



Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην
Εφαρμοσμένη Οικονομική

**«Οι αμοιβές της διοίκησης και ευκαιριακές συμπεριφορές:
η περίπτωση της Ελλάδας»**

Επιμέλεια: Ιωάννα Α. Ζάρδα

Επιβλέπων: Επίκ. Καθηγητής Γεώργιος Ιατρίδης

Βόλος, 2013

ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στην διπλωματική εργασία. Επίσης, έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Εφαρμοσμένη Οικονομική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Ζάρδα Ιωάννα

Στην οικογένειά μου...

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ θερμά τον κ. Γεώργιο Ιατρίδη, επιβλέποντα καθηγητή μου, για την βοήθειά του καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Ευχαριστώ επίσης όλους τους καθηγητές για τις γνώσεις που μου προσέφεραν στην μέχρι τώρα εκπαίδευσή μου. Τέλος, ευχαριστώ όλους τους συγγενείς και φίλους που με εμπύχωσαν ώστε να ολοκληρώσω την διπλωματική μου εργασία.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΛΙΣΤΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ	6
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	7
ABSTRACT	8
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	12
1.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ	12
1.2 ΕΥΘΥΓΡΑΜΜΙΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΣΤΕΛΕΧΩΝ	13
1.2.1 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ	13
1.2.2 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ.....	15
1.3 ΠΩΣ ΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΞΑΛΕΙΦΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	17
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	19
2.1 ΑΜΟΙΒΕΣ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ.....	19
2.2 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΑΜΟΙΒΩΝ.....	21
2.2.1 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ	21
2.2.2 ΠΑΚΕΤΑ ΑΜΟΙΒΩΝ	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	32
3.1 ΛΟΓΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΩΝ	32
3.1.2 “OPTIMAL-CONTRACT” vs “FAT CAT”	33
3.2 ΣΧΕΣΗ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ	36
3.2.1 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ	37
3.2.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΑΣΗΜΑΝΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ	38
3.2.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	39
3.2.4 ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	41
4.1 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ	41
4.2 ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ	42
4.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΗΝ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ	44
4.4 ΛΟΓΟΙ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ.....	46
4.5 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ	48
4.6 ΚΙΝΗΤΡΑ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ	49
4.7 ΤΡΟΠΟΙ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ	52
4.8 ΜΟΡΦΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ	52
4.9 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ	55
4.10 Η ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	58
5.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	61
6.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	61
6.1.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ.....	61

6.1.2 ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΣΕ ΔΕΔΟΥΛΕΥΜΕΝΗ ΒΑΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ.....	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....	65
7.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	65
7.2 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	67
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	84

ΛΙΣΤΑ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΓΡΑΦΗΜΑ 2.1	Η δομή των αποζημιώσεων των στελεχών (1936-2005).....	28
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2	Συνολικές αμοιβές των στελεχών το 1997 και το 2005.....	29
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.3	Αμοιβές σε μορφή μπόνους και σε μορφή μακροπρόθεσμων Κινήτρων.....	30
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.4	Παγκόσμια σύγκριση δομής αμοιβών το 2005.....	31
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1	Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης.....	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2	Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης.....	63

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία έχει σκοπό να εξετάσει τους παράγοντες εκείνους που καθορίζουν τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών των διοικήσεων, καθώς και τη σχέση μεταξύ επιλογών λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση και αποζημιώσεων στον βιομηχανικό κλάδο της Ελλάδας. Τα αποτελέσματα στην πρώτη έρευνα δείχνουν ότι οι αμοιβές δεν σχετίζονται ιδιαίτερα με την απόδοση των επιχειρήσεων. Το μέγεθος της επιχείρησης φαίνεται να αποτελεί σημαντικότερο παράγοντα στην διαμόρφωση των αμοιβών. Τα αποτελέσματα της δεύτερης έρευνας δείχνουν ότι οι αμοιβές της διοίκησης σχετίζονται θετικά με την χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων.

Λέξεις-κλειδιά: αμοιβές ανώτατων στελεχών, απόδοση επιχείρησης, χειραγώγηση κερδών, διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

JEL Classification: G30, J33, M41, M52

ABSTRACT

This study aims to examine the factors that determine senior executives' remuneration, as well as the relationship between discretionary accounting choices and executive compensation in the industrial sector of Greece. The results of the first survey show that compensation is not highly related to firm performance. Company size appears to be a more important factor in the remuneration. The results of the second survey show that executive compensation is positively associated with the use of discretionary accruals.

Key words: executive compensation, firm performance, earnings manipulation, discretionary accruals

JEL Classification: G30, J33, M41, M52

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θέμα των αμοιβών των ανώτατων στελεχών της διοίκησης έχει προσελκύσει πολύ μεγάλο ενδιαφέρον από το κοινό, τους επενδυτές, τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές και άλλους επιστήμονες του οικονομικού τομέα. Πράγματι, η αύξηση των επιστημονικών εργασιών σχετικά με το θέμα της αποζημίωσης των στελεχών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 φαίνεται να έχει ξεπεράσει ακόμη και την αξιοσημείωτη αύξηση στις αμοιβές των στελεχών κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου (Murphy, 1999).

Οι αμοιβές αποτελούσαν πάντα ένα θέμα προς συζήτηση. Είτε εξαιτίας επιχειρημάτων έγκυρων είτε ζήλιας, υπήρχε πάντοτε μία συζήτηση σχετικά με το πόσο δίκαιο είναι το επίπεδο των αμοιβών των κορυφαίων στελεχών. Με την αύξηση των Γενικά Αποδεκτών Λογιστικών Αρχών (GAAP) στις εισηγμένες εταιρείες, συμπεριλαμβανομένης της υποχρεωτικής δημοσίευσης των δομών των αποδοχών των ανώτατων στελεχών της διοίκησης, τα τελευταία χρόνια γίνεται μία προσπάθεια αποσαφήνισης του θέματος. Εάν τελικά οι νέοι κανόνες έχουν οδηγήσει σε μεγαλύτερη κατανόηση του θέματος, δεδομένης της συχνότητας σχετικών άρθρων, είναι αμφίβολο.

Με την εμφάνιση της οικονομικής κρίσης πριν από λίγα χρόνια, το ερώτημα σχετικά με το ποιος ήταν υπεύθυνος για αυτή, έγινε προτεραιότητα. Ξαφνικά, τα στελέχη των διοικήσεων, με τις «παχυλές» αμοιβές τους, άρχισαν να φαίνονται ένοχοι. Με όλα τα βραχυπρόθεσμα μπόνους και τα διάφορων ειδών πακέτα δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options), τα στελέχη ήταν λογικό να ενεργούν περισσότερο προς το δικό τους συμφέρον παρά προς το συμφέρον της επιχείρησής τους. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του Alan Mulally, Διευθύνων Σύμβουλου της αναξιοπαθούσας εταιρείας Ford Motor, του οποίου το πακέτο δικαιωμάτων προαίρεσης σήμερα έχει χρηματιστηριακή αξία 50 εκατ. δολαρίων, δέκα φορές αυξημένη.

Πολύ πριν την παρούσα χρηματοπιστωτική κρίση, είχαν τεθεί ερωτήματα σχετικά με τα τεράστια ποσά των αποδοχών των μάνατζερ και με το αν τελικά οι επιχειρήσεις προσέφεραν τα σωστά κίνητρα στα στελέχη τους. Η χρήση παραγόντων που σχετίζονται με τις αποδόσεις των επιχειρήσεων στα διάφορα συμβόλαια αποζημιώσεων των στελεχών, αυξήθηκαν ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, ως απάντηση στην πεποίθηση ότι οι μάνατζερ δεν είχαν αρκετά κίνητρα. Οι επιχειρήσεις περιγράφουν την αύξηση τέτοιου είδους μεταβλητών ως «έναν τρόπο για την καλύτερη ευθυγράμμιση των κινήτρων της διοίκησης με τα συμφέροντα των μετόχων» (Bergstresser and Philippon, 2006). Όμως, υπάρχουν πολλά πρόσφατα

παραδείγματα (όπως η Enron Corporation) όπου οι συμβάσεις οδήγησαν σε ανεπιθύμητες συμπεριφορές, ακόμη και σε δόλια συμπεριφορά. Έτσι, με την αύξηση των κινήτρων των στελεχών, αυξήθηκαν επίσης και τα επίπεδα χειραγώγησης των κερδών, κάνοντας πιο έντονο το ερώτημα σχετικά με το εάν η αλλαγή των συστημάτων αποζημίωσης αποτέλεσε ένα καλό βήμα προς τη σωστή κατεύθυνση.

Το φαινόμενο της ωραιοποίησης οικονομικών καταστάσεων, καθώς και της χειραγώγησης των κερδών μιας επιχείρησης, αποτελεί ένα δημοφιλές θέμα στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία τα τελευταία χρόνια,. Σύμφωνα με τον Rezaee (2002), μία από τις πιο αξιοσημείωτες περιπτώσεις του εικοστού αιώνα συνέβη το έτος 1970, όταν ένας τολμηρός πωλητής ασφαλιστικών συμβολαίων, ο Stanley Goldblum, κατάφερε με μεγάλη ευκολία να προσθέσει στο πελατολόγιό του 65.000 ανύπαρκτους πελάτες και να παρουσιάσει εν τέλει μία αύξηση των στοιχείων του Ενεργητικού της επιχείρησής του, της “Equity Funding”, κατά \$800 εκατ., «κάτω από τη μύτη» της ανεξάρτητης εταιρίας που είχε αναλάβει τον έλεγχο της επιχείρησής του. Από τη στιγμή αυτή και έπειτα, το φαινόμενο της χειραγώγησης αποτέλεσε σημείο αναφοράς σε παγκόσμια κλίμακα.

Στις προεδρικές εκλογές του 2008, ο Μπαράκ Ομπάμα δήλωσε ότι «... Έχει να κάνει με την αλλαγή ενός συστήματος όπου η κακή συμπεριφορά ανταμείβεται, έτσι ώστε να μπορούμε να κρατήσουμε τους CEOs (Chief Executive Officers) υπόλογους και να βεβαιωθούμε ότι ενεργούν με έναν τρόπο που είναι καλός για την επιχείρησή τους, καλός για την οικονομία μας και καλός για την Αμερική, όχι μόνο καλός για τον εαυτό τους ... »

Με βάση την αυξανόμενη μεταβλητή της αμοιβής και όλες τις συζητήσεις που έχουν γίνει σχετικά με τις αποζημιώσεις, σε αυτή την εργασία το κύριο ζήτημα που θα εξεταστεί είναι αν οι συμβάσεις αμοιβών των ανώτατων στελεχών της διοίκησης σχετίζονται με ευκαιριακές συμπεριφορές. Επίσης, θα ερευνήσουμε και τους παράγοντες εκείνους που καθορίζουν τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών στην Ελλάδα, σε ένα δείγμα 95 επιχειρήσεων του βιομηχανικού κλάδου, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, κατά την περίοδο 2007-2011.

Η παρούσα εργασία εξελίσσεται ως εξής. Στο πρώτο κεφάλαιο θα δούμε την θεωρία αντιπροσώπευσης και τα προβλήματα που προκύπτουν στη σχέση μετόχων-στελεχών, στο δεύτερο θα αναλύσουμε τα είδη αμοιβών που χρησιμοποιούνται στην αγορά, στο τρίτο θα αναφερθούμε στη σχέση μεταξύ αμοιβών των στελεχών και απόδοσης της επιχείρησης, στο

τέταρτο θα εισάγουμε την έννοια της Δημιουργικής Λογιστικής, στο πέμπτο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε την μεθοδολογία της έρευνας, στο έκτο κεφάλαιο θα σχολιάσουμε τα εμπειρικά αποτελέσματα και η εργασία θα τερματιστεί με το έβδομο κεφάλαιο όπου θα παραθέσουμε τα συμπεράσματα και κάποιες προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

Η θεωρία αντιπροσώπευσης βασίζεται στην παραδοχή της «από απόστασης» ανάθεσης όπου οι εντολείς (κάτοχοι μετοχών) αναθέτουν καθήκοντα σε έναν εντολοδόχο (στέλεχος), ο οποίος αναμένεται να ενεργήσει προς το συμφέρον του μετόχου διατηρώντας την βιωσιμότητα της επιχείρησης καθώς και την σταθερότητα στην ροή μερισμάτων. Σε αντάλλαγμα καταβάλλεται κάποια αμοιβή.

Η θεωρία αντιπροσώπευσης βασίζεται στην θεωρία που λέει ότι οι επιχειρήσεις απαρτίζονται από ένα πλέγμα συμβάσεων (Coase, 1937) και ασχολείται με τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ μετόχων και μανάτζερ (Jensen και Meckling, 1976, Fama, 1980, Fama και Jensen, 1983). Οι συγκρούσεις αυτές αυξάνουν την πιθανότητα ευκαιριακών ενεργειών από την μεριά των μανάτζερ. Το στέλεχος μπορεί να έχει διαφορετικούς στόχους από τον μέτοχο επιδιώκοντας ένα ιδιοτελές πρόγραμμα. Για παράδειγμα, ένα στέλεχος μπορεί να οδηγήσει την εταιρεία σε ένα επιθετικό πρόγραμμα διαφοροποίησης των συγχωνεύσεων και εξαγορών, με μέτριες ή και αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχους, αυξάνοντας το μέγεθος της επιχείρησης (με παράλληλη αύξηση των αποζημιώσεών του) και μειώνοντας τους επιχειρηματικούς κινδύνους (με κόστος τις χαμηλότερες επιστροφές) (Ahimud και Lev, 1981, Kroll et al, 1990). Έτσι, οι μέτοχοι μπορεί να αντιμετωπίσουν ορισμένες ζημιές, τα γνωστά «κόστη αντιπροσώπευσης», κάθε φορά που τα στελέχη επιδιώκουν την επίτευξη στόχων που είναι ασύμβατοι με τους δικούς τους.

Το πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου μεταξύ των μετόχων και των στελεχών υπήρξε βασικό μέλημα από τότε που διαχωρίστηκε η εταιρική ιδιοκτησία από τον εταιρικό έλεγχο κατά την αλλαγή του εικοστού αιώνα (Berle και Means, 1932). Εφόσον τα στελέχη είναι ιδιοτελή και εφόσον οι μέτοχοι δεν μπορούν να τους παρακολουθούν εξονυχιστικά (ή δεν γνωρίζουν πώς να το πράξουν), τα στελέχη είναι πιθανό να ακολουθήσουν τη δική τους ευημερία σε βάρος της αξίας των μετόχων. Οι Jensen και Meckling (1976) όρισαν την έννοια του κόστους αντιπροσώπευσης και έδειξαν τη σχέση μεταξύ του διαχωρισμού της κυριότητας και του ελέγχου με την σύγκρουση συμφερόντων που απορρέουν από αυτά. Τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι η διαφορά στην αξία της επιχείρησης, όταν η επιχείρηση διοικείται από τους ιδιοκτήτες της, απ' όταν διοικείται από έναν μανάτζερ. Ο μανάτζερ θεωρείται ότι

ενεργεί σύμφωνα με το προσωπικό του συμφέρον και όχι με βάση αυτό των ιδιοκτητών και ότι είναι περισσότερο απρόθυμος να αναλάβει κινδύνους απ' ό,τι οι ιδιοκτήτες. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από τον διαχωρισμό της κυριότητας και του ελέγχου, όπου η ιδιοκτησία κατέχεται από διάφορους μετόχους και ο έλεγχος είναι στα χέρια κορυφαίων στελεχών. Ως εκ τούτου, οι μέτοχοι δεν είναι σε θέση να παρακολουθούν τις ενέργειες των στελεχών άμεσα. Μέρος του κόστους αντιπροσώπευσης αποτελεί και το κόστος παρακολούθησης των στελεχών. Για την ελαχιστοποίηση αυτών των δαπανών, είναι απαραίτητη η θέσπιση συμβάσεων οι οποίες θα παρακινούν και θα πειθαρχούν τους μάνατζερ.

1.2 ΕΥΘΥΓΡΑΜΜΙΣΗ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ-ΣΤΕΛΕΧΩΝ

Η πρόκληση της θεωρίας αντιπροσώπευσης έγκειται στο πώς οι μέτοχοι μπορούν να προκαλέσουν τα εγωκεντρικά και απρόθυμα στον κίνδυνο στελέχη (άτομα που θέλουν να ακολουθήσουν τα δικά τους συμφέροντα, ελαχιστοποιώντας την πιθανότητα προσωπικών απωλειών) να ενεργούν εξ ονόματος των εντολέων τους, οι οποίοι θέλουν να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης (Bloom και Milkovich, 1998). Η θεωρία αντιπροσώπευσης υποθέτει ότι τα στελέχη είναι άτομα ορθολογικά, αποστρέφονται τον κίνδυνο και είναι επιρρεπή στην ανάληψη δράσεων που μεγιστοποιούν την προσωπική τους ευημερία και ελαχιστοποιούν την προσπάθειά τους. Επειδή η υψηλή απόδοση απαιτεί προσπάθεια και ανάληψη κινδύνων, τα συμβόλαια πρέπει να περιέχουν ανταμοιβές για τα στελέχη οι οποίες θα μεγιστοποιούνται όταν επιτυγχάνεται το καλύτερο αποτέλεσμα.

Οι μέτοχοι επιχειρούν να αντιμετωπίσουν αυτή την πρόκληση μέσω συμβάσεων αμοιβών που μπορεί να περιλαμβάνουν: α) την ανάπτυξη ενός συστήματος παρακολούθησης της συμπεριφοράς και των αποφάσεων των εντολοδόχων για την εξασφάλιση ότι αυτές δεν αποκλίνουν από το συμφέρον των ιδιοκτητών και β) τη δημιουργία κινήτρων που επιβραβεύουν το στέλεχος για τα αποτελέσματά του, όπως η αποδοτικότητα.

1.2.1 ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ

Σε μια προσπάθεια εξάλειψης του κόστους αντιπροσώπευσης, πολλές επιχειρήσεις συνδέουν την αμοιβή της διοίκησης με την οικονομική απόδοση της επιχείρησης. Με τη δημιουργία μιας σύνδεσης της αμοιβής με την απόδοση στις συμβάσεις αποζημιώσεων, τα στελέχη έχουν

περισσότερα κίνητρα για μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (Core et al., 2003). Στην πραγματικότητα, επειδή οι μέτοχοι είναι απίθανο να ξέρουν ποιες ενέργειες μεγιστοποιούν την αξία τους, τα συμβόλαια συχνά βασίζονται άμεσα στον τελικό στόχο των εντολέων, δηλαδή την αξία των μετόχων. Επιπλέον, έρευνες έχουν δείξει ότι οι κίνδυνοι μεταξύ των εντολέων και των εντολοδόχων μπορούν να μοιραστούν πιο ισότιμα (Jensen και Meckling, 1976, Holmstrom, 1979, Cordeiro και Veliyath, 2003).

Το τυπικό κίνητρο για την σύνδεση ενός μέρους των αμοιβών των ανώτατων στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης, είναι η εξισορρόπηση των κινδύνων και των κινήτρων. Οι μέτοχοι, ή πιο συγκεκριμένα οι εκπρόσωποί τους στο Διοικητικό Συμβούλιο, δεν μπορούν να παρακολουθούν συνεχώς όλες τις ενέργειες της διοίκησης. Έτσι, τα στελέχη ενθαρρύνονται να προωθήσουν τα συμφέροντα των μετόχων, κάνοντας τις αμοιβές τους να επηρεάζονται από τον πλούτο των μετόχων. Αυτό δημιουργεί κίνητρα για την προώθηση των συμφερόντων των μετόχων. Με άλλα λόγια, αυτό βοηθά τα στελέχη να σκέφτονται και να συμπεριφέρονται σαν ιδιοκτήτες.

Οι μέτοχοι και οι ρυθμιστικές αρχές έχουν αυξήσει το ενδιαφέρον τους για αμοιβές που βασίζονται στην αποτίμηση μετοχών, αφού αυτές παρέχουν την επιθυμητή σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης. Στις αρχές του 1990, θεσμικοί επενδυτές και ομοσπονδιακές ρυθμιστικές αρχές προσπάθησαν να ενθαρρύνουν τη χρήση τέτοιου είδους αποζημιώσεων και την τελευταία εικοσαετία έχει παρατηρηθεί μια δραματική αύξηση στη χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options). Έτσι, τα στελέχη χρησιμοποίησαν την επιρροή τους για να αποκτήσουν σημαντικό μέρος της αμοιβής τους σε δικαιώματα, χωρίς να εγκαταλείψουν τα αντίστοιχα ποσά των αμοιβών τους σε μετρητά. Τα δικαιώματα που ελάμβαναν δεν συνέδεαν τις αμοιβές με τις επιδόσεις τους, αλλά τους επέτρεπαν να αποκομίσουν απροσδόκητα κέρδη από την αύξηση της τιμής της μετοχής, η οποία οφειλόταν αποκλειστικά και μόνο στην αγορά και στις τάσεις της, ανεξάρτητα από τον δικό τους έλεγχο. Επειδή η αμοιβή των στελεχών έχει συσχετιστεί ιστορικά με την κεφαλαιοποίηση της αγοράς, η αύξηση των χρηματιστηριακών αγορών της δεκαετίας του 1990, η οποία περιείχε ακόμη και πολλές εταιρίες χαμηλών αποδόσεων, αποτέλεσε μία βολική δικαιολογία για τις περισσότερες επιχειρήσεις για ουσιαστικές αυξήσεις μισθών.

1.2.2 ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ

Οι Barkema και Gomez-Mejia (1998) πρότειναν ένα γενικό πλαίσιο έρευνας και υποστήριξαν ότι η προσθήκη και άλλων κριτηρίων, όπως η αγορά, η αποζημίωση ομότιμων, η δομή της διακυβέρνησης μιας επιχείρησης και άλλα απρόβλεπτα ενδεχόμενα (όπως η στρατηγική της επιχείρησης, το επίπεδο Έρευνας και Ανάπτυξης, η συγκέντρωση της βιομηχανίας, οι κανονισμοί και ο εθνικός πολιτισμός), μπορούν να ενισχύσουν την κατανόηση των καθοριστικών παραγόντων των αμοιβών των στελεχών. Ως εκ τούτου, εκτός από την απόδοση, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν τις αμοιβές των στελεχών.

Όπως αναφέρουν υποστηρικτές της θεωρίας αντιπροσώπευσης, η δομή της διακυβέρνησης των επιχειρήσεων μπορεί να μετριάσει το πιθανό πρόβλημα αντιπροσώπευσης μεταξύ των στελεχών και των μετόχων που προκύπτει από το διαχωρισμό της κυριότητας και του ελέγχου, επηρεάζοντας έτσι τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις ορίζουν τα πακέτα αποζημίωσής τους (Ozkan, 2011). Στην πραγματικότητα, το Διοικητικό Συμβούλιο διαδραματίζει ουσιαστικό ρόλο στον καθορισμό των αμοιβών των στελεχών (Finkelstein και Hambrick, 1988, Boyd, 1994, Barkema και Gomez-Mejia, 1998, Chhaochharia και Grinstein, 2009).

Ο Ozkan (2007) υποστήριξε ότι οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης έχουν σημαντική επίδραση στο επίπεδο της αποζημίωσης των στελεχών. Συγκεκριμένα, μέτρα του Διοικητικού Συμβουλίου και δομές της ιδιοκτησίας, εξηγούν ένα σημαντικό ποσοστό της διακύμανσης των συνολικών αποζημιώσεων των στελεχών. Η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου μπορεί να επιφέρει ποικίλες επιπτώσεις στις σχέσεις με τα στελέχη της διοίκησης. Όταν απαρτίζεται από μεγάλο ποσοστό εσωτερικών διευθυντών, η αποτελεσματικότητα του ελέγχου της λειτουργίας της επιχείρησης μπορεί να παρεμποδιστεί. Οι εσωτερικοί διευθυντές μπορούν εύκολα να έρθουν σε συμφωνία με τα μέλη της διοίκησης και να ακολουθήσουν στρατηγικές οι οποίες δεν είναι προς το συμφέρον των μετόχων.

Αντίθετα, ένα υψηλό ποσοστό εξωτερικών διευθυντών μπορεί εύκολα να λειτουργήσει ως ισχυρότερος μηχανισμός ελέγχου των στελεχών, καθιστώντας έτσι πιο αντικειμενική την αξιολόγηση των εργασιών τους. Οι Baysinger και Butler (1985), στην έρευνα τους συμπέραναν ότι η απόδοση της επιχείρησης είναι υψηλότερη όταν το Διοικητικό Συμβούλιο απαρτίζεται από πολλούς εξωτερικούς διευθυντές και ιδιαίτερα όταν οι ασχολίες τους είναι συμβουλευτικού τύπου. Οι Shleifer και Vishny (1986) βρήκαν ότι η παρουσία ενός μεγάλου

εξωτερικού μετόχου είναι πιθανό να οδηγήσει σε στενότερη παρακολούθηση των στελεχών (μειώνοντας την επιρροή των κορυφαίων στελεχών στις αμοιβές τους). Επιπλέον, οι αμοιβές είναι υψηλότερες όταν το Διοικητικό Συμβούλιο είναι σχετικά αδύναμο ή αναποτελεσματικό έναντι των στελεχών. Οι Core et al. (1999) βρήκαν ότι οι αποζημιώσεις των στελεχών είναι υψηλότερες υπό τις ακόλουθες προϋποθέσεις: όταν το Διοικητικό Συμβούλιο είναι μεγάλο, γεγονός που καθιστά πιο δύσκολη την οργάνωση για τους διευθυντές, όταν περισσότεροι από τους εξωτερικούς διευθυντές έχουν ορισθεί από τα στελέχη, οι οποίοι θα μπορούσαν να τους αναγκάσουν να νιώθουν ένα αίσθημα ευγνωμοσύνης και υποχρέωσης απέναντί τους και όταν οι εξωτερικοί διευθυντές ανήκουν σε τρία ή περισσότερα Διοικητικά Συμβούλια και έτσι είναι πιο πιθανό να αποσπαστεί η προσοχή τους.

