τα έρευνα έξοδα και ανάπτυξης που είναι σε εξέλιξη, οι ταμειακές ροές των κεφαλαίων που συνδέονται με τις εξαγορές, τα συνολικά έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, την μόχλευση την απόδοση του κεφαλαίου, ο δείκτης αγοραία προς λογιστική αξία, ο δείκτης κεφάλαιο κίνησης προς περιουσιακά στοιχεία και ο δείκτης πωλήσεις προς περιουσιακά στοιχεία. Το Beta της επιχείρησης ως προς την αγορά θεωρήθηκε ως ο κίνδυνος της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο αναμένεται να

ανταμείψουν τους διευθύνοντες συμβούλους για τον προσωπικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν αλλά και για τις εξειδικευμένες ικανότητες που διαθέτουν για να ανταποκριθούν στη διοίκηση και διαχείριση της επιχείρησης. Επίσης οι ακραίες τιμές του δείγματος όπως για παράδειγμα οι εταιρείες οι οποίες έχουν διευθύνων σύμβουλο που είναι άνω των 70 ετών. Μετά από όλες τις εξαιρέσεις που πραγματοποιήθηκαν συγκεντρώθηκαν 579 παρατηρήσεις για το 2010. Αυτό έγινε διότι τα στελέχη που είναι μεγαλύτερης ηλικίας συνήθως έχουν διαφορετικά κίνητρα και επίπεδα αντοχής κινδύνου. Για παράδειγμα ένας διευθύνων σύμβουλος που είναι ηλικιωμένος ενδέχεται να θέλει να συσσωρεύει μεγαλύτερα ποσά ταμειακών διαθεσίμων και να μην αναλαμβάνει υψηλό ρίσκο διότι αν απολυθεί θα δυσκολευτεί σε σχέση με άλλους να βρει δουλειά κάπου αλλού. Πράγματι χρησιμοποιώντας ένα υπόδειγμα πολύ-μεταβλητής παλινδρόμησης βρέθηκε ότι η ηλικία των διευθυνόντων συμβούλων έχει θετική, αν και όχι στατιστικά σημαντική επίδραση, στα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας. Για την εργασία χρησιμοποιήθηκε μία ψευδομεταβλητή ελέγχου η οποία δείχνει εάν ο CEO είναι πάνω ή κάτω από το μέσο όρο που ορίστηκε στο 54ο έτος. Συγκεκριμένα βρέθηκε ότι ένας διευθύνων σύμβουλος είναι πάνω από το μέσο όρο ηλικίας τότε αναμένεται η εταιρεία αυτή θα αυξήσει τα ταμειακά της διαθέσιμα περίπου 17% περισσότερο. Βέβαια με επίπεδο σημαντικότητας 90% το ποσό αύξησης των ταμειακών διαθεσίμων κυμαίνεται μεταξύ 2%-35%. Συνήθως οι γυναίκες διευθύνοντες σύμβουλοι εμφανίζουν μικρότερα επίπεδα αντοχής κινδύνου από ότι οι άνδρες (Brad M. Barber και Terrance Odean, 2001). Στο βαθμό λοιπόν που εκτιμάται ότι οι γυναίκες CEO αποστρέφονται περισσότερο τον κίνδυνο αναμένεται να διατηρούν και περισσότερα ταμειακά διαθέσιμα ως ένα μέτρο προφύλαξης. Εφόσον το φύλο του CEO επηρεάζει τις απολαβές που λαμβάνει, είναι χρήσιμο να χρησιμοποιηθεί μία ψευδομεταβλητή για το φύλο. Η μεταβλητή αυτή αν λάβει τον αριθμό 1 τότε σημαίνει ότι ο διευθύνων σύμβουλος είναι γυναίκα, υποδηλώνοντας μια πιθανή αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων. Ωστόσο επειδή η σχέση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική και επίσης υπάρχει ένα μικρό ποσοστό γυναικών στο δείγμα της τάξης του 4%, η επίδραση αυτή δεν μπορεί να ληφθεί ως ουσιαστικό και αξιόπιστο βαθμό.

## 5<sup>ο</sup> Μεθοδολογία έρευνας

### 5.1 Δεδομένα δείγματος

Τα δεδομένα για τα χαρακτηριστικά των CEO, των επιχειρήσεων τις οποίες διευθύνουν και τις αποδοχές τους, συλλέχτηκαν από τη βάση δεδομένων Thomson One. Ειδικότερα, το δείγμα περιλαμβάνει 84 επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο κλάδο του λογισμικού, του υλικού των υπολογιστών και του φαρμακευτικού κλάδου. Επίσης, η χρονική περίοδος για την οποία αναζητήθηκαν οι απολαβές των διευθυνόντων συμβούλων εκτείνεται από το 2000 έως το 2013. Για όλα τα ποσά των απολαβών έγινε η μετατροπή τους στο νόμισμα του ευρώ.

