



ΕΘΝΙΚΟ ΜΕΤΣΟΒΙΟ ΠΟΛΥΤΕΧΝΕΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΗΛΕΚΤΡΟΛΟΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΚΑΙ Μ/Υ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ
ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ»



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**«ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ
ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΥΝ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ,
ΣΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΤΗΣ ΓΑΛΛΙΑΣ.»**

ΣΟΦΙΑ Κ. ΖΑΒΟΛΑ

A.M. 2825

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ:

ΗΡΕΙΩΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΠΟΥΤΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ

ΙΟΥΝΙΟΣ 2018

ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΥΝ ΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ, ΣΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΤΗΣ ΓΑΛΛΙΑΣ.

Περιεχόμενα

Πρόλογος – Περίληψη	5
Preface – Abstract	6
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή στην Εταιρική Διακυβέρνηση.....	7
1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	7
1.2 Πρότυπα Εταιρικής Διακυβέρνησης	9
1.3 Μελέτη πρακτικών	13
1.4 Σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης.....	14
Κεφάλαιο 2: Διοικητικό Συμβούλιο: Καθήκοντα και υποχρεώσεις	16
2.1 Διοικητικές ευθύνες	16
2.2 Η ανεξαρτησία του Συμβουλίου	17
2.3 Οι λειτουργίες του Συμβουλίου	19
2.4 Οι επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου.....	21
2.5 Διάρκεια της θητείας του Συμβουλίου.....	24
2.6 Εκλογές Συμβούλων.....	25
2.7 Απομάκρυνση Συμβούλων	28
2.8 Νομικές Υποχρεώσεις των Διοικητικών Συμβούλων	28
Καθήκον εμπιστοσύνης	29
2.9 Τα συμφέροντα των μετόχων εκτός των Η.Π.Α.	32
Κεφάλαιο 3: Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Γαλλία	34
3.1 Εθνικό Εταιρικό Δίκαιο και Κανονισμοί	34
3.2 Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης	36
3.3 Το Χρηματιστήριο και η Αγορά για τον Εταιρικό Έλεγχο	38
3.4 Ιδιοκτησιακές δομές	39
3.5 Διοικητικό Συμβούλιο – Board of Directors	40
3.6 Εκτελεστική αποζημίωση.....	42
3.7 Συμπέρασμα	43
Κεφάλαιο 4: Περιγραφική Στατιστική και Μεθοδολογία.....	45
4.1 Περιγραφική Στατιστική	45
4.1.1 Ποιοτικές μεταβλητές.....	45
4.1.2 Ποσοτικές μεταβλητές.....	45
4.1.3 Συντελεστής Ασυμμετρίας (Skewness).....	46
4.1.4 Συντελεστής Κυρτότητας	47

4.2 Ποσοτικά αποτελέσματα των μετρήσεων	49
Κεφάλαιο 5: Μεντολοποίηση και Ανάλυση των Αποτελεσμάτων	53
5.1 Εισαγωγή στην Ανάλυση Παλινδρόμησης και την Ανάλυση Δεδομένων.....	53
5.1.1 Ανάλυση Παλινδρόμησης – Regression Analysis.....	53
5.1.2 Ανάλυση Δεδομένων – Panel Data Analysis.....	55
5.2 Ανάλυση των Δεδομένων.....	57
5.2.1 Περίπτωση 1 ^η – ROAE εξαρτημένη μεταβλητή	57
5.2.2 Περίπτωση 2 ^η – ROAA εξαρτημένη μεταβλητή	59
Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα	62
Βιβλιογραφία	64

Πρόλογος – Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο την συσχέτιση της σύνθεσης των Διοικητικών Συμβουλίων με την αποδοτικότητα και τους αριθμοδείκτες που αφορούν την κερδοφορία μιας επιχείρησης, συγκεκριμένα των τραπεζών της Γαλλίας. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία εισαγωγή στις βασικές έννοιες της Εταιρικής Διακυβέρνησης και στις πρακτικές, οι οποίες βοηθούν σε θέματα απόδοσης. Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύονται τα καθήκοντα και οι υποχρεώσεις του Διοικητικού Συμβουλίου γενικά. Επίσης, επισημαίνεται η σημαντικότητα της ανεξαρτησίας του συμβουλίου, αναλύονται οι λειτουργίες του και περιγράφονται οι επιμέρους επιτροπές του. Ακόμη, γίνεται λόγος για τη διάρκεια της θητείας ενός συμβουλίου, τη διαδικασία εκλογής νέου συμβουλίου και τη διαδικασία απομάκρυνσης ενός συμβούλου όποτε αυτό χρειάζεται. Στο επόμενο κεφάλαιο, αναλύεται το Εθνικό Εταιρικό Δίκαιο της Γαλλίας, που είναι η χώρα στην οποία εστιάζουμε. Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται εισαγωγή στην Περιγραφική Στατιστική, ούτως ώστε να γίνει ανάλυση των δεδομένων που έχουν συλλεχθεί κατά την διάρκεια εκπόνησης της εργασίας. Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μοντελοποίηση και ανάλυση των αποτελεσμάτων της μελέτης που έχει γίνει, αφού πρώτα έχει γίνει εισαγωγή στην Ανάλυση Παλινδρόμησης και την Ανάλυση Πινάκων. Στο έκτο και τελευταίο κεφάλαιο διατυπώνονται συμπεράσματα.

Λέξεις κλειδιά: Εταιρική διακυβέρνηση, Διοικητικό Συμβούλιο, Διευθύνων Σύμβουλος, Αριθμοδείκτες, Γαλλία.

Preface – Abstract

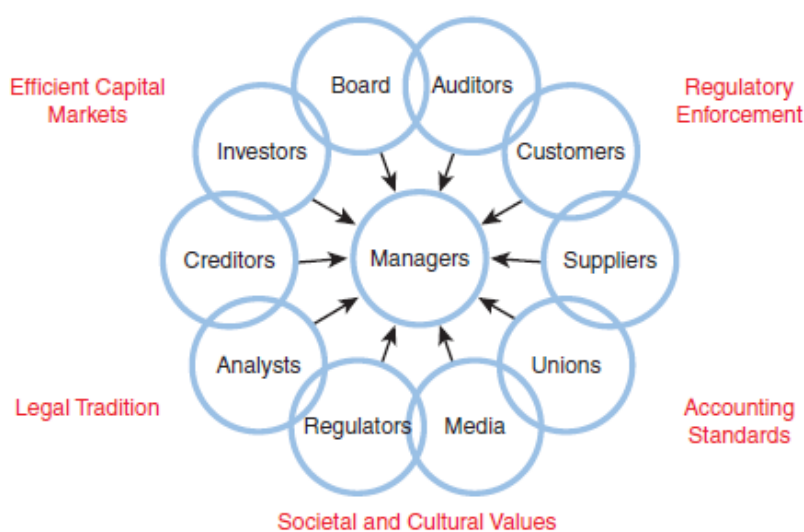
This thesis aims at correlating the composition of the Boards with profitability and the numerical indicators referring to profitability of a company, namely the banks of France. The first chapter serves as an introduction to the core concepts of Corporate Governance and practices that help with performance issues. The second chapter analyzes the duties and responsibilities of Board of Directors in general. It also highlights the importance of the Board's independence, analyzes its functions and describes its individual committees. The Board's tenure is also remarked on, the process of electing a new board, and the process of removing a director whenever it is needed. In next chapter, we analyze the Corporate Governance Framework of France, the country we are focusing on. The fourth chapter introduces Descriptive Statistics to analyze data collected during the course of the work. In the fifth chapter the modeling and analysis of the results of the study takes place. Before that, we had been introduced in the Regression Analysis and Panel Data Analysis. In the sixth and final chapter conclusions are presented.

Keywords: Corporate Governance, Board of Directors, CEO, Ratios, France.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή στην Εταιρική Διακυβέρνηση

1.1 Ορισμός της Εταιρικής Διακυβέρνησης

Ορίζουμε την εταιρική διακυβέρνηση ως τη συλλογή μηχανισμών ελέγχου που υιοθετεί ένας οργανισμός για να αποτρέψει δυνητικά ενδιαφερόμενους διαχειριστές από την άσκηση δραστηριοτήτων επιζήμιων για την ευημερία των μετόχων και των ενδιαφερόμενων φορέων. Το σύστημα παρακολούθησης αποτελείται τουλάχιστον από ένα διοικητικό συμβούλιο που εποπτεύει τη διοίκηση και από έναν εξωτερικό ελεγκτή να εκφράσει γνώμη σχετικά με την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ωστόσο, τα συστήματα διακυβέρνησης επηρεάζονται από μια πολύ ευρύτερη ομάδα πολιτών, συμπεριλαμβανομένων των ιδιοκτητών της επιχείρησης, των πιστωτών, των εργατικών συνδικάτων, των πελατών, των προμηθευτών, των αναλυτών επενδύσεων, των μέσων ενημέρωσης και των ρυθμιστικών αρχών (βλ. Εικόνα 1.1).



Source: Chart prepared by David F. Larcker and Brian Tayan (2011).

Εικόνα 1.1

Για να είναι ένα σύστημα διακυβέρνησης οικονομικά αποδοτικό, θα πρέπει να μειώσει το κόστος της υπηρεσίας περισσότερο από το κόστος υλοποίησης. Ωστόσο, επειδή το κόστος εφαρμογής είναι μεγαλύτερο από το μηδέν, ακόμη και το καλύτερο σύστημα

εταιρικής διακυβέρνησης δεν θα εξαλείψει εντελώς το κόστος του προβλήματος της υπηρεσίας.

Η δομή του συστήματος διακυβέρνησης εξαρτάται επίσης από τον θεμελιώδη προσανατολισμό της επιχείρησης και τον ρόλο που διαδραματίζει η επιχείρηση στην κοινωνία. Από την πλευρά των μετόχων (την οπτική ότι η πρωταρχική υποχρέωση του οργανισμού είναι να μεγιστοποιήσει την αξία των μετοχών), η αποτελεσματική εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να αυξήσει την αξία των κατόχων μετοχών, ευθυγραμμίζοντας καλύτερα τα κίνητρα μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Από την πλευρά των ενδιαφερομένων (την οπτική ότι ο οργανισμός έχει κοινωνική υποχρέωση πέρα από την αύξηση) η αποτελεσματική διακυβέρνηση πρέπει να υποστηρίζει πολιτικές που παράγουν σταθερή και ασφαλή απασχόληση, παρέχουν ένα αποδεκτό βιοτικό επίπεδο στους εργαζομένους, μετριάζουν τον κίνδυνο για τους κατόχους χρεών και βελτιώνουν την κοινότητα και το περιβάλλον. Προφανώς, το σύστημα διακυβέρνησης που μεγιστοποιεί την αξία των μετόχων μπορεί να μην είναι να είναι το ίδιο με αυτό που μεγιστοποιεί την αξία των ενδιαφερομένων.

Η δομή του συστήματος διακυβέρνησης επηρεάζεται επίσης από ένα ευρύ σύνολο εξωτερικών δυνάμεων που ποικίλλουν μεταξύ των εθνών. Αυτές περιλαμβάνουν την αποτελεσματικότητα των τοπικών κεφαλαιαγορών, τη νομική παράδοση, την αξιοπιστία των λογιστικών προτύπων, την κανονιστική επιβολή και τις κοινωνικές και πολιτιστικές αξίες. Αυτές οι δυνάμεις χρησιμεύουν ως ένας εξωτερικός μηχανισμός πειθαρχίας για τη διαχειριστική συμπεριφορά. Η σχετική αποτελεσματικότητά τους καθορίζει την έκταση στην οποία απαιτούνται πρόσθετοι μηχανισμοί παρακολούθησης.

Τέλος, κάθε σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης περιλαμβάνει τρίτα μέρη που συνδέονται με την εταιρεία, αλλά δεν έχουν άμεση σχέση ιδιοκτησίας. Αυτές περιλαμβάνουν ρυθμιστικές αρχές (όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), πολιτικούς, εξωτερικούς ελεγκτές, αναλυτές ασφαλείας, εξωτερικούς νομικούς συμβούλους, υπαλλήλους και συνδικάτα, συμβουλευτικές εταιρείες πληρεξουσίων, πελάτες, προμηθευτές και άλλους παρόμοιους συμμετέχοντες. Τα τρίτα μέρη ενδέχεται να υπόκεινται σε ζητήματα δικής τους υπηρεσίας που θέτουν σε κίνδυνο την ικανότητά τους να εργάζονται αποκλειστικά προς το συμφέρον της εταιρείας. Για παράδειγμα, ο

εξωτερικός ελεγκτής απασχολείται από μια λογιστική εταιρεία που επιδιώκει να βελτιώσει τη δική της οικονομική κατάσταση, όταν η λογιστική επιχείρηση παρέχει επίσης μη ελεγκτικές υπηρεσίες, ο ελεγκτής ενδέχεται να αντιμετωπίσει αντικρουόμενους στόχους. Ομοίως, οι αναλυτές ασφαλείας χρησιμοποιούνται από επιχειρήσεις επενδύσεων που εξυπηρετούν τόσο θεσμικούς όσο και ιδιώτες πελάτες. όταν ο αναλυτής καλύπτει μια εταιρεία που είναι επίσης πελάτης της επιχείρησης επενδύσεων, ο αναλυτής ενδέχεται να αντιμετωπίσει πρόσθετη πίεση από την επιχείρησή του να δημοσιεύσει θετικά σχόλια σχετικά με την εταιρεία που είναι παραπλανητικά για τους μετόχους. Αυτοί οι τύποι συγκρούσεων μπορούν να συμβάλουν στην κατανομή της εποπτείας της διοικητικής δραστηριότητας.

1.2 Πρότυπα Εταιρικής Διακυβέρνησης

Δεν υπάρχουν καθολικά συμφωνημένα πρότυπα που να καθορίζουν την σωστή διακυβέρνηση. Ωστόσο, αυτό δεν εμπόδισε τις επιτροπές «μπλε-κορδέλας» να προτείνουν ενιαία πρότυπα στους συμμετέχοντες στην αγορά. Για παράδειγμα, τον Δεκέμβριο του 1992, η επιτροπή Cadbury, που ανέθεσε στη βρετανική κυβέρνηση «να συμβάλει στην αύξηση των προτύπων της εταιρικής διακυβέρνησης και του επιπέδου εμπιστοσύνης στη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τον έλεγχο», έδωσε έναν κώδικα βέλτιστων πρακτικών που, με πολλούς τρόπους, ένα συγκριτικό σύνολο συστάσεων για τη διακυβέρνηση. Βασικές συστάσεις περιλάμβαναν τον διαχωρισμό των τίτλων του προέδρου και των διευθυντικών στελεχών, τον διορισμό ανεξάρτητων διευθυντών, τον περιορισμό των συγκρούσεων συμφερόντων σε επίπεδο διοικητικών συμβουλίων λόγω επιχειρηματικών ή άλλων σχέσεων, τη σύγκληση ανεξάρτητης επιτροπής ελέγχου και την επανεξέταση της αποτελεσματικότητας των εσωτερικών ελέγχων της εταιρείας. Αυτά τα πρότυπα έθεσαν τη βάση για τις απαιτήσεις εισαγωγής στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου και υιοθετήθηκαν σε μεγάλο βαθμό από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (XNY). Ωστόσο, η συμμόρφωση με αυτά τα πρότυπα δεν έχει μεταφραστεί πάντα σε αποτελεσματική διακυβέρνηση. Για παράδειγμα, η Enron ήταν σύμφωνη με τις απαιτήσεις του XNY, συμπεριλαμβανομένων των απαιτήσεων για την πλειοψηφία ανεξάρτητων διευθυντών και πλήρως ανεξάρτητων

επιτροπών ελέγχου και αποζημίωσης, αλλά εξακολουθεί να αποτυγχάνει σε πολλές νομικές και ηθικές διαστάσεις.