Έρευνες σχετικές με τους παράγοντες που καθορίζουν τις αμοιβές της διοίκησης ξεκινούν από την δεκαετία του 1930. Οι Berle και Means (1932) υποστήριξαν ότι όταν οι ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης δεν έχουν οι ίδιοι τον έλεγχο της, τα στελέχη λαμβάνουν αποφάσεις οι οποίες είναι εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων. Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο συνήθως παρουσιάζεται σε μεγάλες επιχειρήσεις. Γι' αυτό το λόγο οι μάνατζερ επιθυμούν να αυξάνουν το μέγεθος της επιχείρησης ώστε να μειώνονται οι περιορισμοί των μετόχων. Οι Gomez-Mejia et al. (1987) ανέφεραν ότι η απόδοση της επιχείρησης αποτελεί σημαντικό προγνωστικό δείκτη των αμοιβών σε επιχειρήσεις που ελέγχονται από τους ιδιοκτήτες, αλλά όχι σε αυτές που ελέγχονται από τα στελέχη. Οι Tosi και Gomez-Mejia (1989) βρήκαν μία ισχυρότερη σχέση μεταξύ απόδοσης και αμοιβής σε επιχειρήσεις ελεγχόμενες από τους ιδιοκτήτες παρά σε αυτές που δεν ελέγχονται από αυτούς. Ένα δεύτερο τεστ των Tosi και Gomez-Mejia (1994) αποτελούμενο από περισσότερες μεταβλητές απόδοσης και αμοιβών, έδωσε παρόμοια αποτελέσματα. Ο Dyl (1988) διαπίστωσε σημαντικό συντελεστή προσδιορισμού στις ελεγχόμενες από τους ιδιοκτήτες επιχειρήσεις και όχι στις υπόλοιπες, όταν χρησιμοποιούσε τον φυσικό λογάριθμο της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων ως ανεξάρτητη μεταβλητή και την συνολική αμοιβή ως εξαρτημένη.

Μια ελαφρώς διαφορετική προσέγγιση έγινε από τον Allen (1981) ο οποίος ερεύννησε τις επιδράσεις του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στις αμοιβές της διοίκησης, συμπεραίνοντας ότι οι μορφές ελέγχου της επιχείρησης εξηγούν το 4,6% της διακύμανσης των αμοιβών τους. Οι Hill και Snell (1988) διερεύνησαν τα είδη στρατηγικών που ασκούνται σε επιχειρήσεις ελεγχόμενες από τους ιδιοκτήτες και σε επιχειρήσεις ελεγχόμενες από τα στελέχη. Υπέθεσαν ότι μακροπρόθεσμες στρατηγικές αποδοτικότητας, κυρίως στρατηγικές καινοτομίας, επιδιώκονται σε επιχειρήσεις ελεγχόμενες από τους μετόχους, ενώ στρατηγικές διεύρυνσης

και διαφοροποίησης προτιμώνται από τις ελεγχόμενες από τα στελέχη. Τα αποτελέσματα ενίσχυσαν την υπόθεσή τους δείχνοντας ότι η ιδιοκτησιακή δομή επηρεάζει την τάση των στελεχών να ακολουθούν τα προσωπικά τους συμφέροντα. Ομοίως, οι Finkelstein και Boyd (1998) υποστήριξαν ότι όταν τα στελέχη έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια, η τάση τους για ικανοποίηση των συμφερόντων τους αυξάνεται.

Στην εξέταση των 500 επιχειρήσεων της Standard & Poor's κατά τη διάρκεια της περιόδου 1992-1997, οι Benz et al. (2001) βρήκαν ότι μία μεγαλύτερη συγκέντρωση θεσμικών μετόχων, ενδέχεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερη παρακολούθηση και έλεγχο των στελεχών και του Διοικητικού Συμβουλίου. Οι Hartzell και Starks (2002), εξετάζοντας τις αμοιβές σχεδόν 2000 επιχειρήσεων για την περίοδο 1991-1997, βρήκαν ότι όσο πιο συγκεντρωμένη είναι η θεσμική ιδιοκτησία, τόσο χαμηλότερη είναι η αμοιβή των στελεχών. Επίσης, βρήκαν ότι μία μεγαλύτερη θεσμική παρουσία έχει ως αποτέλεσμα την μεγαλύτερη ευαισθησία μεταξύ απόδοσης-αμοιβής.

Συνοψίζοντας, οι έρευνες έχουν δείξει επανειλημμένως ότι στις ελεγχόμενες από τους ιδιοκτήτες επιχειρήσεις υπάρχει ισχυρότερη σχέση απόδοσης-αμοιβής και οι στρατηγικές που ακολουθούνται ευνοούν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις της επιχείρησης καθώς και τα συμφέροντα των μετόχων. Αντίθετα, στις ελεγχόμενες από τα στελέχη επιχειρήσεις, οι ίδιοι έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν δραστηριότητες οι οποίες διευρύνουν τα πακέτα αμοιβών τους. Ως εκ τούτου, έχουν την εξουσία να λαμβάνουν υψηλότερα επίπεδα αμοιβών απ' ό,τι θα λάμβαναν εάν ο έλεγχος σε αυτούς βρισκόταν σε πλήρη ισχύ. Έτσι, όσο οι μέτοχοι διασπείρονται, το ίδιο κάνουν και οι ικανότητές τους να επηρεάσουν τις ενέργειες των στελεχών.

1.3 ΠΩΣ ΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΞΑΛΕΙΦΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Συνδέοντας τις αμοιβές των στελεχών με τον πλούτο των μετόχων, δημιουργείται μεγάλος κίνδυνος. Η αύξηση της ευαισθησίας της αμοιβής με την απόδοση επιβάλλει περισσότερο κίνδυνο για τα στελέχη, ο οποίος με τη σειρά τους μπορεί να απαιτήσουν υψηλότερα επίπεδα της αναμενόμενης αμοιβής τους για τον πρόσθετο κίνδυνο. Στην προσπάθειά τους να αυξήσουν τις αμοιβές τους, τα στελέχη χρησιμοποιούν τέσσερις τρόπους για την εξάλειψη της επιρροής των μετόχων.

Ο πρώτος τρόπος είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση. Τα στελέχη, έχοντας οργανωτικές γνώσεις τις οποίες δεν έχουν οι μέτοχοι, μπορούν να δρουν καιροσκοπικά. Ο δεύτερος τρόπος

αφορά την διασπορά των μετόχων. Όταν οι επενδύσεις των μετόχων είναι πολλές και μικρές, γίνεται μικρή προσπάθεια παρακολούθησης από μέρους τους των δραστηριοτήτων των στελεχών, καθώς τα άτομα δρουν ορθολογικά και ιδιοτελώς. Έτσι, οι εντολοδόχοι μπορούν και δρουν χωρίς την κρίσιμη επίβλεψη του εντολέα (Tosi et al., 1999). Ο τρίτος τρόπος έχει να κάνει με τον προγραμματισμό του έργου. Ο προγραμματισμός έργου αναφέρεται σε μία θέση η οποία μπορεί εύκολα να ορισθεί και να μετρηθεί. Όταν μία θέση αποτελείται κυρίως από μη προγραμματισμένες εργασίες, παρουσιάζεται πολυπλοκότητα στην δημιουργία κριτηρίων απόδοσης και οφελών (Eisenhardt, 1988). Η μη προγραμματισμένη φύση των διευθυντικών θέσεων, σε συνδυασμό με την ασύμμετρη πληροφόρηση και την έλλειψη πλήρους παρατήρησης από τους μετόχους, καθιστά προβληματικό για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και τους μετόχους τον ακριβή υπολογισμό του αν το στέλεχος έχει ασκήσει τη μέγιστη δυνατή προσπάθεια για λογαριασμό των μετόχων. Επομένως, είναι δύσκολο να αξιολογηθούν οι ενέργειες των στελεχών και να καθοριστούν δίκαια επίπεδα αμοιβών. Τέλος, η εδραίωση των στελεχών σε όλο το Διοικητικό Συμβούλιο, επιτυγχάνεται είτε λόγω ανισορροπιών εσωτερικών και εξωτερικών διευθυντών του Συμβουλίου (Fama, 1980) είτε λόγω μεγάλης διάρκειας θητείας του στελέχους στο Συμβούλιο (Murphy, 1986). Σύμφωνα με έρευνες σχετικά με τη διαρθρωτική δύναμη, τα στελέχη κατέχουν τις πιο ισχυρές θέσεις μέσα σε μία επιχείρηση (Astley και Sachdeva, 1984, Brass και Burkhardt, 1993, Falbe και Yukl, 1992, Mintzberg, 1983, Pettigrew, 1972). Τα στελέχη που είναι εδραιωμένα μπορούν εύκολα να πετύχουν τους προσωπικούς τους στόχους. Τέτοιοι στόχοι μπορεί να πετύχουν την διεύρυνση του μεγέθους της επιχείρησης, γεγονός το οποίο αυξάνει το κύρος, την προβολή και τα πακέτα αμοιβών των στελεχών, όμως κοστίζει στους μετόχους εφόσον δεν εφαρμόζεται μία πραγματικά ορθή και καινοτόμα στρατηγική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΑΜΟΙΒΕΣ ΑΝΩΤΑΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ

Το θέμα των αμοιβών των ανώτατων στελεχών αποτελεί ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα θέματα στην χρηματοοικονομική επιστήμη, το οποίο έχει προσελκύσει πολύ μεγάλη προσοχή από τους οικονομολόγους. Η μέση αποζημίωση των στελεχών των 500 επιχειρήσεων της Standard and Poors (S & P) αυξήθηκε από λιγότερο από \$1 εκ. το 1970 σε περισσότερα από \$14 εκατ. το 2000 (Jensen et al., 2004). Μεγάλο μέρος αυτής της αύξησης ήταν συγκεντρωμένη στην δεκαετία του 1990, όταν η μέση αποζημίωση των στελεχών υπερτετραπλασιάστηκε. Αυτό το εντυπωσιακό γεγονός, έδωσε κίνητρο για μεγάλη δημόσια συζήτηση, ακαδημαϊκή μελέτη και πολιτική δράση.

Προκύπτουν διάφορα ερωτήματα, όπως εάν τα πακέτα αποδοχών των στελεχών είναι δικαιολογημένα, εάν πραγματικά οι μάνατζερ δημιουργούν τόση αξία ώστε να δικαιολογούνται οι τόσο υψηλές αμοιβές τους, ποια είναι τα πρότυπα με βάση τα οποία καθορίζονται τα πακέτα αυτά, αν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν κατάχρηση της δύναμης των στελεχών στην διαμόρφωση των αμοιβών ή αν αποτελούν οι αμοιβές τους το αποτέλεσμα ενός μηχανισμού αγοράς ο οποίος καθορίζει μια δίκαιη τιμή για το ταλέντο τους.

Για περισσότερα από 70 χρόνια γίνονται εμπειρικές έρευνες σχετικά με τους παράγοντες που καθορίζουν το ύψος των αμοιβών των στελεχών. Οι Frydman και Jenter (2010) αναφέρουν ότι η εξέλιξη των αμοιβών των στελεχών από το Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο και έπειτα μπορεί να χωριστεί σε δύο περιόδους. Πριν από το 1970, παρατηρούνται χαμηλά επίπεδα αμοιβών, μικρή διασπορά σε κορυφαία στελέχη και μέτρια ευαισθησία αμοιβής-απόδοσης. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 έως τις αρχές της δεκαετίας του 2000, τα επίπεδα αμοιβών αυξήθηκαν θεαματικά, η διαφορά στις αμοιβές ανάμεσα σε στελέχη και επιχειρήσεις διευρύνθηκε και τα κίνητρα για μετοχές σύνδεσαν τον πλούτο των μάνατζερ με την απόδοση της επιχείρησης. Καμία από τις υπάρχουσες θεωρίες δεν προσφέρει μια πλήρως πειστική εξήγηση για την προφανή αλλαγή του καθεστώτος που συνέβη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970. Τα stock options έγιναν το κύριο συστατικό της αμοιβής των στελεχών τη δεκαετία του 1990. Η μέση πληρωμή των στελεχών μειώθηκε από το 2000 έως το 2008 και τα restricted stock grants αντικατέστησαν τα stock options ως η πιο δημοφιλής μορφή αμοιβής που βασίζεται σε μετοχές.

Σύμφωνα με την θεωρία αντιπροσώπευσης, τα στελέχη μεγιστοποιούν τις αποδόσεις της επιχείρησης ώστε να ανταμειφθούν αναλόγως με την μορφή αποζημίωσης. Η ανικανότητα επιβολής των διατάξεων των εκάστοτε συμβάσεων από την μεριά της επιχείρησης, οδηγεί τα στελέχη στην επιδίωξη υπερβολικά υψηλών αποζημιώσεων. Παρά τις προσπάθειες που γίνονται για περιορισμό του ύψους των αμοιβών, φαίνεται ότι εν τέλει οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών αυξάνονται ταχύτερα από την κερδοφορία των επιχειρήσεων, κάνοντας έτσι τους ισχυρισμούς περί μη ύπαρξης σχέσης αμοιβής-απόδοσης να πληθαίνουν.

Κάποιες έρευνες υποστηρίζουν ότι οι μάνατζερ με τα σχέδια μόνους κάνουν λογιστικές επιλογές οι οποίες αυξάνουν τα κέρδη (Watts και Zimmerman, 1986, Christie, 1990) και ότι το επίπεδο των αμοιβών τους σχετίζεται με τα λογιστικά κέρδη (Lewellen και Huntsman, 1970, Lambert και Larcker, 1987). Κάποιες άλλες εξέτασαν γεγονότα αύξησης κερδών (Healy et al., 1987, Defeo et al., 1989) και βρήκαν ότι αυτά τα γεγονότα αύξησαν τις αμοιβές, ενώ κάποιες άλλες οι οποίες εξέτασαν γεγονότα μείωσης κερδών (Abdel-Khalik, 1985, Abdel-Khalik et al., 1987, Clinch και Magliolo, 1993, Dechow et al., 1994) και βρήκαν ότι αυτά τα γεγονότα δεν είχαν επίδραση στις αμοιβές. Τα αποτελέσματα αυτά μαζί με τα αποτελέσματα των Gaver και Gaver (1998) έδειξαν ότι τα στελέχη ανταμείβονται για επιλογές οι οποίες επηρεάζουν θετικά τα κέρδη, ενώ εν μέρει ή πλήρως προστατεύονται από τις επιπτώσεις των επιλογών που επηρεάζουν αρνητικά τα κέρδη. Θεωρητικά, οι αποζημιώσεις και οι έκτακτες αμοιβές των στελεχών αυξάνονται παράλληλα με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων αντικατοπτρίζοντας τις διοικητικές τους ικανότητες.

Οι Bebchuk και Fried (2003,2005), ισχυρίστηκαν ότι το επίπεδο της αποζημίωσης αυξήθηκε αστήρικτα σε αυτό το χρονικό διάστημα και υποστήριξαν ότι γι' αυτό ευθύνονται τα προβλήματα αντιπροσώπευσης, καθώς και η εδραίωση της διοίκησης. Άλλοι ερευνητές παρέχουν ανάλυση που δείχνει ότι η αύξηση των μισθών των στελεχών μπορεί να αντικατοπτρίζει σε μεγάλο βαθμό θετικά αποτελέσματα στην αγορά εργασίας (Gabaix και Landier, 2008).

Το 2007, το στέλεχος της αγγλικής εταιρίας Reckitt Benckiser, ο Bart Becht, έλαβε συνολική αμοιβή ύψους 31 εκατ. GBP, γεγονός που τον ανακήρυξε το πιο ακριβοπληρωμένο στέλεχος στο Ηνωμένο Βασίλειο τη χρονιά αυτή. Το πακέτο αποζημίωσής του αποτελούνταν από 912 χιλ. σταθερό μισθό, μόνους αξίας 3,3 εκατ. και αμοιβή βασισμένη σε μετοχές αξίας 26,7 εκατ.. Την ίδια χρονιά, ο Jeroen van der Veer, στέλεχος της Royal Dutch Shell, κέρδισε 17,7 εκατ. GBP, αποτελούμενα από 1,3 εκατ. σταθερό μισθό, ένα μόνους αξίας 2,1 εκατ. (μερικώς πληρωμένο σε μετοχές) και αμοιβή βασισμένη σε μετοχές περίπου 14,3 εκατ. από

ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο κινήτρων και από ένα αναβληθέν μόνους (Goergen και Renneboog, 2011). Οι McKnight και Tomkins (1999) ανέφεραν ότι το 1995, το πιο ακριβοπληρωμένο στέλεχος έλαβε κατά μέσο όρο μόνους αξίας £71.619 ή το 22,2% του μισθού του των £317, 419.

Παρ' όλα αυτά, η υπάρχουσα βιβλιογραφία υποστηρίζει ότι η αποζημίωση των στελεχών είναι ανεπαρκής και ότι τα στελέχη έχουν την τάση να αυξάνουν τα πακέτα αποδοχών τους και μέσα σε ένα περιβάλλον ασθενούς εταιρικής διακυβέρνησης να απαλλοτριώνουν τους μετόχους (Rose και Shepard, 1997, Bebchuk και Fried, 2003, Goergen και Renneboog, 2011). Ωστόσο, πολλοί (κυρίως η πλευρά των μάνατζερ) υποστηρίζουν ότι τα πακέτα αποδοχών που λαμβάνουν τα στελέχη είναι αποτέλεσμα μιας αποτελεσματικής και γεμάτης διαφάνεια διαδικασίας της αγοράς (Geiler και Renneboog, 2011).

Ο Gomez-Mejia (1994), κατέληξε στο συμπέρασμα ότι «η βιβλιογραφία σχετικά με τις αμοιβές των στελεχών είναι αρκετά εκτεταμένη... είναι εκπληκτικό το πόσο λίγα γνωρίζουμε για τις αμοιβές των στελεχών, παρά τον τεράστιο όγκο των εμπειρικών μελετών για το θέμα αυτό.»

2.2 ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΑΜΟΙΒΩΝ

2.2.1 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ

Οι αμοιβές σύμφωνα με τους Goergen και Renneboog (2011) διακρίνονται σε δύο γενικές κατηγορίες, σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Όσον αφορά την πρώτη, περιλαμβάνει τον βασικό μισθό και οποιοδήποτε μόνους βασίζεται στην αποδοτικότητα της προηγούμενης περιόδου (η πρόσφατη τάση είναι οι μεγάλοι οργανισμοί να πληρώνουν τα μόνους σε ένα διάστημα περίπου 3 ετών, επειδή τα μόνους των τραπεζών έχουν υποστεί δημόσια κριτική κατηγορώντας τα ότι προκάλεσαν την οικονομική κρίση). Ο βασικός μισθός καθορίζεται από την Επιτροπή Αμοιβών η οποία λαμβάνει υπόψη τα καθήκοντα και τις προκλήσεις των στελεχών, την προϋπηρεσία τους και την εμπειρία τους, καθώς και τις αντίστοιχες αμοιβές που λαμβάνουν στελέχη άλλων επιχειρήσεων ίδιου βεληνεκούς. Ο Murphy (1999) υποστήριξε ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ μισθού και μεγέθους της επιχείρησης. Επίσης, οι Conyon και Murphy (2000) υποστήριξαν ότι από τις αρχές του 1990 και έπειτα, το ποσοστό του βασικού μισθού στην συνολική αμοιβή ολοένα και μειώνεται. Τα ετήσια μόνους καθορίζονται με παρόμοιους τρόπους όπως ο βασικός μισθός. Η δόμησή τους εξαρτάται από τρεις παράγοντες: τα μέτρα απόδοσης, τα πρότυπα απόδοσης και την

ευαισθησία της σχέσης αμοιβής-απόδοσης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις, όταν αξιολογούν την αποδοτικότητα των στελεχών τους βασίζονται σε δύο ή περισσότερα μέτρα απόδοσης όπως οι πωλήσεις ή τα έσοδα, τα κέρδη ανά μετοχή και τα λειτουργικά κέρδη (Tower Perrin, 2005). Με βάση αυτά τα μέτρα απόδοσης, τα μόνους υπολογίζονται είτε αθροίζοντας τα αποτελέσματα (additive approach) είτε, λιγότερο συχνά, πολλαπλασιάζοντας τα μέτρα για διαφορετικές υποκατηγορίες (multiplicative approach). Τα πρότυπα απόδοσης αποτελούνται από ένα ελάχιστο επίπεδο για κάθε μέτρο απόδοσης το οποίο η ομάδα των στελεχών πρέπει να πετύχει.

Όσον αφορά την δεύτερη κατηγορία, περιλαμβάνει stock options, restricted stock και μακροπρόθεσμα σχέδια παροχής κινήτρων (LTIPs). Τα stock options αποτελούν σημαντικό κομμάτι των αμοιβών της διοίκησης από την δεκαετία του 1950, και συγκεκριμένα από το 1990 και μετά υπολογίζεται μία ραγδαία αύξηση του ποσοστού τους στα πακέτα αποδοχών (Frydman και Saks, 2010). Το restricted stock αποτελείται από μετοχές των οποίων η κυριότητα μεταβιβάζεται στο στέλεχος αφού το τελευταίο έχει πετύχει συγκεκριμένα αποτελέσματα. Η περίοδος κατοχύρωσής του είναι συνήθως 3 έως 5 έτη. Τα LTIPs έχουν σχεδιαστεί για να αυξήσουν την ευαισθησία απόδοσης-αμοιβής, ωστόσο, δίνουν επίσης στα στελέχη νέες ευκαιρίες χειραγώγησης των όρων τους προς όφελός τους, σε βάρος των μετόχων και των ενδιαφερομένων γενικότερα (Buck et al., 2003).

2.2.2 ΠΑΚΕΤΑ ΑΜΟΙΒΩΝ

Οι συνιστώσες της δομής των αποζημιώσεων σύμφωνα με τους Lynch και Perry (2003) είναι οι παρακάτω:

Salary: Τα πακέτα αποδοχών αποτελούνται γενικά από δύο στοιχεία. Το πρώτο είναι ένα σταθερό και μη βασισμένο στην απόδοση στοιχείο (μισθός) και το δεύτερο είναι ένα μεταβλητό στοιχείο βασισμένο στην απόδοση. Ένα όφελος από την χρήση του μισθού ως μέθοδος αμοιβής είναι ότι οι εργαζόμενοι έχουν την βεβαιότητα για την πληρωμή των αμοιβών τους. Επιπλέον, δεδομένου ότι η πληρωμή με βάση την απόδοση είναι πιο αβέβαιη απ' ό,τι ο σταθερός μισθός, οι επιχειρήσεις πρέπει να πληρώσουν κάποιο πριμ ώστε τα στελέχη να αποκτήσουν κίνητρο για ανάληψη κινδύνου στις ενέργειές τους. Τα στελέχη που αποστρέφονται τον κίνδυνο είναι πρόθυμα να δεχτούν αμοιβές που βασίζονται σε μετοχές αντί για μετρητά εφόσον η αξία της πρώτης είναι μεγαλύτερη από την αξία των μετρητών (Hall και Murphy, 2002). Αυτό υποδηλώνει ότι το αναμενόμενο συνολικό κόστος αμοιβών

είναι μεγαλύτερο για σχέδια που βασίζονται περισσότερο σε αμοιβές με βάση την απόδοση. Αντίθετα, το αναμενόμενο συνολικό κόστος αμοιβών είναι χαμηλότερο για σχέδια που στηρίζονται κυρίως στον μισθό.

Μελέτες για τη σύνθεση των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών (Towers Perrin, 2003), τονίζουν την ποικιλία στη σύνθεση του πακέτου αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, με τον μισθό να αποτελεί λίγο περισσότερο από το ένα τέταρτο των συνολικών αποδοχών στις ΗΠΑ, αλλά μεταξύ 40% και 50% για τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ισπανία και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Annual performance bonus: Τα ετήσια μπόνους αποτελούν βραβεία για τις επιδόσεις των στελεχών κατά τη διάρκεια μιας προκαθορισμένης χρονικής περιόδου, συνήθως ενός έτους. Τα μπόνους συνήθως χρησιμοποιούνται για να παρέχουν ένα κίνητρο στους εργαζόμενους να επικεντρωθούν στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις. Ωστόσο, δεδομένου ότι συνήθως βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα, μπορούν να ενθαρρύνουν την χειραγώγηση των λογιστικών αριθμών και την εστίαση σε βραχυπρόθεσμες επιδόσεις εις βάρος της μακροπρόθεσμων, με αποτέλεσμα την μη ιδανική λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων.

Τα μπόνους μπορούν να δομηθούν με διάφορους τρόπους. Για παράδειγμα, μπορεί να βασίζονται σε μία αυστηρή φόρμουλα ή μπορεί να καθορίζονται υποκειμενικά από το Διοικητικό Συμβούλιο ή την Επιτροπή αμοιβών. Τα σχέδια μπόνους μπορεί να έχουν κατώτατα όρια, κάτω από τα οποία κανένα μπόνους δεν παρέχεται ή ανώτατα όρια πάνω από τα οποία δεν καταβάλλεται κανένα στοιχειώδες πριμ. Μπορεί να βασίζονται σε ατομικές αποδόσεις, σε αποδόσεις επιχειρηματικής μονάδας ή σε εταιρικές. Όσο μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση διαθέτει η επιχείρηση μεταξύ των επιχειρησιακών μονάδων της, τόσο μεγαλύτερη είναι η τάση τα μπόνους να βασίζονται σε εταιρικές αποδόσεις ενθαρρύνοντας τη συνεργασία πέρα από τα όρια της επιχειρηματικής μονάδας, επιτυγχάνοντας καλύτερους εταιρικούς στόχους.

Fringe benefits: Οι πρόσθετες παροχές περιλαμβάνουν μη μετρητά και άλλες έμμεσες μορφές αποζημιώσεων. Περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων εγκαταστάσεις τροφίμων για τους εργαζόμενους, παιδική μέριμνα, επαγγελματικές οφειλές και εταιρικά αυτοκίνητα. Αυτά τα οφέλη μπορούν να βοηθήσουν στην προσέλκυση και τη διατήρηση των εργαζομένων, ιδίως αν ο εργοδότης μπορεί να παρέχει ένα όφελος με χαμηλότερο κόστος απ' ό,τι ο εργαζόμενος θα πλήρωνε αν το αγόραζε ατομικά.

Stock : Οι μετοχές μπορούν να χορηγηθούν σε εργαζομένους άμεσα (Outright grant of stock) ή να χορηγηθούν με περιορισμούς (Stock granted with restrictions). Η χορήγηση των μετοχών μπορεί να εξαρτάται από τις απαιτήσεις για επιδόσεις. Ένα κύριο όφελος που συνδέεται με τη χρήση των μετοχών ως αμοιβή είναι ότι δεν απαιτεί καμία δαπάνη μετρητών από την επιχείρηση. Επιπλέον, αν ο εργαζόμενος διατηρεί την κυριότητα των μετοχών μετά την παραλαβή τους, η χορήγησή τους για τους σκοπούς της αποζημίωσης παρέχει ένα μακροπρόθεσμο κίνητρο απόδοσης, δεδομένου ότι ο εργαζόμενος κερδίζει περισσότερα όταν η μετοχή της επιχείρησης αποδίδει το μέγιστο.