### 5.2 Εξίσωση παλινδρόμησης

Η εξίσωση παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων είναι η εξής:

$$\ln(\text{Compensation}_{i,t}) = a_i + b_1 \text{Mb}_{i,t} + b_2 \text{Mb}_{i,t}^2 + b_3 \text{Tenure}_{i,t} + b_4 \ln(\text{Assets})_{i,t} + b_5 \text{Leverage}_{i,t} + b_6 \text{Crisisdum}_{i,t} + e$$

Επίσης σημειώνεται ότι η παραπάνω εξίσωση εκτιμήθηκε με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) καθώς και με τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (FGLS). Η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων είναι η πιο διαδεδομένη μέθοδος για την εκτίμηση των σταθερών όρων μίας συνάρτησης του τύπου  $y=a+bx$ . Συγκεκριμένα η μέθοδος αυτή μέσω των εκτιμητών  $a^{\wedge}$  και  $b^{\wedge}$  των σταθερών όρων της συνάρτησης παλινδρόμησης βρίσκει τις εκτιμήσεις των  $a$ ,  $b$  που ελαχιστοποιούν το άθροισμα των τετραγωνικών αποκλίσεων των τιμών  $y_i$  από τις τιμές  $a+bx_i$ . Με αυτό τον τρόπο γίνεται ο προσδιορισμός της γραμμικής σχέσης της εξαρτημένης μεταβλητής από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, δηλαδή με βάση τις πειραματικές τιμές προσδιορίζεται εκείνη η γραμμή που προσεγγίζει καλύτερα το γεωμετρικό τόπο των σημείων της συγκεκριμένης συνάρτησης. Η γενικευμένη μέθοδος ελαχίστων τετραγώνων είναι μία προέκταση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων που χρησιμοποιείται όταν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα ή συσχετισμοί. Ετεροσκεδαστικότητα είναι η περίπτωση κατά την οποία για διαφορετικές παρατηρήσεις της ανεξάρτητης μεταβλητής η διακύμανση του διαταρακτικού όρου



δεν είναι σταθερή. Συνέπεια της ετεροσκεδαστικότητας είναι ότι οι εκτιμητές πληρούν το κριτήριο της αμεροληψίας αλλά όχι της αποτελεσματικότητας.

**Πίνακας 1:Ορισμός μεταβλητών**

Μεταβλητή	Ορισμός
Ln(Compensation)	Λογάριθμος απολαβών (μισθός, μπόνους, διάφορα προνόμια ασφάλιση, άλλες ετήσιες πληρωμές).
Mb	Λογιστική αξία της επιχείρησης/ χρηματιστηριακή της τιμή
Mb <sup>2</sup>	(Λογιστική αξία της επιχείρησης/ χρηματιστηριακή της τιμή) <sup>2</sup>
Tenure	Διάρκεια θητείας σε έτη
Assets	Σύνολο ενεργητικού
Leverage	Δανεισμός επιχείρησης
Crisis	Ψευδομεταβλητή που παίρνει τιμές: 1 (2009-2011) ή 0 διαφορετικά.

Η μεταβλητή Compensation αναφέρεται στις συνολικές αποδοχές δηλαδή το μισθό, τα μπόνους, τα διάφορα προνόμια που παρέχονται στα στελέχη, η ασφάλιση και άλλες ετήσιες πληρωμές.

Η μεταβλητή Mb (market-to-book ratio) είναι ένα μέτρο για την απόδοση της επιχείρησης που βασίζεται στην χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Η μεταβλητή αυτή βρίσκεται αν διαιρέσουμε τη λογιστική αξία της επιχείρησης με τη χρηματιστηριακή της τιμή. Επίσης η μεταβλητή Tenure προσδιορίζει την εμπειρία του διευθύνοντα συμβούλου και υπολογίζεται με βάση τα έτη που ο διευθύνων σύμβουλος κατείχε τη συγκεκριμένη θέση.

Μία άλλη σημαντική μεταβλητή, Assets, προσδιορίζει το μέγεθος της επιχείρησης και μετράται ως το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης. Τέλος, η μεταβλητή

Leverage είναι η μόχλευση της επιχείρησης, δηλαδή ένας δείκτης που υποδεικνύει το βαθμό δανεισμού μίας επιχείρησης ως προς το μετοχικό της κεφάλαιο.