Με την πάροδο του χρόνου, έχει προταθεί μια σειρά από επίσημους κανονισμούς και άτυπες κατευθυντήριες γραμμές, για να αντιμετωπιστούν οι αντιληπτές αδυναμίες των συστημάτων διακυβέρνησης καθώς αυτά εκτίθενται. Ένα από τα πιο σημαντικά στοιχεία της επίσημης νομοθεσίας σχετικά με τη διακυβέρνηση είναι ο νόμος Sarbanes-Oxley του 2002 (SOX). Πρωτίστως μια αντίδραση στις αποτυχίες της Enron και άλλων, η SOX επέβαλε σειρά απαιτήσεων για τη βελτίωση των εταιρικών ελέγχων και τη μείωση των συγκρούσεων συμφερόντων. Είναι σημαντικό οι διευθύνοντες σύμβουλοι και οι οικονομικοί διευθυντές που διαπίστωσαν ότι έχουν υποστεί σημαντικές παρατυπίες στις οικονομικές καταστάσεις υπόκεινται πλέον σε ποινικές κυρώσεις. Παρά τις προσπάθειες αυτές, οι εταιρικές αποτυχίες που οφείλονται σε ελλιπή συστήματα διακυβέρνησης συνεχίζονται. Το 2005, η Refco, ένας μεγάλος μεσίτης συναλλάγματος και χρηματιστηριακών εταιρειών με έδρα τις ΗΠΑ, κήρυξε πτώχευση αφού αποκάλυψε ότι είχε αποκρύψει δάνεια ύψους 430 εκατομμυρίων δολαρίων προς τον Διευθύνοντα Σύμβουλό του. Η αποκάλυψη έφτασε μόλις δύο μήνες μετά τη συγκέντρωση 583 εκατομμυρίων δολαρίων σε μια αρχική δημόσια προσφορά. Τον ίδιο χρόνο, ο εγγυητής ενυπόθηκων δανείων, Fannie Mae, ανακοίνωσε ότι είχε υπερτιμήσει τα κέρδη του κατά 6,3 δισεκατομμύρια δολάρια, επειδή είχε εφαρμόσει εσφαλμένα περισσότερα από 20 λογιστικά πρότυπα που αφορούν δάνεια, επενδυτικά χρεόγραφα και παράγωγα. Τα ανεπαρκή επίπεδα κεφαλαίου οδήγησαν, τελικά, την εταιρεία να επιδιώξει συντηρητική στάση απέναντι στην αμερικανική κυβέρνηση.

Το 2009, ο γερουσιαστής Charles Schumer της Νέας Υόρκης πρότεινε τη θέσπιση νέας νομοθεσίας για να αποτρέψει την κατάρρευση της διακυβέρνησης. Με το γνωστό ως νομοσχέδιο των μετόχων, η νομοθεσία προέβλεπε ότι οι εταιρείες υιοθετούν διαδικαστικές αλλαγές που αποσκοπούν να δώσουν στους μετόχους μεγαλύτερη επιρροή σε εκλογές διευθυντών και αποζημιώσεις. Οι απαιτήσεις περιλάμβαναν την στροφή προς τις ετήσιες εκλογές για όλους τους διευθυντές (με αποτέλεσμα να μην επιτρέπεται κλιμάκωση ή ταξινομημένα συμβούλια), ένα πρότυπο πλειοψηφίας για την εκλογή του διευθυντή (αντί για την ψήφο της πλειοψηφίας) στις οποίες οι διευθυντές στις μη αμφισβητούμενες εκλογές πρέπει να παραιτηθούν αν δεν λάβουν πλειοψηφία,

το δικαίωμα για ορισμένους θεσμικούς μετόχους να διορίζουν απευθείας τους υποψηφίους του διοικητικού συμβουλίου στον πληρεξούσιο της εταιρείας, τον διαχωρισμό του ρόλου του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου και το δικαίωμα των μετόχων να προβαίνουν σε συμβουλευτική ψηφοφορία για την αποζημίωση της εκτελεστικής εξουσίας (π.χ. Ο νόμος για την μεταρρύθμιση και την προστασία των καταναλωτών Dodd-Frank της Wall Street, που εγκρίθηκε το 2010, εν συνεχεία υιοθέτησε πολλές από αυτές τις συστάσεις, συμπεριλαμβανομένης της πρόσβασης μέσω πληρεξουσίου και της πληρωμής κατ' εντολή. Το ενδιαφέρον ερώτημα είναι εάν αυτή η νομοθεσία είναι προϊόν πολιτικών σκοπιμότητας ή στην πραγματικότητα βασίζεται σε αυστηρή θεωρία και εμπειρική έρευνα.

Αρκετές επιχειρήσεις τρίτων, όπως η Εταιρική Βιβλιοθήκη (The Corporate Library) και η Ομάδα Μετρικών Κινδύνου/Υπηρεσίες Θεσμικών Μετόχων (Risk Metrics Group/Institutional Shareholder Services-ISS), προσπαθούν να προστατεύσουν τους επενδυτές από την ανεπαρκή εταιρική διακυβέρνηση, δημοσιεύοντας βαθμολογίες διακυβέρνησης σε μεμονωμένες εταιρείες. Αυτοί οι οργανισμοί αξιολόγησης χρησιμοποιούν αλφαριθμητικά ή αριθμητικά συστήματα που κατατάσσουν τις εταιρείες σύμφωνα με μια σειρά κριτηρίων που πιστεύουν ότι η αποτελεσματικότητα της διακυβέρνησης μετράει. Οι εταιρείες με υψηλές βαθμολογίες θεωρούνται λιγότερο επικίνδυνες και είναι πιθανότερο να αυξήσουν την αξία των μετόχων. Οι εταιρείες με χαμηλές αξιολογήσεις θεωρούνται πιο επικίνδυνες και έχουν υψηλότερη πιθανότητα αποτυχίας ή απάτης. Ωστόσο, η ακρίβεια και η προβλεπτική ισχύς αυτών των αξιολογήσεων δεν έχει αποδειχθεί με σαφήνεια. Οι επικριτές ισχυρίζονται ότι οι αξιολογήσεις ενθαρρύνουν μια προσέγγιση "check-the-box" στη διακυβέρνηση που παραβλέπει σημαντικό περιεχόμενο. Οι πιθανές ελλείψεις αυτών των αξιολογήσεων εντοπίστηκαν στην περίπτωση της HealthSouth. Πριν αποδειχθεί η ύπαρξη χειραγώγησης των κερδών, η εταιρεία είχε βαθμολογία RiskMetrics/ISS, η οποία την κατέταξε στο κορυφαίο 35% των 500 εταιρειών της Standard & Poor's και το 8% των ομότιμών της.

Οι αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον περιπλέκουν περαιτέρω τις προσπάθειες προσδιορισμού ενιαίων προτύπων διακυβέρνησης. Ορισμένες πρόσφατες τάσεις περιλαμβάνουν την αυξημένη προβολή των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, των

επενδυτών ακτιβιστών και των συμβουλευτικών γραφείων αντιπροσώπων στον τομέα διακυβέρνησης.

- **Ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια**

Οι εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων εφαρμόζουν συστήματα διακυβέρνησης που διαφέρουν σημαντικά από αυτά των περισσότερων δημόσιων εταιρειών. Οι δημόσιες επιχειρήσεις πρέπει να επιδεικνύουν ανεξαρτησία σε επίπεδο διοικητικών συμβουλίων, αλλά οι ιδιωτικές εταιρείες που λειτουργούν με ιδιωτικό μετοχικό κεφάλαιο λειτουργούν με πολύ χαμηλά επίπεδα ανεξαρτησίας (σχεδόν όλοι στο διοικητικό συμβούλιο έχουν σχέση με την εταιρεία και έχουν συμφέρον να ασκούν τις δραστηριότητές τους). Οι εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων προσφέρουν επίσης εξαιρετικά υψηλές αποζημιώσεις σε ανώτερα στελέχη, μια πρακτική που επικρίνεται μεταξύ των δημόσιων εταιρειών αλλά συνδέεται στενά με τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Πρέπει οι δημόσιες εταιρείες να υιοθετήσουν ορισμένες πτυχές από το μοντέλο διακυβέρνησης των ιδιωτικών κεφαλαίων; Θα μπορούσε αυτό να έχει περισσότερη ή μικρότερη αξία για τους μετόχους;

- **Επενδυτές ακτιβιστών**

Θεσμικοί επενδυτές, τα αμοιβαία κεφάλαια, και τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν γίνει πολύ πιο δραστήριοι στην προσπάθειά τους να επηρεάσουν τη διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο μέσω της ετήσιας διαδικασίας ψηφοφορίας με αντιπροσώπους. Τα συμφέροντα αυτών των μερών είναι συνεπή με αυτά των μετόχων; Η δημόσια συζήτηση μεταξύ αυτών των μερών αντανακλά ένα κίνημα προς έναν βελτιωμένο διάλογο σχετικά με τους εταιρικούς στόχους και τη στρατηγική; Ή μήπως αποτελεί άσκοπη διείσδυση από ακτιβιστές που έχουν τις δικές τους ατζέντες ενδιαφερόντων;

- **Πληρεξούσιες συμβουλευτικές εταιρείες -**

Πρόσφατοι κανόνες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς απαιτούν ότι τα αμοιβαία κεφάλαια αποκαλύπτουν τον τρόπο με τον οποίο ψηφίζουν τους ετήσιους πληρεξουσίου. Αυτοί οι κανόνες δημιουργήθηκαν ταυτόχρονα με την αυξημένη προσοχή των μέσων ενημέρωσης στη διαδικασία ψηφοφορίας, η οποία προηγουμένως θεωρήθηκε ως μια τυπική διαδικασία ελάχιστου ενδιαφέροντος. Βελτίωσε την εταιρική διακυβέρνηση η αποκάλυψη της

ψηφοφορίας; Ταυτόχρονα, οι κανόνες αυτοί τόνωσαν τη ζήτηση για τις εμπορικές επιχειρήσεις - όπως το RiskMetrics/ISS και ο Glass Lewis – ώστε να παράσχουν συστάσεις για τον τρόπο ψηφοφορίας επί των προτάσεων πληρεξουσίων. Ποιος είναι ο αντίκτυπος των μετόχων που βασίζονται σε τρίτους για να ενημερώσουν τις αποφάσεις ψήφου τους; Είναι σύμφωνες οι συστάσεις των επιχειρήσεων αυτών με τη χρηστή διακυβέρνηση;

1.3 Μελέτη πρακτικών

Είναι σχεδόν απίθανο να υπάρξει μια ενιαία επιλογή βέλτιστων πρακτικών για όλες τις επιχειρήσεις, παρά τις προσπάθειες κάποιων να επιβάλουν ομοιόμορφα πρότυπα. Η διακυβέρνηση είναι ένα πολύπλοκο και δυναμικό σύστημα, που περιλαμβάνει την αλληλεπίδραση ενός ποικίλου συνόλου πολιτών, οι οποίοι παίζουν ρόλο στην παρακολούθηση της εκτελεστικής συμπεριφοράς. Λόγω αυτής της πολυπλοκότητας, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί ο αντίκτυπος ενός μόνο στοιχείου. Η εστίαση μιας ανάλυσης σε έναν ή δύο μηχανισμούς χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το ευρύτερο πλαίσιο μπορεί να οδηγήσει στην αποτυχία. Για παράδειγμα, είναι σημαντικό να επιμείνουμε στο ότι μια επιχείρηση διαχωρίζει τον πρόεδρο του Διοικητικού Συμβουλίου από την θέση του CEO, χωρίς να εξετάζει ποιος είναι ο CEO και άλλα χαρακτηριστικά διαρθρωτικής, πολιτιστικής και διακυβέρνησης της εταιρείας;

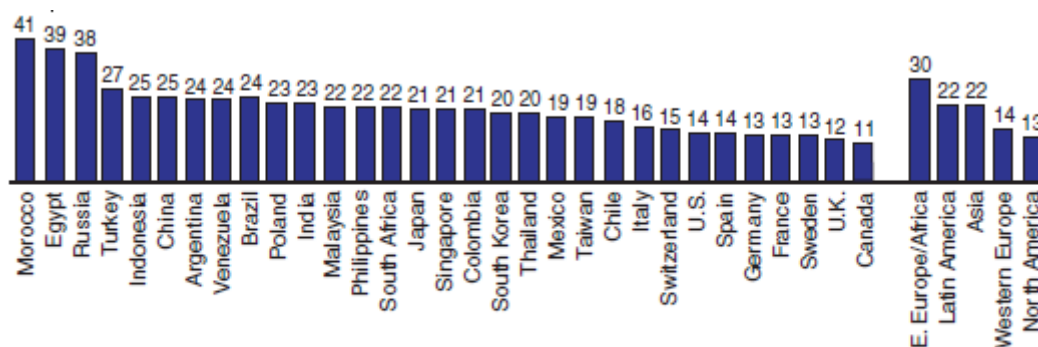
Η εφαρμογή μίας ενιαίας προσέγγισης για όλους μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα και είναι σχεδόν απίθανο να βελτιώσει σημαντικά την εταιρική απόδοση. Τα πρότυπα, που συνηθέστερα συνδέονται με τη χρηστή διακυβέρνηση, ενδέχεται να φαίνονται να είναι καλές ιδέες, αλλά όταν εφαρμόζονται καθολικά, μπορούν να οδηγήσουν σε αποτυχία τόσο συχνά όσο και στην επιτυχία. Για παράδειγμα, ας εξετάσουμε την περίπτωση της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου. Ένα συμβούλιο αποτελούμενο πρωτίστως από ανεξάρτητους διευθυντές είναι ανώτερο από ένα διοικητικό συμβούλιο που αποτελείται εξ ολοκλήρου από εσωτερικούς διευθυντές; Πώς θα έπρεπε να έχουν μεμονωμένες ιδιότητες, όπως η επιχειρησιακή τους διάθεση, το επαγγελματικό υπόβαθρο, τα δεοντολογικά πρότυπα ευθύνης, το επίπεδο εμπλοκής, η σχέση με τον CEO και η εξάρτηση από τις αμοιβές διευθυντών, για να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο; Τα προσωπικά

χαρακτηριστικά μπορούν να επηρεάσουν την ανεξαρτησία της οπτικής περισσότερο από τα προκαθορισμένα πρότυπα. Ωστόσο, αυτά τα στοιχεία σπάνια καταγράφονται στις κανονιστικές απαιτήσεις.

Στη διακυβέρνηση, το γενικότερο πλαίσιο έχει σημασία. Ένα σύνολο μηχανισμών διακυβέρνησης, που λειτουργεί καλά σε ένα περιβάλλον, μπορεί να αποδειχθεί καταστροφικό σε ένα άλλο. Η κατάσταση αυτή γίνεται αντιληπτή όταν εξετάζονται τα συστήματα διεθνούς διακυβέρνησης. Για παράδειγμα, η Γερμανία απαιτεί την εκπροσώπηση των εργαζομένων σε πολλά εταιρικά συμβούλια. Πόσο αποτελεσματικό θα ήταν ένα τέτοιο σύστημα στις Ηνωμένες Πολιτείες; Τα ιαπωνικά συμβούλια έχουν λίγους εξωτερικούς διευθυντές και πολλοί από τους εξωτερικούς διευθυντές προέρχονται από τράπεζες που παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση ή σε βασικούς πελάτες και προμηθευτές. Ποιος θα ήταν ο αντίκτυπος στις ιαπωνικές εταιρείες εάν τους είχε ζητηθεί να υιοθετήσουν τα πρότυπα ανεξαρτησίας των Ηνωμένων Πολιτειών; Αυτά είναι δύσκολα ερωτήματα, αλλά είναι αυτά που πρέπει να λάβουν υπόψη οι επενδυτές, όταν αποφασίζουν για το πού να διαθέσουν τα δολάρια των επενδύσεών τους.