Ωστόσο, η χρήση των μετοχών ως κίνητρο απόδοσης συνεπάγεται αρκετά προβλήματα. Πρώτον, τα στελέχη και οι εργαζόμενοι μπορούν να έχουν περιορισμένη δυνατότητα να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Στο βαθμό που η τιμή αυτή είναι λιγότερο ελεγχόμενη, αποτελεί ένα λιγότερο αποτελεσματικό κίνητρο απόδοσης. Δεύτερον, η αύξηση της ιδιοκτησίας μετοχών από τα στελέχη μπορεί να αυξήσει την απροθυμία για τον κίνδυνο. Καθώς η κυριότητά τους στην επιχείρηση αυξάνεται, οι τύχες των στελεχών εξαρτώνται περισσότερο από την απόδοση της τιμής της μετοχής και μπορεί να επηρεαστούν ιδιαίτερα από μία πτώση της. Ως εκ τούτου, μπορεί να επιδιώξουν να μειώσουν το κίνδυνο, αποφεύγοντας επικίνδυνες εργασίες που μπορεί να είναι επιθυμητές για τους μετόχους (επειδή προσφέρουν τη δυνατότητα για υψηλότερες αποδόσεις), αλλά μπορεί να οδηγήσουν σε μεγάλες μειώσεις της τιμής της μετοχής αν αποτύχουν (Kaplan και Atkinson, 1998). Τρίτον, η διάλυση των μετόχων αποτελεί πρωταρχικό μέλημα των υφιστάμενων μετόχων. Καθώς οι εργαζόμενοι λαμβάνουν περισσότερες μετοχές, οι απαιτήσεις των μετόχων για τη μελλοντική αξία της επιχείρησης και οι πληρωμές μερισμάτων μπορεί να μειωθούν, επειδή μειώνεται και το ποσοστό των μετοχών τους στην επιχείρηση. Η κατηγορία αυτή αμοιβής περιλαμβάνει τα παρακάτω:

- *Outright grant of stock*: Σε μερικές περιπτώσεις, οι εταιρείες χορηγούν μερίδια από μετοχές της επιχείρησης στους εργαζομένους ως μέσο αποζημίωσης. Με το outright grant of stock, η εταιρεία καταχωρεί την δαπάνη αποζημίωσης κατά την ημερομηνία παραχώρησης με βάση την αγοραία αξία της μετοχής. Ο εργαζόμενος πληρώνει φόρους σε συντελεστές φόρου εισοδήματος κατά την ημερομηνία παραχώρησης με βάση την αγοραία αξία των μετοχών και η εταιρεία λαμβάνει μια ισοδύναμη φορολογική έκπτωση. Όταν ο εργαζόμενος πωλήσει την μετοχή, πληρώνει φόρο κεφαλαιουχικών κερδών επί της διαφοράς μεταξύ της αγοραίας αξίας της μετοχής κατά την ημερομηνία πώλησης και της αγοραίας αξίας κατά την ημερομηνία παραχώρησης.

- *Stock granted with restrictions*: Είναι ένα πριμ των μετόχων της επιχείρησης σε στελέχη το οποίο επιστρέφεται στην επιχείρηση, αν δεν πληρούνται ορισμένοι περιορισμοί. Περισσότερο συχνοί περιορισμοί είναι η απαίτηση τα στελέχη να παραμένουν στην επιχείρηση για ορισμένο χρονικό διάστημα ή η επίτευξη ορισμένων στόχων αποδοτικότητας. Τα οφέλη των *Stock granted with restrictions* περιλαμβάνουν διατήρηση των κινήτρων των στελεχών, καθώς αυτοί πρέπει να παραμείνουν στην επιχείρηση κατά την περίοδο άσκησης του δικαιώματος ώστε να ανταμειφθούν με την μετοχή. Επιπλέον, μετά το πέρας της περιόδου αυτής, τα στελέχη μπορούν να πωλήσουν τη μετοχή ανεξάρτητα από την αξία της. Με αυτόν τον τρόπο, τα *Stock granted with restrictions* εγγυώνται στους κατόχους τους κάποια αξία ακόμη κι αν η τιμή τους πέσει.

Performance shares: Τα *Performance shares* αφορούν έναν συγκεκριμένο αριθμό μετοχών οι οποίες απονέμονται αφού επιτευχθούν οι στόχοι αποδοτικότητας, συνήθως μετά από χρόνια. Τα οφέλη των *Performance shares* περιλαμβάνουν κίνητρα αποδοτικότητας και παραμονής στην επιχείρηση ώστε τα στελέχη να είναι σε θέση να παραλάβουν το πριμ τους. Το πριμ αυτό είναι σε μορφή μετοχών. Ωστόσο, το ποσό του συνήθως καθορίζεται από παράγοντες εκτός από την μεταβολή της τιμής της μετοχής, όπως τα λογιστικά κέρδη ή ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού (ROA). Αυτό δημιουργεί ανησυχία στα στελέχη σχετικά με το ότι η ευελιξία της τιμής της μετοχής είναι πέρα από τις δυνάμεις τους. Συνεπώς, αφού το ποσό της ανταμοιβής τους καθορίζεται με βάση τα λειτουργικά αποτελέσματα, τα *Performance shares* μπορεί να οδηγήσουν τα στελέχη στην χειραγώγηση των αποτελεσμάτων.

Stock options: Είναι το δικαίωμα αγοράς ενός καθορισμένου αριθμού μετοχών μιας επιχείρησης σε μία συγκεκριμένη τιμή (γνωστή ως τιμή άσκησης δικαιώματος) για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο (γνωστή ως περίοδος άσκησης δικαιώματος). Οι επιχειρήσεις ουσιαστικά χορηγούν μετοχές με τιμή εκείνη που έχει η μετοχή την δεδομένη χρονική περίοδο. Η τιμή άσκησης ορίζεται συνήθως ίση με την αγοραία τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία παραχώρησης και κατά κανόνα παραμένει σταθερή καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του δικαιώματος, αν και υπάρχουν εξαιρέσεις. Τα *Stock options* συνήθως έχουν 5-10 χρόνια ζωή και μία περίοδο κατοχύρωσης πολλών ετών προτού ασκηθούν.

Τα *stock options* γίνονται ολοένα και περισσότερο μέρος των πακέτων αμοιβών των στελεχών. Σχετική μελέτη έδειξε ότι το 78% των αμερικανικών επιχειρήσεων παρέχουν

στους εργαζόμενους stock options (Orr, 1999). Ωστόσο, η χρήση τους έχει δημιουργήσει κατά καιρούς πολλές αντιδράσεις. Ακόμη και ο Πρόεδρος της Federal Reserve, Alan Greenspan έχει κατακρίνει έντονα τις λογιστικές πρακτικές των stock options βλέποντας ότι η χρήση τους συνεχώς αυξάνεται (Frangos, 2002, Lagomarsino, 2002). Τα stock options αποτελούν μία μέθοδο αμοιβής των εργαζομένων η οποία δεν προϋποθέτει την ύπαρξη μετρητών από την μεριά της επιχείρησης. Δημιουργούν κίνητρα στους μάνατζερ κάνοντας τις δράσεις τους να έχουν μακροπρόθεσμο χαρακτήρα αφού η πληρωμή τους συνδέεται με την αξία που δημιουργούν η οποία αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής. Ωστόσο, τα stock options μειονεκτούν στο ότι η διακύμανση της τιμής της μετοχής μπορεί να είναι ανεξάρτητη του ελέγχου των στελεχών. Τα stock options παρέχουν την δυνατότητα για εισροή κεφαλαίου στην επιχείρηση, αφού τα στελέχη πρέπει να πληρώσουν για να ασκήσουν τα δικαιώματά τους.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους τα stock options αποτελούν έναν ιδιαίτερα αποτελεσματικό τρόπο αμοιβής. Πρώτα απ' όλα, προσφέρουν τον πιο άμεσο σύνδεσμο μεταξύ απόδοσης της επιχείρησης και αμοιβής των στελεχών. Άρα, μπορούν έτσι να δημιουργήσουν κίνητρα στους μάνατζερ να εργαστούν σκληρά, ενθαρρύνοντάς τους να κάνουν ορθολογικές και προσανατολισμένες στο συμφέρον των μετόχων κινήσεις. Δεύτερον, επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να προσελκύσουν μάνατζερ με ιδιαίτερο ταλέντο και να εξασφαλίζουν την εμπιστοσύνη της υπάρχουσας διοίκησης. Τρίτον, παροτρύνουν συμπεριφορές ριψοκίνδυνες και αυξάνουν τα κίνητρα των μάνατζερ για να καταβάλουν προσπάθεια (Bryan et al., 2000). Πιο συγκεκριμένα, είναι η τιμή των stock options ο λόγος που δημιουργούν τόσα κίνητρα.

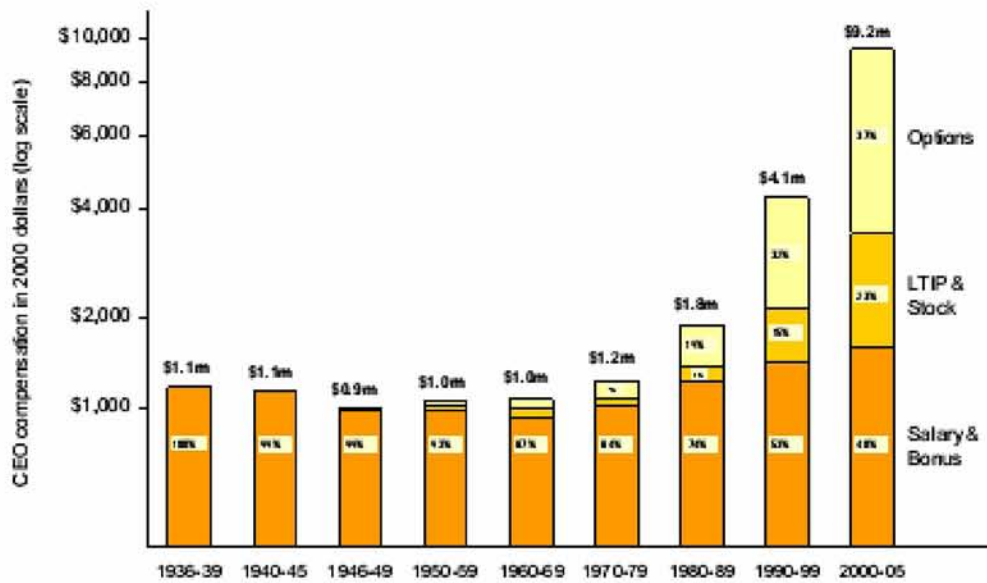
Από την άλλη μεριά, υπάρχουν και πολλοί που ασκούν ιδιαίτερη κριτική σε αυτού του είδους τις αμοιβές για διάφορους λόγους. Αρχικά, η κριτική σχετικά με την εκ πρώτης όψεως κατάχρηση των stock options (κυρίως μέσω του επαναπροσδιορισμού του επιτοκίου τους) μπορεί να διαψευστεί αφού η ανατιμολόγηση συνήθως του δικαιώματος λαμβάνει τόπο μετά την ύφεση της αγοράς και όχι μόνο μετά από μια πτώση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης. Η Kalpathy (2009) παρουσιάζει την ανατιμολόγηση σαν να υποκινείται από τους μάνατζερ, καθώς δεν υπάρχει καμία απόδειξη ότι προβλήματα διακυβέρνησης ή συγκρούσεις συμφερόντων οδηγούν σε αναπροσαρμογή του επιτοκίου. Δεύτερον, οι Murphy και Zábajník (2004) υποστηρίζουν ότι το επίδομα της αυτοεξυπηρέτησης που αφορά τις αμοιβές των στελεχών δεν είναι πολύ ισχυρό. Η άποψή τους υποστηρίζει ότι το επίπεδο της αμοιβής των στελεχών καθορίζεται από τον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων για

στελέχη και εξαρτάται από το πόσο μεταβιβάσιμες είναι οι δεξιότητές τους σε επιχειρήσεις και βιομηχανίες. Υποστηρίζουν ότι η σπανιότητα των υποψηφίων με τις απαραίτητες δεξιότητες διαχείρισης για την διοίκηση μιας σύγχρονης εταιρείας, εξηγεί την αύξηση των αποδοχών των διοικητικών στελεχών.

Stock appreciation rights(SARs): Είναι ένα δικαίωμα λήψης αμοιβής σε μετρητά βάση μιας εκτίμησης στην τιμή της μετοχής (ή αύξηση των λειτουργικών αποτελεσμάτων) από την στιγμή της αμοιβής μέχρι κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Τα SARs μπορούν να χορηγηθούν με Stock options ώστε τα στελέχη να έχουν αρκετά μετρητά για να τα αγοράσουν κατά την άσκησή τους. Τα SARs παρέχουν στα στελέχη κίνητρα για εστίαση σε μακροπρόθεσμα αποτελέσματα, αφού οι αμοιβές τους εξαρτώνται από μακροπρόθεσμες κινήσεις στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης.

Phantom shares: Σε αντίθεση με όλες τις προηγούμενες μορφές αμοιβών, αυτά βασίζονται στην απόδοση μιας υποθετικής μετοχής. Ένα από τα πλεονεκτήματά τους είναι ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε ιδιωτικές επιχειρήσεις ή μονάδες επιχειρήσεων που δεν ανήκουν σε δημόσια κεφαλαιαγορά ή σε επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές δεν έχουν υψηλή εμπορευσιμότητα.

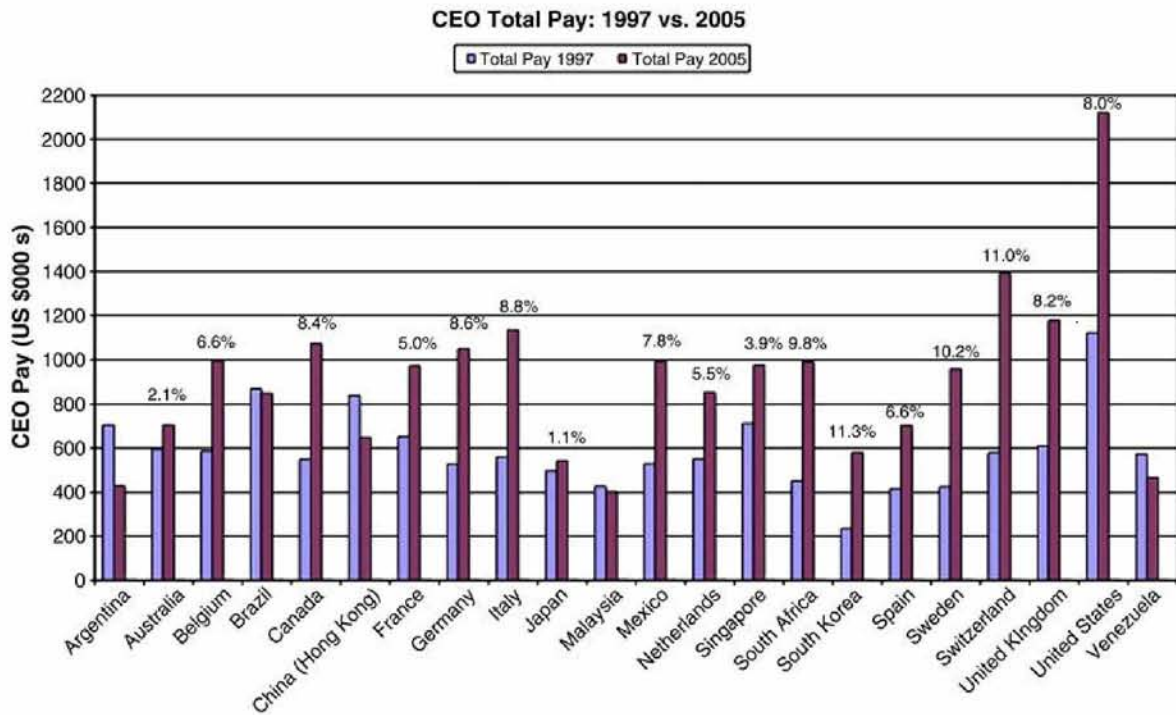
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.1: Η δομή των αποζημιώσεων των στελεχών (1936-2005)



Πηγή: Frydman και Jenter, 2010

Παρατηρούμε ότι από το 1936 έως το 1950, οι αμοιβές των στελεχών αποτελούνταν κυρίως από μισθούς και ετήσια μόνους. Αμοιβές που σχετίζονται με μακροχρόνια σχέδια κινήτρων, όπως είναι τα μόνους που βασίζονται σε πολυετής αποδόσεις, άρχισαν να κάνουν αισθητή την παρουσία τους την δεκαετία του 1960. Το πιο εντυπωσιακό γεγονός είναι η απότομη αύξηση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ως αμοιβή, στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980 και ιδιαίτερα τη δεκαετία του 1990, τα δικαιώματα προαίρεσης αποτέλεσαν την κυριότερη συνιστώσα των αμοιβών των ανώτατων στελεχών.

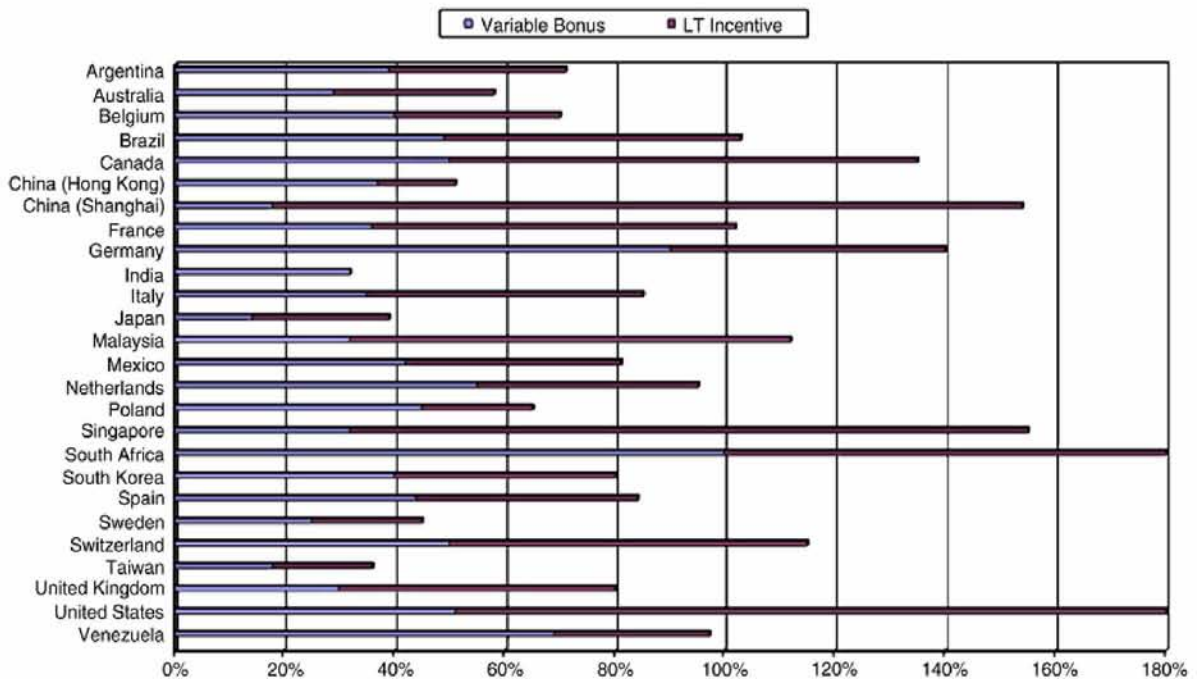
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.2: Συνολικές αμοιβές των στελεχών το 1997 και το 2005



Πηγή: Murphy (1999) and Towers Perrin's 2005/06

Βλέπουμε ότι οι συνολικές αμοιβές είναι μακράν οι μεγαλύτερες στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, με την Ελβετία και το Ηνωμένο Βασίλειο στην δεύτερη και τρίτη θέση αντίστοιχα. Επίσης, ο ρυθμός ανάπτυξης χωρών της Ηπειρωτικής Ευρώπης, των Ηνωμένων Πολιτειών, της Νότιας Αφρικής και της Νότιας Κορέας, βλέπουμε ότι έχει αυξηθεί τουλάχιστον 8%.

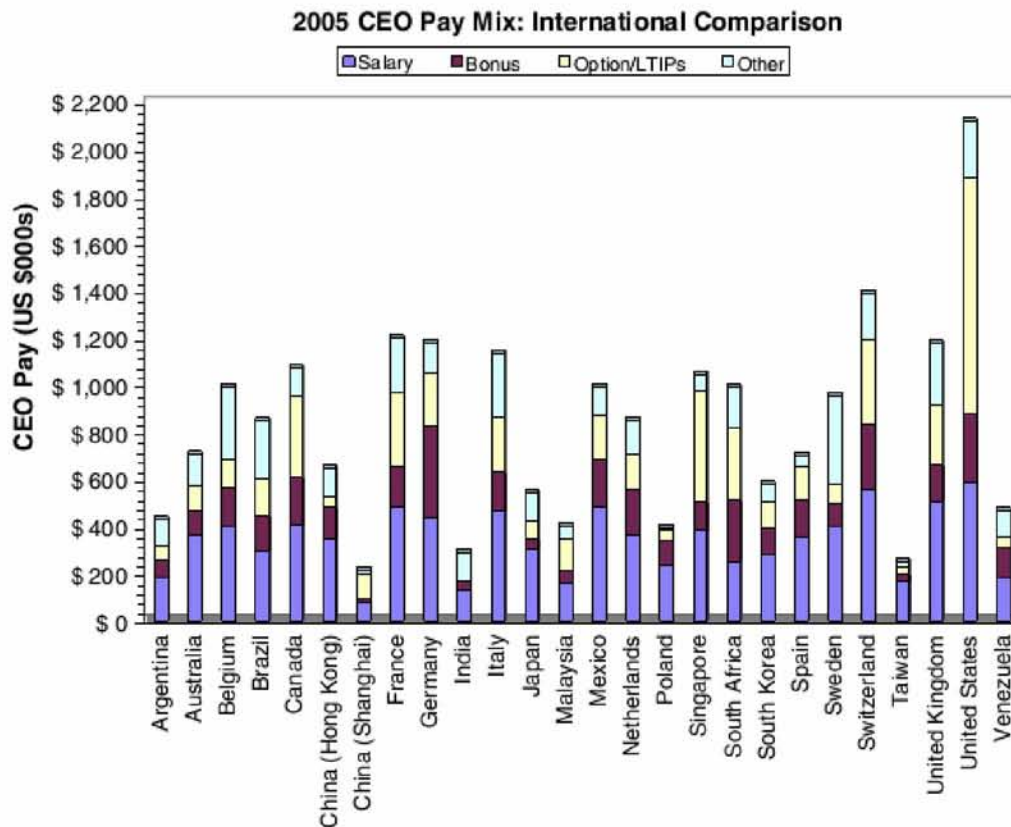
ΓΡΑΦΗΜΑ 2.3: Αμοιβές σε μορφή μόνους και σε μορφή μακροπρόθεσμων κινήτρων



Πηγή: Towers Perrin's 2006

Παρατηρούμε την σύνθεση των αποδοχών των στελεχών κάνοντας τον διαχωρισμό σε μόνους και μακροπρόθεσμα κίνητρα (σαν ποσοστό επί του βασικού μισθού) σε κάθε χώρα. Τα μόνους περιλαμβάνουν όλες τις πληρωμές βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα που σχετίζονται με την απόδοση. Τα μακροπρόθεσμα κίνητρα αποτελούνται από τα Stock options, τα restricted stock grants και άλλες ανταμοιβές. Παρατηρούμε ότι τα μόνους και τα μακροπρόθεσμα κίνητρα είναι υψηλότερα στις ΗΠΑ, αποτελώντας το 180% του βασικού μισθού. Εξίσου υψηλά είναι στην Σιγκαπούρη και στην Κίνα, ενώ τα μακροπρόθεσμα κίνητρα είναι σχεδόν ανύπαρκτα στην Ινδία.

ΓΡΑΦΗΜΑ 2.4: Παγκόσμια σύγκριση δομής αμοιβών το 2005



Πηγή: Towers Perrin's 2005/06

Βλέπουμε ότι τα στελέχη στις ΗΠΑ λαμβάνουν τις υψηλότερες συνολικές αποδοχές, με τουλάχιστον τις μισές να προέρχονται από Stock options. Στην Ευρώπη, οι αμοιβές των στελεχών είναι υψηλότερες στην Ελβετία, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην Γαλλία και στην Γερμανία. Επίσης υψηλές αποδοχές παρατηρούνται και σε άλλες χώρες όπως ο Καναδάς, το Μεξικό, η Βραζιλία, η Σιγκαπούρη και η Νότια Αφρική. Ενώ το 1999 τα Stock options δεν χρησιμοποιούνταν σε 9 από τις 264 χώρες οι οποίες εξετάστηκαν (Murphy, 1999), το 2005 χρησιμοποιούνταν σε όλες τις χώρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 ΛΟΓΟΙ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΑΜΟΙΒΩΝ

Η άνοδος στις αμοιβές των ανώτατων στελεχών αποτέλεσε το έναυσμα για δημόσια αντιπαράθεση και πληθώρα ακαδημαϊκών ερευνών. Τρεις βασικοί τύποι οικονομικών επιχειρημάτων έχουν προταθεί για να εξηγήσουν αυτό το φαινόμενο.