### 5.3 Χαρακτηριστικά του δείγματος

Ο πίνακας 2: περιγραφικά μέτρα αναφέρεται στις 84 παρατηρήσεις για τα έτη 2000-2013. Συγκεκριμένα η μέση διάρκεια παραμονής (tenure) ενός διευθύνοντα συμβούλου στη συγκεκριμένη θέση είναι 5 χρόνια. Οι μέσες συνολικές απολαβές των συνολικών αποδοχών ενός διευθύνοντα συμβούλου είναι 1.043.886 ευρώ. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός ότι η μέγιστη τιμή των συνολικών αποδοχών είναι 57.100.000 ευρώ με αντίστοιχη μέγιστη τιμή ενεργητικού 97.900.000.000 ευρώ, ενώ οι ελάχιστες τιμές για συνολικές αποδοχές και ενεργητικό είναι αντίστοιχα 3.894,6 ευρώ και 153.965,7 ευρώ. Το γεγονός αυτό φανερώνει μία εμφανή συσχέτιση μεταξύ συνολικών απολαβών και μεγέθους εταιρείας, δηλαδή όσο πιο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση αυξάνεται και η πολυπλοκότητα της λειτουργίας της και ως εκ τούτου απαιτούνται τα πλέον ικανά στελέχη για τη διαχείρισή της. Επίσης από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι για τη μέγιστη τιμή απολαβών η θητεία έχει τη μέγιστη τομή της που είναι 14 χρόνια. Αντίστοιχα για την ελάχιστη τιμή απολαβών η θητεία έχει τη μικρότερη τιμή της, δηλαδή όταν ο CEO δεν έχει συμπληρώσει ολόκληρο το έτος στη συγκεκριμένη θέση. Συνεπώς η διάρκεια της θητείας ενός διευθύνοντα σύμβουλο σαφώς και επηρεάζει το ύψος των απολαβών.

**Πίνακας 2: Περιγραφικά μέτρα**

Στατιστικές	Compensation	Salary	Tenure	Assets	Leverage	Mb Market-to-book ratio)	Market capitalization
<b>Mean</b>	1043886,0	378428,1	4,5	4880000000,0	0,4	3,1	7320000000,0
<b>Sd</b>	2906526,0	484931,6	3,2	15700000000,0	0,2	3,3	24000000000,0
<b>Min</b>	3894,6	0,0	0,0	153965,7	-0,1	0,2	762464,2
<b>Max</b>	57100000,0	3557805,0	14,0	97900000000,0	1,0	29,5	129000000000,0
<b>p10</b>	136583,0	6947,3	1,0	5656711,0	0,1	0,7	9381516,0
<b>p25</b>	230462,0	152753,0	2,0	25300000,0	0,2	1,3	26000000,0
<b>p50</b>	392286,8	225811,1	4,0	90500000,0	0,4	2,1	104000000,0
<b>p75</b>	742407,2	382339,7	6,7	316000000,0	0,6	3,5	410000000,0
<b>p90</b>	2527282,0	950000,0	9,0	5530000000,0	0,7	6,7	4210000000,0
<b>Iqr</b>	511945,2	229586,7	4,7	291000000,0	0,3	2,2	384000000,0
<b>N</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>513</b>	<b>499</b>	<b>522</b>

Ο πίνακας συσχέτισης μεταβλητών αναφέρει πως συνδέονται και αλληλοεπηρεάζονται οι μεταβλητές μεταξύ τους. Για παράδειγμα η μόχλευση της επιχείρησης, η απόδοση της επιχείρησης και το μέγεθός της συνδέονται θετικά με τις συνολικές αποδοχές του διευθύνοντα συμβούλου. Αντίθετα η θητεία του διευθύνοντα συμβούλου συνδέεται αρνητικά με τις απολαβές του CEO. Οι μεταβλητές αυτές και η τρόπος αλληλεξάρτησης παρουσιάζεται εκτενώς παρακάτω.

**Πίνακας 3: Συσχέτιση μεταβλητών κατά Pearson**

	<b>LnCompensation</b>	<b>Tenure</b>	<b>LnAssets</b>	<b>Leverage</b>	<b>Mb</b>	<b>Mbsq</b>	<b>Crisis</b>
<b>LnCompensation</b>	1						
<b>Tenure</b>	-0,0153	1					
<b>LnAssets</b>	0.6891*	0,0318	1				
<b>Leverage</b>	0.2383*	0.1124*	0.3062*	1			
<b>Mb</b>	0.1441*	0.0918*	0,0446	0.3462*	1		
<b>Mbsq</b>	0,0385	0.0924*	0,0167	0.3308*	0.8972*	1	
<b>Crisis</b>	-0,0584	0.1304*	-0,0367	-0,0111	0.1479*	0,0548	1

#### **5.4 Εμπειρικά αποτελέσματα**

Ο πίνακας 4 με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης υποδεικνύει το βαθμό εξάρτησης της εξαρτημένης μεταβλητής (συνολικές απολαβές) από τις ανεξάρτητες μεταβλητές και εάν αυτή η εξάρτηση είναι στατιστικά σημαντική. Ειδικότερα η ανεξάρτητη μεταβλητή θητεία του διευθύνοντα συμβούλου στη συγκεκριμένη θέση έχει τιμή (-0.116), που δηλώνει ότι η θητεία έχει αρνητική επίδραση στις συνολικές απολαβές. Δηλαδή όσο αυξάνεται η εμπειρία του διευθύνοντα συμβούλου, τόσο μειώνονται οι συνολικές του απολαβές. Το εύρημα αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ευρήματα μίας έρευνας όπου η θητεία έχει μια στατιστικά σημαντική και θετική επίδραση στις απολαβές των CEO (Kevin J. Sigler, 2003). Ωστόσο η σχέση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική και ως εκ τούτου δεν λαμβάνεται υπόψη στην ερμηνεία της ανεξάρτητης μεταβλητής.