1.4 Σχέση μεταξύ Εταιρικής Διακυβέρνησης και Εταιρικής Απόδοσης

Σύμφωνα με έρευνα που έγινε το 2002 από την McKinsey & Company, σχεδόν το 80% των θεσμικών επενδυτών απάντησαν ότι θα πληρώσουν ασφάλιστρα για μια καλά διοικούμενη εταιρεία. Το μέγεθος του ασφαλιστρου ποικίλει ανάλογα με την αγορά, κυμαινόμενο από 11% για μια εταιρεία στον Καναδά έως περίπου 40% για μια εταιρεία στο Μαρόκο, την Αίγυπτο ή τη Ρωσία (βλ. Εικόνα 1.2). Αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι οι σωστά διοικούμενες εταιρείες είναι καλύτερες επενδύσεις από τις κακά διοικούμενες εταιρείες. Είναι επίσης σύμφωνες με την ιδέα ότι τα συστήματα διακυβέρνησης είναι πιο σημαντικά σε ορισμένες χώρες από ό,τι σε άλλες.



Source: Paul Coombes and Mark Watson (2002). "Global Investor Opinion Survey 2002: Key Findings." McKinsey & Company.

Εικόνα 1.2: Ενδεικτικά ασφάλιστρα για καλή εταιρική διακυβέρνηση, ανά χώρα.

Πολλές μελέτες συνδέουν τα μέτρα εταιρικής διακυβέρνησης με την σταθερή λειτουργική απόδοση και την απόδοση των μετοχών. Ίσως η πιο ευρέως γνωστή μελέτη έγινε από τους Gompers, Ishii και Metrick (2003), οι οποίοι βρήκαν ότι οι εταιρείες που υιοθετούν «φιλική προς τους μετόχους» διακυβέρνηση παρουσιάζουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από εταιρείες που παρουσιάζουν χαρακτηριστικά "εχθρικής διαχείρισης". Πρόκειται για μια σημαντική μελέτη έρευνας, αλλά όπως θα δούμε, αυτά τα αποτελέσματα δεν είναι απολύτως οριστικά. Επί του παρόντος, οι ερευνητές δεν έχουν δημιουργήσει κάποιο αξιόπιστο τεστ που να μετρά με ακρίβεια τη συνολική ποιότητα διακυβέρνησης.

Κεφάλαιο 2: Διοικητικό Συμβούλιο: Καθήκοντα και υποχρεώσεις

2.1 Διοικητικές ευθύνες

Στο βιβλίο με τίτλο «Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης», ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Organization for Economic Cooperation and Development-OECD) ορίζει την εξής οπτική για τις ευθύνες του συμβουλίου:

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της εταιρείας, την αποτελεσματική παρακολούθηση της διαχείρισης από το διοικητικό συμβούλιο και τη λογοδοσία του διοικητικού συμβουλίου έναντι της εταιρείας και των μετόχων.

Δηλαδή, το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να παρέχει συμβουλευτικές και εποπτικές λειτουργίες. Παρόλο που αυτές οι ευθύνες συνδέονται με πολλούς τρόπους,, έχουν θεμελιωδώς διαφορετικές επικεντρώσεις. Με την συμβουλευτική ιδιότητα, το συμβούλιο διαβουλεύεται με τη διοίκηση σχετικά με τη στρατηγική και επιχειρησιακή καθοδήγηση της εταιρείας. Δίνεται προσοχή στις αποφάσεις που εξισορροπούν τον κίνδυνο και την ανταμοιβή. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου επιλέγονται με βάση τις δεξιότητες και την εμπειρία που προσφέρουν για το σκοπό αυτό, συμπεριλαμβανομένης της προηγούμενης εμπειρίας σε μια σχετική βιομηχανία ή διαδικασία.

Στο πλαίσιο της εποπτικής ιδιότητάς του, το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να παρακολουθεί τη διαχείριση και να διασφαλίζει ότι ενεργεί επιμελώς προς όφελος των μετόχων. Το διοικητικό συμβούλιο προσλαμβάνει και απολύει τον διευθύνοντα σύμβουλο-CEO, μετρά την εταιρική απόδοση, αξιολογεί τη συμβολή της διοίκησης στην απόδοση και αποζημιώνει. Επίσης, εποπτεύει τη συμμόρφωση με το νόμο και τις κανονιστικές ρυθμίσεις, συμπεριλαμβανομένης της διαδικασίας ελέγχου, των απαιτήσεων υποβολής εκθέσεων για τις εταιρείες που διαπραγματεύονται στο εμπόριο και των ειδικών κανονιστικών ρυθμίσεων. Κατά την εκπλήρωση αυτών των αρμοδιοτήτων, το συμβούλιο συχνά στηρίζεται στις συμβουλές νομικών συμβούλων και άλλων έμμισθων επαγγελματιών, όπως εξωτερικοί ελεγκτές, εκτελεστικοί

υπεύθυνοι προσλήψεων, σύμβουλοι αποζημίωσης, επενδυτικοί τραπεζίτες και φοροτεχνικοί. Ενεργά μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι τα άτομα που μπορούν να ολοκληρώσουν τις συμβουλευτικές και εποπτικές αρμοδιότητες.

Οι ευθύνες των διευθυντών είναι ξεχωριστές και διακριτές από αυτές της διαχείρισης. Οι διευθυντές αναμένεται να παρέχουν συμβουλές σχετικά με την εταιρική στρατηγική, αλλά δεν αναπτύσσουν τη στρατηγική. Αναμένεται να διασφαλίσουν την ακεραιότητα των οικονομικών καταστάσεων, αλλά δεν προετοιμάζουν τις ίδιες τις δηλώσεις. Το συμβούλιο δεν αποτελεί επέκταση της διοίκησης. Το διοικητικό συμβούλιο είναι διοικητικό όργανο που εκλέγεται για να εκπροσωπεί τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα στοιχεία της έρευνας δείχνουν ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κατανοούν τον ρόλο που αναμένεται να εξυπηρετήσουν. Όταν τους ζητείται να περιγράψουν σε ποιους τομείς οι διευθυντές θα πρέπει να δίνουν μεγαλύτερη προσοχή, εκτός από την κερδοφορία και την αξία των μετόχων, οι διευθυντές αναφέρουν τη μελλοντική ανάπτυξη, τη διαχείριση κινδύνου και την ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου ως τις τρεις πρώτες προτεραιότητές τους. Άλλοι τομείς εστίασης περιλαμβάνουν την πολιτιστική ανάπτυξη, την αποζημίωση των εκτελεστικών στελεχών και την κανονιστική συμμόρφωση. Ωστόσο, ορισμένα στοιχεία δείχνουν ότι οι διευθυντές προτιμούν τη συμβουλευτική λειτουργία της λειτουργίας παρακολούθησης. Όταν ρωτήθηκαν με ποια θέματα θέλουν να συζητούν περισσότερο, οι διευθυντές ανέφεραν τον στρατηγικό προγραμματισμό, τον ανταγωνισμό και τον σχεδιασμό διαδοχής μεταξύ των κορυφαίων απαντήσεων τους. Αντίθετα, οι περισσότεροι θέλουν να ξοδέψουν τον ίδιο ή λιγότερο χρόνο για την αποζημίωση των εκτελεστικών στελεχών, για την παρακολούθηση της απόδοσης και για θέματα συμμόρφωσης και κανονιστικά θέματα.

2.2 Η ανεξαρτησία του Συμβουλίου

Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αναμένεται να επιδείξουν ανεξαρτησία, για να είναι αποτελεσματικά όσον αφορά τη συμβουλευτική και εποπτική τους ικανότητα. Από κανονιστικής απόψεως, η ανεξαρτησία αξιολογείται από το βαθμό στον οποίο ένας διευθυντής είναι απαλλαγμένος από συγκρούσεις συμφερόντων, που ενδέχεται να

θέσουν σε κίνδυνο την ικανότητά του να ενεργεί αποκλειστικά προς το συμφέρον της επιχείρησης. Η ανεξαρτησία είναι καθοριστικής σημασίας επειδή διασφαλίζει ότι οι διευθυντές είναι σε θέση να παίρνουν θέσεις σε αντίθεση με εκείνες της διοίκησης όταν είναι απαραίτητο. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (XNY) απαιτεί οι εισηγμένες εταιρείες να έχουν πλειοψηφία ανεξάρτητων διευθυντών. Απαιτεί, επίσης, μόνο ανεξάρτητες επιτροπές ελέγχου, αποζημίωσης, διορισμού και διοίκησης.

Ωστόσο, τα κανονιστικά πρότυπα δεν είναι αναγκαστικά τα ίδια όπως στην πραγματική ανεξαρτησία. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που έχουν συνεργαστεί με τη διοίκηση για μεγάλο χρονικό διάστημα μπορεί να σχηματίσουν δεσμούς που θα προκαλέσουν πραγματικά μια προοπτική ανεξαρτησίας. Η ανεξαρτησία μπορεί επίσης να διακυβευτεί από μεμονωμένους παράγοντες, όπως το ιστορικό του μέλους του διοικητικού συμβουλίου, την εκπαίδευση, την εμπειρία, τις αξίες και την προσωπική σχέση με τη διοίκηση. Υπάρχουν πολλά παραδείγματα διοικητικών συμβουλίων που αποτελούνται από εξαιρετικά ικανούς διευθυντές, οι οποίοι πήραν αποφάσεις διαχείρισης που αργότερα αποδείχθηκαν καταστροφικές. Για παράδειγμα, το διοικητικό συμβούλιο της Enron απέτυχε να υποχωρήσει σε διαχειριστικές ενέργειες που αργότερα κρίθηκαν εγκληματικές. Ομοίως, το διοικητικό συμβούλιο της Disney συμφωνούσε με τη διοίκηση σχετικά με την πρόσληψη και την απόλυση του Michael Ovitz, ο οποίος αργότερα υπέστη σκληρή κριτική από τους μετόχους.

Ανέκδοτα στοιχεία υποδηλώνουν ότι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου δεν πιστεύουν απαραίτητα ότι τα τυπικά πρότυπα ανεξαρτησίας σχετίζονται με την πραγματική ανεξαρτησία. Μια ανεπίσημη μελέτη που διεξήχθη από καθηγητές του Harvard Business School διαπίστωσε ότι η σχετική εμπειρία είναι πιο σημαντικός δείκτης της ποιότητας του διευθυντή παρά οι ρυθμιστικές απαιτήσεις. Σύμφωνα με έναν από τους ερωτηθέντες, "Δεν νομίζω ότι η ανεξαρτησία είναι οπουδήποτε τόσο σημαντική όσο οι άνθρωποι πίστευαν ότι είναι." Ωστόσο, οι περισσότεροι σύμβουλοι πιστεύουν ότι είναι σε θέση να διατηρήσουν την ανεξαρτησία τους. Σε έρευνα του περιοδικού Corporate Board Member, το 85 τοις εκατό των διευθυντικών στελεχών απάντησε ότι οι ίδιοι και οι συνάδελφοί τους, μέλη του διοικητικού συμβουλίου τους, αμφισβήτησαν τη διοίκηση όταν είχε χρειαστεί

2.3 Οι λειτουργίες του Συμβουλίου

Ο πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου προεδρεύει των συνεδριάσεων. Επίσης, είναι υπεύθυνος για τον καθορισμό της ημερήσιας διάταξης, τον προγραμματισμό συνεδριάσεων και τον συντονισμό των δράσεων των επιτροπών του συμβουλίου. Ως εκ τούτου, ο πρόεδρος ασκεί σημαντική επιρροή στη διαδικασία διακυβέρνησης καθορίζοντας το περιεχόμενο και το χρονοδιάγραμμα των υποθέσεων που υποβάλλονται ενώπιον του διοικητικού συμβουλίου.

Παραδοσιακά, ο Διευθύνων Σύμβουλος-CEO έχει υπηρετήσει ως πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου στις περισσότερες εταιρείες των Η.Π.Α. Τα τελευταία χρόνια, όμως, έχει γίνει πιο συνηθισμένο να ασκεί καθήκοντα προέδρου ένας μη εκτελεστικός διευθυντής. Δεδομένων των αρμοδιοτήτων συμβουλευτικής και εποπτείας του συμβουλίου, πολλές προφανείς συγκρούσεις θα μπορούσαν να προκύψουν από έναν διττό πρόεδρο/διευθύνοντα σύμβουλο. Βασικό μεταξύ τους είναι η συγχώνευση των αρμοδιοτήτων που παρέχονται ξεχωριστά στη διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο και η πιθανότητα εξασθενημένης εποπτείας στους τομείς της αξιολόγησης των επιδόσεων, της αποζημίωσης, του σχεδιασμού διαδοχής και της πρόσληψης ανεξάρτητων διευθυντών. Ταυτόχρονα, ένας διττός πρόεδρος/διευθύνων σύμβουλος προσφέρει δυνητικά οφέλη όσον αφορά τη μοναδική ηγεσία μέσα στον οργανισμό και σαφή και αποτελεσματική λήψη αποφάσεων.

Στη συζήτηση για τον νόμο Sarbanes-Oxley του 2002 (SOX), το Κογκρέσο εξέτασε, αλλά τελικά απέρριψε τις προκλήσεις για να ζητηθεί από έναν ανεξάρτητο διευθυντή να εκτελέσει χρέη προέδρου. Αντ' αυτού, ο SOX απαίτησε από τις εταιρείες να ορίσουν έναν ανεξάρτητο διευθυντή ως «επικεφαλής διευθυντή» για κάθε συνεδρίαση του διοικητικού συμβουλίου. Ο επικεφαλής διευθυντής μπορεί να ορίζεται από σύσκεψη σε σύσκεψη ή μπορεί να διοριστεί για να υπηρετεί συνεχώς μέχρι να αντικατασταθεί. Ο ρόλος του επικεφαλής διευθυντή είναι να εκπροσωπεί τους ανεξάρτητους διευθυντές σε συνομιλίες με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο. Η δομή αυτή αποσκοπεί στην ενίσχυση της ανεξάρτητης αναθεώρησης της διαχείρισης μεταξύ εταιρειών με διττό πρόεδρο/Διευθύνοντα Σύμβουλο.

Οι δράσεις του διοικητικού συμβουλίου πραγματοποιούνται είτε σε συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου είτε με γραπτή συγκατάθεση. Σε μία συνεδρίαση του

διοικητικού συμβουλίου, τα ψηφίσματα παρουσιάζονται στο συμβούλιο και ψηφίζονται. Μια ενέργεια ολοκληρώνεται όταν λάβει την πλειοψηφία των ψήφων που να την υποστηρίζουν. Όταν το συμβούλιο ενεργεί με γραπτή συγκατάθεση, διανέμεται γραπτό ψήφισμα μεταξύ των μελών του συμβουλίου για την υπογραφή τους. Η ενέργεια ολοκληρώνεται όταν η πλειοψηφία των διευθυντών έχει υπογράψει το έγγραφο. Επειδή οι ενέργειες του συμβουλίου με γραπτή συγκατάθεση δεν απαιτούν προειδοποίηση, μπορούν να συμβούν ταχύτερα από τις ενέργειες που αποφασίστηκαν στις συνεδριάσεις του συμβουλίου.

Εκτός από τη συμμετοχή σε συνεδριάσεις του πλήρους συμβουλίου, οι ανεξάρτητοι διευθυντές συνεδριάζουν τουλάχιστον μία φορά το χρόνο σε εκτελεστική συνεδρίαση, στην οποία δεν παρίστανται εκτελεστικοί σύμβουλοι. Η πρακτική αυτή είχε εντολή από τον νόμο SOX. Παρόλο που δεν γίνονται επίσημες ενέργειες στις συναντήσεις αυτές, οι εκτελεστικές σύνοδοι παρέχουν στους εξωτερικούς διευθυντές την ευκαιρία να συζητήσουν με ειλικρίνεια την απόδοση της διαχείρισης, τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης, τους εσωτερικούς ελέγχους και τον προγραμματισμό της διαδοχής. Ο επικεφαλής ανεξάρτητος διευθυντής προεδρεύει αυτών των συναντήσεων.