Η πρώτη εξήγηση αποδίδει την αύξηση των αμοιβών των στελεχών στην ευρεία υιοθέτηση πακέτων αποζημίωσης με υψηλής ισχύος κίνητρα από τα τέλη της δεκαετίας του 1980. Οι Holmstrom και Kaplan (2001, 2003) συνδέουν την άνοδο της αξίας των αμοιβών με την αύξηση των αμοιβών που βασίζονται σε μετοχές, μετά την «LBO επανάσταση» της δεκαετίας του 1980. Και οι ακαδημαϊκοί και οι ακτιβιστές των μετόχων έχουν πιέσει σε όλη τη δεκαετία του 1990 για ισχυρότερα διαχειριστικά κίνητρα βασισμένα στην αγορά (Jensen και Murphy, 1990). Σύμφωνα με τους Inderst και Mueller (2005) και τους Dow και Raposo (2005), τα υψηλότερα κίνητρα έχουν γίνει βέλτιστα λόγω της αυξημένης μεταβλητότητας του επιχειρηματικού περιβάλλοντος που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις. Οι Cunat και Guadalupe (2009) υποστηρίζουν μια αιτιώδη συνάφεια μεταξύ του αυξημένου ανταγωνισμού και της υψηλότερης ευαισθησίας αποδοχών-απόδοσης στις αμοιβές των ΗΠΑ. Οι Gayle και Miller (2009), εκτίμησαν ένα διαρθρωτικό μοντέλο εκτελεστικής αποζημίωσης βάσει του ηθικού κινδύνου. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι των μεγάλων επιχειρήσεων είναι συνήθως πολύ πλούσιοι ιδιώτες. Παραμένει ασαφές εάν η αύξηση των κινήτρων μπορεί να εξηγήσει την πολύ μεγάλη αύξηση των μισθών των στελεχών.

Σύμφωνα με την δεύτερη άποψη, την " Skimming View " (Bebchuk et al., 2002), οι υποστηρικτές της επιρρίπτουν την αύξηση της αποζημίωσης των στελεχών απλά στην αύξηση της διαχειριστικής τους εδραίωσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης παρουσιάζονται από αυτούς τους συγγραφείς ως ένας τρόπος για την αύξηση της αποζημίωσης των στελεχών χωρίς να προσελκύσουν ιδιαίτερη προσοχή από τους μετόχους. Σύμφωνα με αυτούς, τα υψηλής ισχύος κίνητρα είναι απλά μια δικαιολογία που χρησιμοποιείται από τη διοίκηση για να δικαιολογήσουν τις υψηλότερες εξαγωγές εσόδων. Μια ηπιότερη μορφή της άποψης αυτής εκφράζεται από τους Hall και Murphy (2003) και από τους Jensen et al., (2004). Αποδίδουν την «έκρηξη» στην χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης και στην αδυναμία των διοικητικών συμβουλίων να αξιολογήσουν το πραγματικό κόστος αυτής της μορφής αποζημίωσης. Οι αποφάσεις για τη χορήγηση δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών λαμβάνονται από μέλη του

διοικητικού συμβουλίου και στελέχη τα οποία πιστεύουν λανθασμένα ότι τα δικαιώματα προαίρεσης είναι ένας χαμηλού κόστους τρόπος αμοιβής των στελεχών και δεν γνωρίζουν ή δεν ενδιαφέρονται να μάθουν ότι η αξία (και το κόστος) ενός δικαιώματος προαίρεσης αυξάνεται καθώς η τιμή της μετοχής της επιχείρησης αυξάνεται (Jensen et al., 2004).

Ένας τρίτος τύπος εξήγησης αποδίδει την αύξηση της αποζημίωσης των στελεχών σε αλλαγές στη φύση της εργασίας τους. Ο Hermalin (2004) υποστηρίζει ότι η αύξηση των αποδοχών των στελεχών εκφράζει αυστηρότερη εταιρική διακυβέρνηση. Για να αποζημιωθούν τα στελέχη για την αυξημένη πιθανότητα απόλυσής τους, η αμοιβή τους πρέπει να αυξηθεί. Η Frydman (2007) και οι Murphy και Zábajník (2007) αποδεικνύουν ότι οι εργασίες των στελεχών δίνουν ολοένα και μεγαλύτερη έμφαση σε γενικές και όχι ειδικές δεξιότητες της επιχείρησης. Μια τέτοια εξέλιξη αυξάνει τα ορτίον των στελεχών, ασκώντας ανοδικές πιέσεις στις αμοιβές. Οι αλλαγές στις ικανότητες των στελεχών είναι μικρές έως μέτριες (Frydman, 2007), ενώ το επίπεδο της αύξησης των αποζημιώσεών τους είναι μεγάλη.

3.1.2 “OPTIMAL-CONTRACT” vs “FAT CAT”

Τα αίτια της αύξησης των αμοιβών των μελών της διοίκησης έχουν συζητηθεί πολύ μεταξύ των ακαδημαϊκών και του κοινού. Υπάρχουν δύο αντικρουόμενες θέσεις, η “Optimal-Contract” και η “Fat Cat” (που ονομάζεται επίσης Managerialism), οι οποίες προσφέρουν μία άλλη ερμηνεία. Όσον αφορά την πρώτη θέση, η αύξηση των αμοιβών των τελευταίων ετών, οφείλεται στις μεταβολές της αγοράς για τους μάνατζερ και ειδικότερα στην αυξημένη ζήτηση για διαχειριστικά ταλέντα σε μια πολύπλοκη παγκόσμια οικονομία (Anderson et al, 2006, Fama, 1980, Murphy and Zaboynik, 2003, 2004). Η δεύτερη θέση ερμηνεύει την αύξηση των αμοιβών ως αποτέλεσμα της αδικαιολόγητης αύξησης της δύναμης της διοίκησης στις επιχειρήσεις (Bebchuk and Fried, 2003, Bebchuk and Grinstein, 2005, Bertrand and Mullainathan, 2001, Frey and Osterloh, 2005, Tosi et al, 2000). Πιο αναλυτικά:

“OPTIMAL-CONTRACT”

Οι υπέρμαχοι της “Optimal-Contract” θέσης υποστηρίζουν ότι τα στελέχη που διορίζονται σε μια οικονομία, η οποία χαρακτηρίζεται από παγκοσμιοποίηση, απελευθέρωση και ανταγωνισμό, αποκτούν όλο και πιο επαχθείς ευθύνες καθώς και υψηλότερους κινδύνους (Martin and Moldoveanu, 2003). Τα κατάλληλα ταλέντα, όπως υποστηρίζεται, είναι σπάνια, απαιτώντας υψηλούς μισθούς και μερίδια από τα κέρδη ώστε να διατηρούνται στον ‘πόλεμο

των ταλέντων'. Η τιμή του στελέχους καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση για κορυφαία στελέχη. Είναι η αγορά εργασίας εκείνη που καθορίζει τα όρια των αποδοχών για τα ανώτατα στελέχη, και ο ανταγωνισμός στην αγορά στελεχών εξασφαλίζει τους βέλτιστους όρους των συμβάσεων αποδοχών (Fama, 1980, Murphy, 1999, Murphy and Zaboynik, 2003, 2004).

Πρώτον, σε ένα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον, οι επιχειρήσεις έγιναν όλο και μεγαλύτερες καθώς και πιο πολύπλοκες (Bebchuk and Grinstein, 2005). Οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι πιο δύσκολο να διοικηθούν απ' ό,τι οι μικρές και απαιτούν μεγαλύτερες επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο όσον αφορά τα μέλη της διοίκησης (Mahoney, 1979, Roberts, 1956). Για το λόγο αυτό, η προσφορά κατάλληλων στελεχών μειώνεται, αυξάνοντας έτσι την αμοιβή τους. Δεύτερον, η αυξανόμενη ζήτηση για άτομα με μεταβιβάσιμες γενικές δεξιότητες διοίκησης (π.χ. οικονομικές και λογιστικές εμπειρίες) παρατηρείται από το 1990 (Murphy and Zaboynik, 2003, 2004). Αντίθετα, οι ειδικές γνώσεις επιχειρήσεων (π.χ. πληροφορίες για τα προϊόντα, τους προμηθευτές, τους πελάτες και τους υπαλλήλους της επιχείρησης) είναι σήμερα διαθέσιμες σε ηλεκτρονική μορφή καθιστώντας τις έτσι λιγότερο σημαντικές για τα υποψήφια στελέχη. Η αύξηση της σημασίας των γενικών δεξιοτήτων σε σχέση με τις ειδικές δεξιότητες, οδηγεί σε λιγότερες προαγωγές, περισσότερες εξωτερικές προσλήψεις και αύξηση των αμοιβών για τα στελέχη. Κατά συνέπεια, ο ανταγωνισμός για τα πιο ταλαντούχα στελέχη γίνεται πιο έντονος (Martin and Moldoveanu, 2003). Οι μεταβιβάσιμες δεξιότητες στη διοικητική αγορά εργασίας τιμολογούνται, ενώ οι ειδικές δεξιότητες όχι.

“FAT CAT”

Τα υπέρογκα κέρδη των στελεχών της διοίκησης αποτελούν μία ένδειξη της αδικαιολόγητης αύξησης της δύναμης των στελεχών στις επιχειρήσεις. Κατά την άποψη αυτή, η τεράστια ανοδική τάση στις αμοιβές των στελεχών κατά τα τελευταία χρόνια προκύπτει από δύο παράγοντες. Πρώτον, η διοίκηση καθορίζει σε μεγάλο βαθμό μόνη της την αμοιβή της (Bebchuk and Fried, 2003, Bebchuk et al, 2002, Keller, 2003, Tosi et al, 2000). Δεύτερον, η επίδραση της διοίκησης έχει αυξηθεί με τον παράλληλο κατακερματισμό του μετοχικού κεφαλαίου των μικρομετόχων (Bebchuk and Grinstein, 2005).

Ο πρώτος παράγοντας οφείλεται σε τρεις λόγους: i) τα μέλη της Επιτροπής Αποζημιώσεων έχουν προσωπικά οφέλη από υψηλές αποδοχές στελεχών. Η σύγκρουση με μάνατζερ οι οποίοι έχουν ένα φιλικό προφίλ αποφεύγεται, αυξάνοντας έτσι τα εισοδήματά τους (Crystal,

1991, Fierman, 1990, Herman, 1981), ii) σε πολλές περιπτώσεις ένα άτομο δρα τόσο ως στέλεχος όσο και ως πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου (Gomez-Mejia, 1994), iii) η αγορά για τους μάνατζερ είναι αναποτελεσματική, δεδομένου ότι δεν έχει σαφή όρια: «... Αν ένας αντιπρόεδρος εταιρείας αναψυκτικών μπορεί να γίνει πρόεδρος μιας μεγάλης εταιρείας ηλεκτρονικών υπολογιστών, τι σημαίνει αυτό όσον αφορά τα όρια της αγοράς εργασίας;" (Finkelstein and Hambrick, 1988).

Ο δεύτερος παράγοντας, ο κατακερματισμός του μετοχικού κεφαλαίου των μικρομετόχων, έχει αυξήσει την επιρροή της διοίκησης τα τελευταία χρόνια. Σε πολλές χώρες, μικροί μέτοχοι δεν έχουν καμία πιθανότητα να επηρεάσουν άμεσα τις αμοιβές των στελεχών. Επιπλέον, δεν διαθέτουν τις αναγκαίες πληροφορίες και συνήθως έχουν μικρό συμφέρον για να πράξουν κάτι τέτοιο (Bebchuk and Grinstein, 2005, Tosi et al, 2000). Ως αποτέλεσμα, οι επιχειρήσεις διοικούνται από φιλικά μεταξύ τους συμβούλια και μάνατζερ. Λείπει ένα ουδέτερο όργανο για τον καθορισμό των ορίων των αμοιβών (Bebchuk and Grinstein, 2005).

Συμπερασματικά, όσον αφορά την "Optimal-Contract" εξήγηση, τα εμπειρικά ευρήματα που υποστηρίζουν την διαχειριστική δύναμη των μάνατζερ, είναι σε μεγάλο βαθμό έμμεσα. Η επίδραση της διοίκησης πάνω στον καθορισμό της αμοιβής γίνεται κρυφά, και ως εκ τούτου είναι δύσκολο ή μερικές φορές αδύνατο να παρατηρηθεί (Bratton, 2005, Grabke-Rundell and Gomez-Mejia, 2002, Hambrick and Finkelstein, 1995b).

Ωστόσο, υπάρχουν τουλάχιστον πέντε ενδείξεις ότι η αγορά για τους μάνατζερ είναι αναποτελεσματική. : 1) οι συγκρίσεις με τους ομοίους τους στον καθορισμό των αμοιβών παίζουν πολύ μεγάλο ρόλο. Κατά τη σύγκριση σε έναν τομέα, τα κακοπληρωμένα στελέχη αυξάνουν επίσης τις αμοιβές τους όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι χαμηλή, ανάλογα με τις αποδόσεις του τομέα (Bizjak et al., 2008, Ezzamel and Watson, 1998, O'Reilly et al, 1988), 2) η μεγάλη διαφορά στην εκπαίδευση μεταξύ στελεχών και προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου οδηγεί σε υψηλότερες αμοιβές των πρώτων (Fiss, 2006). Το εύρημα αυτό θα μπορούσε να είναι συνέπεια της μεγάλης δύναμης των στελεχών, 3) οι αμοιβές της διοίκησης αυξάνονται πιο απότομα όταν η Επιτροπή Αμοιβών διορίζεται μετά τον διορισμό των στελεχών, ή όταν η Επιτροπή έχει συνδέσεις με τη διοίκηση (Daily et al., 1998), 4) οι μάνατζερ επηρεάζουν τις αμοιβές τους χειραγωγώντας την τιμή των δικαιωμάτων προαίρεσης μέσω σκόπιμης καταστολής ή διάδοσης νέων σχετικά με την εταιρεία τους για δικό τους όφελος (Aboody and Kasznik, 2000, Baker et al, 2003, Chauvin and Shenoy, 2001, Yermack,

1997), 5) Αυστηρότεροι έλεγχοι μειώνουν συστηματικά τις αμοιβές. Πολυάριθμες μελέτες έχουν δείξει ότι οι κύριοι μέτοχοι χαμηλώνουν τις αμοιβές της διοίκησης (David et al, 1998, Gomez-Mejia et al, 1987, Gomez-Mejia and Tosi, 1994, Khan et al, 2005, Kim, 2005, Ryan και Wiggins, 2001). Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από τους βασικούς μετόχους αλλάζουν τη διοίκησή τους πιο εύκολα μετά από άσχημα αποτελέσματα (Salancik and Pfeffer, 1980). Επίσης, λιγότερο συχνά εμπλέκονται σε εταιρικά σκάνδαλα (Blair and Kaserman, 1983). Στελέχη που έχουν οικογενειακούς δεσμούς με τους κύριους ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης, λαμβάνουν χαμηλότερες αμοιβές και οι αμοιβές αυτές είναι πιο στενά συνδεδεμένες με την ευημερία της επιχείρησης. (Gomez-Mejia et al., 2003). Ως εκ τούτου, ο κατακερματισμός του μετοχικού κεφαλαίου στους μικρομετόχους ενισχύει την επιρροή και ως εκ τούτου το εισόδημα της διοίκησης.

3.2 ΣΧΕΣΗ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η έμφαση στη σχέση αμοιβής-απόδοσης προκύπτει από την επικράτηση της θεωρίας αντιπροσώπευσης ως αιτιολογία του ρόλου των στελεχών (Fama, 1980, Fama και Jensen, 1983, Eisenhardt, 1989, Walsh και Seward, 1990) σε συνδυασμό με την τάση των Δυτικών πολιτισμών να αποδίδουν τα οργανωτικά αποτελέσματα στην ηγεσία (Meindl et al., 1985, Chen και Meindl, 1991). Η μέτρηση των αποτελεσμάτων των κινήτρων της αποζημίωσης των στελεχών αποτέλεσε κεντρικό στόχο της βιβλιογραφίας τουλάχιστον από τη δεκαετία του 1950. Οι πρώτες μελέτες επικεντρώθηκαν στον προσδιορισμό του μέτρου της κλίμακας της επιχείρησης ή της απόδοσης (π.χ. πωλήσεις, κέρδη, κεφαλαιοποίηση) που εξηγεί καλύτερα τις διαφορές στο επίπεδο των αμοιβών μεταξύ των επιχειρήσεων (Lewellen και Huntsman, 1970, Roberts 1956). Η επόμενη γενιά των μελετών προσπάθησε να ποσοτικοποιήσει τα διαχειριστικά κίνητρα, σχετίζοντας τις αλλαγές στις αμοιβές των ανώτατων στελεχών με την απόδοση της τιμής της μετοχής (Coughlan και Schmidt, 1985, Murphy, 1985). Αν και σε αυτές τις μελέτες διαπιστώθηκε η προβλεπόμενη θετική σχέση μεταξύ αποζημιώσεων και απόδοσης για τους μετόχους, συστηματικά υποτίμησαν το επίπεδο των κινήτρων εστιάζοντας στις τρέχουσες αμοιβές (Benston, 1985, Murphy, 1985).

Τα τελευταία χρόνια, η βιβλιογραφία σχετικά με τις αποδοχές των στελεχών έχει αυξηθεί αισθητά. Ένα εντυπωσιακό χαρακτηριστικό αυτής της άφθονης βιβλιογραφίας υπήρξε η έλλειψη ομοφωνίας όσον αφορά τη σχέση μεταξύ της εταιρικής απόδοσης και των αμοιβών των στελεχών. Οι Barkema και Gomez-Mejia (1998) ισχυρίζονται ότι «...η αδυναμία να

εντοπιστεί μια ισχυρή σχέση μεταξύ των αποζημιώσεων των ανώτατων στελεχών και της απόδοσης των επιχειρήσεων, έχει οδηγήσει τους μελετητές σε αδιέξοδο».

Οι ερευνητές έχουν προσπαθήσει να δείξουν κατά πόσο η απόδοση και το μέγεθος μιας εταιρείας σχετίζονται με τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών. Το πιο συχνό συμπέρασμα στην βιβλιογραφία είναι ότι το μέγεθος της επιχείρησης αντιπροσωπεύει σε μεγαλύτερο ποσοστό την διακύμανση του επιπέδου των αμοιβών απ' ότι η απόδοση της επιχείρησης (Finkelstein και Hambrick, 1988).

3.2.1 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Οι Conyon και Schwalbach (2000) έδειξαν ότι οι μέσες αμοιβές στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν περίπου £391.000 το 1994, σε σύγκριση με την Γερμανία όπου ήταν £200.000. Οι αμοιβές αυξήθηκαν και στις δύο οικονομίες διαχρονικά, αλλά το Ηνωμένο Βασίλειο έχει ένα πιο γρήγορο ρυθμό ανάπτυξης στην μετά το 1980 περίοδο. Τα στελέχη στο Ηνωμένο Βασίλειο λάμβαναν δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών, ενώ στην Γερμανία μέχρι πρόσφατα όχι. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής τους έρευνας αποκαλύπτουν μια θετική και σημαντική σχέση μεταξύ αμοιβών και αποδόσεων των επιχειρήσεων και στις δύο χώρες.

Πολλές έρευνες κατέγραψαν μια ισχυρή σχέση μεταξύ εκτελεστικών αποζημιώσεων και ταυτόχρονης λογιστικής απόδοσης (Baber et al., 1997, Coughlan και Schmidt, 1985, Dechow et al, 1994, Defeo et al, 1989, Healy et al., 1987, Jensen και Murphy, 1990, Joskow και Rose, 1994, Lambert και Larcker, 1987, Natarajan, 1996, Sloan, 1993). Ο McKnight (1996) υποδιαίρεσε την συνολική αμοιβή σε μισθό και ετήσιο μόνους και επιβεβαίωσε ότι όχι μόνο υπήρχε μια ισχυρή σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της εταιρείας και του μισθού, αλλά και ότι υπήρχε μια έντονη σχέση μεταξύ των ετήσιων μόνους και των επιδόσεων. Οι μισθοί των στελεχών και οι οικονομικές επιδόσεις βρέθηκαν να είναι εντελώς ασυσχέτιστες. Οι Benito και Conyon (1999) βρήκαν ότι οι αμοιβές των στελεχών συνδέονται θετικά με τις μεταχρονολογημένες αποδόσεις των μετόχων καθώς και με το μέγεθος της εταιρείας, με την ποσοτική επίδραση του τελευταίου να κυριαρχεί στο πρώτο. Οι Main et al. (1996) βρήκαν ότι η σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης γίνεται πιο σημαντική όταν τα options των στελεχών περιλαμβάνονται στο συνολικό ποσό της αποζημίωσης. Οι Hall και Liebman (1998) υποστήριξαν ότι η σχέση αμοιβή-απόδοσης είναι μεγάλη και σημαντική, βασιζόμενοι σε ένα μεγάλο δείγμα δεδομένων που περιείχε πληροφορίες σχετικές με τα stock και option grants των αποζημιώσεων των στελεχών. Έδειξαν ότι τόσο το ύψος των αποζημιώσεων όσο και η

ανταπόκρισή τους στην απόδοση της επιχείρησης έχουν αυξηθεί δραματικά κατά την περίοδο της έρευνας, η οποία περιέχει τα έτη μεταξύ 1990 και 1994.

Ο Kevin J. Murphy είναι ένας ακαδημαϊκός ο οποίος έδειξε μεγάλο ενδιαφέρον στις αμοιβές της διοίκησης. Το 1985 έδειξε ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης επιχείρησης και των αποζημιώσεων των στελεχών. Προηγούμενες έρευνες εμφάνισαν μόνο μία σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης (ή των πωλήσεων) και των αποζημιώσεων, αλλά όχι με τις επιδόσεις, οι οποίες μετρώνται από την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και τα κέρδη. Προγενέστερες έρευνες έχουν επικεντρωθεί μόνο στον βασικό μισθό και τα μπόνους, ενώ ο Murphy ήταν ο πρώτος που περιέλαβε και άλλου είδους αποζημιώσεις, όπως τα stock awards, τα stock options και την deferred compensation. Το συμπέρασμα αυτής της έρευνας είναι ότι η απόδοση είναι έντονα και θετικά συσχετισμένη με την απόδοση της επιχείρησης. Επιπλέον, η έρευνά του δείχνει ότι η χρήση μόνο μισθού και μπόνους στην ανάλυση παραλείπει σημαντικές συνιστώσες σχετικές με την απόδοση. Μια πιο πρόσφατη μελέτη για τη σχέση μεταξύ αποζημίωσης και απόδοσης από τον Weill (2009) υποστηρίζει και πάλι ότι μεγαλύτερη αμοιβή στα στελέχη προκαλεί μεγαλύτερες επιδόσεις στην εταιρία. Οι Tee και Hoey (2009) βρήκαν μια θετική σχέση των δεικτών απόδοσης και της αποζημίωσης για 21 επιχειρήσεις την περίοδο 2001-2006.

3.2.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΑΣΗΜΑΝΤΗΣ ΣΧΕΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ο Abdullah (2006) μελέτησε 86 προβληματικές επιχειρήσεις το 2001 και βρήκε μία ασήμαντη σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης. Οι Antle και Smith (1986) επίσης δεν βρήκαν σημαντική συσχέτιση μεταξύ απόδοσης της επιχείρησης και αμοιβών.

Οι Conyon και Leech (1994) βρήκαν ότι είναι αμφισβητούμενο το αν οι αμοιβές των στελεχών δικαιολογούνται με βάση τις επιδόσεις της εταιρίας τους.

Οι Dogan και Smyth (2002) δείχνουν ότι η αμοιβή συνδέεται με το μέγεθος των επιχειρήσεων και τη μελλοντική ανάπτυξη, αλλά όχι με τις επιδόσεις για ένα δείγμα 223 επιχειρήσεων την περίοδο 1989-2000.

Ο Ozkan (2007) δεν διαπίστωσε σημαντική σχέση μεταξύ αποζημίωσης στελεχών και απόδοσης της επιχείρησης βάση ενός δείγματος μεγάλων εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου για το οικονομικό έτος 2003-2004. Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, που βασίστηκε σε δείγμα 390 επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1999-2005, ο Ozkan (2011) αναφέρει μια σημαντικά θετική σχέση μεταξύ της

απόδοσης της επιχείρησης και της αποζημίωση σε μετρητά των στελεχών, αλλά μια ασήμαντη θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης επιχείρησης και της συνολικής αποζημίωσης των στελεχών.

3.2.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΥΠΕΡ ΤΗΣ ΜΙΚΡΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ο Main (1991) εξέτασε το φαινόμενο αυτό και διαπίστωσε ότι η μεταβολή των συνολικών αμοιβών σχετιζόταν σημαντικά, αλλά ελαφρώς, με τις αλλαγές στις αποδόσεις των μετόχων. Επιπλέον, δεν βρήκε καμία σχέση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και των αμοιβών. Πρόσφατες μελέτες από τους Gregg et al., (1993) και Conyon και Gregg, (1994) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης και βρήκαν παρόμοια αποτελέσματα. Επίσης βρήκαν μέτριες συσχετίσεις μεταξύ αμοιβών και μεγέθους. Ο Gregg et al., (2005) με βάση ένα δείγμα μεγάλων επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου βρήκε μια χαλαρή σχέση μεταξύ αμοιβής και απόδοσης, ενώ η δομή του διοικητικού συμβουλίου, το μέγεθος της επιχείρησης, η βιομηχανία και ο κίνδυνος της επιχείρησης αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που καθορίζουν την εκτελεστική αποζημίωση. Οι Tosi et al., (2000) έδειξαν ότι στο μέγεθος της επιχείρησης οφείλεται περισσότερο από το 40% της διακύμανσης της συνολικής αμοιβής των στελεχών, ενώ στην απόδοση της επιχείρησης λιγότερο από το 5% της διακύμανσης. Οι Jensen και Murphy (1990) ερευνήσαν την σχέση αμοιβής-απόδοσης και βρήκαν ότι ο πλούτος ενός τυπικού στελέχους αυξάνεται κατά \$3.25 για κάθε \$1.000 αύξηση της αξίας της εταιρείας. Θεωρούν ότι αυτή η σχέση ανάμεσα στον πλούτο των στελεχών και στον πλούτο των μετόχων είναι μικρή και έχει μειωθεί με την πάροδο του χρόνου.