Επίσης, το συνολικό ενεργητικό που αντικατοπτρίζει το μέγεθος της επιχείρησης παρουσιάζει μία θετική συσχέτιση (28.08), δηλαδή το μέγεθος της εταιρείας επηρεάζει θετικά τις απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου. Η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική και επιπλέον συμφωνεί με τα αποτελέσματα των ερευνών που παρουσιάστηκαν στη βιβλιογραφική επισκόπηση. Ειδικότερα έρχεται σε συμφωνία με τα ευρήματα μίας εργασίας που εξετάστηκε προηγουμένως (Samuel R. Gray και Philip G. Benson, 2003). Η συγκεκριμένη εργασία έδειξε ότι υφίσταται μία σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ μεγέθους εταιρείας και απολαβών CEO. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι σε μια μεγάλη και ιδιαίτερα πολύπλοκη και σύνθετη εταιρεία απαιτούνται υψηλότερες απαιτήσεις από τα στελέχη που θα αναλάβουν την διεύθυνσή της και τα στελέχη με τη σειρά τους απαιτούν υψηλότερες απολαβές.

Ακόμα ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης της επιχείρησης επηρεάζει αρνητικά τις συνολικές απολαβές (-2.590). Επίσης η σχέση αυτή είναι στατιστικά σημαντική και συμφωνεί με τα αποτελέσματα άλλων ερευνών, καθώς σε μία εταιρεία με πολύ μεγάλο ποσοστό μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με το ποσοστό δανεισμού, οι μέτοχοι έχουν μεγαλύτερο ρίσκο σε περίπτωση π.χ. πτώχευσης, και συνεπώς είναι διατεθειμένοι να ανταμείψουν υψηλότερα του διευθύνοντες συμβούλους τους. Αντιθέτως όταν υπάρχει υψηλή μόχλευση σε μία εταιρεία τότε οι μέτοχοι έχουν μικρότερο ρίσκο σε σχέση με την προηγούμενη περίπτωση και συνεπώς είναι παρουσιάζονται πιο διαπραγματεύσιμοι ως προς τη διαμόρφωση των απολαβών των CEO.

Ο δείκτης MB που μετρά την απόδοση της εταιρείας παρουσιάζει επίσης μία θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση (9.583) στις συνολικές απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου. Το γεγονός αυτό έρχεται συμφωνία με την υπάρχουσα θεωρία. Ειδικότερα συμβαδίζει με την υπάρχουσα θεωρία (Kevin J. Sigler, 2003). Η θετική αυτή συσχέτιση ερμηνεύεται από το γεγονός ότι καθιστώντας εξαρτημένο το ύψος των αποδοχών των CEO με την απόδοση της εταιρείας επιτυγχάνεται με αυτό τον τρόπο μία ευθυγράμμιση των ενδιαφερόντων μετόχων και διευθυντών. Αναλυτικότερα, εάν η διαμόρφωση του πακέτου των απολαβών βασίζεται στην απόδοση της εταιρείας, με αυτό τον τρόπο δίνεται ένα κίνητρο στα στελέχη και δη στους διευθύνοντες συμβούλους να προσπαθούν να επιτύχουν υψηλότερη απόδοση για την εταιρεία.

Αναφορικά με το Mb διαπιστώθηκε ότι η δεύτερη παράγωγος του Ln(Compensation) προς Mb είναι αρνητική που σημαίνει ότι η σχέση μεταξύ των απολαβών και του Mb είναι κοίλη με μέγιστο σημείο. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι υπάρχει ένα άριστο σημείο (Mb, Com) στο οποίο μεγιστοποιούνται οι απολαβές των CEO.

Τέλος η μεταβλητή που αφορά την κρίση έχει επίσης μία θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στις συνολικές αποδοχές. Αυτό μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι σε μία περίοδο έντονων αλλαγών και διακυμάνσεων στα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων, η σημασία πρόσληψης ικανότατων στελεχών που θα μπορέσουν να διατηρήσουν και να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης ολοένα και αυξάνεται. Αυτό συνεπάγεται ότι η κάθε εταιρεία έχει την επιθυμία, στο μέτρο των δυνατοτήτων της, να προσλάβει τα πιο εξειδικευμένα στελέχη της αγοράς, άρα και τα πιο υψηλά αμειβόμενα στελέχη για τις υπηρεσίες που προσφέρουν. Συμπερασματικά δηλαδή η οικονομική κρίση έχει επιβάλει κατά κάποιο τρόπο, ιδίως στις μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις, την αναζήτηση των πλέον εξειδικευμένων στελεχών, ενώ από την άλλη τα στελέχη αυξάνουν τις οικονομικές τους απαιτήσεις.