Οι διευθυντές αναφέρουν ότι δαπανούν περίπου 20 ώρες το μήνα σε θέματα του συμβουλίου. Μια τυπική συνάντηση διαρκεί από δύο έως έξι ώρες, αλλά κάποιες διαρκούν και οκτώ ώρες. Οι αυξημένες κανονιστικές απαιτήσεις τα τελευταία χρόνια τείνουν να επιμηκύνουν τη διάρκεια των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου. Ωστόσο, οι περισσότεροι διευθυντές πιστεύουν ότι η ημερήσια διάταξη είναι δομημένη ώστε να κάνει αποτελεσματική χρήση του χρόνου τους και ότι 20 ώρες το μήνα είναι αρκετές για να ικανοποιήσουν τα καθήκοντά τους.

Για να ενημερώσει σχετικά με τις αποφάσεις του, το διοικητικό συμβούλιο βασίζεται σε υλικό που παρέχεται από τη διοίκηση. Τα ερευνητικά στοιχεία δείχνουν ότι η ποιότητα αυτών των πληροφοριών ενδέχεται να μην είναι επαρκής. Για παράδειγμα, μια μελέτη της Deloitte Consulting διαπίστωσε ότι παρόλο που το 91% των διευθυντικών στελεχών ανέφεραν ότι έλαβαν καλές ή άριστες πληροφορίες για τα οικονομικά αποτελέσματα της εταιρείας τους, μόνο το 61% ικανοποιήθηκε από τις

πληροφορίες που έλαβε σχετικά με τις επιχειρησιακές επιδόσεις. Επιπλέον, λιγότεροι από τους μισούς πιστεύουν ότι έλαβαν άριστες ή καλές πληροφορίες για σημαντικούς τομείς της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένης της ποιότητας των προϊόντων, της καινοτομίας των προϊόντων, των σχέσεων με τους επιχειρηματικούς εταίρους και τους προμηθευτές, της ικανοποίησης των πελατών και της δέσμευσης των εργαζομένων. Οι μη εκτελεστικοί σύμβουλοι μπορούν να αντιμετωπίσουν αυτές τις ελλείψεις ζητώντας από τη διαχείριση να βελτιώσει την αναφορά σε μη χρηματοοικονομικά και οικονομικά στρατηγικά μέτρα απόδοσης. Οι διευθυντές μπορούν, επίσης, να ωφεληθούν μέσω πιο άμεσης επαφής με τη διοίκηση. Σύμφωνα με έναν διευθυντή, "Δεν υπάρχει υποκατάστατο του χρόνου που αφιερώθηκε σε συναντήσεις με τη διοίκηση των διαφόρων τμημάτων ή τομέων που είναι σε χαμηλότερο επίπεδο της εταιρικής σκάλας, έχοντάς τους να αναφέρουν απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο, και στους επισκεπτόμενους επιτηρητές".

2.4 Οι επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου

Το πλήρες διοικητικό συμβούλιο δεν συζητά όλα τα εταιρικά θέματα. Ορισμένα θέματα ανατίθενται σε επιτροπές. Αυτές οι επιτροπές μπορούν να είναι μόνιμες ή ad hoc, ανάλογα με τη φύση του θέματος. Οι διευθυντές διορίζονται σε επιτροπές βάσει των προσόντων τους. Σε σημαντικά θέματα, όπως ο σχεδιασμός και η έγκριση συμβάσεων εκτελεστικών αποζημιώσεων, υποβάλλονται συστάσεις της επιτροπής ενώπιον του πλήρους συμβουλίου για ψηφοφορία.

Ιστορικά, η δημιουργία επιτροπών, σε μεγάλο βαθμό, ήταν στη διακριτική ευχέρεια του διοικητικού συμβουλίου. Η μόνη επιτροπή που απαιτούσε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) ήταν η επιτροπή ελέγχου, η οποία είχε οριστεί για όλες τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες το 1977. Το 2002 ο νόμος Sarbanes-Oxley απαιτούσε πρόσθετες επιτροπές, συμπεριλαμβανομένης της επιτροπής αποζημίωσης, της επιτροπής διακυβέρνησης, και της επιτροπής υποψηφίων. Ο νόμος ορίζει ότι αυτές οι επιτροπές και η ελεγκτική επιτροπή αποτελούνται εξ ολοκλήρου από ανεξάρτητους διευθυντές.

Η **ελεγκτική επιτροπή** είναι υπεύθυνη για την επίβλεψη του εξωτερικού ελέγχου της εταιρείας και αποτελεί τον κύριο σύνδεσμο επαφής μεταξύ του ελεγκτή και της εταιρείας. Αυτή η σχέση αναφοράς έχει ως σκοπό να εμποδίσει τη διαχείριση της επιτροπής ελέγχου από τη διοίκηση. Στο πλαίσιο του SOX, η ελεγκτική επιτροπή πρέπει να έχει τουλάχιστον τρία μέλη, τα οποία πρέπει να είναι οικονομικά εγγράμματα. Ο πρόεδρος πρέπει επίσης να είναι έμπειρος στα οικονομικά. Η ελεγκτική επιτροπή διατηρεί μία γραπτή λίστα, η οποία περιγράφει τα καθήκοντά της απέναντι στο συμβούλιο και περιλαμβάνει τις εξής υποχρεώσεις:

1. Επίβλεψη της διαδικασίας χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και γνωστοποίησης.
2. Παρακολούθηση της επιλογής των λογιστικών πολιτικών και αρχών.
3. Παρακολούθηση της πρόσληψης, της απόδοσης και της ανεξαρτησίας του εξωτερικού ελεγκτή.
4. Επίβλεψη συμμόρφωσης με τις κανονιστικές ρυθμίσεις, τους κανόνες δεοντολογίας και ανοικτή γραμμή επικοινωνίας με σκοπό την καταγγελία.
5. Παρακολούθηση διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου.
6. Παρακολούθηση της απόδοσης της λειτουργίας εσωτερικού ελέγχου.
7. Συζήτηση των πολιτικών και των πρακτικών διαχείρισης κινδύνων με τη διοίκηση.

Σύμφωνα με την NACD (National Association of Corporate Directors), οι ελεγκτικές επιτροπές συναντώνται κατά μέσο όρο επτά φορές ετησίως για περίπου 3,2 ώρες. Το 94 τοις εκατό των διοικητικών συμβούλων πιστεύουν ότι η επιτροπή ελέγχου είναι αποτελεσματική στην εποπτεία της διαδικασίας χρηματοοικονομικής αναφοράς.

Η **επιτροπή αποζημίωσης** είναι υπεύθυνη για τον καθορισμό της αποζημίωσης του Διευθύνοντος Συμβούλου και την παροχή συμβουλών στον Διευθύνοντα Σύμβουλο για την αποζημίωση άλλων ανώτερων στελεχών. Ο Sarbanes-Oxley δεν καθόρισε ελάχιστο μέγεθος επιτροπής. Οι υποχρεώσεις της επιτροπής αποζημιώσεων περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

1. Καθορισμός της αποζημίωσης του Διευθύνοντος Συμβούλου.

2. Καθορισμός και αναθεώρηση στόχων που σχετίζονται με την απόδοση του Διευθύνοντος Συμβούλου.
3. Καθορισμός κατάλληλης κλιμάκωσης αποζημίωσης για τον Διευθύνοντα Σύμβουλο, λαμβάνοντας υπόψη τις προσδοκίες απόδοσης.
4. Παρακολούθηση της απόδοσης του CEO σε σχέση με τους στόχους.
5. Καθορισμός ή παροχή συμβουλών στον Διευθύνοντα Σύμβουλο για την αποζημίωση άλλων συμβούλων.
6. Η επιτροπή συμβουλεύει τον Διευθύνοντα Σύμβουλο και επιβλέπει την αποζημίωση των μη εκτελεστικών συμβούλων.
7. Ρύθμιση αποζημίωσης του συμβουλίου.
8. Πρόσληψη συμβούλων για να βοηθήσουν στη διαδικασία αποζημίωσης, όπως αρμόζει.

Οι επιτροπές αποζημίωσης συναντώνται κατά μέσο όρο πέντε φορές το χρόνο για περίπου 2,4 ώρες. Το 76 τοις εκατό των διευθυντών πιστεύει ότι η επιτροπή αποζημίωσης μπορεί να διαχειριστεί σωστά την αποζημίωση του CEO.

Η **επιτροπή διακυβέρνησης** είναι αρμόδια για την αξιολόγηση της δομής και των διαδικασιών διακυβέρνησης της εταιρείας και μπορεί να ζητήσει βελτιώσεις, όταν ενδείκνυται. Η **επιτροπή διορισμού** είναι υπεύθυνη για τον εντοπισμό, την αξιολόγηση και την υποψηφιότητα νέων διευθυντών, όταν πρέπει να πληρωθούν οι θέσεις του διοικητικού συμβουλίου. Η επιτροπή διορισμού είναι επίσης υπεύθυνη για την καθοδήγηση της διαδικασίας διαμόρφωσης διαδοχής του CEO. Στις περισσότερες επιχειρήσεις, οι επιτροπές διορισμού και διακυβέρνησης συνδυάζονται σε μια ενιαία επιτροπή με τις εξής ευθύνες:

1. Προσδιορισμός ειδικευμένων ατόμων που θα υπηρετούν στο συμβούλιο.
2. Επιλογή των υποψηφίων, πριν από την ψηφοφορία των μετόχων στην ετήσια συνάντηση.

3. Η πρόσληψη συμβούλων για να βοηθηθεί η διαδικασία πρόσληψης διευθυντών, ανάλογα με την περίπτωση.
4. Καθορισμός προτύπων διακυβέρνησης για την εταιρεία.
5. Διαχείριση της διαδικασίας αξιολόγησης του διοικητικού συμβουλίου.
6. Διαχείριση της διαδικασίας αξιολόγησης του Διευθύνοντος Συμβούλου.

Η επιτροπή διορισμού και διακυβέρνησης συνεδριάζει κατά μέσο όρο τέσσερις φορές το χρόνο για περίπου 1,9 ώρες. Παρά την ανεξαρτησία αυτής της επιτροπής, ο διευθύνων σύμβουλος έχει συχνά σημαντική συνεισφορά στην επιλογή των διοριζόμενων μελών του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό ισχύει είτε ο Διευθύνων Σύμβουλος έχει τον διπλό ρόλο του προέδρου, είτε όχι.

Τα συμβούλια είναι ελεύθερα να συστήσουν συμπληρωματικές επιτροπές πέραν εκείνων που απαιτούνται από την λίστα των χρηματιστηρίων. Αυτές οι επιτροπές παρακολουθούν γενικά λειτουργικές περιοχές που το διοικητικό συμβούλιο πιστεύει ότι κατέχουν στρατηγική σημασία για την επιχείρηση, επιζητώντας έτσι πρόσθετη εποπτεία (εξειδικευμένες επιτροπές). Σύμφωνα με τον Spencer Stuart, το 34% των εταιρειών έχει μια επιτροπή αφιερωμένη στη χρηματοδότηση, 11% στην εταιρική κοινωνική ευθύνη, 6% στην επιστήμη και την τεχνολογία, 4% στα νομικά, 4% στο περιβάλλον και 3% στο ρίσκο. Οι επιτροπές αυτές εποπτεύουν και συμβουλεύουν αυτές τις λειτουργίες. Δεν τις διαχειρίζονται άμεσα, το οποίο είναι η αρμοδιότητα της διοίκησης.

2.5 Διάρκεια της θητείας του Συμβουλίου

Παραδοσιακά, οι διευθυντές εκλέγονται ετησίως, με θητεία ενός έτους. Σε ορισμένες εταιρείες, οι διευθυντές εκλέγονται σε θητείες δύο ή τριών ετών, με ένα υποσύνολο διευθυντών να είναι επανεκλέξιμοι κάθε χρόνο. Οι εταιρείες που ακολουθούν αυτό το πρωτόκολλο αναφέρεται ότι έχουν συμβούλια με κλιμάκωση (ή ταξινομημένα). Σε ένα τυπικό κλιμακωτό συμβούλιο, οι διευθυντές εκλέγονται σε τριετή θητεία, με το ένα τρίτο του διοικητικού συμβουλίου να είναι επανεκλέξιμο κάθε τρία χρόνια. Ως εκ τούτου, δεν είναι δυνατό να αφαιρεθεί το διοικητικό συμβούλιο σε ένα μόνο έτος.

Απαιτούνται δύο κύκλοι εκλογών για την πλειοψηφία των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Τα κλιμακωτά συμβούλια μπορεί να είναι μια αποτελεσματική εξασφάλιση προστασίας.

Σε μεγάλο βαθμό ως απάντηση στην αυξημένη συχνότητα εχθρικών εξαγορών στη δεκαετία του 1980, οι επιχειρήσεις άρχισαν να υιοθετούν κλιμακωτά συμβούλια. Για παράδειγμα, από το 1994 έως το 1999, το ποσοστό των επιχειρήσεων που υιοθέτησαν κλιμακωτά διοικητικά συμβούλια, τη στιγμή που έγιναν δημόσια, αυξήθηκε από 43 τοις εκατό σε 82 τοις εκατό στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τα τελευταία χρόνια, ωστόσο, η τάση έχει αντιστραφεί. Οι εταιρείες έχουν «πάρει φωτιά» από ακτιβιστές μετόχους και εξουσιοδοτημένες συμβουλευτικές εταιρείες, οι οποίες πιστεύουν ότι οι εκλογές του κλιμακωτού συμβουλίου απομονώνουν τους διευθυντές από την επιρροή των μετόχων. Οι θεσμικοί επενδυτές, ιδιαίτερα τα δημόσια συνταξιοδοτικά προγράμματα, συχνά έχουν πολιτικές αντιτιθέμενων κλιμακωτών συμβουλίων. Ορισμένες δημόσιες εταιρείες ανταποκρίθηκαν στην πίεση των μετόχων με την αποδέσμευση των συμβουλίων τους. Το 2009, περίπου το 50% των εταιρειών που διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο είχαν κλιμακωτά συμβούλια, από 63% το 2002.

2.6 Εκλογές Συμβούλων

Στις περισσότερες εταιρείες, το διοικητικό συμβούλιο εκλέγεται από τους μετόχους με ένα προς ένα αντιστοιχία μετοχών και ψήφων. Για παράδειγμα, αν υπάρχουν εννέα θέσεις σε ένα διοικητικό συμβούλιο, ένας μέτοχος με 100 μετοχές μπορεί να ψηφίσει με 100 ψήφους για καθέναν από τους εννέα υποψηφίους. Οι μέτοχοι που δεν επιθυμούν να ψηφίσουν για έναν ή όλους τους υποψηφίους μπορούν να αρνηθούν ψήφους για επιλεγμένα άτομα. Οι σύμβουλοι κερδίζουν τις εκλογές επιτυγχάνοντας πλειοψηφία, πράγμα που σημαίνει ότι οι διευθυντές που λαμβάνουν τις περισσότερες ψήφους κερδίζουν, ανεξάρτητα από το αν λαμβάνουν απόλυτη πλειοψηφία. Σε μια μη αμφισβητούμενη εκλογή, ένας διευθυντής εκλέγεται, εφόσον έχει τουλάχιστον μία ψήφο.