3.2.4 ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ

Πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν ασχοληθεί με τις επιπτώσεις απόδοσης του οικογενειακού ελέγχου. Ενώ μερικές μελέτες υποστηρίζουν την ιδέα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις ξεπερνούν σε απόδοση άλλες επιχειρήσεις (Anderson et al, 2003, Maury, 2006, McConaughy et al, 1998, 2001), άλλες μελέτες διαπιστώνουν το αντίθετο (DeAngelo και DeAngelo, 2000, Faccio et al, 2001, Harris et al, 2004). Έχει υποστηριχθεί ότι αυτές οι αντικρουόμενες διαπιστώσεις απαιτούν μια πιο λεπτομερή ανάλυση του τι πραγματικά σημαίνει οικογενειακή επιχείρηση και του πως η οικογενειακή κυριότητα και η συμμετοχή της οικογένειας στην διοίκηση επηρεάζουν τις λειτουργίες (Figener, 2010). Φαίνεται ότι οι οικογενειακές

επιχειρήσεις δεν έχουν σε γενικές γραμμές καλύτερες επιδόσεις από ό, τι άλλες επιχειρήσεις (Maury, 2006, Miller et al, 2007, Morck et al. , 1988, Randøy και Goel, 2003).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

Οι γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές καθώς και οι παραδοχές και υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η λογιστική κατά τη διαδικασία συλλογής, αποτίμησης και καταγραφής των οικονομικών πράξεων και κυρίως της μέτρησης του αποτελέσματος, αφήνουν κάποια περιθώρια χειρισμών στην προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων. Επίσης, παραχωρούν στις διοικήσεις των επιχειρήσεων την επιλογή μεταξύ ορισμένων λογιστικών πρακτικών έναντι άλλων. Εδώ βρίσκει πεδίο δράσης η λεγόμενη δημιουργική λογιστική (creative accounting) που είναι ένας παλιός όρος με πολύ μεγάλη εφαρμογή στη σύγχρονη εποχή.

Οι περισσότερες απόψεις σχετικά με την δημιουργική λογιστική συγκλίνουν στο ότι πρόκειται για μια διαδικασία υιοθέτησης λογιστικών πρακτικών που μπορούν να ακολουθούν ή όχι τους εκάστοτε ισχύοντες λογιστικούς κανόνες, αποκλίνοντας από το πνεύμα και την ουσία αυτών. Σύμφωνα με τον Baralexis (2004), η δημιουργική λογιστική ορίζεται ως η εκμετάλλευση των αδυναμιών των λογιστικών κανόνων και νόμων ή ακόμα και η παραβίαση αυτών, ώστε να παρουσιάσει μία επιχείρηση τις λογιστικές καταστάσεις της προς όφελός της. Ο Jameson (1988) αναφέρει ότι οι λογιστικές διεργασίες αποτελούνται από την ενασχόληση με πολλά και ποικίλα ζητήματα ελεύθερης κρίσης, καθώς επίσης από αντικρουόμενες προσεγγίσεις για τον τρόπο παρουσίασης των οικονομικών γεγονότων και συναλλαγών. Η ευέλικτη αυτή διαδικασία που παρέχει ευκαιρίες για χειραγωγήσεις, απάτες και λανθασμένες απεικονίσεις των γεγονότων από τα λιγότερα ευσυνείδητα άτομα του λογιστικού επαγγέλματος ονομάζεται Δημιουργική Λογιστική.

Με άλλα λόγια, η Δημιουργική Λογιστική συνίσταται στην σκόπιμη αποφυγή υφιστάμενων κανόνων ή στη σκόπιμη εκμετάλλευση της έλλειψης κανόνων για την επίτευξη του επιθυμητού αποτελέσματος. Ο Griffiths (1986), αναφέρει στη λεγόμενη βίβλο του επιχειρηματικού κόσμου, ότι « η Δημιουργική Λογιστική είναι το μεγαλύτερο κόλπο μετά το Δούρειο Ίππο».

Τα πρόσωπα που εμπλέκονται σε περιπτώσεις ωραιοποίησης χρηματοοικονομικών καταστάσεων και εφαρμογής πρακτικών Δημιουργικής Λογιστικής είναι υψηλόβαθμα

στελέχη της διοίκησης. Πρόκειται για CEOs (Chief Executive Officers), CFOs (Chief Financial Officers), διευθυντές και προέδρους.

Σε γενικές γραμμές, τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα απαιτούν οι οικονομικές καταστάσεις να αποδίδουν την πραγματική και ακριβή εικόνα της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και των αποτελεσμάτων της. Στα πλαίσια αυτής της λογικής, δημιουργήθηκε η άποψη ότι οι λογιστικές αρχές και πρακτικές που επιβάλλονται από το νόμο μπορούν να εγκαταλειφθούν εξαιτίας της διαθεσιμότητας πολλών επιλογών ή για το σκοπό της εξασφάλισης της "πραγματικής και ακριβούς εικόνας της κατάστασης της επιχείρησης" (Boskin, 2005). Σε αρκετές περιπτώσεις λοιπόν, οι λογιστικοί κανόνες είναι ελαστικοί και αφήνουν περιθώρια επιλογών στην αντιμετώπιση διαφόρων θεμάτων, ενθαρρύνοντας πρακτικές δημιουργικής λογιστικής. Ο υποκειμενισμός και η άσκηση κρίσης από την πλευρά της διοίκησης δημιουργεί αβεβαιότητα αναφορικά με την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων. Η Boskin (2005) αναφέρει ότι, ενώ ο σκοπός της διαδικασίας εναρμόνισης των λογιστικών προτύπων είναι να ενισχύσει τη συγκρισιμότητα των οικονομικών καταστάσεων, οι Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές των Η.Π.Α. (US GAAP), τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Δ.Λ.Π.), τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.), καθώς και οι κοινοτικές οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρέχουν μεγάλη ευχέρεια επιλογών σε ορισμένους τομείς, ώστε είναι σχεδόν απίθανο η διαδικασία εναρμόνισης να δώσει ένα τέλος στη δημιουργική λογιστική.

4.2 ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Τα εταιρικά κέρδη αποτελούν σίγουρα το πιο αξιοπρόσεκτο μέγεθος στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Καταδεικνύουν το βαθμό στον οποίο μια επιχείρηση έχει αναμιχθεί με προσθετικές της αξίας της δραστηριότητες και δίνουν το στίγμα που εξυπηρετεί την απευθείας ανακατανομή πόρων στις κεφαλαιαγορές. Η αποφυγή αρνητικών κερδών αποτελεί ένα σύνηθες φαινόμενο στην σημερινή εταιρική κουλτούρα (Bartov et al., 2002).

Εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι εάν και εφόσον υπάρχουν δυνατότητες επηρεασμού των κερδών, τότε είναι πολύ πιθανό αυτές οι ευκαιρίες να μην μείνουν ανεκμετάλλευτες. Έτσι, προκύπτει το ζήτημα της χειραγώγησης των κερδών (earnings manipulation). Η χειραγώγηση των κερδών αποτελεί ένα ευρέως διαδεδομένο και διάχυτο φαινόμενο (Healy και Whalen, 1999). Είναι γεγονός, ότι η τάση των διοικήσεων να εμφανίζουν παραπλανητική εικόνα της

επιχείρησής τους εκμεταλλευόμενες τις αδυναμίες και τα κενά των διαφόρων λογιστικών κανόνων και νόμων ή ακόμα και παραβιάζοντας αυτούς, έχει πάρει ανησυχητικές διαστάσεις.

Δεδομένης της σημασίας των κερδών, δεν είναι περίεργο το ενδιαφέρον που εκδηλώνεται από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τον τρόπο δημοσίευσής τους. Είναι δε τόσο μεγάλη η έμφαση που δίνεται, ώστε όπως προκύπτει από μια πολύ ενδιαφέρουσα έρευνα που διεξήχθη στις Η.Π.Α. (Graham et. al. 2005) και απευθύνθηκε σε περισσότερους από 400 μάνατζερ με σκοπό να καταγραφούν οι κυριότεροι παράγοντες που καθοδηγούν τις αποφάσεις για την χρηματοοικονομική πληροφόρηση, το 78% των συμμετεχόντων παραδέχθηκε ότι θα θυσιάζαν ακόμη και την μακροπρόθεσμη ευημερία της επιχείρησής τους προκειμένου να μην αλλοιώσουν ή διαταράξουν την εικόνα και την τάση των αποτελεσμάτων.

Στη βιβλιογραφία συναντούμε πολλούς διαφορετικούς ορισμούς που προσπαθούν να προσεγγίσουν την έννοια της χειραγώγησης κερδών. Αυτούς μπορούμε να τους χωρίσουμε σε τρεις κατηγορίες, αυτούς που βλέπουν την χειραγώγηση κερδών ως ‘επωφελή’ (white), επειδή θεωρούν ότι ενισχύει την διαφάνεια των εκθέσεων, αυτούς που την βλέπουν ως ‘ολέθρια’ (black), επειδή θεωρούν ότι περιλαμβάνει την ολοκληρωτική διαστρέβλωση και την απάτη, και αυτούς που βρίσκονται μεταξύ των δύο προηγούμενων (gray) όπου θεωρούν ότι ναι μεν γίνεται χειραγώγηση των εκθέσεων αλλά στα πλαίσια των προτύπων (Ronen και Yaari, 2008). Οι μάνατζερ μπορούν να χρησιμοποιήσουν την χειραγώγηση των κερδών ώστε να προσφέρουν μερικές χρήσιμες πληροφορίες που γνωρίζουν σχετικά με την απόδοση της επιχείρησης προς τους μετόχους και τους κατόχους χρέους. Αν αυτή είναι η περίπτωση, τότε μπορεί να μην είναι επιβλαβής για τους μετόχους και το κοινό. Ασκώντας διακριτική ευχέρεια στα κέρδη, τα στελέχη μεταφέρουν προσωπικές πληροφορίες στα ενδιαφερόμενα μέρη (Al Fayoumi et al, 2010).

Οπαδοί της “ολέθριας” προσέγγισης είναι τόσο η Schipper (1989) όσο και οι Healy και Wahlen (1999). Η Schipper (1989) έδωσε έναν από τους δημοφιλέστερους ορισμούς για τη χειραγώγηση των κερδών χαρακτηρίζοντάς την ως την σκόπιμη παρέμβαση στην κατάρτιση των δημοσιευόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων, με σκοπό να παρακολουθούν τα στελέχη τα προσωπικά τους οφέλη. Οι Healy και Wahlen (1999) ορίζουν ως χειραγώγηση των κερδών, την πρακτική εκείνη όπου τα στελέχη της διοίκησης χρησιμοποιούν την κρίση τους στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και στη διάρθρωση των συναλλαγών για να αλλάξουν τις οικονομικές εκθέσεις, είτε για να παραπλανήσουν τα ενδιαφερόμενα μέρη

σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρίας είτε για να επηρεάσουν τα συμβατικά αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα καταγεγραμμένα λογιστικά νούμερα.

Σε ένα περιβάλλον όπου η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι έντονη, τα στελέχη μπορούν να χρησιμοποιήσουν την χειραγώγηση των κερδών για να ενισχύσουν βραχυπρόθεσμα τις τιμές των μετοχών, οι οποίες συνδέονται στενά με τα πακέτα αμοιβών τους. Ωστόσο, η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να οδηγήσει τους εξωτερικούς μετόχους να πιστεύουν στα χειραγωγημένα κέρδη και ως εκ τούτου να επιθυμούν θετικά αποτελέσματα.

Είναι αυτονόητο ότι οποιοσδήποτε μάνατζερ θα χειραγωγούσε τις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να αυξήσει την αμοιβή του. Παρά την κοινή πεποίθηση ότι η χειραγώγηση των κερδών συμβαίνει, είναι πολύ δύσκολο για τους ερευνητές να την τεκμηριώσουν. Για να προσδιορίσουν αν τα κέρδη έχουν χειραγωγηθεί, οι ερευνητές πρέπει πρώτα να εκτιμήσουν τα κέρδη πριν τα αποτελέσματα των χειραγωγημένων κερδών, κάτι το οποίο δεν είναι και τόσο εύκολο. Μία αποδεκτή προσέγγιση είναι να εντοπιστούν κάτω από ποιες συνθήκες τα κίνητρα των στελεχών της διοίκησης είναι αρκετά δυνατά ώστε να προβούν σε πρακτικές χειραγώγησης κερδών και στη συνέχεια να εξεταστεί αν τα πρότυπα από τα απροσδόκητα δεδουλευμένα σχετίζονται με αυτά τα κίνητρα.

4.3 ΕΡΕΥΝΕΣ ΣΧΕΤΙΚΕΣ ΜΕ ΤΗΝ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ

Έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες οι οποίες αποδεικνύουν ότι οι διοικήσεις επηρεάζουν τα αποτελέσματα προς την κατεύθυνση που μεγιστοποιεί την αμοιβή τους (Holthausen et al., 1995, Guidry et al., 1999).

Σύμφωνα με τον Healy (1985), όταν τα κέρδη είναι χαμηλότερα του κατώτατου ορίου που απαιτείται για την απόκτηση επιπλέον αμοιβής, τότε τα αποτελέσματα επηρεάζονται προς τα πάνω ώστε να επιτευχθεί το κατώτατο όριο και επομένως και η επιπλέον αμοιβή. Αντιθέτως, όταν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα του ανώτατου ορίου, πάνω από το οποίο δεν δίνεται επιπλέον αμοιβή, τότε τα αποτελέσματα επηρεάζονται προς τα κάτω. Τα επιπλέον κέρδη τα οποία δεν παρέχουν στη διοίκηση πρόσθετη αμοιβή στην τρέχουσα περίοδο, δεν απεικονίζονται λογιστικά και χρησιμοποιούνται στην επόμενη περίοδο. Όταν τα αποτελέσματα είναι μεταξύ ανώτατου και κατώτατου ορίου, τότε συνήθως επηρεάζονται προς τα πάνω ώστε να αυξηθεί η αμοιβή της διοίκησης την τρέχουσα περίοδο.

Ο Moses (1987) βρήκε ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν περισσότερα κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη απ' ότι οι μικρές επιχειρήσεις.

Ο Balsam (1998) έδειξε ότι η σχέση μεταξύ αμοιβών σε μετρητά των στελεχών και των δημοσιευμένων κερδών γενικά αυξάνεται με το επίπεδο της διακριτικής ευχέρειας των δεδουλευμένων. Η ερμηνεία του για το αποτέλεσμα αυτό είναι ότι η χρήση της διακριτικής ευχέρειας των δεδουλευμένων συνδέεται με το κίνητρο που παρέχεται από ένα σχέδιο αποζημίωσης.

Οι Skinner και Sloan (2001) βρήκαν ότι η ασυμμετρία στην ανταπόκριση της αγοράς σε θετικά και αρνητικά κέρδη είναι ισχυρότερη για τις υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεις απ' ότι στις χαμηλής ανάπτυξης. Έτσι, οι μάνατζερ των υψηλής ανάπτυξης επιχειρήσεων είναι πιθανό να έχουν ισχυρά κίνητρα ώστε να αποφύγουν δυσάρεστες εκπλήξεις.

Οι Lee και Choi (2002) διαπίστωσαν ότι οι μικρές επιχειρήσεις έχουν την τάση να χειραγωγούν τα κέρδη τους πιο συχνά ώστε να αποφεύγουν ζημίες, απ' ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τους Bartov et al. (2002), οι επιχειρήσεις που πληρούν ή υπερβαίνουν τις προβλέψεις απολαμβάνουν μια υψηλότερη απόδοση απ' ότι οι επιχειρήσεις που υπολείπονται των προσδοκιών. Επιπλέον, οι επενδυτές τιμωρούν τις επιχειρήσεις οι οποίες δημοσιεύουν κέρδη κάτω των προσδοκιών τους.

Οι Kim et al. (2003) βρήκαν ότι οι μεγάλες εταιρείες έχουν αναπτύξει συστήματα εσωτερικού ελέγχου, που ελέγχονται από ελεγκτικές εταιρείες με μακρά ιστορία και επίσης λαμβάνουν υπόψη τα κόστη φήμης όταν συμμετέχουν σε χειραγώγηση. Οι μικρές επιχειρήσεις συμμετέχουν σε μεγαλύτερο βαθμό στην χειραγώγηση κερδών απ' ότι οι μεγάλες και μεσαίες επιχειρήσεις ώστε να αποφεύγουν την αναφορά ζημιών. Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες και μεσαίες επιχειρήσεις εμφανίζουν πιο επιθετική χειραγώγηση για την αποφυγή αναφοράς μειώσεων κερδών, απ' ότι οι μικρού μεγέθους επιχειρήσεις.

Ο Liang (2004) απέδειξε ότι η χειραγώγηση των κερδών είναι αποτέλεσμα ισορροπίας των διάφορων ιδιοτελών οικονομικών παραγόντων όπως οι μέτοχοι, οι μάνατζερ, οι ανταγωνιστές και οι ρυθμιστικές αρχές σε μια τέλεια αγορά. Ομοίως, η χειραγώγηση κερδών μπορεί να εξηγηθεί από τις αμοιβές των στελεχών, καθώς τα στελέχη που λαμβάνουν ισχυρά κίνητρα, μπορούν να χειραγωγήσουν τα κέρδη ώστε η αγορά να έχει εμπιστοσύνη στις επενδύσεις και τις επιδόσεις τους, οι οποίες αντικατοπτρίζονται στις αμοιβές τους. Η σύνδεση των αμοιβών

των στελεχών με τις μετοχές, μπορεί να τους παρακινήσει να χειραγωγήσουν τους πόρους της επιχείρησης ώστε να ανεβάσουν τις τιμές (Peng και Roell, 2008).

Οι Chu και Song (2010) αναφέρουν ότι η χειραγώγηση κερδών συνδέεται στενά με την ασυμμετρία πληροφόρησης στην οικονομία.

Από την άλλη πλευρά, τα κέρδη από την χειραγώγηση είναι δαπανηρά για έναν μάνατζερ, γιατί μπορεί να 'λερώσει' τη φήμη του ως ειλικρινή και οι μέτοχοι είναι πιο πιθανό να απολύσουν ένα στέλεχος με χαμηλότερη φήμη (Hazarika et al, 2012).

Η βιβλιογραφία συμπεραίνει γενικά ότι η χρήση της διακριτικής ευχέρειας των δεδουλευμένων σηματοδοτεί το βελτιωμένο βραχυπρόθεσμο κέρδος, έτσι ώστε η αγορά να μην μειώσει τις βέλτιστες συμβάσεις αμοιβών.

4.4 ΛΟΓΟΙ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Οι μάνατζερ επιδιώκουν να αποφύγουν αρνητικά κέρδη ώστε να αποφευχθεί η αντιδικία, να μεγιστοποιηθεί η αμοιβή τους και να ενισχυθεί η αξιοπιστία τους (Brown και Higgins, 2001, Barton et al, 2002). Τα στελέχη των οποίων οι αμοιβές εξαρτώνται από τα κέρδη, έχουν κάθε λόγο να στρέφουν το ενδιαφέρον τους σε αυτό το μέγεθος. Μια αύξηση των κερδών δηλώνει μια αύξηση της αξία της εταιρίας, ενώ μια μείωση δηλώνει αντίστοιχα μια μείωση της αξία της (Lev, 1989). Στην πραγματικότητα άλλωστε, η θεωρητική αξία της μετοχής μιας εταιρείας δεν είναι παρά η παρούσα αξία των μελλοντικών κερδών. Τα συμφέροντα είναι πολλά, τα κέρδη εξίσου πολλά και αντίστοιχα οι ζημιές μεγάλες, αφού όλα εξαρτώνται από την διακύμανση των κερδών.

Γίνεται έτσι σαφές πως οι σημερινοί μάνατζερ μέσα σε όλα αυτά που μαθαίνουν πρέπει να συμπεριλάβουν και την εκμάθηση της μεθοδολογίας χειραγώγησης των κερδών. Δεδομένου ότι πολλές εταιρίες συνδέουν την αποζημίωση των στελεχών με τα λογιστικά αποτελέσματα που θα παρουσιάσει η επιχείρηση, δεν θα αποτελούσε έκπληξη το ότι οι μάνατζερ προσπαθούν να επιτύχουν τους εκάστοτε λογιστικούς αριθμούς - στόχους ούτως ώστε να μεγιστοποιήσουν την αμοιβή τους. Θα λέγαμε λοιπόν πως πολλά στελέχη χειραγωγούν τα εμφανιζόμενα κέρδη, επειδή ίδιες οι επιχειρήσεις τους δίνουν το κίνητρο να το κάνουν.

Οι λόγοι για του οποίους συμβαίνει η χειραγώγηση των κερδών, αποτελούν ένα θέμα ανοικτό προς συζήτηση. Τα εμπειρικά στοιχεία προσφέρουν πολλές εξηγήσεις. Κάποιες από αυτές αφορούν το όφελος της επιχείρησης, ενώ κάποιες άλλες την προσωπική ασφάλεια και τον

πλουτισμό των στελεχών της διοίκησης. Πολλές μελέτες έχουν δείξει ότι οι μάνατζερ χειραγωγούν τα κέρδη για ιδιωτικά τους οφέλη παρά για οφέλη των μετόχων (Watts και Zimmerman, 1986, Subramanyam, 1996, Holthausen, 1990, Healy και Palepu, 1993, Guay et al, 1996, Demski, 1998, Arya et al, 2003, Hao and Yao, 2010 και Jiraporn et al., 2008). Φαίνεται ότι οι συμβάσεις αμοιβών είναι από τις κυριότερες αιτίες, δεδομένης της εκτεταμένης εμπειρικής βιβλιογραφίας.

Γενικότερα, οι λόγοι που συνδέονται με την χειραγώγηση κερδών σχετίζονται με τις αμοιβές, τα μπόνους και διάφορες άλλες παροχές των ανώτερων στελεχών οι οποίες πολλές φορές βρίσκονται σε εξάρτηση με τα δημοσιευμένα κέρδη και με την αύξηση της τιμής της μετοχής. Οι μάνατζερ των επιχειρήσεων αμείβονται με ένα μισθό και λαμβάνουν επιπλέον κάποια μπόνους, το ύψος των οποίων εξαρτάται από την επίτευξη ενός συνδυασμού βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων στόχων.

Οι Fischer και Verrecchia (2000), οι Guttman et al, (2006) και οι Goldman και Slezak (2006) έδειξαν ότι η χειραγώγηση των κερδών προκύπτει αν η αμοιβή των στελεχών εξαρτάται από την τιμή της επιχείρησης. Οι μάνατζερ επηρεάζουν τα κέρδη με ανοδική τάση και αυτή η τάση εξαρτάται από την ευαισθησία της πληρωμής τους με την τιμή της επιχείρησης. Σε μια έρευνά τους, οι Graham et al. (2005) βρήκαν ότι περίπου το 75% των ερωτηθέντων συμφωνεί ότι η ανησυχία των μάνατζερ για την φήμη τους είναι ένα κίνητρο για επίτευξη του στόχου των κερδών.

Οι Bebchuk και Fried (2005) τονίζουν ότι τα στελέχη της διοίκησης καθορίζουν τις αποζημιώσεις τους κοιτάζοντας το όφελός τους. Τα «φουσκωμένα» κέρδη επιταχύνουν τις επενδύσεις (Julio και Yook, 2010) και τις αποζημιώσεις των στελεχών (Chakraborty et al, 1999, Kang et al, 2006, Carter et al, 2009) σε ένα περιβάλλον όπου η ασυμμετρία της πληροφόρησης είναι έντονη. Οι Collins και Kothari (1989) έδειξαν ότι η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις περί κερδών είναι μεγαλύτερη για τις επιχειρήσεις με υψηλής ανάπτυξης δυνατότητες.

Σε μια άλλη έρευνα (England, 1996), φάνηκε πως ένα ποσοστό από 47% έως 55% των επιχειρήσεων του δείγματος χρησιμοποιούσε μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα προγράμματα μέτρησης της αποδοτικότητας συνδεδεμένα με τα δημοσιευμένα λογιστικά μεγέθη. Οι λογιστικές μετρήσεις, οι οποίες συνδέονται κυρίως με τα καθαρά κέρδη ή την

ταμιακή ρευστότητα και συχνά χρησιμοποιούνται σε σχέδια αποζημίωσης στελεχών, είναι οι εξής:

- Ταμιακές ροές
- Απόδοση επί μετοχών (return on equity)
- Απόδοση επί επενδυμένων κεφαλαίων (return on assets)
- Κέρδη ανά μετοχή (EPS)
- Λειτουργικά ή καθαρά κέρδη
- Συνολικές αποδόσεις μετόχων

Επομένως, οι μάνατζερ προκειμένου να αυξήσουν τις απολαβές τους εφαρμόζουν μεθόδους δημιουργικής λογιστικής σε μεγέθη που συνδέονται άμεσα με το ύψος των απολαβών αυτών. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουν μεγιστοποίηση της αποζημίωσής τους.

4.5 ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Τα στελέχη συνήθως φθάνουν στην χειραγώγηση έχοντας κάποια κίνητρα ή πιέσεις και κάποιες ευκαιρίες. Πιο συγκεκριμένα, τα ανώτατα στελέχη της διοίκησης συχνά δέχονται πίεση από τους μετόχους να χειραγωγήσουν ουσιωδώς τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης. Όπως αναφέρουν οι Fahnstock και Yost (2004), "οι πιέσεις που δέχονται τα στελέχη της διοίκησης στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον είναι τόσο ισχυρές ώστε έχουν μεταβάλει την αλληλουχία της λογιστικής και των πρακτικών χειραγώγησης των κερδών", όπως φαίνεται παρακάτω:

Παλαιά αλληλουχία:

Γενικά Αποδεκτές Αρχές Λογιστικής → «Επιθετική» Λογιστική

Σύγχρονη αλληλουχία:

Γενικά Αποδεκτές Αρχές Λογιστικής → «Επιθετική» Λογιστική → Απάτη

Επίσης, πολλές φορές, τα ανώτατα στελέχη της διοίκησης είναι πιθανό να καταφύγουν σε πρακτικές χειραγώγησης των χρηματοοικονομικών μεγεθών της επιχείρησης είτε για να διασφαλίσουν τη θέση τους στην ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης είτε για να προαχθούν σε κάποια υψηλότερη βαθμίδα της διοικητικής ιεραρχίας. Ο φόβος της αντικατάστασης ή οι

προσωπικές φιλοδοξίες μπορούν να αποτελέσουν ισχυρό κίνητρο για ένα στέλεχος ώστε να επηρεάσει το οικονομικό αποτέλεσμα και να διαστρεβλώσει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

Όσον αφορά τις ευκαιρίες που δίνονται στα στελέχη ώστε να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα, οι Jurinski και Lippman (1999) αναφέρουν ως παραδείγματα τέτοιων ευκαιριών την αποκεντρωμένη διοίκηση, τα αδύναμα συστήματα εσωτερικού ελέγχου, τη συγκέντρωση δύναμης σε ένα μόνο πρόσωπο ή μία μικρή ομάδα προσώπων, την ταχεία ανανέωση του προσωπικού, τις συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, τις περίπλοκες συναλλαγές κ.α.