**Πίνακας 4: Εκτιμήσεις Ενιαίας παλινδρόμησης και Εφικτών Γενικευμένων  
Ελαχίστων Τετραγώνων (Cross-sectional time-series FGLS regression)**

VARIABLES	1	2	3	4
	LnCompensation Pooled OLS White s.e.	LnCompensation Pooled OLS White s.e.	LnCompensation FGLS Hetero & Common (AR1)	LnCompensation FGLS Hetero & Common (AR1)
<b>Tenure</b>	-0.00956 (-0.743)	-0.0122 (-0.983)	0.00114 (0.197)	-0.000625 (-0.116)
<b>LnAssets</b>	0.327*** (20.98)	0.321*** (21.29)	0.314*** (24.11)	0.324*** (28.08)
<b>Leverage</b>	-0.101 (-0.618)	-0.0413 (-0.248)	-0.0994 (-1.132)	-0.188*** (-2.590)
<b>Mb</b>	0.0421*** -2.648	0.170*** -6.560	0.0340*** -7.361	0.114*** -9.583
<b>Mb<sup>2</sup></b>		-0.00776*** (-5.464)		-0.00400*** (-6.253)
<b>Crisis</b>	-0.0234 (-0.237)	0.0667 (0.716)	0.0515 -1.510	0.0723* -1.944
<b>Constant</b>	6.894*** (21.42)	6.681*** (21.52)	7.067*** (29.31)	6.722*** (30.59)
<b>Observations</b>	499	499	496	496
<b>R-squared</b>	0.485	0.514		
<b>Number of Firms</b>			84	84

Robust t-statistics in  
parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \*  
p<0.1

## Συμπεράσματα

Ένα σημαντικό εύρημα της συγκεκριμένης εργασίας είναι ότι ο γεωμετρικός τόπος της εξίσωσης των συνολικών απολαβών και του δείκτη MB είναι μία κοίλη με τα κοίλα προς τα κάτω, το οποίο συνεπάγεται ότι καμπύλη αυτή παρουσιάζει ένα μέγιστο σημείο. Ειδικότερα αυτό σημαίνει ότι υπάρχει ένα άριστο επίπεδο MB μέχρι το οποίο οι συνολικές απολαβές του διευθύνοντα συμβούλου μεγιστοποιούνται και μετά από αυτό το σημείο παρουσιάζουν φθίνουσα πορεία.

Επιπλέον αποδείχθηκε ότι το μέγεθος της εταιρείας είναι ένας σημαντικός παράγοντας διαμόρφωσης των αποδοχών ενός διευθύνοντα συμβούλου. Αυτό συμβαίνει διότι μία μεγάλη εταιρεία παρουσιάζει μεγαλύτερη πολυπλοκότητα ως προς την σύνθεσή της, τις ανάγκες της και την εν γένει διαχείρισή της. Για αυτό το λόγο, για τις θέσεις του διευθύνοντα συμβούλου σε μεγάλες επιχειρήσεις προσλαμβάνονται στελέχη με την πιο υψηλή εκπαίδευση, μόρφωση και κατάρτιση. Αυτό συνεπάγεται υψηλότερα πακέτα απολαβών για τα συγκεκριμένα στελέχη.

Επίσης η κρίση των τελευταίων ετών διαμόρφωσε, μεταξύ πολλών άλλων, νέα δεδομένα ως προς τη διαμόρφωση των απολαβών των διευθυνόντων συμβούλων. Αυτό σημαίνει ότι αναπόφευκτα αυξήθηκε ο βαθμός δυσκολίας διαχείρισης των επιχειρήσεων και ιδίως εκείνων που έχουν μεγάλο μέγεθος. Ουσιαστικά δηλαδή δημιουργήθηκε περισσότερο από ποτέ η ανάγκη για στελέχωση των επιχειρήσεων με διευθυντές που θα είχαν εξειδικευμένες γνώσεις αναφορικά με την αντιμετώπιση σημαντικών μεταβολών στα χρηματοοικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων. Στελέχη που θα είχαν καταρτιστεί ανάλογα στην πρόληψη και αντιμετώπιση των διακυμάνσεων και των αλλαγών που έχει επιφέρει η κρίση. Αυτό σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που θέλουν να είναι όσο το δυνατόν πιο διασφαλισμένες ως προς το αυξανόμενο ρίσκο των τελευταίων ετών θα πρέπει να ανταμείψουν ανάλογα εκείνα τα στελέχη που θα μπορέσουν να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις των καιρών.