Υπάρχουν τρεις κύριες εναλλακτικές λύσεις σε αυτό το σύστημα ψηφοφορίας: μετοχές διπλής κατηγορίας, ψηφοφορία με πλειοψηφία και συσσωρευτική ψηφοφορία. Μια

εταιρεία με μετοχές δύο κατηγοριών έχει περισσότερες από μία κατηγορίες κοινών μετοχών. Σε γενικές γραμμές, κάθε κατηγορία έχει ισοδύναμο οικονομικό συμφέρον στην εταιρεία, αλλά άνισα δικαιώματα ψήφου. Για παράδειγμα, οι μετοχές της Κατηγορίας Α θα μπορούσαν να λάβουν μία ψήφο ανά μετοχή, ενώ οι μετοχές της Κατηγορίας Β θα μπορούσαν να έχουν δέκα ψήφους ανά μετοχή. Συνήθως, ο ιδρυτής, κάποιο μέλος της ιδρυτικής οικογένειας ή άλλος μέτοχος φιλικός προς τη διοίκηση κατέχει την κατηγορία μετοχών με προτιμησιακά δικαιώματα ψήφου, η οποία δίνει στο πρόσωπο αυτό σημαντική (αν όχι πλήρη) επιρροή στις εκλογές του διοικητικού συμβουλίου. Επομένως, οι μετοχές διπλής κατηγορίας τείνουν να αποδυναμώσουν την επιρροή των δημοσίων μετόχων. Περίπου το 9 τοις εκατό των εταιρειών που διαπραγματεύονται στις Ηνωμένες Πολιτείες έχουν κάποια μορφή δομής διπλής κατηγορίας. Η Google, η New York Times Co. και η Hershey έχουν όλες μετοχές διπλής κατηγορίας.

Η δεύτερη τροποποίηση στις διαδικασίες ψηφοφορίας είναι η πλειοψηφική ψηφοφορία. Η ψηφοφορία αυτή διαφέρει από την ψήφο με απόλυτη πλειοψηφία, διότι ένας διευθυντής απαιτείται να λάβει την απόλυτη πλειοψηφία των ψήφων για να εκλεγεί. Αυτό σημαίνει ότι ακόμη και σε μια μη αμφισβητούμενη εκλογή, ένας σύμβουλος μπορεί να αποτύχει να κερδίσει μία θέση στο διοικητικό συμβούλιο εάν δεν έχει συγκεντρώσει πάνω από το ήμισυ του συνόλου των εκκρεμών ψήφων. Οι ειδικές διαδικασίες των συστημάτων ψηφοφορίας με απόλυτη πλειοψηφία διαφέρουν. Σε ορισμένες εταιρείες, οι υποψήφιοι που λαμβάνουν περισσότερες ψήφους κατά από ό,τι ψήφους υπέρ, αρνούνται αυστηρά μια θέση στο διοικητικό συμβούλιο. Συχνά, ο διευθυντής υποχρεούται να υποβάλει επιστολή παραίτησης και το υπόλοιπο συμβούλιο έχει τη διακριτική ευχέρεια να το αποδεχθεί. Άλλες εταιρείες απαιτούν παραίτηση, αλλά μόνο αφού διοριστεί ένας αντικαταστάτης διευθυντής. Η ψηφοφορία με απόλυτη πλειοψηφία παρέχει στους μετόχους περισσότερη εξουσία για τον έλεγχο της σύνθεσης του διοικητικού συμβουλίου, ακόμη και ελλείψει εναλλακτικών υποψηφίων. Το 2010, πάνω από τα δύο τρίτα των εταιρειών του S & P 500 ενέκριναν την πλειοψηφία για τις εκλογές διευθυντών - ποσοστό που αυξάνεται τα τελευταία χρόνια.

Η τρίτη παραλλαγή είναι η συσσωρευτική ψηφοφορία. Η συσσωρευτική ψηφοφορία επιτρέπει σε έναν μέτοχο να συγκεντρώνει τις ψήφους σε έναν μόνο υποψήφιο του

διοικητικού συμβουλίου, αντί να απαιτείται μία ψήφος για κάθε υποψήφιο. Ένας μέτοχος παίρνει αριθμό ψήφων ίσο με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει επί τον αριθμό των εδρών που έχει η εταιρεία στο διοικητικό της συμβούλιο. Για παράδειγμα, ένας μέτοχος με 100 μετοχές σε μια εταιρεία με ένα διοικητικό συμβούλιο με 9 διευθυντές έχει 900 ψήφους. Ο μέτοχος μπορεί να κατανείμει αυτές τις ψήφους μεταξύ των υποψηφίων των επιτροπών όπως αυτός επιλέξει. Για να αυξηθούν οι πιθανότητες εκλογής ενός συγκεκριμένου διευθυντή, ο μέτοχος μπορεί να συγκεντρώσει περισσότερες ψήφους σε έναν μόνο υποψήφιο ή ένα υποσύνολο υποψηφίων. Η συσσωρευτική ψηφοφορία είναι σχετικά σπάνια. Λιγότερο από το 10 τοις εκατό των εταιρειών που ανήκουν στις S & P 500 έχουν υιοθετήσει συσσωρευτική ψηφοφορία (Η συσσωρευτική ψηφοφορία είναι σχεδόν ανύπαρκτη στις μικρότερες εταιρείες).

Κατά κανόνα, οι εκλογές του διοικητικού συμβουλίου είναι αδιαμφισβήτητες. Η εταιρία φτιάχνει μια λίστα διευθυντών για εκλογή, και οι μέτοχοι αναμένεται να εκλέξουν τον κατάλογο των υποψηφίων. Οι εκλογές μπορούν να αμφισβητηθούν σε δύο περιπτώσεις. Πρώτον, στην περίπτωση μιας εχθρικής μάχης εξαγοράς, η εταιρεία υποβολής προσφορών θέτει μια πλήρη λίστα διευθυντών που είναι υπέρ της απόκτησης. Εάν οι μέτοχοι-στόχοι εκλέξουν τον εισηγητή, οι διευθυντές αυτοί θα αφαιρέσουν τα εμπόδια για την εξαγορά και θα ψηφίσουν υπέρ της συμφωνίας. Το δεύτερο πλαίσιο στο οποίο πραγματοποιούνται οι αμφισβητούμενες εκλογές αφορά έναν ακτιβιστή επενδυτή, που είναι δυσαρεστημένος με τη διοίκηση και θέλει να αποκτήσει επιρροή στην εταιρεία. Σε αυτή την περίπτωση, ο μέτοχος μπορεί να παρουσιάσει μια μικρή λίστα των διευθυντών - έναν περιορισμένο αριθμό διευθυντικών στελεχών που, αν εκλεγούν, θα αποτελούν μειοψηφία του διοικητικού συμβουλίου. Αυτοί οι διευθυντές θα χρησιμεύσουν στη συνέχεια ως όχημα, μέσω του οποίου ο ακτιβιστής επενδυτής θα μπορούσε να συμμετάσχει σε αποφάσεις σε επίπεδο διοικητικών συμβουλίων. Ιστορικά, το κόστος της υποψηφιότητας μιας αντιτιθέμενης λίστας βαραίνει εξ ολοκλήρου τον εχθρικό προσφέροντα ή ακτιβιστή. Για το λόγο αυτό, οι ανταπαλότητες μεταξύ πληρεξουσίων που δεν σχετίζονται με τις εξαγορές ήταν αρκετά σπάνιοι. Σύμφωνα με την NACD, το 2008 έγιναν μόνο 45 διαγωνισμοί πληρεξουσίων.

Ο νόμος για την οικονομική μεταρρύθμιση Dodd-Frank ορίζει ότι επενδυτές ή ομάδες επενδυτών που κατέχουν τουλάχιστον 3 τοις εκατό των μετοχών της εταιρείας για τρία συναπτά έτη έχουν το δικαίωμα να ορίσουν μέχρι και το 25 τοις εκατό του διοικητικού συμβουλίου. Αυτό το δικαίωμα είναι γνωστό ως πρόσβαση μεσολάβησης. Είναι σημαντικό ότι αυτοί οι υποψήφιοι του διοικητικού συμβουλίου απαριθμούνται στον πληρεξούσιο, με το κόστος των αμφισβητούμενων εκλογών να βαρύνουν την εταιρεία. Υποθέτοντας ότι ο νόμος Dodd-Frank επιμένει στις νομικές προκλήσεις, δεν είναι ακόμη σαφές πώς η πρόσβαση μέσω πληρεξουσίου θα επηρεάσει τη συχνότητα των αμφισβητούμενων εκλογών σε ένα περιβάλλον ακτιβιστών.

2.7 Απομάκρυνση Συμβούλων

Από την στιγμή που θα εκλεγούν, οι σύμβουλοι εκτίουν την πλήρη θητεία τους - ένα έτος για ετήσια εκλεγμένα διοικητικά συμβούλια και τρία έτη για κλιμακωτά συμβούλια. Οι μέτοχοι ενδέχεται να είναι σε θέση να αποτρέψουν την επανεκλογή των συμβούλων στις επόμενες εκλογές παρακρατώντας ψήφους. Η δυνατότητά τους να το πράξουν, ωστόσο, εξαρτάται από τις ισχύουσες διαδικασίες ψηφοφορίας. Μπορούν, επίσης, να αντικαταστήσουν τους συμβούλους στις επόμενες εκλογές, αν βάλει υποψηφιότητα για εκλογή κάποια ανταγωνιστική ομάδα υποψηφίων. Τέλος, οι μέτοχοι μπορούν να ψηφίσουν για την «κατάργηση» ενός συμβούλου μεταξύ των συνεδριάσεων, εκτός αν το εταιρικό πιστοποιητικό σύστασης προβλέπει διαφορετικά. Ως εκ τούτου, η εξουσία των μετόχων να αποσύρουν έναν διευθυντή-σύμβουλο είναι γενικά περιορισμένη.

2.8 Νομικές Υποχρεώσεις των Διοικητικών Συμβούλων

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα νομικά καθήκοντα του συμβουλίου ορίζονται από τον νόμο περί εταιρικού και ομοσπονδιακού δικαίου. Το κρατικό δίκαιο που εφαρμόζεται σε μια εταιρεία είναι το δίκαιο του κράτους, στο οποίο είναι εγκατεστημένη η εταιρεία. Μια εταιρεία μπορεί να επεκταθεί σε οποιοδήποτε κράτος, ανεξάρτητα από το πού βρίσκεται η έδρα της ή όπου δραστηριοποιείται. Το Delaware είναι μακράν το πιο συνηθισμένο κράτος ενσωμάτωσης. Το Delaware έχει το πιο ανεπτυγμένο σώμα νομολογίας, το οποίο δίνει στις επιχειρήσεις μεγαλύτερη σαφήνεια ως προς τον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσε να αποφασιστεί η εταιρική διακυβέρνηση και η ευθύνη.

Σύμφωνα με το κρατικό εταιρικό δίκαιο, τα κύρια καθήκοντα του διοικητικού συμβουλίου εντάσσονται στη γενική αρχή του καθήκοντος εμπιστοσύνης. Κάτω τον νόμο του ομοσπονδιακού δικαίου, τα καθήκοντα των διευθυντικών στελεχών απορρέουν από την υποχρέωση της εταιρείας να αποκαλύπτει στο κοινό σημαντικές πληροφορίες.

Καθήκον εμπιστοσύνης

Σύμφωνα με το κρατικό εταιρικό δίκαιο, το διοικητικό συμβούλιο έχει τη νομική υποχρέωση να ενεργεί προς το "συμφέρον της εταιρείας". Στη νομική ορολογία, αυτό αναφέρεται ως καθήκον εμπιστοσύνης της εταιρείας. Αν και κάπως διφορούμενο - δεδομένου ότι μια εταιρεία είναι απλώς μια νομική δομή που δεν μπορεί να έχει τα δικά της συμφέροντα - τα δικαστήρια έχουν ερμηνεύσει αυτή τη φράση, ώστε να σημαίνει ότι ένας διευθυντής αναμένεται να ενεργήσει προς το συμφέρον των μετόχων. Πράγματι, οι δικαστικές αποφάσεις συχνά αναφέρονται σε καθήκον εμπιστοσύνης στην "εταιρεία και τους μετόχους" ή ακόμη και μόνο στους μετόχους.

Το καθήκον εμπιστοσύνης του Συμβουλίου περιλαμβάνει τρία μέρη:

- Καθήκον φροντίδας
- Καθήκον αφοσίωσης
- Καθήκον ειλικρίνειας

Το **καθήκον φροντίδας** προϋποθέτει ότι ένας διευθυντής παίρνει αποφάσεις με τη δέουσα συζήτηση. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, τα δικαστήρια επιβάλλουν το καθήκον φροντίδας μέσω του άρθρου του «κανόνα επιχειρηματικής κρίσης». Ο κανόνας αυτός προβλέπει ότι η απόφαση ενός συμβουλίου δεν θα ακυρωθεί από το δικαστήριο, εκτός εάν ο ενάγων μπορεί να αποδείξει ότι το διοικητικό συμβούλιο δεν ενημερώθηκε όσον αφορά την επίδικη απόφαση ή ότι το διοικητικό συμβούλιο προσβλήθηκε από σύγκρουση συμφερόντων, οπότε μπορεί να υπήρξε παραβίαση του καθήκοντος αφοσίωσης. Τα δικαστήρια σπανίως έχουν αποφανθεί εναντίον ενός συμβουλίου για παραβίαση του καθήκοντος φροντίδας. Ακόμη και αν μια απόφαση του διοικητικού συμβουλίου ήταν εμφανώς εσφαλμένη, αν το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να αποδείξει ότι ασχολήθηκε με ορισμένες πληροφορίες που σχετίζονται με την απόφαση, τα δικαστήρια θα υιοθετήσουν μια στάση ακρόασης. Ο κανόνας της επιχειρηματικής

κρίσης προστατεύει περισσότερο τους εξωτερικούς διευθυντές. Ελλείπει "κόκκινων σημαιών" σχετικά με το τι τους λέει η διεύθυνση, τους επιτρέπεται να βασίζονται σε αυτά που ακούνε από τη διοίκηση για να ενημερώσουν σχετικά με την απόφασή τους. Επιπλέον, οι εταιρείες επιτρέπεται να συμπεριλαμβάνουν απαλλακτικές διατάξεις στους χάρτες που προστατεύουν έναν εξωτερικό διευθυντή από κατηγορίες για χρηματική αποζημίωση για παραβίαση του καθήκοντος φροντίδας, αρκεί ο διευθυντής να μην έχει ενεργήσει εκ προθέσεως ή κακόπιστα.

Το **καθήκον της αφοσίωσης** αντιμετωπίζει τις συγκρούσεις συμφερόντων. Για παράδειγμα, εάν η διοίκηση εξετάζει μια συναλλαγή με μια εταιρεία στην οποία ένας διευθυντής έχει σημαντικό οικονομικό συμφέρον, το καθήκον της αφοσίωσης απαιτεί οι όροι της συναλλαγής να προωθούν τα συμφέροντα των μετόχων έναντι αυτών του διευθυντή. Ως άλλο παράδειγμα, αν ένας διευθυντής ανακαλύψει μια επιχειρηματική ευκαιρία κατά τη διάρκεια της υπηρεσίας του στην εταιρεία, το καθήκον της αφοσίωσης απαιτεί από τον διευθυντή να μην εκμεταλλευτεί την ευκαιρία πριν να καθορίσει πρώτα ότι η εταιρεία θα την πάρει. Οι διαδικασίες που πρέπει να ακολουθεί το συμβούλιο, σε καταστάσεις στις οποίες μπορεί να υπάρχει πιθανή σύγκρουση συμφερόντων, καθορίζονται δια νόμου.

Το **καθήκον της ειλικρίνειας** απαιτεί από τη διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο να ενημερώνουν τους μετόχους για όλες τις πληροφορίες που είναι σημαντικές για την αξιολόγηση της εταιρείας και της διοίκησής της. Η διοίκηση της εταιρείας υποχρεούται σε πρώτο βαθμό να παρέχει ακριβή και έγκαιρη ενημέρωση στους μετόχους και το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να επιβλέπει αυτή τη διαδικασία. Ελλείψει άμεσης γνώσης των αδικημάτων, το διοικητικό συμβούλιο επιτρέπεται να βασίζεται σε διαβεβαιώσεις της διαχείρισης, ότι οι πληροφορίες είναι πλήρεις και ακριβείς.