4.6 ΚΙΝΗΤΡΑ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Τα κίνητρα χειραγωγησης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης εκ μέρους της διοίκησης είναι τα εξής:

1) Δανεισμός από τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα

Είναι γνωστό ότι οι τράπεζες και τα κάθε είδους πιστωτικά ιδρύματα απαιτούν από τις επιχειρήσεις στις οποίες δανείζουν κεφάλαια να εμφανίζουν ικανοποιητικά οικονομικά αποτελέσματα στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Εκτός όμως από τα κέρδη, οι οικονομικοί αναλυτές των πιστωτικών ιδρυμάτων εξετάζουν και άλλα μεγέθη του Ισολογισμού και της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης για να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, εξετάζουν δείκτες ρευστότητας, δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης και περιουσιακής διάρθρωσης, δείκτες δραστηριότητας κ.α. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν τα απαραίτητα για τη λειτουργία και ανάπτυξή τους κεφάλαια, καταλήγουν συχνά να χειραγωγούν τα μεγέθη των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων, ώστε να βελτιώσουν τη δανειοληπτική τους ικανότητα.

2) Άντληση κεφαλαίων από το Χρηματιστήριο

Μία επιχείρηση η οποία επιδιώκει να αντλήσει κεφάλαια από το Χρηματιστήριο, θα πρέπει να παρουσιάζει μια ανοδική τάση των βασικών οικονομικών μεγεθών της και γενικότερα μια υγιή χρηματοοικονομική κατάσταση. Στόχος της επιχείρησης είναι, όταν εκδίδονται νέες μετοχές και διατίθενται στο κοινό, να επιτύχει ευνοϊκούς όρους διάθεσης και να αποκομίσει

το υψηλότερο δυνατό τίμημα, γεγονός που επιτυγχάνεται όταν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτυπώνουν μία κερδοφόρα επιχείρηση με προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης.

3) Ανταγωνισμός των επιχειρηματικών μονάδων

Στο σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, ο ανταγωνισμός μεταξύ των επιχειρηματικών οντοτήτων είναι πολύ ισχυρός. Πολλές επιχειρήσεις καταφεύγουν σε πρακτικές ωραιοποίησης των οικονομικών τους καταστάσεων, με σκοπό να εμφανίσουν μια ισχυρή οικονομική θέση στον κλάδο όπου δραστηριοποιούνται, ενώ άλλες επιχειρήσεις προσπαθούν μέσω των πρακτικών χειραγώγησης να υποβαθμίσουν την κερδοφορία τους και κατ' επέκταση τις προοπτικές ανάπτυξης του συγκεκριμένου κλάδου, προκειμένου να αποθαρρύνουν την είσοδο νέων ανταγωνιστών.

4) Αμοιβές/ Αποζημίωση της διοίκησης

Στα πλαίσια της θεωρίας αντιπροσώπευσης αναφέρεται συχνά η σύγκρουση συμφερόντων που υφίσταται μεταξύ διοίκησης και μετόχων της επιχείρησης. Σε μια προσπάθεια εξάλειψης του κόστους αντιπροσώπευσης, πολλές επιχειρήσεις συνδέουν την αμοιβή της διοίκησης με την οικονομική επίδοση της επιχείρησης, ώστε να ευθυγραμμίσουν σε ορισμένο βαθμό τους στόχους των διοικητικών στελεχών με αυτούς των μετόχων. Η πρακτική αυτή, όμως, δημιουργεί ισχυρά κίνητρα για τις διοικήσεις ώστε να επηρεάσουν τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης προς την κατεύθυνση που μεγιστοποιεί την αμοιβή τους.

5) Συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων

Σε αρκετές περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών επιχειρήσεων, η εφαρμογή πρακτικών ωραιοποίησης των οικονομικών αποτελεσμάτων με σκοπό την απόκτηση περισσότερων μετοχών από τη συγχώνευση ή την εξαγορά αντίστοιχα, αποτελεί συχνό φαινόμενο. Στις περιπτώσεις αυτές, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να βελτιώσουν την εξωτερική τους εικόνα, ώστε να αποκομίσουν τα μέγιστα δυνατά οφέλη από την εκάστοτε επενδυτική στρατηγική που εφαρμόζουν.

6) Πίεση από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές

Ένα ισχυρό κίνητρο της διοίκησης για να χειραγωγήσει τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης είναι η επιθυμία της να επιτύχει ή και να ξεπεράσει τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών και τις προσδοκίες των επενδυτών. Όπως αναφέρουν οι Weld et al. (2004), το συγκεκριμένο θέμα ήρθε στο προσκήνιο με την ομιλία «Το Παιχνίδι των

Αριθμών» (The Numbers Game) του Προέδρου της Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.(SEC), Arthur Levitt, το 1998. Ο Levitt εξέφρασε δημοσίως την ανησυχία του για το γεγονός ότι πολλοί μάνατζερ, ελεγκτές και αναλυτές επιτρέπουν στην επιθυμία για επίτευξη των προβλεπόμενων κερδών να προέχει έναντι των καλών επιχειρηματικών πρακτικών. Βέβαια, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές βασίζονται για τις προβλέψεις τους περισσότερο στην πληροφόρηση που έχουν οι ίδιοι για την εξεταζόμενη κάθε φορά επιχείρηση και στα μοντέλα που δημιουργούν, παρά στις δημοσιευόμενες οικονομικές καταστάσεις. Ωστόσο, είναι προφανές ότι είναι προς όφελος και των δύο πλευρών να μην υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των προϋπολογιστικών εκτιμήσεων των αναλυτών και των απολογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης. Η αποτυχία επίτευξης εκ μέρους της διοίκησης των προβλεπόμενων από τους αναλυτές αποτελεσμάτων συνεπάγεται μία αρνητική αντίδραση της αγοράς, η οποία πλήττει όχι μόνο τους μετόχους, αλλά και τα ίδια τα διοικητικά στελέχη των οποίων η αμοιβή συνδέεται πολλές φορές με stock options.

7) Μερισματική πολιτική της επιχείρησης

Στόχος των διοικήσεων των επιχειρήσεων είναι να διατηρούν γενικά μια σταθερά αυξανόμενη μερισματική πολιτική, ώστε να αποτελούν οι μετοχές της επιχείρησης μια ελκυστική επένδυση. Για να το επιτύχει αυτό, η εκάστοτε διοίκηση προσπαθεί να ομαλοποιεί τα αποτελέσματα της επιχείρησης και να διατηρεί σταθερό το ποσοστό των κερδών που διατίθεται ως μέρισμα στους μετόχους. Έτσι, κατά τις χρήσεις που εμφανίζονται υψηλά κέρδη, καταβάλλεται προσπάθεια να υποβαθμιστούν τα κέρδη, ώστε να δοθεί ένα μέρισμα σχετικά σταθερό και όμοιο με αυτά των προηγούμενων χρήσεων. Αντιθέτως, όταν τα κέρδη μιας χρήσης είναι μειωμένα, καταβάλλεται προσπάθεια, μέσω των πρακτικών χειραγώγησης, να εμφανιστούν υψηλότερα απ' ό τι είναι στην πραγματικότητα.

8) Προσπάθεια φοροδιαφυγής των επιχειρήσεων

Το συγκεκριμένο κίνητρο εμφανίζεται, κυρίως, στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες καταφεύγουν σε διάφορες πρακτικές ωραιοποίησης των οικονομικών καταστάσεων τους ώστε να εμφανίσουν μειωμένα κέρδη και να περιορίσουν, όσο είναι δυνατό, τη φορολογική τους επιβάρυνση. Είναι χαρακτηριστικό ότι στην Ελλάδα, όπου επικρατούν κυρίως μικρομεσαίες επιχειρήσεις, η προσπάθεια φοροδιαφυγής αποτελεί έναν από τους κυριότερους παράγοντες χειραγώγησης των οικονομικών καταστάσεων (Baralexis, 2004).

9) Προσωπικές φιλοδοξίες των ανώτατων στελεχών

Πολλές φορές, τα ανώτατα στελέχη της διοίκησης είναι πιθανό να καταφύγουν σε πρακτικές ωραιοποίησης των χρηματοοικονομικών μεγεθών της επιχείρησης είτε για να διασφαλίσουν τη θέση τους στην ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης είτε για να προαχθούν σε κάποια υψηλότερη βαθμίδα της διοικητικής ιεραρχίας. Ο φόβος της αντικατάστασης ή οι προσωπικές φιλοδοξίες μπορούν να αποτελέσουν ισχυρό κίνητρο για ένα στέλεχος ώστε να επηρεάσει το οικονομικό αποτέλεσμα και να διαστρεβλώσει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

4.7 ΤΡΟΠΟΙ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Αναφορικά με τους τρόπους με τους οποίους η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την αξιοπιστία των οικονομικών της καταστάσεων, αναφέρονται οι εξής:

1. Ηθελιμένη παραβίαση ενός λογιστικού προτύπου.
2. Δημιουργική παρέμβαση της διοίκησης όταν δεν υπάρχει ένα πρότυπο που να ρυθμίζει ένα συγκεκριμένο λογιστικό θέμα.
3. Υποκειμενισμός και άσκηση κρίσης από την πλευρά της διοίκησης όταν τα λογιστικά πρότυπα αφήνουν περιθώρια επιλογών στην αντιμετώπιση διάφορων θεμάτων.

4.8 ΜΟΡΦΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Δύο είναι οι κυριότερες μορφές της χειραγώγησης των κερδών, οι οποίες μπορούν να εφαρμοστούν από τα στελέχη των επιχειρήσεων είτε συνδυαστικά είτε ξεχωριστά σε διάφορες χρονικές περιόδους προκειμένου να επιτευχθούν οι μακροπρόθεσμοι στόχοι της. Αυτές είναι:

- Η εξομάλυνση των κερδών (Income Smoothing)
- Τα «Μεγάλα Λουτρά» (Big Bath Accounting)

Πιο αναλυτικά:

Income Smoothing

Η συνηθέστερα παρατηρούμενη μορφή της χειραγώγησης κερδών σχετίζεται με την εξομάλυνση ή ομαλοποίηση των κερδών (income smoothing). Η εξομάλυνση των κερδών

έχει ένα σαφή στόχο που είναι η εμφάνιση μιας σταθερής αύξησής τους. Για την ύπαρξη αυτής της μορφής χειραγώγησης, απαραίτητη προϋπόθεση είναι η εταιρία να παράγει αρκετά μεγάλα κέρδη και επομένως η οικονομική της απόδοση να είναι πάνω από το μέσο όρο για μακρά χρονική περίοδο ώστε να δημιουργούνται προβλέψεις με τις οποίες θα ρυθμίζονται οι ροές όταν χρειάζεται. Πρόκειται κυρίως για μία μείωση στη διακύμανση των κερδών, η οποία ως γνωστό αποτελεί ένα μέτρο του επιχειρησιακού κινδύνου. Η εξομάλυνση των κερδών συνεπάγεται την μη δημοσιοποίηση μέρους των κερδών σε καλές χρήσεις μέσω της δημιουργίας αποθεματικών και την δημοσιοποίηση μετέπειτα αυτών των κερδών σε κακές χρήσεις. Οι επενδυτές θεωρούν ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία εάν οι εκπλήξεις κατά τη δημοσίευσή τους είναι μικρότερες (εάν δηλαδή τα δημοσιευμένα κέρδη είναι πολύ κοντά στα αναμενόμενα κέρδη). Μια μεγαλύτερη απόκλιση μειώνει την αναφερόμενη αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών, μετριάζοντας την αύξηση στην αξία της εταιρίας από τη δημοσίευση υψηλότερων κερδών.

Η υπόθεση ότι οι μάνατζερ εξομαλύνουν τα κέρδη ερευνήθηκε για πρώτη φορά από τον Herworth (1953) αν και περισσότερο εμπειριστατωμένη έρευνα πραγματοποίησε ο Gordon (1964). Οι Belkaoui και Picur (1984) παρουσίασαν διάφορα κίνητρα για την εξομάλυνση των κερδών. Οι πρώτες έρευνες υπέθεταν ότι οι μάνατζερ ωθούνται να μειώσουν την διακύμανση των κερδών σε μία προσπάθεια να μειώσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης όπως τον αντιλαμβάνεται η αγορά (Cushing 1969, Ronen και Sadan 1975, Beidleman 1973). Όπως αναφέρει οι Fern et al. (1994) μεταγενέστερες έρευνες υπέθεταν ότι οι κεφαλαιαγορές ήταν “αποτελεσματικές” και ότι οι επενδυτές δεν παραπλανούνταν από λογιστικά τερτίπια (Imhoff 1975, 1981, Copeland 1968, Beaver και Dukes 1973). Οι Beattie et. al. (1994) βρήκαν ότι η εξομάλυνση των κερδών αποτελεί μια φυσιολογική συμπεριφορά που βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι μάνατζερ λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητάς τους και ότι οι διακυμάνσεις και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι οι πιο συνηθισμένοι προσδιοριστικοί παράγοντες των μέτρων του κινδύνου της αγοράς. Ειδικότερα, οι μάνατζερ των εισηγμένων εταιριών αντιμετωπίζουν μια αυξανόμενη πίεση να δημοσιεύουν ομαλοποιημένη χρονοσειρά κερδών. Μόνο εάν οι αγορές ήταν τέλειες, η διακύμανση των κερδών δε θα είχε κόστος για τους μάνατζερ και τις επιχειρήσεις τους, και έτσι, αυτοί δεν θα είχαν κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη. Οι Wild et. al. (2001) βρήκαν ότι πολλές γνωστές εταιρίες, όπως η Coca-Cola, η General Electric και η Microsoft χρησιμοποιούν αυτή τη μορφή χειραγώγησης των κερδών.

Big Bath Accounting

Η στρατηγική του «Μεγάλου Λουτρού» ενέχει την πραγματοποίηση όσο γίνεται περισσότερων αποσβέσεων-διαγραφών σε μία χρήση. Η χρήση που επιλέγεται είναι συνήθως μία περίοδος ύφεσης για την εταιρία ή μία περίοδος όπου συμβαίνουν ασυνήθιστα γεγονότα, όπως αλλαγή διοίκησης, συγχώνευση, αναδιάρθρωση κ.α. Λόγω της ασυνήθιστης και μη επαναλαμβανόμενης φύσης ενός «Μεγάλου Λουτρού», οι χρήστες των λογιστικών πληροφοριών τείνουν να προεξοφλούν τη χρηματοοικονομική του επίπτωση. Αυτό προσφέρει μία ευκαιρία να διαγραφούν όλες οι «παλιές αμαρτίες» και επιπλέον διευκολύνει τη διοίκηση για μελλοντικές αυξήσεις κερδών. Η αλλαγή διοίκησης συχνά οδηγεί στη χρήση αυτής της μεθόδου όπου η νέα διοίκηση επιθυμεί να παρουσιάσει μια μελλοντικά καλύτερη εικόνα για την εταιρία. Οι Wild et. al. (2001) αναφέρουν ότι η Motorola έκανε μία χρέωση ύψους \$1,98 δις για δαπάνες αναδιάρθρωσης στα αποτελέσματα χρήσης όταν ο Louis Gerstner έγινε διευθυντής της IBM. Ο Gerstner διέγραψε κονδύλια συνολικού ύψους \$4 δις στο έτος που ανέλαβε τη διοίκηση. Ενώ ένα σημαντικό μέρος αυτής της χρέωσης δαπανών συμπεριελάμβανε έξοδα που σχετίζονταν με την τότε κατάσταση της εταιρίας, περιελάμβανε επίσης πολλά κονδύλια τα οποία συνιστούσαν μελλοντικά έξοδα της επιχείρησης.

Ένα από τα παλαιότερα άρθρα που ερεύνησαν την υπόθεση του “Big Bath” ήταν του Moore (1973) ο οποίος σημείωσε ότι η νέα διοίκηση έχει τάση να είναι πολύ απαισιόδοξη σχετικά με την αποδοτικότητα της επιχείρησης που αναλαμβάνει καθώς και τις αξίες υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων της. Η νέα διοίκηση μπορεί να επωφεληθεί από τη εικονική μείωση των τρεχόντων κερδών κατηγορώντας τις προηγούμενες διοικήσεις για τα χαμηλά επίπεδά τους (και μειώνοντας παράλληλα τις ιστορικές βάσεις για μελλοντικές συγκρίσεις).

Ένα όχι πολύ σπάνιο γεγονός είναι ότι πολλές επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να παραμείνουν ανταγωνιστικές αναδιοργανώνουν ή εξαλείφουν κάποιες από τις λειτουργίες τους ή τις θυγατρικές τους. Όταν αυτό συμβαίνει, τα GAAP παρέχουν τη δυνατότητα στη διοίκηση να καταγράψει μία προβλεπόμενη χρέωση έναντι των κερδών για το κόστος εφαρμογής της αλλαγής. Αυτή η εκτιμώμενη ζημιά αναφέρεται ως μη επαναλαμβανόμενη χρέωση έναντι των εσόδων, κάτι που σημαίνει ότι δεν αναφέρεται στα τακτικά λειτουργικά αποτελέσματα. Οι τεχνικές του «Μεγάλου Λουτρού» χρησιμοποιούνται με την πεποίθηση ότι όταν πρέπει να ανακοινωθούν άσχημα νέα για την εταιρία, όπως για παράδειγμα ζημιές από κάποια σημαντική αναδιοργάνωση, είναι καλύτερο να ανακοινωθούν αμέσως ώστε να δημιουργηθούν οι συνθήκες για αυξήσεις των κερδών στο μέλλον. Αντίστοιχα, από τη στιγμή που τέτοιες χρεώσεις βασίζονται σε εκτιμήσεις, είναι προτιμότερο να εκτιμώνται σε υψηλά

επίπεδα ώστε να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις, αντί να επιλέγονταν μεσαίου ή χαμηλού επιπέδου εκτιμήσεις και αποδεικνυόταν αργότερα ότι τα έξοδα βρίσκονταν σε υψηλό επίπεδο.

Συμπεραίνοντας, θα λέγαμε πως οι διοικήσεις προβαίνουν σε «Big Bath accounting» όταν τα νέα για τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ άσχημα, ενώ όταν τα νέα είναι καλά προβαίνουν σε «Income Smoothing».

4.9 ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗΣ

Οι πιο επιτυχημένες και ευρέως διαδεδομένες τεχνικές χειραγώγησης των κερδών χωρίζονται σε έντεκα κατηγορίες και είναι οι εξής:

- Τεχνική Δημιουργίας Ειδικού Αποθεματικού (“Cookie jar Reserve”)
- Τεχνική «Μεγάλου Στοιχήματος για το Μέλλον» (“Big Bet on the Future”)
- «Εμπλουτισμός» του Επενδυτικού Χαρτοφυλακίου
- Απαλλαγή από Προβληματικές Εταιρίες
- Αλλαγή των GAAP
- Αποσβέσεις και Έξοδα Πολυετούς Απόσβεσης
- Πώληση/ Επανεκμίσθωση και Τεχνικές Ανταλλαγής Περιουσιακών Στοιχείων
- Κατάταξη Λειτουργικών έναντι μη Λειτουργικών Εσόδων
- Πρόωρη Αποπληρωμή Χρεών
- Η Χρήση των Παραγώγων
- Τεχνική «Συρρίκνωσης του Πλοίου» (“Shrink the Ship”)

4.10 Η ΧΕΙΡΑΓΩΓΗΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Επικρατεί η πεποίθηση ότι η δημιουργική λογιστική εξασκείται σε μεγάλες και ακμάζουσες χώρες όπως είναι το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Η.Π.Α., πεποίθηση που βασίζεται στη θεωρία αντιπροσώπευσης και υποστηρίζεται από σημαντικές εμπειρικές μελέτες. Μια τέτοια, διαδεδομένη πεποίθηση είναι παρούσα και στην περίπτωση της χώρας μας και στηρίζεται σε

καλούς λόγους. Σύμφωνα με τον Baralexis (2004), οι λόγοι οι οποίοι ευνοούν το φαινόμενο της χειραγώγησης στην Ελλάδα είναι οι εξής:

- Ενθάρρυνση από το νόμο
- Περιορισμένη επίδοση της διοίκησης
- Απαιτήσεις για εξωτερική χρηματοδότηση
- Υψηλή αντιλαμβανόμενη φορολογία εισοδήματος
- Αδύναμη δομή εταιρικής διακυβέρνησης
- Αδύναμο λογιστικό επάγγελμα
- Περιορισμένη έκταση εξωτερικού ελέγχου
- Μη εξειδικευμένοι χρήστες

Η δημιουργική λογιστική εξασκείται στην Ελλάδα και μάλιστα σε σημαντικό βαθμό, κυρίως με την «ευλογία» του νόμου.

Η εμπειρική διερεύνηση του βαθμού χειραγώγησης των κερδών στην Ελλάδα αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον αν λάβει κανείς υπόψη του τα συμπεράσματα δύο πρόσφατων διεθνών μελετών (Leuz et. al. 2003, Bhattacharya et. al. 2003) σύμφωνα με τις οποίες, η «ωραιοποίηση» των αποτελεσμάτων είναι συχνότερο φαινόμενο σε χώρες με χαμηλή προστασία των επενδυτών και ασθενή εφαρμογή των νόμων. Με βάση την υπόθεση αυτή, οι ελληνικές εταιρείες κατετάγησαν πρώτες μεταξύ όλων των χωρών που εξετάστηκαν στη χρησιμοποίηση τεχνικών χειραγώγησης των αποτελεσμάτων τους και επομένως τελευταίες όσον αφορά την ποιότητα των κερδών που εμφανίζουν στις οικονομικές τους καταστάσεις.

Πεδίο εφαρμογής της δημιουργικής λογιστικής αποτελεί το περιεχόμενο όλων των οικονομικών καταστάσεων:

- (α) ισολογισμού,
- (β) κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων,
- (γ) κατάστασης μεταβολών των ίδιων κεφαλαίων,
- (δ) κατάστασης ταμειακών ροών
- (ε) σημειώσεων που περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών και άλλες επεξηγηματικές σημειώσεις, αφηγηματικές περιγραφές ή αναλύσεις των στοιχείων που

γνωστοποιούνται στις καταστάσεις αυτές, καθώς και πληροφορίες για στοιχεία που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για αναγνώριση στις καταστάσεις.

Πρέπει να σημειωθεί ότι στην Ελλάδα οι ως σήμερα γνωστές ωραιοποιήσεις είχαν στόχο κυρίως τη μείωση των κερδών και της αντίστοιχης φορολογίας, μέσω διόγκωσης των εξόδων. Με την είσοδο όμως πολλών επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο, η προσπάθειά τους εστιάζει στην αύξηση των κερδών και στη ταχεία ανάπτυξή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Σκοπός της έρευνας

Σκοπός της έρευνας αυτής είναι να εξετάσει τους παράγοντες που διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο στον καθορισμό των αμοιβών των ανώτατων στελεχών στην Ελλάδα, καθώς και την ύπαρξη ή μη σχέσης μεταξύ διαφοροποιημένων δεδουλευμένων και των αμοιβών αυτών.

Δεδομένα

Τα δεδομένα μας είναι χρονικώς επαναλαμβανόμενα διαστρωματικά στοιχεία (panel data) και αφορούν 95 εισηγμένες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις του βιομηχανικού κλάδου της Ελλάδας, για την χρονική περίοδο 2007-2011. Τα στοιχεία αντλήθηκαν από την βάση δεδομένων “Worldscope” καθώς και από τις ετήσιες εκθέσεις των επιχειρήσεων του δείγματος. Κάποιες επιχειρήσεις αποκλείστηκαν λόγω ανεπαρκών στοιχείων. Για την οικονομετρική ανάλυση, γίνεται χρήση της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων (Least Squares).

Υποθέσεις

➤ *Υπόθεση 1η:*

H01: Οι αμοιβές της διοίκησης σχετίζονται θετικά με την απόδοση της επιχείρησης.

Η απόδοση της επιχείρησης μετράται με διάφορους τρόπους, όπως τα ROA, ROS, ROE, SR, TOBIN. Πολλές έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί με σκοπό να ανακαλύψουν τον βαθμό στον οποίο οι διάφορες αμοιβές της διοίκησης εξαρτώνται από την απόδοση των επιχειρήσεων. Για την μελέτη αυτή θα χρησιμοποιήσουμε το παρακάτω μοντέλο:

$$COMP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 ROS_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 TOBIN_{i,t} + \alpha_7 GROWTH_{i,t} + \alpha_8 SR_{i,t} + \alpha_9 CRISIS_{i,t} + e_{i,t}$$

(Firth et al., 1999, Duffhues and Kabir, 2008)

Όπου:

ROA: Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού

ROS: Δείκτης Απόδοσης επί των Πωλήσεων

ROE: Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

LEV: Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης

SIZE: Λογάριθμος στοιχείων Ενεργητικού

TOBIN: Δείκτης αποδοτικότητας Tobin's q

GROWTH: Ανάπτυξη Ιδίων Κεφαλαίων

SR: Απόδοση μετοχών

CRISIS: Ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την οικονομική κρίση, παίρνοντας την τιμή 1 τα έτη 2009-2011, διαφορετικά την τιμή 0

➤ Υπόθεση 2η:

H02 : Η χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων αυξάνει τις αμοιβές της διοίκησης.

Πολλές έρευνες έχουν δείξει ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων επηρεάζουν τα αποτελέσματα με σκοπό να πετύχουν υψηλότερες αμοιβές. Τα διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα είναι γνωστό ότι υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια των διοικήσεων και αποτελούν ένδειξη του βαθμού στον οποίο τα δημοσιευμένα κέρδη είναι ωραιοποιημένα. Έτσι, το μοντέλο που θα μας βοηθήσει να βρούμε την σχέση αυτών των δύο είναι το παρακάτω:

$$COMP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OCF_{i,t} + \alpha_2 NDA_{i,t} + \alpha_3 DA_{i,t} + \alpha_4 PosDA * DA_{i,t} + \alpha_5 EXTRA_{i,t} + \alpha_6 CRISIS_{i,t} + e_{i,t}$$

(Shuto, 2007)

Όπου:

OCF: Λειτουργικές Ταμιακές Ροές

NDA: Μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

DA: Διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα

PosDA*DA: Δείκτης ο οποίος λαμβάνει την τιμή 1 εάν το DA είναι θετικό, διαφορετικά την τιμή 0

EXTRA: Έκτακτα κονδύλια

CRISIS: Ψευδομεταβλητή που αντιπροσωπεύει την οικονομική κρίση, παίρνοντας την τιμή 1 τα έτη 2009-2011, διαφορετικά την τιμή 0

Για τον υπολογισμό των DA, υπολογίσαμε αρχικά τα συνολικά δεδουλευμένα (AC) χρησιμοποιώντας το cross-sectional Jones model (Jones, 1991):

$$AC_{i,t} = \alpha_0 (1/ A_{i,t-1}) + \alpha_1 \Delta REV_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + e_{i,t}$$

Όπου:

$A_{i,t}$: είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων το έτος t.