Επίσης εξετάστηκε ένα ζήτημα που έχει απασχολήσει κατά καιρούς τη διεθνή βιβλιογραφία και αφορά τη επίδραση του φύλου στις διοικητικές απολαβές αλλά και στη κάλυψη διευθυντικών θέσεων από γυναίκες. Συγκεκριμένα μέσα από την υπάρχουσα θεωρία φάνηκε ότι αν και το μισθολογικό κενό έδειξε να μειώνεται από τα μέσα της δεκαετίας του 1990, οι μισθοί των γυναικών σε ηγετικές θέσεις είναι μικρότεροι σε ποσοστό 8%

και 25% από τις θέσεις του CEO και του προέδρου αντίστοιχα, που κρατούνται από άνδρες (Linda A. Bell, 2005).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν διάφορα πράγματα. Πρώτον υπάρχουν σημαντικές ενδείξεις ότι μια γυναίκα στέλεχος απολαμβάνει υψηλότερες αμοιβές όταν εργάζεται σε μία επιχείρηση στην οποία ο διευθύνοντας σύμβουλος ή ο πρόεδρος είναι γυναίκα. Δεύτερον η επίδραση των γυναικών-ηγετών σε μία επιχείρηση επιδρά σημαντικά και θετικά αναφορικά με την γρήγορη ανέλιξη και προώθηση των γυναικών στελεχών στις υψηλότερα αμειβόμενες θέσεις. Επίσης μία γυναίκα έχει πλεονέκτημα αναφορικά με το ύψος των αμοιβών όταν υπάρχει μεγάλη εκπροσώπηση γυναικών στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας στην οποία εργάζεται.

Η συγκεκριμένη εργασία αν και δεν συμπεριέλαβε στις ανεξάρτητες μεταβλητές το φύλο, ωστόσο αποδείχτηκε μέσα από τις παρατηρήσεις του δείγματος ότι ο αριθμός των γυναικών είναι αισθητά μικρότερος σε σχέση με αυτό των ανδρών. Ως ποσοστό είναι της τάξης του 5% ο αριθμός των γυναικών, στο συνολικό δείγμα, στη θέση του διευθύνων συμβούλου.

Ως ένας εναλλακτικός τρόπος, λοιπόν, αντιμετώπισης της διαφορετικής μεταχείρισης που υπάρχει ακόμα και σήμερα όπως προκύπτει στην αγορά εργασίας που οφείλεται κυρίως στις διακρίσεις-προκαταλήψεις αναφορικά με το φύλο, ενδείκνυται η εξέταση των στελεχών που έχουν παρόμοια εκπαίδευση, δεξιότητες και κίνητρα. Αυτό ίσως αποτελέσει ένα πιο αντικειμενικό κριτήριο για την στελέχωση των επιχειρήσεων με ηγετικά πρόσωπα απομονώνοντας διάφορες τυχόν προκαταλήψεις που επηρεάζουν αρνητικά την αξιολόγηση των υποψηφίων διευθυντών.

Αυτό λοιπόν που προκύπτει από τη συγκεκριμένη εργασία είναι ότι τα κριτήρια για την κάλυψη των διευθυντικών θέσεων στις επιχειρήσεις ποικίλουν και κάποια επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό, αρνητικά ή θετικά, το ύψος των απολαβών των στελεχών. Αυτό που μπορεί να τονιστεί ως ένα γενικότερο συμπέρασμα της εργασίας αυτής, που είχε ο σκοπό να εξετάσει τους προσδιοριστικούς παράγοντες των απολαβών των CEO, είναι ότι σε μία περίοδο έντονων οικονομικών εξελίξεων αυτό που οφείλουν οι επιχειρήσεις να κάνουν είναι η αξιολόγηση των υποψηφίων



διευθυντών τους στη βάση, και μόνο, ρεαλιστικών και αντικειμενικών κριτηρίων.  
Ίσως αυτό αποτελέσει ένα τρόπο εξυγίανσης των επιχειρήσεων, αναχαίτισης της οικονομικής κρίσης και ένα βήμα για ένα καλύτερο μέλλον τόσο στον επιχειρηματικό κλάδο όσο και σε ατομικό επίπεδο.

## **Βιβλιογραφία**

Murphy, K.J., 1999. Executive Compensation. Chapter 38 in Handbook of Labor Economics, 1999, vol. 3, Part B, pp 2485-2563 from Elsevier.

Sigler, K.J., 2003. CEO compensation and healthcare organisation performance. Management Research News, Vol. 26 Iss: 6 pp. 31 – 38.

Boyd, B.K., 1994. Board control and CEO compensation. Strategic Management Journal, Vol. 15, 335-344.

Sigler, K.J., 30 Απριλίου 2011. CEO Compensation and Company Performance. Business and Economics Journal, Volume 2011: BEJ-31.