Ως πρακτικό θέμα για τις κρατικές εταιρείες, οι απαιτήσεις αποκάλυψης που επιβάλλονται από το ομοσπονδιακό δίκαιο περί κινητών αξιών είναι πιο συναφείς από το καθήκον της ειλικρίνειας. Όπως και το καθήκον της ειλικρίνειας, οι νόμοι των ομοσπονδιακών κινητών αξιών απαιτούν από μια εταιρεία και τη διοίκησή της να αποκαλύπτουν σημαντικές πληροφορίες στους μετόχους και ότι το κάνουν με μεγάλη λεπτομέρεια. Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι των δημόσιων εταιρειών έχουν περισσότερες πιθανότητες να ισχυριστούν ότι έγιναν παραβιάσεις γνωστοποίησης βάσει των νόμων

περί κινητών αξιών, παρά βάσει του καθήκοντος ειλικρίνειας. Ωστόσο, το καθήκον της ειλικρίνειας είναι σημαντικό για τις μη δημόσιες επιχειρήσεις.

Επειδή τα δικαστήρια έχουν ερμηνεύσει την υποχρέωση του διοικητικού συμβουλίου να δρα «προς το συμφέρον της εταιρείας» να σημαίνει «προς το συμφέρον των μετόχων», η εταιρική διακυβέρνηση στις Ηνωμένες Πολιτείες ονομάζεται μετοχοκεντρική. Από τα στοιχεία έρευνας προκύπτει ότι οι διευθυντές αποδέχονται την μετοχοκεντρική άποψη όσον αφορά τις ευθύνες τους. Όταν τους ζητήθηκε να προσδιορίσουν κατά σειρά σπουδαιότητας τους συσχετιζόμενους που υπηρετούν, οι διευθυντές κατέταξαν πρώτα «όλους τους μετόχους» ακολουθούμενους από θεσμικούς επενδυτές, πελάτες και πιστωτές. Ταξινόμησαν άλλους συσχετιζόμενους όπως τους εργαζόμενους και της κοινότητας χαμηλότερα.

Συγκεκριμένα, η κατάταξη, σύμφωνα με τις απαντήσεις των μετόχων είναι η εξής:

- Όλοι οι μέτοχοι
- Θεσμικοί επενδυτές
- Πελάτες
- Πιστωτές
- Διοίκηση
- Εργαζόμενοι
- Αναλυτές και Wall Street
- Ακτιβιστές μέτοχοι
- Η κοινότητα

Στη δεκαετία του 1990, οι νομοθέτες πολλών κρατών θέσπισαν καταστατικά που επιτρέπουν στο διοικητικό συμβούλιο να εξετάζει τα συμφέροντα των μη μετόχων. (Το Delaware, όπου η πλειοψηφία των δημόσιων εταιρειών ενσωματώνονται, δεν το έκανε.) Τα καταστατικά αυτά αναφέρονται σε διατάξεις για «μη μετοχικούς συμμετέχοντες» ή «εκτεταμένους συμμετέχοντες» και επιτρέπουν στο διοικητικό συμβούλιο να εξετάζει τον αντίκτυπο των ενεργειών τους σε ενδιαφερόμενους όπως οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές και η γύρω κοινότητα. Η αρχική εφαρμογή του εν λόγω καταστατικού εμπίπτει στην αξιολόγηση μιας προσφοράς εξαγοράς. Αυτό

το καταστατικό επιτρέπει στην διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο να απορρίψουν μια προσφορά εξαγοράς που είναι προς το συμφέρον των μετόχων, εάν η εξαγορά θα έβλαπτε άλλους συσχετιζόμενους. Παρόλα αυτά, τα δικαστήρια δεν έχουν επιτρέψει να χρησιμοποιούνται τα καταστατικά εις βάρος των μετόχων.

Σύμφωνα με στοιχεία του SharkRepellent, περίπου το 10% των επιχειρήσεων ενσωματώνονται σε κράτη με τέτοιου είδους διάταξη. Το Οχάιο και η Πενσυλβάνια έχουν προχωρήσει περαιτέρω και απαιτούν από το διοικητικό συμβούλιο να εξετάσει τα συμφέροντα των μη μετόχων. Το 2010, το Maryland έγινε η πρώτη πολιτεία που επέτρεψε στους επιχειρηματίες να ενσωματωθούν ως «εταιρία οφέλους», όπου ένας κερδοσκοπικός οργανισμός είναι αφιερωμένος σε ένα συγκεκριμένο δημόσιο αγαθό, όπως το περιβάλλον ή η συμμετοχή της κοινότητας. Αυτό επιτρέπει στην εταιρεία να λαμβάνει υπόψη τις ανησυχίες των μη-μετόχων κατά τη λήψη αποφάσεων

Τα καταστατικά που συνυπολογίζουν την σκέψη των μη μετόχων δεν έχουν διατυπωθεί παρά μόνο σε περιορισμένο βαθμό. Ως αποτέλεσμα, η σημασία τους εξακολουθεί να είναι αβέβαιη. Μέχρι σήμερα τα δικαστήρια έχουν εξηγήσει ότι τα διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψη τα συμφέροντα των μη μετόχων μόνο στο βαθμό που τα συμφέροντα των μετόχων δεν διακυβεύονται. Έτσι, ακόμη και το διοικητικό συμβούλιο μιας εταιρείας που διέπεται από ένα από αυτά τα καταστατικά έχει καθήκον να προάγει τα συμφέροντα των μετόχων.

2.9 Τα συμφέροντα των μετόχων εκτός των Η.Π.Α.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο νόμος περί εταιρειών του 2006 επιτρέπει την εξέταση των συμφερόντων των μη μετόχων στις αποφάσεις του συμβουλίου. Ένας διευθυντής υποχρεούται να «ενεργεί με τον τρόπο που θεωρεί, καλή τη πίστει, ότι είναι πολύ πιθανό να προωθήσει την επιτυχία της εταιρείας προς όφελος των μελών της ως συνόλου». Η πράξη διευκρινίζει ότι αυτό περιλαμβάνει τους υπαλλήλους, τους πελάτες, τους προμηθευτές, τα μέλη της κοινότητας, το περιβάλλον, τους πιστωτές και άλλους. Καθώς αυτό το καταστατικό είναι σχετικά νέο στο Ηνωμένο Βασίλειο, ο τρόπος με τον οποίο θα γίνει δεκτό δεν είναι ξεκάθαρος.

Στη Νότια Αφρική, τα πρότυπα διακυβέρνησης περιγράφονται στην Βασιλική Έκθεση (1994), Βασιλική Έκθεση II (2001), και Βασιλική Έκθεση III (2009). Αυτές οι εκθέσεις απαιτούν από το διοικητικό συμβούλιο να εντοπίζει όλους τους μετόχους και να καθορίζει τις μεθόδους σύμφωνα με τις οποίες η εταιρεία υπόσχεται να εξυπηρετήσει τα συμφέροντά τους. Η εταιρεία αναμένεται να παρουσιάσει οικονομικά, περιβαλλοντικά και κοινωνικά αποτελέσματα (την αποκαλούμενη τριπλή γραμμή) και το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να κοινοποιήσει την πρόοδο και στις τρεις «γραμμές» σε μια έκθεση προς τους μετόχους.

Κεφάλαιο 3: Η Εταιρική Διακυβέρνηση στην Γαλλία

Το 2005, η Γαλλία κατέλαβε την έκτη θέση όσον αφορά το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ΑΕΠ) μεταξύ των παγκόσμιων οικονομιών και επομένως έχει φαινομενικά ένα ανταγωνιστικό οικονομικό σύστημα. Ωστόσο, ο κεντρικός ρόλος που διαδραματίζει ιστορικά το κράτος, καθώς και η επαναλαμβανόμενη κριτική σε σχέση με την τυπική διαδικασία πρόσληψης των Διευθυνόντων Συμβούλων (CEO) των κυριότερων γαλλικών εταιρειών, γενικά φέρουν την υποψία ενός συστήματος εταιρικής διακυβέρνησης, το οποίο δεν διαθέτει επαρκή πειθαρχία για να εγγυηθεί την ανταγωνιστικότητα αυτών των εταιρειών. Παρόλα αυτά, μια πρόσφατη μελέτη (Fernandez et al., 2006) για τις εταιρείες Euro Stoxx 50 για το 2004 εντοπίζει 17 γαλλικές εταιρείες και διαπιστώνει ότι οι τελευταίες δημιούργησαν σημαντική αξία για τους μετόχους τους, προσφέροντας απόδοση 136% το 2004, υπερβαίνοντας σε μεγάλο βαθμό τους Γερμανούς ομολόγους τους. Επιπλέον, με βάση τα στοιχεία του δείκτη μετοχών που παρείχε η Morgan Stanley Capital International, ο ετήσιος ιστορικός συντελεστής απόδοσης, συμπεριλαμβανομένων των μερισμάτων για την περίοδο 1997-2006, που παρατηρήθηκε για τη γαλλική αγορά ήταν 11,9%, ενώ τα αντίστοιχα στοιχεία ήταν 8,3% και 8,8% αντίστοιχα για τις ΗΠΑ και το ΗΒ σε βάση δολαρίου ΗΠΑ. Φαίνεται λοιπόν ότι το γαλλικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης ήταν σε θέση να προσαρμοστεί στο παγκοσμιοποιημένο ανταγωνιστικό περιβάλλον, όπως δείχνει η κατάταξη του Davis Global Advisors για το 2002 ή η μελέτη της Transparency and Disclosure Study για την Ευρώπη του Standard and Poor's για το 2003, μετά το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Αυτή η εξαιρετικά θετική αξιολόγηση οφείλεται πιθανότατα στις σημαντικές μεταρρυθμίσεις που έγιναν για περίπου είκοσι χρόνια, ειδικά υπό την πίεση ξένων θεσμικών επενδυτών που κατέχουν σήμερα σημαντικό μερίδιο κεφαλαίου στις κυριότερες γαλλικές εταιρείες.

3.1 Εθνικό Εταιρικό Δίκαιο και Κανονισμοί

Το νομικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στη γαλλική εταιρική διακυβέρνηση υποτάσσεται στις ευρωπαϊκές οδηγίες που προέρχονται από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Οι οδηγίες

αυτές μεταφέρονται με κάποια ελευθερία στην εθνική νομοθεσία των κρατών μελών. Η Ευρωπαϊκή πολιτική που διέπει την εταιρική διακυβέρνηση διατυπώθηκε στο Winter report, το οποίο δημοσιεύτηκε το 2002, με στόχο τον εκσυγχρονισμό του εταιρικού δικαίου και τη σύσφιξη των προτύπων εταιρικής διακυβέρνησης. Η έκθεση αυτή καθόρισε 10 προτεραιότητες όσον αφορά την υποχρεωτική δημοσίευση ετήσιας έκθεσης (annual report) σχετικά με τη διακυβέρνηση από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες, δέσμη κανόνων σχετικά με τα δικαιώματα των μετόχων, ενίσχυση της επιρροής των μετόχων και διαφάνεια όσον αφορά την αμοιβή των CEO, καθώς και καλύτερο συντονισμό κωδίκων εθνικής εταιρικής διακυβέρνησης. Η εφαρμογή αυτών των προτεραιοτήτων οδήγησε σε ένα σχέδιο δράσης για τη διατύπωση συστάσεων και τη θέσπιση ή τη μεταρρύθμιση οδηγιών σε θέματα όπως η επιτροπή ελέγχου, ο ρόλος των ανεξάρτητων διευθυντών, ο έλεγχος και η αμοιβή των CEOs, οι λογιστικές και οικονομικές πληροφορίες, ακόμη και οι δημόσιες προσφορές εξαγοράς.

Αυστηρά μόνο για τη Γαλλία, υιοθετήθηκαν διάφορα κείμενα δικαίου, τροποποιώντας έτσι τον γενικό εταιρικό νόμο του 1966. Έχουν είτε προσδώσει έναν πιο επίσημο χαρακτήρα στις συστάσεις που έχουν ήδη προωθηθεί από τους εθελοντικούς κώδικες της «βέλτιστης πρακτικής» της εταιρικής διακυβέρνησης είτε μεταφέρουν τις Ευρωπαϊκές οδηγίες στο γαλλικό εθνικό δίκαιο. Τρία πρόσφατα κείμενα, συνεπώς, απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή: (1) Ο νόμος για τους νέους οικονομικούς κανονισμούς του 2001 (Loi sur les nouvelles régulations économiques), (2) Ο νόμος περί χρηματοοικονομικής ασφάλειας του 2003 (Loi de sécurité financière) και (3) Ο νόμος για την εμπιστοσύνη και τον εκσυγχρονισμό της οικονομίας του 2005 (Loi pour la confiance et la modernisation de l'economie).

Ο πρώτος νόμος είχε ως στόχο να καθοδηγήσει τη Γαλλία στην πορεία προς τη βιώσιμη ανάπτυξη, ρυθμίζοντας το χρηματοπιστωτικό σύστημα, τον ανταγωνισμό και την εταιρεία. Επηρεασμένος από το περιεχόμενο των υφιστάμενων κωδίκων «βέλτιστων πρακτικών», είχε σχεδιαστεί για να εξασφαλίσει καλύτερη ισορροπία δυνάμεων μεταξύ των διαφόρων περιπτώσεων ελέγχου, επιτρέποντας τον διαχωρισμό των καθηκόντων του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντα συμβούλου (CEO), ενισχύοντας τη λειτουργία ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου,

διασφαλίζοντας υψηλότερο επίπεδο διαφάνειας όσον αφορά την αμοιβή και αυξάνοντας τα δικαιώματα των μειοψηφούντων μετόχων.

Ο νόμος για την χρηματοοικονομική ασφάλεια (2003) σχεδιάστηκε ως η απάντηση της Γαλλίας στην κρίση εμπιστοσύνης στις χρηματοπιστωτικές αγορές που προκάλεσαν τα διάφορα σκάνδαλα (Enron, Vivendi, ...). Εκτός από την ενίσχυση των εξουσιών των ελεγκτικών αρχών με τη δημιουργία της Αρχής Χρηματοπιστωτικών Αγορών (*Autorité des Marchés Financiers*), σε μια προσπάθεια να επιτευχθεί καλύτερη προστασία των επενδυτών, ο νόμος στόχευε επίσης σε βελτιωμένους νομικούς ελέγχους, ιδίως μέσω της δημιουργίας του Υψηλού Συμβουλίου Νομικού Ελέγχου (*Haut Conseil du Commissariat aux Comptes*), που έχει αναλάβει την αποστολή παρακολούθησης του λογιστικού επαγγέλματος. Ένας από τους στόχους ήταν να ενισχυθεί ο ρόλος και η ανεξαρτησία των ελεγκτών και να βελτιωθεί η ποσότητα και η ποιότητα των πληροφοριών που παρέχονται στους μετόχους, ιδίως αναγκάζοντας τον πρόεδρο του διοικητικού συμβουλίου να επικοινωνεί για την οργάνωση και το έργο του διοικητικού συμβουλίου και να αποκαλύπτει τις διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου. Τέλος, ο νόμος του 2005 για τον εκσυγχρονισμό της οικονομίας ενίσχυσε τις νομικές υποχρεώσεις όσον αφορά την πληροφόρηση σχετικά με την αμοιβή των CEO, ιδίως τα στοιχεία και τα κριτήρια αξιολόγησης.

3.2 Κώδικες Εταιρικής Διακυβέρνησης

Έχουν συνταχθεί διάφοροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης από τις ενώσεις εργοδοτών (MEDEF και AFEP) με τα ονόματα των εκθέσεων (reports) Viénot 1 & 2 και της έκθεσης Bouton. Η έκθεση Viénot 1 (1995) ασχολήθηκε κυρίως με το διοικητικό συμβούλιο των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, επιθυμώντας να διευκρινίσει την αποστολή της και να καταστήσει αποτελεσματικότερη τη δουλειά της. Πρότεινε την κατάργηση των διευθυντικών στελεχών, τον περιορισμό του αριθμού των θέσεων των διοικητικών συμβουλίων, την προσφυγή σε ανεξάρτητους διευθυντές και τη δημιουργία επιτροπών συμβουλίου.