$\Delta REV_{i,t}$: είναι η ετήσια μεταβολή στα έσοδα τη χρονική t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$PPE_{i,t}$: είναι τα μεγέθη property, plant and equipment τη χρονική περίοδο t διαιρούμενα με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων

$e_{i,t}$: είναι ο διαταρακτικός όρος της παλινδρόμησης

Τα κατάλοιπα της πιο πάνω παλινδρόμησης μας δίνουν τα DA (Kothari et al., 2004 και Garga-Gomez et al., 2006).

Τα NDA υπολογίζονται από την διαφορά των DA από τα AC.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στην ενότητα αυτή θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα της εμπειρικής μας έρευνας, βρίσκοντας ποιοι παράγοντες καθορίζουν τις αμοιβές των διοικήσεων στην Ελλάδα και κατά πόσο αυτές οι αμοιβές σχετίζονται με την χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων. Τα αποτελέσματα είναι διορθωμένα από πρόβλημα αυτοσυσχέτισης και ετεροσκεδαστικότητας. Έγινε χρήση του ελέγχου Breusch-Pagan-Godfrey για την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας και του ελέγχου Breusch-Godfrey για την ύπαρξη αυτοσυσχέτισης.

6.1.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΑΜΟΙΒΕΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων μας, κάναμε χρήση του παρακάτω μοντέλου:

$$COMP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \alpha_2 ROS_{i,t} + \alpha_3 ROE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 TOBIN_{i,t} + \alpha_7 GROWTH_{i,t} + \alpha_8 SR_{i,t} + \alpha_9 CRISIS_{i,t} + e_{i,t}$$

(Firth et al., 1999, Duffhues and Kabir, 2008)

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης όπως αυτά προέκυψαν από το πρόγραμμα E-views:

Πίνακας 6.1: Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης

PANEL REGRESSION	
Variables	Coef
constant	10.20487*** (3.124786)
ROA	-5.863218* (2.964512)
ROS	-5.186520 (6.570080)
ROE	-4.268945 (3.895651)
LEV	3.495925** (1.302165)
SIZE	3.936895*** (0.392290)

TOBIN	-4.136561 (2.542869)
GROWTH	1.086169 (0.567388)
SR	-3.617289 (3.628283)
CRISIS	-32.69992 (16.63076)
F-statistic	6.769081
R^2	0.469105
Sample size	95

Τα σύμβολα ***, ** και * υποδεικνύουν στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. Στις παρενθέσεις βρίσκονται τα τυπικά σφάλματα.

Το μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό με P value 0.000004. Έτσι, απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας και τουλάχιστον μία από τις μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντική.

Παρατηρούμε ότι τα στοιχεία τα οποία συσχετίζονται με την απόδοση της επιχείρησης, δεν εξηγούν επαρκώς την σχέση τους με τις αμοιβές. Μεταβλητές που έχουν να κάνουν με την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης βλέπουμε ότι σχετίζονται λίγο ή και καθόλου με τις αμοιβές των στελεχών. Συγκεκριμένα, οι μεταβλητές ROS, ROE, TOBIN και SR παρατηρούμε ότι είναι στατιστικά ασήμαντες για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας, ενώ η μεταβλητή ROA είναι σημαντική. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την άποψη ότι τα στελέχη έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν τις αμοιβές τους και με την άποψη ότι τελικά το ύψος των αποδοχών τους δεν εξαρτάται ιδιαίτερα από παράγοντες που έχουν να κάνουν με την απόδοση. Η έρευνά μας συνάδει με το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας, ότι δηλαδή δεν υπάρχει πολύ μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των αμοιβών και της απόδοσης της επιχείρησης.

Αντιθέτως, παρατηρούμε ότι το μέγεθος της επιχείρησης φαίνεται να παίζει σημαντικό ρόλο στον καθορισμό των αμοιβών, καθώς η μεταβλητή SIZE είναι στατιστικά σημαντική.

Η μόχλευση (LEV) επίσης σχετίζεται θετικά με τις αμοιβές, φανερώνοντας έτσι ότι υψηλά ποσά χρέους αυξάνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να απαιτείται η καταβολή μεγαλύτερων αμοιβών στα στελέχη. Το αποτέλεσμα αυτό είναι αντίθετο με την θεωρία που υποστηρίζει ότι μεγαλύτερα ποσά χρέους αυξάνουν τον έλεγχο των στελεχών.

Οι μεταβλητές που αφορούν την ανάπτυξη της επιχείρησης και την οικονομική κρίση φαίνεται να μην σχετίζονται με τις αμοιβές της διοίκησης την περίοδο αυτή.

6.1.2 ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΣΕ ΔΕΛΟΥΛΕΥΜΕΝΗ ΒΑΣΗ ΚΑΙ ΑΜΟΙΒΕΣ

Για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων της δεύτερης υπόθεσης, κάναμε χρήση του παρακάτω μοντέλου:

$$COMP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OCF_{i,t} + \alpha_2 NDA_{i,t} + \alpha_3 DA_{i,t} + \alpha_4 PosDA * DA_{i,t} + \alpha_5 EXTRA_{i,t} + \alpha_6 CRISIS_{i,t} + e_{i,t}$$

(Shuto, 2007)

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης όπως αυτά προέκυψαν από το πρόγραμμα E-views:

Πίνακας 6.2: Αποτελέσματα Γραμμικής Παλινδρόμησης

PANEL REGRESSION	
Variables	Coef
constant	15.71369*** (1.770506)
OCF	2.157845*** (0.939739)
NDA	1.955522 (1.498654)
DA	1.186244** (0.459034)
PosDA*DA	1.638454* (0.825184)
EXTRA	0.075245 (0.161709)
CRISIS	-10.65754 (12.31309)
F-statistic	9.756868
R ²	0.185569
Sample size	95

Τα σύμβολα ***, ** και * υποδεικνύουν στατιστική σημαντικότητα για επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα. Στις παρενθέσεις βρίσκονται τα τυπικά σφάλματα.

Το μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό με P value 0.000009. Έτσι, απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση για κάθε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας και τουλάχιστον μία από τις μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντική.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η μεταβλητή DA είναι στατιστικά σημαντική, υποδεικνύοντας ότι η χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων έχει ιδιαίτερη ισχύ στο μοντέλο μας.

Το PosDA είναι ένας δείκτης που παίρνει την τιμή ένα εάν το DA είναι θετικό, διαφορετικά την τιμή μηδέν. Αν τα στελέχη των επιχειρήσεων κάνουν χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων για να αυξήσουν τα κέρδη ώστε να μεγιστοποιήσουν την αμοιβή τους, τότε θετικά διαφοροποιημένα δεδουλευμένα θα έχουν ισχυρότερη επίδραση στις αποζημιώσεις. Η μεταβλητή PosDA*DA βλέπουμε ότι σχετίζεται θετικά με τις αμοιβές και ότι είναι στατιστικά σημαντική, αποδεικνύοντας έτσι ότι τα θετικά DA έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα απ' ό,τι τα αρνητικά.

Η μεταβλητή OCF, δηλαδή οι λειτουργικές ταμειακές ροές, εκτιμά την δυνατότητα επιβίωσης μιας επιχείρησης. Δείχνει το κατά πόσο μία επιχείρηση είναι σε θέση να δημιουργήσει ρευστά διαθέσιμα και να οδηγήσει σε μακροχρόνια κερδοφορία μέσα από αποτελεσματική διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού. Η μεταβλητή αυτή είναι στατιστικά σημαντική, δείχνοντας ότι όσο αυξάνονται τα ρευστά στην επιχείρηση, αυξάνονται και οι αμοιβές της διοίκησης.

Το αποτέλεσμα ότι η μεταβλητή EXT είναι στατιστικά ασήμαντη είναι σύμφωνη με την θεωρία ότι οι αμοιβές είναι λιγότερο ευαίσθητες σε παροδικές συνιστώσες κερδών απ' ό,τι σε μόνιμες. Οι Gaver και Gaver (1998), απέδειξαν ότι οι έκτακτες ζημίες, οι οποίες αποτελούν παροδικά κέρδη, δεν σχετίζονται με τις αμοιβές σε μετρητά.

Τα μη διαφοροποιούμενα δεδουλευμένα καθώς και η οικονομική κρίση φαίνεται να μην επηρεάζουν την εξαρτημένη μας μεταβλητή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

7.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μέσα από μια αδικαιολόγητη επιρροή, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν με την πάροδο του χρόνου αυξήσει συνεχώς το εισόδημά τους πολύ πάνω από αυτό της αγοράς, δημιουργώντας έτσι αμφιβολίες σχετικά με την αιτιολόγηση των κερδών αυτών. Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 έριξε φως στην σημασία της αναθεώρησης των πακέτων αποζημίωσης των κορυφαίων στελεχών.

Η χρήση αμοιβών οι οποίες σχετίζονται με τις τιμές των μετοχών, αποτελεί πλέον ευρέως διαδεδομένη πρακτική ευθυγράμμισης των στόχων των στελεχών με αυτούς των μετόχων. Το μεταβλητό μέρος της αμοιβής φαίνεται να έχει αυξηθεί κατά πολύ, πράγμα που σημαίνει ότι τα στελέχη μπορούν να κερδίσουν μεγάλα χρηματικά ποσά με την επίτευξη κάποιων στόχων. Για τα περισσότερα στελέχη, η απόδοση της μετοχής φαίνεται να αποτελεί το κυρίαρχο συστατικό των κινήτρων τους (Core et al., 2003). Σε πρακτικό επίπεδο, η χορήγηση τέτοιου είδους αμοιβών μπορεί να οδηγήσει σε τεράστια ποσά αποζημιώσεων τα οποία για να επιτύχουν, τα στελέχη είναι διατεθειμένα να καταφύγουν και σε πρακτικές χειραγώγησης των λογιστικών αποτελεσμάτων.

Στην έρευνα αυτή εξετάσαμε τους παράγοντες εκείνους που διαμορφώνουν τα επίπεδα αμοιβών των στελεχών των διοικήσεων σε επιχειρήσεις της Ελλάδας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ αμοιβών και απόδοσης των επιχειρήσεων, ωστόσο ο κύριος παράγοντας ο οποίος επηρεάζει περισσότερο το επίπεδο αμοιβών φαίνεται να είναι το μέγεθος της επιχείρησης. Όσο αυξάνεται το μέγεθος της επιχείρησης, αυξάνονται και οι αμοιβές, ανεξάρτητα από την απόδοση. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με τα αποτελέσματα πολλών ερευνών.

Η έρευνα αυτή εξέτασε επίσης, εάν τα στελέχη των ελληνικών επιχειρήσεων χρησιμοποιούν επιλογές λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση ώστε να αυξήσουν τις αμοιβές τους. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η χρήση διαφοροποιημένων δεδουλευμένων σχετίζεται θετικά με το επίπεδο των αμοιβών τους.

Κύριο μέλημα των ελληνικών επιχειρήσεων, απ' ό τι φαίνεται, είναι η προσπάθεια να διατηρήσουν μια αξιοπρεπή εικόνα εξομάλυνσης στην αγορά, καλύπτοντας επιδερμικά τα οικονομικά τους προβλήματα.

Είναι αδιαμφισβήτητο ότι η σε βάθος κατανόηση των κινήτρων που ωθούν τις διοικήσεις στην υιοθέτηση μη αποδεκτών τακτικών, αποτελεί παράγοντα κλειδί για την πρόληψη της απάτης και την ενίσχυση των μεθόδων αποτελεσματικής εταιρικής διακυβέρνησης.

7.2 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Στο μέλλον, θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε στην μεταβλητή των αμοιβών τα διάφορα stocks και options που κερδίζουν τα στελέχη κατά τη διάρκεια του έτους. Επίσης, θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε στο δείγμα μας και άλλους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, ώστε να υπάρξει μια σφαιρική εικόνα της χειραγώγησης στην Ελλάδα. Τέλος, θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε στα υποδείγματά μας κι άλλες μεταβλητές, όπως την διάρκεια θητείας των στελεχών στην εκάστοτε επιχείρηση, το αν η επιχείρηση είναι οικογενειακή καθώς και τον αριθμό των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Abdel-Kbalik, A., Chi, C. and Ghicas, D. (1987), "Rationality of executive compensation schemes and real accounting changes", *Contemporary Accounting Research*, 4(1), 32-60.
2. Abdel-Kbalik, A. (1985), "The effect of LIFO switching and firm ownership on executives' pay", *Journal of Accounting Research*, 23(2), 427-447.
3. Abdullah, S. (2006), "Directors' Remuneration, Firms Performance and Corporate Governance in Malaysia Among Distressed Companies", *Corporate Governance*, 6(2), 162-174.
4. Aboody, D. and Kasznik, R. (2000), "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures", *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 73-100.
5. Ahimud, Y. and Lev, B. (1981), "Risk reduction as a management motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, 12(2), 605– 617.
6. Al-Fayoumi, N., Abuzayed, B. and Alexander, D. (2010), "Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets: The Case of Jordan", *International Research Journal of Finance and Economics*, 38, 1450-2887.
7. Allen, M. P. (1981). "Power and privilege in the large corporation: corporate control and managerial compensation", *American Journal of Sociology*, 86(5), 1112–1123.
8. Anderson, R., Boylan, R. and Reeb, D. (2006), "Paying the CEO: The Integrity Reputation Premium", Working Paper, Temple University.
9. Anderson, R., Mansi, S. and Reeb, D. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.
10. Antle, R. and Smith, A. (1986). "An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives", *Journal of Accounting Research*, 24(1), 1–39.
11. Arya, A., Glover, J. and Sunder, S. (2003), "Are unmanaged earnings always better for shareholders?", *Accounting Horizons*, 17, 111-116.
12. Astley, G. and Sachdeva, P. (1984), "Structural sources of intraorganizational power: a theoretical synthesis", *Academy of Management Review*, 9(1), 104–113.
13. Baber, W., Kang, S. and Kumar, K. (1997), "Accounting earnings and executive compensation: The role of earnings persistence", *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 169-193.

14. Baker, T., Collins, D. and Reitenga, A. (2003), "Stock Option Compensation and Earnings Management Incentives", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18(4), 557-582.
15. Balsam, S. (1998). "Discretionary accounting choices and CEO compensation", *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 229–252.
16. Baralexis S. (2004), "Creative Accounting in small advancing counties: The Greek Case", *Management Auditing Journal*, 19(3), 440-4611, 495-509.
17. Barkema, H. G. and Gomez-Mejia, L. R. (1998), "Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework", *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145.
18. Bartov, E., Givoly, D. and Hayn. C. (2002), "The rewards to meeting or beating earnings expectations", *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204.
19. Baysinger, B. and Butler, H. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organizations*, 1(1), 101–124.
20. Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S. Thomas, D. and Turner, M. (1994), "Extraordinary items and income smoothing: A positive accounting approach", *Journal of Business Finance and Accounting*, 21(6), 791-811.
21. Beaver, W. and Dukes, R. (1973), "Delta depreciation methods: Some empirical results", *The Accounting Review*, 48, 549-559.
22. Bebchuk, L., and Fried, J. (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
23. Bebchuk, L. and Grinstein, Y. (2005), "The Growth of Executive Pay", *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 283-303.
24. Bebchuk, L., Fried, J. and Walker, D. (2002), "Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation", *University of Chicago Law Review*, 69, 751-846.
25. Bebchuk, L. and Fried, J. (2005), "Pay without performance: overview of the issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (4), 8–23.
26. Beidleman, C. (1973). "Income smoothing: The role of management", *The Accounting Review*, 48(4), 653-667.

27. Belkaoui, A. and Picur, R.D. (1984), "The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences between core and periphery industrial sectors", *Journal of Business Finance and Accounting*, 11(4), 527-545.
28. Benito, A. and Conyon, M. (1999), "The Governance of Directors' Pay: Evidence from UK Companies", *Journal of Management and Governance*, 3(2), 117-136.
29. Benston, G. (1985), "The self-serving management hypothesis: some evidence", *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 67-84.
30. Benz, M., Kucher, M. and Stutzer, A. (2001), "Stock Options: The Managers' Blessing: Institutional Restrictions and Executive Compensation", Working Paper No. 61, University of Zurich Institute for Empirical Research in Economics.
31. Bergstresser, D. and Philippon, T. (2006), "CEO Incentives and Earnings Management", *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511-529.
32. Berle, A. and Means, G. (1932), *The modern corporation and private property*, New York: The Macmillan Company.
33. Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2001), "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are", *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 901-932.
34. Bhattacharya, U., Daouk, H. and Welker, M. (2003), "The world price of earnings opacity", *The Accounting Review*, 78(3), 641-678.
35. Bizjak, J., Lemmon, M. and Naveen, L. (2008), "Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation?", *Journal of Financial Economics*, 90(2), 152-168.
36. Blair, R. and Kaserman, D. (1983), "Ownership and Control in the Modern Corporation - Antitrust Implications", *Journal of Business Research*, 11(3), 333-343.
37. Bloom, M., and Milkovich, G. (1998), "Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance", *Academy of Management Journal*, 41 (3), 283-297.
38. Boskin, T. (2005), *Does The Global Transition Imply Creativity In The Accounting?*, 6th International Conference of the Faculty of Management Koper Congress Centre Bernardin, Slovenia.
39. Boyd, B. (1994), "Board Control and CEO Compensation," *Strategic Management Journal*, 15(5), 335-344.
40. Brass, D. and Burkhardt, M. (1993), "Potential power and power use: an investigation of structure and behavior", *Academy of Management Journal*, 36(3), 441-470.

41. Bratton, W. (2005), "Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation", *California Law Review*, 93(5), 1557-1584.
42. Brown, L. and Higgins, H. (2001), "Managing earnings surprises in the US versus 12 other countries", *Journal of Accounting and Public Policy*, 20(4-5), 373-398.
43. Bryan, S., Hwang, L. and Lilien, S. (2000), "Stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants", *Journal of Business*, 73(4), 661-693.
44. Buck, T., Bruce, A., Main, B. and Udueni, H. (2003), "Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance", *Journal of Management Studies*, 40(7), 1709-1727.
45. Carter, M., Lynch, J. and Zechman, S. (2009), "Changes In Bonus Contracts in The Post-Sarbanes-Oxley era", *Review of Accounting Studies*, 14(4), 480-506.
46. Chakraborty, A., Kazarosian, M. and Trahan, E. (1999). "Uncertainty in Executive Compensation and Capital Investment: A panel study", *Financial Management*, 28, 126-139.
47. Chauvin, K. and Shenoy, C. (2001), "Stock price decreases prior to executive stock option grants", *Journal of Corporate Finance*. 7(1), 53-76.
48. Chen, C. and Meindl, J. (1991), "The construction of leadership images in the popular press: The case of Donald Burr and People Express". *Administrative Science Quarterly*, 36, 21-551.
49. Chhaochharia, V. and Grinstein, Y. (2009), "CEO Compensation and Board Structure," *Journal of Finance*, 64(1), 231-261.
50. Chu, E. and Song, S. (2010). "Information Asymmetry and Earnings Management: Causes of Inefficient Investment in Malaysia", *Capital Market Review*, 18, 1-21.
51. Clinch, G. and Magliolo, J. (1993). "CEO compensation and components of earnings in bank holding companies", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 241-72.
52. Coase, R. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, 4(16), 386-405.
53. Collins, D. and Kothari, S. (1989), "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, 11,143-181.
54. Conyon, M. and Leech, D. (1994), "Top Pay, Company Performance and Corporate Governance", *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, 3, 229 - 47.

55. Conyon, M. and Gregg, P. (1994), "Pay at the Top: A Study of the Sensitivity of Top Executive Remuneration to Company Specific Shocks", *National Institute Economic Review*, 3, 82 - 93.
56. Conyon, M. and Murphy, K. (2000), "The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom", *Economic Journal*, 110 (467), 640–671.
57. Conyon, M. and Schwalbach, J. (2000), "Executive compensation: evidence from the UK and Germany", 33(4), 504-526.
58. Copeland, R. (1968), "Income smoothing", *Journal of Accounting Research*, 6, 101-116.
59. Cordeiro, J. and Veliyath, R. (2003), "Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation", *American Business Review*, 21(1), 56-66.
60. Core, J., Guay, W. and Verrecchia, R. (2003), "Price versus Non- Price Performance Measures in Optimal CEO Compensation Contracts?", *The Accounting Review*, 78(4), 957-981.
61. Core, J., Guay, W. and Larcker, D. (2003), "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9, 27-50.
62. Core, J., Holthausen, R. and Larcker, D. (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
63. Coughlan, A. and Schmidt, R. (1985), "Executive compensation, managerial turnover, and firm performance", *Journal of Accounting and Economics*, 7, 67–84.
64. Christie, A. (1990), "Aggregation of test statistics: An evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses", *Journal of Accounting and Economics*, 12, 15-36.
65. Crystal, G. (1991), "Why CEO Compensation Is So High", *California Management Review*, 34(1), 9-29.
66. Cunat, V. and Guadalupe, M. (2009), "Globalization and the Provision of Incentives inside the Firm: The Effect of Foreign Competition", *Journal of Labor Economics*, 27(2), 179-192.
67. Cushing, B. (1969), "An empirical study of changes in accounting policy", *Journal of Accounting Research*, 7(2), 196-203.

68. Daily, C., Johnson, J., Ellstrand, A. and Dalton, D. (1998), "Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation", *Academy of Management Journal*, 41(2),209-220.
69. David P, Kochhar, R.and Levitas, E. (1998), "The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation", *Academy of Management Journal*, 41(2),200-208.
70. DeAngelo, H. and DeAngelo, L., (2000), "Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of times mirror company", *Journal of Financial Economics*, 56, 153–207.
71. Dechow, P., Huson, M. and Sloan, R. (1994), "The effect of restructuring charges on executives' cash compensation", *The Accounting Review*, 69, 138-56.
72. Defeo, V., Lambert R and Larcker, D. (1989), "Executive compensation effects of equity-for-debt swaps", *The Accounting Review* 64,201-27.
73. Demski, J. (1998). "Performance measure manipulation", *Contemporary Accounting Research*, 15, 261-285.
74. Dogan, E. and Smyth, R. (2002), "Board Remuneration, Company Performance and Corporate Governance: Evidence from Publicly Listed Malaysian Companies", *ASEAN Economic Bulletin*,19, 319-347.
75. Dow, J. and Raposo, C. (2005), "CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy", *Journal of Finance*, 60(6), 2701-2727.
76. Duffhues, P. and Kabir, R. (2008), "Is the pay-performance always positive? Evidence from the Netherlands", *Journal of Multinational Financial Management*, 18, 45-60.
77. Dyl, E. (1988), "Corporate control and management compensation—Evidence on the problem", *Managerial and Decision Economics*, 9(1), 21–25.
78. Eisenhardt, K. (1989), "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, 14, 57-74.
79. Eisenhardt, K. (1988), "Agency and institutional explanations of compensation in retail sales", *Academy of Management Journal*, 31,488 –511.
80. England, J. (1996), "Executive pay, incentives and performance", D.E Logue (ed.) *Handbook of Modern Finance*. Boston: Warren, Gorham and Lamont, p. E9-3.
81. Ezzamel, M. and Watson, R. (1998), "Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: Evidence from the United Kingdom", *Academy of Management Journal* 41(2), 221-231.

82. Faccio, M., Lang, L., and Young, L. (2001), "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, 91, 54–78.
83. Fahnstock, R., and Yost, G. (2004), "The Rationale For and Implications of Recent Business Failures on the Accounting Profession", *Journal of Accounting and Finance Research*, 12(5), 118-131.
84. Falbe, C. and Yukl, G. (1992), "Consequences for managers of using single influence tactics and combinations of tactics", *Academy of Management Journal*, 35(3), 638–652.
85. Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The University of Chicago Press*, 88(2), 288-307.
86. Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
87. Fern, R., Brown, B. and Dickey, S. (1994), "An empirical test of politically-motivated income smoothing in the oil refining industry", *Journal of Applied Business Research*, 10(1), 92.
88. Fierman, J. (1990), "The People Who Set the CEOs Pay", *Fortune*, 121(6), 58.
89. Figener, M. (2010), "Locus of ownership and family involvement in small private firms", *Journal of Management Studies*, 47 (2), 296–321.
90. Finkelstein, S. and Hambrick, D. (1988), "Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation", *Strategic Management Journal*, 9(6), 543-558.
91. Finkelstein, S. and Boyd, B. (1998), "How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation", *Academy of Management Journal*, 41(2), 179 –199.
92. Firth, M., Tam, M. and Tang, M. (1999), "The determinants of top management pay", *International Journal of Management Science*, 27, 617-635.
93. Fischer, P. and Verrecchia, R. (2000), "Reporting Bias", *The Accounting Review*, 75(2), 229-245.
94. Fiss, P. (2006), "Social influence effects and managerial compensation evidence from Germany", *Strategic Management Journal*, 27(11), 1013-1031.
95. Frangos, A. (2002), "Perk patrol: the furor over stock options", *The Wall Street Journal Sunday*, 12 May, 2.
96. Frey, B. and Osterloh, M. (2005), "Yes, managers should be paid like bureaucrats", *Journal of Management Inquiry*, 14(1), 96-111.