Frydman, C., and Jenter, D., 2010. CEO Compensation. Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews, vol. 2(1), pages 75-102, December.

Gray, S.R., and Benson, P.G., 2003. Determinants of Executive Compensation in Small Business Development Centers. NONPROFIT MANAGEMENT & LEADERSHIP, vol. 13, no. 3, Spring 2003.

Lau, A., and Vos, E., 2004. Relation between CEO compensation, firm size and firm performance. Ann Lau and Ed Vos. New Zealand Journal of Applied Business Research. Vol 3 No 1. October 2004. pp 51-64.

Shin-Ping Lee και Hui-Ju Chen, 2011. Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan. Management Research Review, Vol. 34 No. 3, pp. 252-265.

Ganor, M., 2013. Agency Costs in the Era of Economic Crisis – The Enhanced Connection between CEO Compensation and Corporate Cash Holdings. SSRN Electronic Journal.

Bell, L.A., 2005. Women-Led Firms and the Gender Gap in Top Executive Jobs. Discussion Paper No. 1689 July 2005.

Bates, T.W., Kahle, K.M., and Stulz, R.M, 2009. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? THE JOURNAL OF FINANCE, VOL. LXIV, NO. 5 , OCTOBER 2009.

Nengjiu Ju, 2006. Capital Structure, Debt Maturity, and Stochastic Interest Rates. The Journal of Business 79(5):2469-2502, September 2006.

Bedchuk, L., and Grinstein, Y., 2007. The growth of executive pay. Oxford review of economic policy, Vol. 21, No. 2.

Roberts, B. C., 1956. Trade Unions in the Welfare State. The Political Quarterly, Volume 27, issue 1, pages 6-18.

Combs, J.G., and Skill, M.S., 2003. Managerialist and Human Capital Explanations for Key Executive Pay Premiums: A Contingency Perspective. The Academy of Management Journal, Vol. 46, No. 1, pp.63-73.

Carpenter, M.A., Sanders, G., and Gregersen, H.B., 2001. Bundling Human Capital with Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and CEO Pay. The Academy of Management Journal, Vol. 44, No. 3 (Jun., 2001), pp. 493-511.

Prendergast, C., 1999. The Provision of Incentives in Firms Author(s). Journal of Economic Literature, Vol. 37, No. 1 (Mar., 1999), pp. 7-63.

Rosen, S., 1981. The economics of superstars. The American Economic Review, Vol. 71, Issue 5, (Dec., 1981), 845-858.

Jensen, M.C., and Murphy, K.J., 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. The Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2, (Apr., 1990), 225-264.

Gomez-Mejia, L.R., and Wiseman, R.M., 1997. Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management* 23(3):291-374, (June 1997).

Lazear, E.P., and Rosen, S., 1981. Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 5, (October 1981), pp. 841-864.

Ungson, G.R., and Steers, R.M., 1984. Motivation and Politics in Executive Compensation. *The Academy of Management Review*, Vol. 9, No. 2 (Apr., 1984), pp. 313-323.

Davis, J.H., and Schoorman, D.F. and Donaldson, L., 1997. Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1 (Jan., 1997), pp. 20-47.

Donaldson, L., and Davis, J.H., 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 1991, vol. 16, issue 1, pages 49-64.

Frey, B.S., and Oberholzer-Gee, F., 1997. The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding- Out. *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 4 (Sep., 1997), pp. 746-755.

Baker, G., Gibbons, R., and Murphy, K., 2002. Relational Contracts and the Theory of the Firm. *Oxford Journals, Social Sciences, Quarterly Journal of Economics*, Volume 117, Issue 1, Pp. 39-84.

Kidder, D., Buchholtz, A.K., 2002. Can excess bring success? CEO compensation and the psychological contract. *Human Resource Management Review* 12(4):599-617, (December 2002).

O'Reilly III, C.A., Main, B.G., and Crystal, G.S., 1988. CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of Two Theories. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, No. 2 (Jun., 1988), pp. 257-274.

Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4.

Aggarwal, R, and Samwick, A, 1999. Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility. *The Journal of Finance*, Volume 58, Issue 4, August 2003, Pages 1613–1650.

Hall, B.J., and Liebman, J., 1998. Are CEOs really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. CXIII, Issue 3, (August 1998).

Bedchuk, L., and Fried, J., 2005. Pay Without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 17, Issue 4, Fall 2005, Pages 8–23.

Anderson, R, and Bizjak, J., 2003. An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay. *Journal of Banking and Finance*, 27(7):1323-1348.

Lincoln, J.R., and Miller, J., 1979. Work and Friendship Ties in Organizations: A Comparative Analysis of Relation Networks. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 24, No. 2 (Jun., 1979), pp. 181-199.

Bertrand, M., and Hallock, K.F., 2001. The Gender Gap in Top Corporate Jobs. *Journal of Labor Economics*, University of Chicago Press, vol. 21(1), pages 106-144, January.