Η έκθεση Viénot 2 (1999) υιοθέτησε μια γενικότερη προοπτική. Επέλεξε μια προσέγγιση που παρέχει στις εταιρείες τη δυνατότητα να διαχωρίσουν τα καθήκοντα

του προέδρου του διοικητικού συμβουλίου και του διευθύνοντα συμβούλου (CEO). Η έκθεση αυτή έδωσε ακρίβεια στην έννοια της ανεξαρτησίας του διευθυντή και ζήτησε την ενίσχυση του ρόλου των ανεξάρτητων διευθυντών, καθώς και των πληροφοριών σχετικά με τις αμοιβές διαχείρισης. Επίσης, διατύπωσε συστάσεις σχετικά με την οικονομική πληροφόρηση και επικοινωνία και σχετικά με το ρόλο των γενικών συνελεύσεων των μετόχων.

Τέλος, η έκθεση Bouton (2002) καταρτίστηκε μετά την κρίση της Enron και αποσκοπούσε στη συμβολή στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Πρότεινε ορισμένες βελτιώσεις όσον αφορά το διοικητικό συμβούλιο (ισχυρότερη ανεξαρτησία, υψηλότερο βαθμό επίσημης διατύπωσης, καλύτερη πληροφόρηση, βελτιωμένη αξιολόγηση), τις επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου (ελεγκτικές επιτροπές, επιτροπές αμοιβών και διορισμών), την ανεξαρτησία των νομικών ελεγκτών και οικονομικές πληροφορίες.

Συνολικά, οι κυριότερες συστάσεις που περιέχονται στους γαλλικούς κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης είναι πολύ κοντά σε εκείνες που δημοσιεύονται σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες, όπως η έκθεση Cadbury στο Ηνωμένο Βασίλειο. Μια συγκριτική μελέτη με εντολή της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (Weil, Gotshal & Manges, 2002) εξάγει συμπεράσματα με βάση μια διεξοδική ανάλυση περιεχομένου 35 ευρωπαϊκών κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης σχετικά με υψηλό βαθμό σύγκλισης σε θέματα όπως η υπευθυνότητα, η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων, , επιτροπές του διοικητικού συμβουλίου και διαφάνεια.

Οι εταιρείες στη Γαλλία είναι ελεύθερες να υιοθετήσουν τις αρχές των παραπάνω κωδίκων. Οι γαλλικές απαιτήσεις καταχώρισης επιβάλλουν μόνο ετήσια δήλωση από τις εταιρείες σχετικά με «τις συνθήκες υπό τις οποίες προετοιμάζονται και οργανώνονται οι εργασίες του συμβουλίου». Στις δηλώσεις αυτές, η ρητή αναφορά στους κώδικες διακυβέρνησης δεν είναι υποχρεωτική, παρόλο που ενθαρρύνεται έντονα και η Αρχή Χρηματοπιστωτικών Αγορών (AMF) θεωρεί ως πρότυπο τους κώδικες «βέλτιστων πρακτικών» των ενώσεων των εργοδοτών (MEDEF/AFEP) για τη γαλλική κεφαλαιαγορά. Στην πραγματικότητα, φαίνεται ότι η πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών που κάνουν την προαναφερόμενη ετήσια δήλωση αναφέρεται σε τουλάχιστον έναν από τους τρεις προαναφερθέντες κώδικες διακυβέρνησης. Όταν

το κάνουν, η AMF ζητά να εξηγήσουν τυχόν αποκλίσεις που περιέχουν, από τα πρότυπα της «βέλτιστης πρακτικής». Ως εκ τούτου, οι εταιρείες έχουν τη διακριτική ευχέρεια να υιοθετήσουν τους κώδικες διακυβέρνησης, αλλά παρά την έλλειψη νομικής απαίτησης, υπάρχει έντονη ανεπίσημη πίεση υπέρ της εθελοντικής συμμόρφωσης σε μία βάση «συμμόρφωσης ή εξήγησης».

3.3 Το Χρηματιστήριο και η Αγορά για τον Εταιρικό Έλεγχο

Η χρηματιστηριακή αγορά αναφέρεται γενικά ως ένας από τους κύριους μηχανισμούς εταιρικής διακυβέρνησης. Οι γαλλικές εταιρείες είναι εισηγμένες στην Euronext μαζί με βελγικές, ολλανδικές και πορτογαλικές εταιρείες. Αυτή η αγορά συγχωνεύτηκε το 2007 με τη NYSE (New York Stock Exchange), της οποίας η κεφαλαιοποίηση ήταν πενταπλάσια από αυτήν της Euronext. Ο αριθμός των εισηγμένων εταιρειών ήταν περίπου 1.300 στα τέλη του 2005, οπότε η Euronext είχε καταλάβει την πέμπτη θέση μεταξύ των μεγάλων χρηματιστηριακών αγορών παγκοσμίως, πίσω από τους Αμερικανούς (Nasdaq, NYSE), το Χρηματιστήριο του Λονδίνου και το Τόκιο, αλλά πριν από την Deutsche Börse. Μέχρι το τέλος του 2004, ο δείκτης κεφαλαιοποίησης εγχώριας αγοράς/ΑΕΠ, που συχνά διατηρείται ως μέτρο της σημασίας της χρηματιστηριακής αγοράς, ήταν 70,7% για τη Γαλλία έναντι 127,4% για το Ηνωμένο Βασίλειο. Με το 31,7%, η συγκέντρωση στην αγορά των 10 πιο κεφαλαιοποιημένων εταιρειών φαίνεται να είναι ανώτερη από τα αμερικανικά και ιαπωνικά χρηματιστήρια, αλλά κατώτερη από εκείνη του Ηνωμένου Βασιλείου και της Γερμανίας.

Ο αριθμοδείκτης Νέο Κεφάλαιο/Ακαθάριστο Κεφάλαιο προσέγγισε το 6,7% το 2004 και ήταν πολύ κοντά με το αμερικανικό ποσοστό. Κάνοντας σύγκριση, ο ίδιος λόγος ήταν χαμηλός σε 0,5% στη Γερμανία και 2,2% στην Ιαπωνία. Όσον αφορά τον όγκο διαπραγμάτευσης μετοχών, η Euronext ήταν περίπου στο 20% του επιπέδου NYSE το 2004. Η Ταχύτητα Κύκλου Εργασιών ήταν 112,8% στην Euronext, έναντι 99,1% στη NYSE. Συνολικά, μπορεί να θεωρηθεί ότι η πειθαρχία που επιβάλλεται από τη χρηματοπιστωτική αγορά στη Γαλλία είναι κοντά σε ό,τι μπορεί να παρατηρηθεί στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο, αν και για το σύνολο της οικονομίας το χρηματιστήριο παραμένει λιγότερο σημαντικό.

Η χρηματοπιστωτική αγορά λειτουργεί επίσης ως αγορά για τον έλεγχο των εταιρειών, όπου διάφορες ομάδες διαχείρισης ανταγωνίζονται για την απομάκρυνση των υφισταμένων διευθυντικών στελεχών, ιδίως μέσω εχθρικών δημόσιων προσφορών εξαγοράς. Στην πραγματικότητα, παρόλο που οι δημόσιες προσφορές εξαγοράς δεν είναι ασυνήθιστες στη Γαλλία -234 μπορούν να παρατηρηθούν μεταξύ 2003 και 2005- εκείνες που είναι εχθρικές, όπως η πρόσφατη εξαγορά της Arcelor από τη Mittal Steel, είναι πολύ μικρές. Η αγορά των εξαγορών παραμένει σε μεγάλο βαθμό ένας εικονικός μηχανισμός διακυβέρνησης, ο οποίος μπορεί να εξηγηθεί σε μεγάλο βαθμό από την τυπική δομή ιδιοκτησίας των γαλλικών επιχειρήσεων.

3.4 Ιδιοκτησιακές δομές

Παραδοσιακά, όπως στις περισσότερες ηπειρωτικές ευρωπαϊκές χώρες, οι δομές ιδιοκτησίας των γαλλικών εταιρειών παραμένουν συγκεντρωμένες, παρόλο που ο αριθμός μεμονωμένων μετόχων αυξήθηκε ως αποτέλεσμα της ιδιωτικοποίησης μεγάλων εταιρειών και έχει φθάσει περίπου 6 εκατομμύρια άτομα.

Ο πίνακας 3.1 παρουσιάζει τη δομή ιδιοκτησίας των γαλλικών εταιρειών για το 2004. Δείχνει τη σημασία των ξένων επενδυτών. Οι τελευταίοι είναι σε μεγάλο βαθμό θεσμικοί επενδυτές, ιδίως συνταξιοδοτικά ταμεία.

	1998	2004
Ιδιωτικά νοικοκυριά	10,9 %	8,9 %
Μη χρηματοοικονομικές εταιρείες	16,6 %	19,4 %
Γαλλικοί θεσμικοί επενδυτές	26,3 %	29,4 %
Μη κάτοικοι	36 %	37,9 %
Άλλοι (συμπεριλαμβανομένου του κράτους)	10,2 %	4,6 %

Πηγή: Banque de France

Πίνακας 3.1: Δομή ιδιοκτησίας γαλλικών εταιριών

Η ιδιοκτησιακή δομή των εισηγμένων εταιρειών έχει περάσει από μείζονες αλλαγές για αρκετά χρόνια. Ως εκ τούτου, παρατηρούμε μια ισχυρή μείωση των διακρατικών συμμετοχών, η οποία επέτρεψε σημαντική αύξηση της παρουσίας θεσμικών επενδυτών, ιδίως μη κατοίκων. Οι συμμετοχές που ελέγχονται απευθείας από τα νοικοκυριά έχουν επίσης μειωθεί. Όταν εξετάσαμε τις εταιρείες που συνθέτουν τον χρηματιστηριακό δείκτη CAC 40, το μερίδιο ιδιοκτησίας που ελέγχεται από ξένους επενδυτές υπερέβη το 46% μέχρι το τέλος του 2005. Σε σύγκριση με άλλα κορυφαία κράτη, η Γαλλία φαίνεται να είναι η χώρα με τη μεγαλύτερη διεθνή εταιρική μετοχική δομή.

Αυτή η ισχυρή παρουσία θεσμικών επενδυτών δεν σημαίνει, ωστόσο, ότι οι τελευταίοι κατέχουν γενικά τον έλεγχο των κεφαλαίων, δεδομένου ότι μόνο το 11,3% των εταιρειών από το τέλος του 2002 είχε κάποιο θεσμικό επενδυτή ως κύριο μέτοχο, ενώ το ποσοστό ήταν πάνω από 40% για τις Ηνωμένες Πολιτείες και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στην πραγματικότητα, οι Faccio και Lang (2002) και οι Sraer και Thesmar (2006) δείχνουν ότι πάνω από το 60% όλων των εισηγμένων εταιρειών παραμένει υπό τον έλεγχο της ιδρυτικής οικογένειας. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι το κράτος σήμερα απλώς ελέγχει ένα οριακό κεφάλαιο περίπου 2% στις εισηγμένες στο γαλλικό επίπεδο εταιρείες.

3.5 Διοικητικό Συμβούλιο – Board of Directors

Ο γαλλικός νόμος αφήνει στις εταιρείες την επιλογή είτε να επιλέξουν ένα ενιαίο σύστημα είτε ένα διοικητικό συμβούλιο δύο επιπέδων, το οποίο περιλαμβάνει ένα διοικητικό συμβούλιο και ένα εποπτικό συμβούλιο. Μέχρι το τέλος του 2004, το 76% των εταιρειών CAC 40 επέλεξε το ενιαίο συμβούλιο. Το ποσοστό αυτό επιβεβαιώνεται από μεγαλύτερα δείγματα και φαίνεται ότι το σύστημα διοικητικών συμβουλίων δύο επιπέδων έχει μειωθεί τα τελευταία χρόνια. Μεταξύ των 40 εταιρειών CAC που επέλεξαν το ενιαίο συμβούλιο, το 22% είχε διαχωρίσει τις λειτουργίες του προέδρου και του διευθύνοντος συμβούλου έως το 2004. Το ποσοστό αυτό ήταν παρόμοιο και για άλλες εταιρείες, αλλά φαίνεται ότι ο λειτουργικός αυτός διαχωρισμός ήταν επίσης μειωμένος τα τελευταία χρόνια.

Όσον αφορά τη σύνθεσή του, ο γαλλικός νόμος περιορίζει τον αριθμό των εσωτερικών διευθυντών (εταιρικών υπαλλήλων) στο ένα τρίτο των θέσεων του διοικητικού

συμβουλίου. Η παρουσία ανεξάρτητων διευθυντικών στελεχών έχει γίνει συνηθισμένη στα διοικητικά συμβούλια των εταιρειών CAC 40, όπου κατέχουν το 60% των θέσεων του διοικητικού συμβουλίου και έχει γίνει μια ευρέως αποδεκτή πρακτική στις περισσότερες εισηγμένες εταιρείες (με μέση τιμή 6 ανεξάρτητων διευθυντών από ένα σύνολο 15). Η νομοθεσία που θεσπίστηκε τα τελευταία χρόνια τείνει να μειώσει τον αριθμό των εδρών που μπορούν να κατέχονται από ένα μόνο άτομο: μέχρι το τέλος του 2004, 104 διευθυντές που αντιπροσωπεύουν περίπου το ένα τέταρτο των θέσεων του διοικητικού συμβουλίου CAC 40 κατείχαν περισσότερα από ένα διοικητικά καθήκοντα, ήταν μόνο τρεις που κράτησαν μέχρι πέντε, εφεξής το νόμιμο όριο.

Name	Market capitalization (Billion €)	Board system
Total	125,1	Unitary: CEO + Chairman
Sanofi - Aventis	99,5	Unitary: CEO + Chairman
EDF	77,6	Unitary: no separation
BNP Paribas	67,3	Unitary: CEO + Chairman
Société Générale	52,1	Unitary: no separation
Axa	50,8	Two-tier board
France Télécom	45,4	Unitary: no separation
L'Oréal	44,7	Unitary: CEO + Chairman
Crédit Agricole	43,6	Unitary: CEO + Chairman
Suez	38,1	Unitary: no separation
LVMH	37,6	Unitary: no separation
Vivendi	32,3	Two-tier board
Carrefour	31,9	Two-tier board
Gaz de France	26,9	Unitary: no separation
Renault	25,6	Unitary: CEO + Chairman

Πίνακας 3.2: Παραδείγματα συστημάτων διακυβέρνησης, που υιοθέτησαν μεγάλες εταιρίες της Γαλλίας (31/5/2006).

Ωστόσο, η πρακτική των διπλών διευθύνσεων παραμένει ένα συχνό φαινόμενο. Το 65% των προαναφερθεισών εταιρειών αντάλλαξαν τουλάχιστον δύο διευθυντές.

Περίπου το ένα τρίτο των διοικητικών συμβουλίων περιλαμβάνει έναν τραπεζίτη της εταιρείας και έναν εκπρόσωπο εργαζομένων, ενώ τα τρία τέταρτα έχουν τουλάχιστον έναν ξένο διευθυντή.

Οι κυριότερες τρεις επιτροπές - ελέγχου, αποδοχών και οι επιτροπές υποψηφιοτήτων - υπάρχουν στις περισσότερες από τις εταιρείες CAC 40. Προεδρεύει συνήθως ανεξάρτητος διευθυντής, αλλά η παρουσία του προέδρου και του CEO κατά τη διάρκεια των συζητήσεων παραμένει συχνή (στις μισές επιτροπές αποδοχών και υποψηφιοτήτων).