97. Frydman, C. (2007), "Rising Through the Ranks: The Evolution of the Market for Corporate Executives, 1936-2003", Working Paper, MIT Sloan School of Management.
98. Frydman, C. and Jenter, D. (2010), "CEO Compensation," Annual Review of Financial Economics, Annual Reviews, 2(1), 75-102,
99. Frydman, C. and Saks, R. (2010), "Executive compensation: a new view from a long-term perspective, 1936–2005", Review of Financial Studies, 23, 2099–2138.
100. Gabaix, X. and Landier, A. (2008), "Why has CEO pay increased so much?", Quarterly Journal of Economics, 123 (1), 49–100.
101. Garga-Gomez, X., Lee, Y. and Du, J. (2006), "Discretionary accruals models earnings restatements: an empirical evaluation". Working Paper, Georgia State University.
102. Gaver, J. and Gaver, K. (1998), "The relation between non recurring accounting transactions and CEO cash compensation", The Accounting Review, 73, 235-53.
103. Gayle, G. and, Miller, R. (2009), "Has Moral Hazard Become a More Important Factor in Managerial Compensation American Economic Review, 99(5): 1740-69.
104. Geiler, P. and Renneboog, L. (2011), "Managerial compensation: agency solution or problem?" Journal of Corporate Law Studies, 11(1), 99–138.
105. Goergen, M. and Renneboog, L. (2011), "Managerial Compensation", Journal of Corporate Finance, 17, 1068-1077.
106. Goldman, E. and Slezak, S. (2006), "An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation", Journal of Financial Economics, 80(3), 603-626.
107. Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M. and Makri, M. (2003), "The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations", Academy of Management Journal, 46(2),226-237.
108. Gomez-Mejia, L., Tosi, H. and Timothy, H. (1987), "Managerial Control, Performance and Executive Compensation", Academy of Management Journal 30(1), 51-76.
109. Gomez-Mejia, L. and Tosi, H. (1994), "CEO compensation monitoring and firm performance", Academy of Management Journal, 37, 1002-1016.

110. Gomez-Mejia, L. (1994), "Executive Compensation: A Reassessment and a Future Research Agenda, in: *Research in Personnel and Human Resources Management*, 12, 161–222.
111. Gordon, M. (1964), "Postulates, principles and research in accounting", *The Accounting Review*, 39, 251-263.
112. Grabke-Rundell A. and Gomez-Mejia, L. (2002), "Power as a determinant of executive compensation", *Human Resource Management Review* 12(1), 3-23.
113. Graham, J, Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005), "The economic implications of corporate financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
114. Gregg, P., Machin, S. and Szymanski, S. (1993), "The Disappearing Relationship Between Executives Pay and Corporate Performance", *British Journal of Industrial Relations*, 31, 1-9.
115. Gregg, P., Jewell, S. and Tonks, I. (2005), "Executive Pay and Performance in the UK 1994-2002", Working Paper, University of Bristol and University of Exeter.
116. Griffiths, I. (1986), *Creative Accounting- How to make your profits what you want them to be*, Unwin Hyman, London.
117. Guay, W.R., Kothari, S.P. and Watts, R. (1996), "A market based evaluation of discretionary accruals models", *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.
118. Guidry, F., Leone, A. and Rock, S. (1999), "Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers", *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113–142.
119. Guttman, I., Kadan, O. and Kandel, E. (2006), "A rational expectations theory of kinks in financial reporting", *Accounting Review*, 811-848.
120. Hall, B. and Liebman, J. (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
121. Hall, B., and Murphy, K. (2002), "Stock options for undiversified executives", *Journal of Accounting and Economics*, 33(1), 3–42.
122. Hall, B. and Murphy, K. (2003), "The Trouble with Stock Options", *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), 49-70.
123. Hambrick, D. and Finkelstein, S. (1995b), "The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top - the Case of Ceo Pay Raises", *Strategic Management Journal*, 16(3),175-193.

124. Hao, Q. and Yao, L. (2010), "An explanation for earnings management: opportunistic or signaling?", *Journal of Theoretical Accounting Research*, 5, 82-100.
125. Harris, R., Reid, R. and McAdam, R. (2004), "Employee involvement in family and non-family owned businesses in Great Britain", *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*, 10 (1/2), 49–58.
126. Hartzell, J. and Starks, L. (2002), "Institutional Investors and Executive Compensation" Working paper, New York University Stern School of Business.
127. Hazarika, S., Karpoff, J. and Nahata R. (2012), "Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management", *Journal of Financial Economics*, 104(1), 44.
128. Healy, P., Kang, S. and Palepu, K. (1987), "The effects of accounting procedure changes on CEOs' cash salary and bonus compensation", *Journal of Accounting and Economics* 9 ,7-34.
129. Healy, P. (1985), "The effect of bonus schemes on accounting decisions", *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107.
130. Healy, P. and Palepu, K. (1993), "The effect of firms' financial disclosure policies on stock prices", *Accounting Horizons*, 7, 1-11.
131. Healy, P. and Wahlen, J. (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
132. Hepworth, S.R. (1953), "Periodic income smoothing", *The Accounting Review*, 28(1),32-39.
133. Hermalin, Benjamin E. (2004), "Trends in Corporate Governance", *Journal of Finance*,
134. Herman, E. (1981), "Corporate control, corporate power", New York: Cambridge University Press.
135. Hill, C., and Snell, S. (1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries", *Strategic Management Journal*, 9, 577–590.
136. Holmstrom, B. (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, 10,74-91.
137. Holmstrom, B. and Kaplan, S. (2001), "Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.", *Journal of Economic Perspectives*,15 (2), 121-44.

138. Holmstrom, B. and Kaplan, S. (2003), "The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(3), 8-20.
139. Holthausen, R. (1990), "Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting and information perspectives", *Journal of Accounting and Economics*, 12, 207-218.
140. Holthausen, R., Larcker, D. and Sloan, R. (1995), "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29-74.
141. Imhoff, E. (1981), "Income smoothing: an analysis of critical issues", *Quarterly Review of Economics and Business*, 21(3), 23-42.
142. Imhoff, E. (1975), "Income smoothing: The role of management: A comment", *The Accounting Review*, 118-121.
143. Inderst, R. and Mueller, H. (2005), "Keeping the Board in the Dark: CEO Compensation and Entrenchment", Working Paper.
144. Jameson, M. (1988), *A Practical Guide to Creative Accounting*, Kogan Page Limited.
145. Jensen M. and Murphy K. (1990), "CEO incentives: It's not how much, but how", *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 64-76.
146. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
147. Jensen, M. and Murphy, K. (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*," 98(2), 225-264.
148. Jensen, M., Murphy, K. and Wruck, E., (2004), "Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them", Working Paper. University of Southern California and Ohio State University.
149. Jiraporn, P., Miller, G., Yoon, S., and Kim, Y. (2008), "Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Perspective", *International Review of Financial Analysis*, 17, 622-634.
150. Jones, J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.

151. Joskow, P. and Rose, N. (1994), "CEO pay and firm performance: Dynamics, asymmetries, and alternative measures of performance", Working paper, NBER, Cambridge, MA.
152. Julio, B and Yook, Y. (2010), "Earnings Management and Corporate Investment Decisions", Working Paper, Asian Finance Association International Conference.
153. Jurinski, J. and Lippman, E. (1999), "Preventing Financial Fraud", *Strategic Finance*, 80(10), 64-67.
154. Kalpathy, S. (2009), "Stock option repricing and its alternatives: an empirical examination", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44, 1459–1487.
155. Kang, S., Kumar, P. and Lee, H. (2006), "Agency and Corporate Investment: The Role of Executive Compensation and Corporate Governance", *Journal of Business*, 79, 1127- 1147.
156. Kaplan, R. and Atkinson, A. (1998), *Advanced management accounting*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
157. Keller, H. (2003), *The Determinants and Effects of Interlocking Directorships and Board Composition: An Empirical Analysis of Corporate Governance in Switzerland*, Universität St. Gallen.
158. Khan, R., Dharwadkar, R. and Brandes, P. (2005), "Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination", *Journal of Business Research*, 58, 1078-1088.
159. Kim, K. (2005), "Large shareholder turnover and CEO compensation", Pittsburgh University: Pittsburgh.
160. Kim, Y., Liu, C. and Rhee, S. (2003), "The Effect of Firm Size on Earnings Management", College of Business Administration University of Hawai'i.
161. Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C. (2004), "Performance matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197
162. Kroll, M., Simmons, S., and Wright, P. (1990), "Determinants of chief executive officer compensation following major acquisitions", *Journal of Business Research*, 20, 349 –366.
163. Lagomarsino, D. (2002), "Greenspan again blasts accounting for stock options", *The Wall Street Journal*, 6 May, C14.

164. Lambert, R. and Larcker, D. (1987), "An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts", *Journal of Accounting Research*, 25, 85-125.
165. Lee, B. and Choi, B. (2002), "Company Size, Auditor Type, and Earnings Management", *Journal of Forensic Accounting*, 3, 27-50.
166. Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. (2003), "Earnings management and investor protection: an international comparison", *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
167. Lev, B. (1989), "On the usefulness of earnings and earnings research : lessons and directions from two decades of empirical research", *Journal of Accounting Research*, 27, 153-201.
168. Lewellen, W. and Huntsman, B. (1970), "Managerial pay and corporate performance", *American Economic Review*, 60(4), 710-720.
169. Liang, P. (2004), "Equilibrium Earnings Management, Incentive Contracts and Accounting Standards", *Contemporary Accounting Standards*, 21, 685-718.
170. Lynch, L. and Perry, S. (2003), "An overview of management compensation", *Journal of Accounting Education*, 21(1), 43-60.
171. Mahoney, T.A. (1979), "Organizational Hierarchy and Position Worth", *Academy of Management Journal*, 22(4), 726-737.
172. Main, B., (1991), "Top Executive Pay and Performance", *Managerial and Decision Economics*, 12, 219-29.
173. Main, B., Bruce, A. and Buck, T. (1996), "Total Board Remuneration and Company Performance", *Economic Journal*, 106(439), 1627-1644.
174. Martin, R. and Moldoveanu, M. (2003), "Capital versus talent. The battle that's reshaping business", *Harvard Business Review*, 81(7), 36-41.
175. Maury, B. (2006), "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341.
176. McConaughy, D., Matthews, C. and Fialko, A. (2001), "Founding-family controlled firms: performance risk and value", *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.

177. McConaughy, D., Walker, M., Henderson G. and Mishra, C. (1998), "Founding family controlled firms: efficiency and value", *Review of Financial Economics*, 7 (1), 1-19.
178. McKnight, P. (1996), "An Explanation of Top Executive Pay: A UK Study", *British Journal of Industrial Relations*, 34, 557-66.
179. McKnight, P. and Tomkins, C. (1999), "Top Executive Pay in the United Kingdom: A Corporate Governance Dilemma", *International Journal of the Economics of Business*, 6(2), 223-243.
180. Meindl, J., Ehrlich, S. and Dukerich, J. (1985), "The romance of leadership", *Administrative Science Quarterly*, 17, 371-381.
181. Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. and Cannella, A. (2007), "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, 13, 829-858.
182. Mintzberg, H. (1983), "Power in and around organizations", Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
183. Moore, M. (1973), "Management changes and discretionary accounting decisions", *Journal of Accounting Research*, 100-107.
184. Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
185. Moses, D. (1987), "Income Smoothing and Incentives: Empirical Using Accounting Changes", *The Accounting Review*, 7, 259-377.
186. Murphy, K. and Zábojník J. (2004), "CEO Pay and Appointments: A Market-Based Explanation for Recent Trends", *American Economic Review*, 94(2), 192-196.
187. Murphy, K. (1986), "Incentives, Learning, and Compensation: A Theoretical and Empirical Investigation of Managerial Labor Contracts", *The Rand Journal of Economics*, 17(1), 59-76.
188. Murphy, K. and Zábojník J. (2007), "Managerial Capital and the Market for CEOs", Working Paper.
189. Murphy, K. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42.
190. Murphy, K. (1986), "Top executives are worth every nickel they get", *Harvard Business Review*, 64, 125-132.

191. Murphy, K. (1999), "Executive compensation", *Handbook of Labor Economics*, 3(B), 2485–2563.
192. Natarajan, R. (1996), "Stewardship value of earnings components: Additional evidence on the determinants of executive compensation", *The Accounting Review*, 71, 1-22.
193. O'Reilly, C., Main, B. and Crystal, G. (1988), "CEO compensation as tournament and social comparison: a tale of two theories", *Administrative Science Quarterly*, 33, 257–274.
194. Orr, D. (1999), "Damn yankees", *Forbes*, 17 May, 206–207.
195. Ozkan, N. (2007), "Do Corporate Governance Mechanisms Influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies", *Journal of Multinational Financial Management*, 17(5),349-364.
196. Ozkan, N. (2011), "CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data", *European Financial Management*, 17(2), 260-285.
197. Peng, L. and Roell, A. (2008), "Manipulation and Equity-based Compensation", *American Economic Review*, 98, 285-290.
198. Pettigrew, A. (1972), "Information control as a power resource", *Sociology*, 6(2), 187–204.
199. Randøy, T. and Goel, S. (2003), "Ownership structure, founding family leadership, and performance in Norwegian SMEs", *Journal of Business Venturing*, 18, 619–637.
200. Rezaee Z. (2002), *Causes, consequences and deterrence of financial statement fraud*, *Critical Perspectives on Accounting*.
201. Roberts D. (1956), "A General Theory of Executive Compensation Based on Statistically Tested Propositions", *The Quarterly Journal of Economics*, 70(2), 270-294.
202. Ronen, J. and S. Sadan.(1975), "Classificatory smoothing: Alternative income models", *Journal of Accounting Research* ,133-149.
203. Ronen, J. and Yaari, V. (2008), *Earnings management , emerging insights in theory, practice and research*, Springer.
204. Rose, N. and Shepard, A. (1997), "Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment? ", *Rand Journal of Economics*,28, 489-514.

205. Ryan, H. and Wiggins, R. (2001), "The influence of firm and manager specific characteristics on the structure of executive compensation", *Journal of Corporate Finance*, 7(2),101-123.
206. Salancik , G. and Pfeffer, J. (1980), "Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in US Corporations", *Academy of Management Journal* 23(4),653-664.
207. Schipper, K. (1989), "Commentary on earnings management", *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
208. Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3),461–88.
209. Skinner, D. and Sloan, R. (2002), "Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or Don't let an earnings torpedo sink your portfolio", *Review of Accounting Studies*, 7(2-3),289-312.
210. Sloan, R. (1993), "Accounting earnings and top executive compensation", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 55-100.
211. Subramanyam, K. R. (1996), "The pricing of discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
212. Shuto, A. (2007), "Executive compensation and earnings management: Empirical evidence from Japan", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16, 1-26.
213. Tee, C. and Hoey, C (2009), "Directors' Pay-Performance: A Study on Malaysian Government Linked Companies", *Banker's Journal Malaysia*, 133, 28-33.
214. Tosi H, Werner, S, Katz, J. and Gomez-Mejia LR. (2000), "How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies", *Journal of Management*, 26(2), 301-339.
215. Tosi, H., and Gomez-Mejia, L. (1989), "The decoupling of CEO pay and performance: an agency theory perspective", *Administrative Science Quarterly*, 34, 169–190.
216. Tosi, H., and Gomez-Mejia, L. (1994), "Measuring the effects of CEO compensation monitoring on firm performance: a behavioral approach", Unpublished technical report, University of Florida, Gainesville, FL.
217. Tosi, H., Gomez-Mejia, L., Loughry, M., Werner, S., Banning, K., Katz, J., Harris, R. and Silva, P. (1999), "Managerial discretion, compensation strategy and

- firm performance”, In: G. Ferris (Ed.), Research in personnel and human resources management. Greenwich, CT: JAI Press.
218. Towers Perrin (2003), Worldwide Remuneration Survey. http://www.towers.com/towers_publications.
 219. Towers Perrin, 2005. Annual Incentive Plan Design Survey Findings Report.
 220. Towers Perrin's 2005/06 Worldwide Total Remuneration report.
 221. Towers Perrin's 2006 Worldwide Total Remuneration report.
 222. Walsh, J. and Seward, J. (1990), “On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms”, Academy of Management Review, 15,421-458.
 223. Watts, R. and Zimmerman, J. (1986), “Positive accounting theory”, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
 224. Weill, L. (2009), “CEO compensation: Too much is not enough!” Laboratoire de Recherche en Gestion and Economie, Working-paper.
 225. Weld, L., Bergevin, P. and Magrath, L. (2004), "Anatomy of a Financial Fraud", CPA Journal, 74(10), 44-49.
 226. Wild, J., Bernstein L. and Subramanyam, K. (2001), Financial Statement Analysis, 7th edition. New York: McGraw-Hill Irwin.
 227. Yermack, D. (1997), “Good timing: CEO stock option awards and company news announcements”, Journal of Finance, 52(2),449-476.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1: Εκτίμηση Πρώτου Μοντέλου

DependentVariable: COMP
Method: LeastSquares
Date: 05/25/13 Time: 17:22
Sample (adjusted): 2 465
Includedobservations: 377 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN_ON_ASSETS	-6.694692	3.959233	-1.690906	0.1213
ROS	-5.640956	8.812314	-0.640122	0.3525
RETURN_ON_EQUITY	-4.152352	3.869121	-1.073203	0.2959
LEVERAGE	3.282109	1.489020	2.204207	0.0245
LOGA	2.528328	0.279576	9.043421	0.0000
TOBIN	-2.424243	1.710592	-1.417195	0.1397
EQUITY__1_YR	0.637040	0.470238	1.354716	0.1511
SR	-2.864041	3.054329	-0.937699	0.3119
CRISIS	-9.165941	6.946973	-1.319415	0.1972
C	11.39561	4.222906	2.698523	0.0114
R-squared	0.375434	Meandependent var		1.375142
Adjusted R-squared	0.360118	S.D. dependent var		3.451231
S.E. of regression	3.451231	Akaikeinfo criterion		5.325001
Sum squaredresid	1214.922	Schwarz criterion		5.350580
Loglikelihood	-273.2375	Hannan-Quinn criter.		5.335361
F-statistic	7.659830	Durbin-Watsonstat		0.945429
Prob(F-statistic)	0.000012			

Πίνακας 2: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας Πρώτου Μοντέλου

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	3.252190	Prob. F(9,370)	0.0013
Obs*R-squared	16.26210	Prob. Chi-Square(9)	0.0024
Scaled explained SS	29.75484	Prob. Chi-Square(9)	0.0002

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/25/13 Time: 18:43

Sample: 3 465

Included observations: 377

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN_ON_ASSETS	-5.040576	3.054458	-1.650235	0.1167
ROS	-4.214726	4.109451	-1.025617	0.2906
RETURN_ON_EQUITY	-3.004683	3.004903	-0.999926	0.3402
LEVERAGE	3.088490	1.056792	2.922514	0.0101
LOGA	2.095561	0.137525	15.23773	0.0000
TOBIN	-2.015627	1.008725	-1.998192	0.0542
EQUITY__1_YR	0.413842	0.363640	1.138054	0.1926
SR	-2.087918	2.069985	-1.008663	0.3099
CRISIS	-7.636998	4.211145	-1.813520	0.1105
C	9.921415	3.175636	3.124229	0.0065
R-squared	0.443692	Mean dependent var		2.846932
Adjusted R-squared	0.434118	S.D. dependent var		2.291850
S.E. of regression	3.190736	Akaike info criterion		4.139138
Sum squared resid	1103.692	Schwarz criterion		4.650957
Log likelihood	-387.3491	Hannan-Quinn criter.		4.204039
F-statistic	8.932180	Durbin-Watson stat		1.535689
Prob(F-statistic)	0.000001			

Πίνακας 3: Έλεγχος Αυτοσυσχέτισης Πρώτου Μοντέλου

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	19.54210	Prob. F(2,372)	0.0000
Obs*R-squared	36.79485	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/25/13 Time: 19:15

Sample: 3 465

Included observations: 377

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN_ON_ASSETS	-3.864735	3.421893	-1.129414	0.1443
ROS	-3.396323	7.921514	-0.428746	0.3865
RETURN_ON_EQUITY	-2.698995	3.132181	-0.861698	0.3289
LEVERAGE	2.265209	1.251510	1.809980	0.0496
LOGA	1.526518	0.252156	6.053863	0.0001
TOBIN	-1.435123	1.321982	-1.085584	0.1567
EQUITY__1_YR	0.351980	0.372318	0.945374	0.1671
SR	-1.835161	2.832165	-0.647971	0.3899
CRISIS	-4.163941	6.032189	-0.690286	0.2982
C	6.236461	4.021687	1.582572	0.0536
RESID(-1)	2.682109	0.067753	39.58671	0.0000
RESID(-2)	2.528328	0.070492	35.86688	0.0000
R-squared	0.456995	Mean dependent var	4.072312	
Adjusted R-squared	0.442564	S.D. dependent var	3.499981	
S.E. of regression	3.332567	Akaike info criterion	6.421334	
Sum squared resid	1047.652	Schwarz criterion	6.991326	
Log likelihood	-477.2558	Hannan-Quinn criter.	6.613462	
F-statistic	9.831789	Durbin-Watson stat	1.738996	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Πίνακας 4: Εκτίμηση Διορθωμένου Μοντέλου

DependentVariable: COMP
 Method: LeastSquares
 Date: 05/27/13 Time: 12:32
 Sample (adjusted): 2 465
 Includedobservations: 377 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RETURN_ON_ASSETS	-5.863218	2.964512	-1.977802	0.0982
ROS	-5.186520	6.570080	-0.789415	0.4804
RETURN_ON_EQUITY	-4.268945	3.895651	-1.095823	0.2706
LEVERAGE	3.495925	1.302165	2.684701	0.0147
LOGA	3.936895	0.392290	10.03566	0.0000
TOBIN	-4.136561	2.542869	-1.626730	0.1125
EQUITY__1_YR	1.086169	0.567388	1.914330	0.1068
SR	-3.617289	3.628283	-0.996970	0.2713
CRISIS	-32.69992	16.63076	-1.966231	0.1051
C	10.20487	3.124786	3.265782	0.0046
R-squared	0.469105	Meandependentvar		8.000045
Adjusted R-squared	0.463849	S.D. dependentvar		3.099790
S.E. of regression	2.584099	Akaikeinfocriterion		4.818725
Sum squaredresid	567.5931	Schwarzcriterion		5.036583
Loglikelihood	-216.0707	Hannan-Quinncrier.		4.962415
F-statistic	6.769081	Durbin-Watsonstat		2.103309
Prob(F-statistic)	0.000004			

Πίνακας 5: Εκτίμηση Δεύτερου Μοντέλου

DependentVariable: COMP
 Method: LeastSquares
 Date: 05/14/13 Time: 16:12
 Sample (adjusted): 2 570
 Includedobservations: 465 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCF	2.315325	1.058636	2.187082	0.0302
NDA	1.677341	1.523363	1.101077	0.2654
DA	1.286960	0.538528	2.389773	0.0191
POSDAXDA	1.125682	0.574677	1.958808	0.0459
EXTRA	0.040193	0.117335	0.342549	0.7321
CRISIS	-11.54072	24.53734	-0.470333	0.6383
C	16.68587	1.922337	8.679992	0.0000
R-squared	0.134414	Meandependentvar		1.938422
Adjusted R-squared	0.123075	S.D. dependentvar		2.722270
S.E. of regression	2.549251	Akaikeinfocriterion		1.853993
Sum squaredresid	1298.096	Schwarzcriterion		1.860228
Loglikelihood	-430.3533	Hannan-Quinncrier.		1.856447
F-statistic	11.85357	Durbin-Watsonstat		1.225379
Prob(F-statistic)	0.000058			

Πίνακας 6: Έλεγχος Ετεροσκεδαστικότητας Δεύτερου Μοντέλου

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	7.302023	Prob. F(6,455)	0.0000
Obs*R-squared	38.24582	Prob. Chi-Square(6)	0.0000
Scaled explained SS	69.57830	Prob. Chi-Square(6)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/14/13 Time: 16:50

Sample: 2 570

Included observations: 465

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCF	2.622981	1.258636	2.083986	0.0422
NDA	1.653485	1.323363	1.249456	0.1654
DA	1.056281	0.438528	2.408696	0.0106
POSDAXDA	1.655330	0.394677	4.194138	0.0053
EXTRA	0.038299	0.087335	0.438529	0.6261
CRISIS	-9.110602	15.53734	-0.586368	0.5693
C	13.78560	1.322337	10.42521	0.0000

R-squared	0.176908	Mean dependent var	2.732622
Adjusted R-squared	0.162267	S.D. dependent var	1.551539
S.E. of regression	2.223569	Akaike info criterion	1.579709
Sum squared resid	1022.369	Schwarz criterion	1.587204
Log likelihood	-539.6788	Hannan-Quinn criter.	1.582667
F-statistic	13.30223	Durbin-Watson stat	1.758447
Prob(F-statistic)	0.000000		

Πίνακας 7: Έλεγχος Αυτοσυσχέτισης Δεύτερου Μοντέλου

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	9.354210	Prob. F(2,458)	0.0000
Obs*R-squared	28.05670	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 05/14/13 Time: 17:24

Sample: 2 570

Included observations: 465

Presample and interior missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCF	1.549658	0.985454	1.572532	0.1232
NDA	1.058754	1.457700	0.726318	0.7740
DA	0.547895	0.413551	1.324854	0.6841
POSDAXDA	0.214585	0.451255	0.475529	0.8541
EXTRA	0.001211	0.097061	0.012476	0.9639
CRISIS	-6.458864	22.45886	-0.287586	0.8722
C	7.225674	1.754512	4.118338	0.0089
RESID(-1)	1.732383	0.070114	24.70809	0.0000
RESID(-2)	1.907160	0.064075	29.76449	0.0000
R-squared	0.182455	Mean dependent var		4.159621
Adjusted R-squared	0.171658	S.D. dependent var		2.983355
S.E. of regression	2.489657	Akaike info criterion		2.896642
Sum squared resid	1035.545	Schwarz criterion		2.955423
Log likelihood	-674.5547	Hannan-Quinn criter.		2.674122
F-statistic	16.42351	Durbin-Watson stat		1.950001
Prob(F-statistic)	0.000026			

Πίνακας 8: Εκτίμηση Διορθωμένου Μοντέλου

DependentVariable: COMP

Method: LeastSquares

Date: 05/18/13 Time: 21:44

Sample (adjusted): 2 570

Includedobservations: 465 afteradjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OCF	2.157845	0.939739	2.296215	0.0163
NDA	1.955522	1.498654	1.304852	0.1801
DA	1.186244	0.459034	2.584215	0.0153
POSDAXDA	1.638454	0.825184	1.985562	0.0590
EXTRA	0.075245	0.161709	0.465312	0.6802
CRISIS	-10.65754	12.31309	-0.865545	0.4201
C	15.71369	1.770506	8.875254	0.0000
R-squared	0.185569	Meandependentvar		5.874568
Adjusted R-squared	0.171246	S.D. dependentvar		2.475599
S.E. of regression	2.268927	Akaikeinfocriterion		1.548975
Sumsquaredresid	929.6797	Schwarzcriterion		1.760487
Loglikelihood	-385.4856	Hannan-Quinncrier.		1.678545
F-statistic	9.756868	Durbin-Watsonstat		2.579555
Prob(F-statistic)	0.000009			