Ang, S., Slaughter, S., and Kok Yee Ng, 2002. Human Capital and Institutional Determinants of Information Technology Compensation: Modeling Multilevel and Cross-Level Interactions. *Management Science*, Vol. 48, No. 11. (Nov., 2002), pp. 1427-1445.

Fama, E. F., and Jensen, M.C., 1983. Separation of Ownership and Control

The Journal of Law & Economics, Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution (Jun., 1983), pp. 301-325.

Ittner, C., Larcker, D., and Pizzini, M., 2007. Performance-based compensation in member-owned firms: An examination of medical group practices. Journal of Accounting and Economics, Volume 44, Issue 3, Pages 300-327, Publisher North-Holland.

Martin, J., and Conyon, 1997. Corporate Governance and Executive Compensation. International Journal of Industrial Organization, Volume 15, Issue 4, Pages 493-509, (July 1997).

Harford, J., Mansi, S.A., and Maxwell, W.F., 2006. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. SSRN Electronic Journal, 87(3):535-555, August 2006.

Barber, B.M., and Odean, T., 2001. Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. The Quarterly Journal of Economics (2001) 116 (1): 261-292.

Antell, J., and Vaihekoski M., 2007. International asset pricing models and currency risk: Evidence from Finland 1970–2004. Journal of Banking & Finance, Volume 31, Issue 9, Pages 2571-2590.

William, S.A., 2009. Management and the Financial Crisis (We Have Met the Enemy and He Is Us...). Economics, Management, and Financial Markets 5, no. 4 (December 2010): 11–53.

Liljeblom, E., and Vaihekoski, M., 2009. Corporate ownership and managerial short-termism: Results from a Finnish study of management perceptions. International Journal of Production Economics, Elsevier, vol. 117(2), pages 427-438, February.

Bushee, B.J., 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 3 (Jul., 1998), pp. 305-333.

Jensen, M.C., 2004. The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance. *European Financial Management*, Vol. 10, No. 4, 2004, 549–565.

Lorsch, J. W., and MacIver E., 1989. *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1989.

Barry, G. and Rynes, S.L., 2003. *Compensation: Theory, Evidence, and Strategic Implications*. Sage publications.

Becker, G.S., 1957. *The Economics of Discrimination*, 2nd edition. The University of Chicago Press.

Jensen, M.C., 1998. *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge: Harvard University Press.

Herbert, S.A., 1997. *Administrative behavior*, Fourth Edition. The Free Press.

Παπαδάκης, Μ. Β., 2007. *Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, Τόμος Α:ΘΕΩΡΙΑ. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

*Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία*, Τόμος Β: Μελέτες Περιπτώσεων. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Λεωνίδας Σ. Χ., 2006. *Μάνατζμεντ: Αρχές Διοίκησης Επιχειρήσεων* Αθήνα: Εκδόσεις INTERBOOKS.

Μπουραντάς, Δ., 2002. *Μάνατζμεντ*. Αθήνα: Εκδόσεις Γ. Μπένου.

This Is The Best Theory We've Heard About Why CEO's Are Turning Over Like Crazy. Διαθέσιμο: “<http://www.businessinsider.sg/markets-chart-of-the-day-december-2-2014-12/#P8mb4A8KfKQAxp83.99>” (03/12/2014).

Robbins, S. What do CEOs do? A CEO Job Description. Διαθέσιμο: “<http://www.steverobbins.com/articles/ceojob/>” (23/02/2006).

Spaeder, E.K. 10 Ways to Grow Your Business, 2004. Διαθέσιμο: “<http://www.entrepreneur.com/article/70660>” (11/05/2004)

Μαζαράκης, Σ. 40+1 επιθετικοί τρόποι για να επιβιώσετε στην κρίση. Διαθέσιμο: “<http://www.businesscoachinglab.gr/page.aspx?itemID=SPG129>”

Οι αμοιβές των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου της Ανώνυμης Εταιρείας. Διαθέσιμο: “<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/16739>” (02/07/2013)

Αληφαντής, ΣΤ.Γ. Αμοιβές μελών διοικήσεως ανώνυμης εταιρείας και εταιρείας περιορισμένης ευθύνης. Διαθέσιμο: “[http://www.capital.gr/tax/news\\_tax.asp?id=1437147](http://www.capital.gr/tax/news_tax.asp?id=1437147)” (11/03/2012)

Executive compensation. Διαθέσιμο: “[http://en.wikipedia.org/wiki/Executive\\_compensation](http://en.wikipedia.org/wiki/Executive_compensation)” (11/12/2016)

Jordan O., Heugens, P., 12/08/2007. Extending the Managerial Power Theory of Executive Pay: A Cross National Test. Διαθέσιμο: <https://ssrn.com/abstract=1088215> (29/01/2008)