3.6 Εκτελεστική αποζημίωση

Οι Γάλλοι διευθύνοντες σύμβουλοι ξεχωρίζουν μεταξύ των πιο ακριβοπληρωμένων στην Ευρώπη. Το 2005, η μέση αμοιβή των CEO των CAC 40 ήταν 4,9 εκατ. ευρώ. Οι αμοιβές τριπλασιάστηκαν από το 1998 ως το 2004, αλλά σημειώθηκε μείωση κατά 14% το 2005. Κατά μέσο όρο, το μεταβλητό μέρος του πακέτου των αποδοχών είναι κοντά στο 50%. Μειώθηκε λόγω της μείωσης του τμήματος των δικαιωμάτων προαίρεσης που αντιπροσωπεύει μόνο το 38% της συνολικής αποζημίωσης για το 2005, έναντι 68% το 2001. Αυτή η μείωση του ποσοστού των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών φαίνεται να είναι παγκόσμιο φαινόμενο. Μπορούν να αναφερθούν διάφοροι λόγοι, όπως οι καταχρήσεις που έχουν αποκαλυφθεί, οι αλλαγές στις λογιστικές μεθόδους και η αυξανόμενη επιτυχία των περιορισμένων αποθεμάτων και των μεριδίων απόδοσης. Ωστόσο, είναι ενδιαφέρον να σημειωθεί ότι η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης από τις γαλλικές εταιρείες παραμένει σχετικά ισχυρή. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό της αμοιβής του CEO είναι ουσιαστικά τα επίπεδα των αμοιβαίων αμοιβών, οι ευθύνες της θέσης και οι σταθερές επιδόσεις που καθορίζονται μέσω λογιστικών μέτρων ή/και δεικτών χρηματιστηριακών αγορών.

	Χρήση B.B.K. (%)	Χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης (%)	Χρήση περιορισμένων μετοχών (%)	Χρήση μεριδίων απόδοσης (%)
USA	95%	85%	35%	35%
Germany	85%	40%	5%	10%
France	95%	90%	5%	5%
Japan	35%	35%	0%	0%
UK	95%	80%	0%	60%

Πίνακας 3.3: Χρήση βραχυπρόθεσμων βραβείων κινήτρων, δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών, περιορισμένων μετοχών και μεριδίων απόδοσης, το 2005.

Σύμφωνα με τον πίνακα, οι Γάλλοι διευθύνοντες σύμβουλοι θεωρούνται από αυτούς που πληρώνονται καλύτερα στην Ευρώπη, ενώ το μερίδιο των δικαιωμάτων των εκτελεστικών μετοχών παραμένει υψηλό

Υπάρχουν πολλές νομικές απαιτήσεις για την αποκάλυψη πληροφοριών σχετικά με τις αμοιβές της διαχείρισης (εξατομικευμένη δημοσιότητα της αμοιβής, διάκριση μεταξύ σταθερών και μεταβλητών στοιχείων, τρόπος αξιολόγησης...). Ωστόσο, δεν υφίσταται περιορισμός όσον αφορά το ύψος των επιτρεπόμενων επιπέδων αμοιβών. Η κύρια ένωση των εργοδοτών, η MEDEF, η οποία αποτελεί την αιτία των κυριότερων κωδίκων εταιρικής διακυβέρνησης, απλώς έδωσε κάποιες γενικές συστάσεις, που υποστηρίζουν το σεβασμό των συμφερόντων των μετόχων και τονίζουν την αναγκαιότητα της κοινωνικής συνοχής.

3.7 Συμπέρασμα

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων είκοσι ετών, η διακυβέρνηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών της Γαλλίας έχει υποστεί βαθιές μεταβολές και τα τυπικά χαρακτηριστικά της εμφανίζονται πλέον κοντά στα αντίστοιχα αγγλοσαξονικά. Ωστόσο, ακόμη και αν οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές έχουν γίνει οι κύριοι παράγοντες, ο γαλλικός καπιταλισμός διατηρεί ακόμα έναν ισχυρό οικογενειακό χαρακτήρα και οι συναλλαγές στην αγορά για τον εταιρικό έλεγχο είναι σπάνια εχθρικές. Μπορεί κανείς

να προσθέσει ότι ο ακτιβισμός των μειοψηφούντων μετόχων είναι μέτριος, παρόλο που τα δικαιώματά τους έχουν ενισχυθεί.

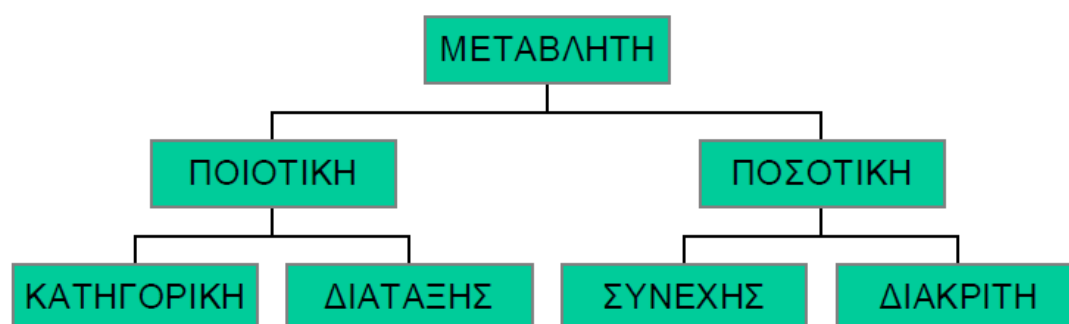
Η συνολική εξέλιξη της γαλλικής εταιρικής διακυβέρνησης έναντι των αγγλοσαξονικών προτύπων αντιμετωπίζει κάποια αντίσταση, ιδίως λόγω των χαρακτηριστικών της αγοράς στελεχών των κυριότερων εταιρειών, τα οποία ευνοούν ορισμένους κύκλους ελίτ. Πιο αναλυτικά, το 2005 σχεδόν το 15% των Διευθύνοντων Συμβούλων των εισηγμένων εταιρειών στη Γαλλία ήταν απόφοιτοι της Ecole Polytechnique και της Ecole Nationale d'Administration (ENA) και λόγω της αγοράς εργασίας γενικά, συχνά θεωρούνταν μάλλον ανελαστικοί. Η διεθνοποίηση της ιδιοκτησίας και των εταιρικών συμβουλίων θα οδηγήσει πιθανώς σε μια μεταρρύθμιση αυτών των αγορών και η αυξανόμενη πίεση για λογιστική διαφάνεια, με την υιοθέτηση των νέων διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (IFRS), πιθανότατα θα ασκεί συνεχή επιρροή. Τέλος, η ισχυρή γαλλική παράδοση του κρατικού παρεμβατισμού σε συνδυασμό με μερικές πρόσφατες δηλώσεις πολιτικών ηγετών (με την ευκαιρία ορισμένων πράξεων που αφορούν τη Danone ή την Arcelor) μπορεί να οδηγήσει στην υπόθεση ότι το κράτος επιθυμεί να προστατεύσει τις εγχώριες εταιρείες από ξένους επιδρομείς. Ωστόσο, λόγω της ουσιαστικής εξέλιξης του νομικού πλαισίου, ιδίως σε ευρωπαϊκό επίπεδο, και κυρίως λόγω των θεμελιωδών αλλαγών των δομών ιδιοκτησίας, μια τέτοια κρατική παρέμβαση παραμένει ως επί το πλείστον απλή ρητορική. Επί του παρόντος, η γαλλική κυβέρνηση έχει χάσει μεγάλο μέρος της προηγούμενης επιρροής της σε τέτοια ζητήματα και το αποτέλεσμα του πρόσφατου αγώνα εξαγοράς της Arcelor δείχνει την απώλεια των θεσμικών διαύλων που επιτρέπουν την αποτελεσματική κρατική παρέμβαση.

Κεφάλαιο 4: Περιγραφική Στατιστική και Μεθοδολογία

4.1 Περιγραφική Στατιστική

Οι μεταβλητές μιας στατιστικής έρευνας αποτελούνται συνήθως από ένα μεγάλο πλήθος στοιχείων, που αφορούν τον πληθυσμό που μας ενδιαφέρει. Για να μπορέσουμε να προβούμε σε μια συνοπτική παρουσίαση του δείγματός μας, που θα έχει ως αποτέλεσμα την εξαγωγή κάποιων συμπερασμάτων, τα στοιχεία μας οργανώνονται αρχικά σε μορφή πινάκων και εν συνεχεία γίνεται χρήση γραφικών και αριθμητικών μεθόδων.

Οι κυριότεροι τύποι μεταβλητών είναι οι εξής:



Εικόνα 4.1

4.1.1 Ποιοτικές μεταβλητές

Είναι προφανές ότι στις ποιοτικές μεταβλητές (διατεταγμένες ή μη) δεν μπορούμε να κάνουμε μαθηματικές πράξεις. Μπορούμε μόνο να καταμετρήσουμε τις συχνότητες κάθε κατηγορίας, δημιουργώντας έτσι τον λεγόμενο πίνακα συχνοτήτων και στη συνέχεια να προβούμε σε γραφικές παραστάσεις, όπως το Τομεόγραμμα (pie-chart) ή το Ραβδόγραμμα (bar-chart).

4.1.2 Ποσοτικές μεταβλητές

Στις ποσοτικές μεταβλητές, εκτός των γραφημάτων, μπορούμε να εφαρμόσουμε και αριθμητικές μεθόδους παρουσίασης του δείγματος. Η κατασκευή του πίνακα

συχνοτήτων είναι και πάλι χρήσιμη, αλλά στην περίπτωση των συνεχών μεταβλητών η ομαδοποίηση των δεδομένων είναι αναγκαία για την κατασκευή του. Τέλος η συνηθέστερη γραφική μέθοδος για τις ποσοτικές μεταβλητές είναι το Ιστόγραμμα.

Έστω η ποσοτική μεταβλητή X , η οποία σε τυχαίο δείγμα μεγέθους n , έδωσε τα αποτελέσματα x_1, \dots, x_n . Τα μέτρα θέσης του δείγματος είναι:

1. Μέση τιμή - Average: Χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο:
2. Κορυφή – Peak ή Mode
3. Διάμεσος - Median
4. Ποσοστιαία Σημεία - Percentage Points

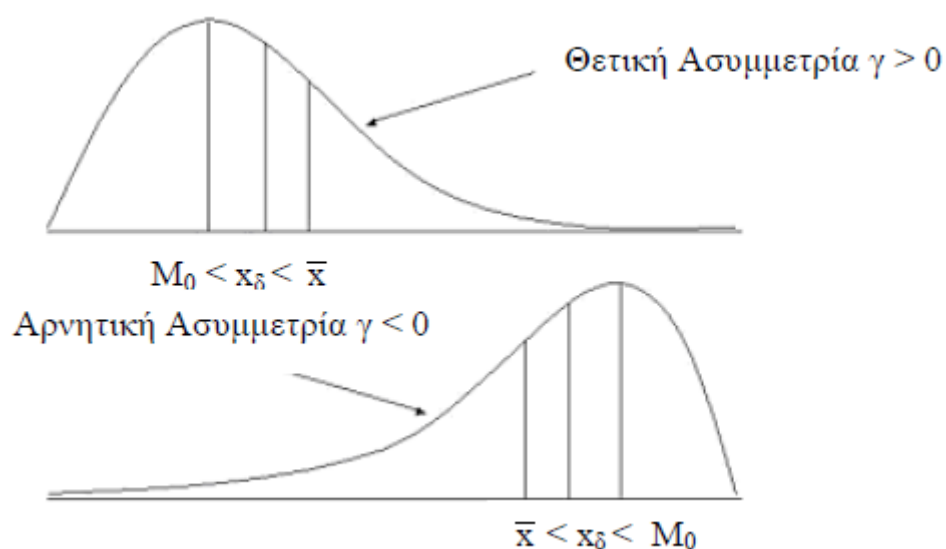
Τα μέτρα μεταβλητότητας του δείγματος είναι:

1. Τυπική απόκλιση – Standard deviation
2. Συντελεστής μεταβλητότητας - Variability coefficient
3. Εύρος ή Κύμανση - Range
4. Ενδοτεταρτημοριακό εύρος - Interterminal range

4.1.3 Συντελεστής Ασυμμετρίας (Skewness)

Η κατανομή ενός πληθυσμού μπορεί να είναι συμμετρική ή μη συμμετρική. Στην πρώτη περίπτωση η κορυφή, η διάμεσος και η μέση τιμή συμπίπτουν. Στις άλλες περιπτώσεις ένα από τα τμήματα στα οποία χωρίζει την κατανομή η κορυφή περιέχει περισσότερες παρατηρήσεις από το άλλο. Υπάρχουν δύο ειδών ασυμμετρίες, η θετική ασυμμετρία, στην οποία οι περισσότερες παρατηρήσεις, καθώς επίσης και η διάμεσος και η μέση τιμή, βρίσκονται δεξιά της κορυφής και η αρνητική ασυμμετρία, στην οποία οι περισσότερες παρατηρήσεις, όπως η διάμεσος και η μέση τιμή, βρίσκονται αριστερά της κορυφής.

Στα σχήματα που ακολουθούν, αναπαρίστανται γραφικά η θετική και η αρνητική ασυμμετρία, όπου γ είναι η συντελεστής ασυμμετρίας M_0 , x_s και \bar{x} είναι η κορυφή, η διάμεσος και η μέση τιμή αντίστοιχα.

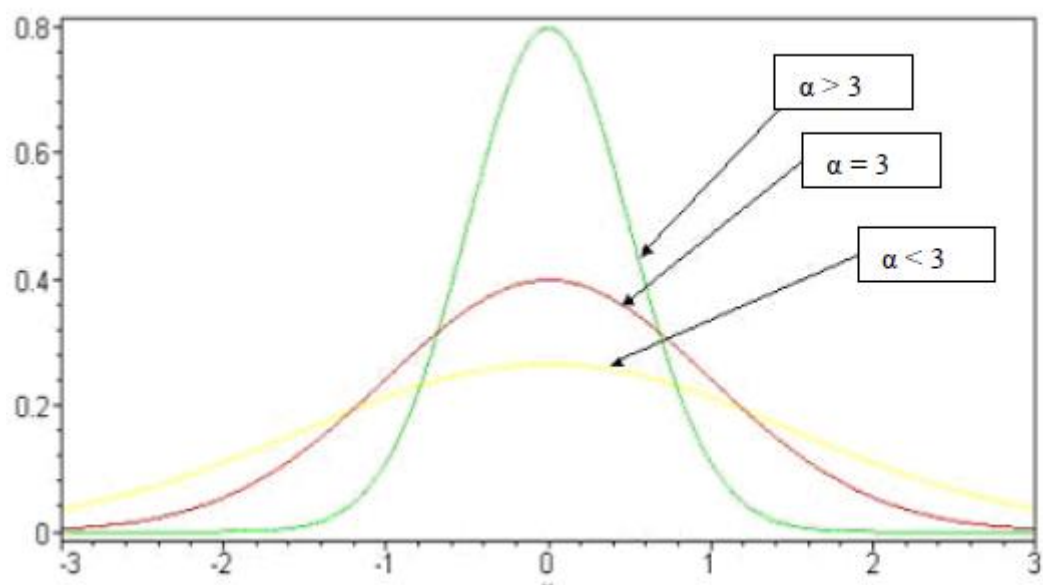


Εικόνα 4.2

4.1.4 Συντελεστής Κυρτότητας

Μια κατανομή, η οποία έχει σχετικά μεγάλη μέγιστη συχνότητα (κορυφή) και επομένως μεγάλη συγκέντρωση τιμών γύρω από το μέσο, λέγεται λεπτόκυρτη (leptokurtic), ενώ αν η μέγιστη συχνότητά της είναι σχετικά μικρή λέγεται πλατύκυρτη (platykurtic). Κατανομές που προσεγγίζονται από την κανονική κατανομή λέγονται μεσόκυρτες (mesokurtic).

Ένα μέτρο που εκφράζει το βαθμό κυρτότητας μιας κατανομής είναι ο συντελεστής κύρτωσης του Pearson, ο οποίος συμβολίζεται με α . Επειδή για κανονικές κατανομές έχουμε $\alpha = 3$, συνηθίζεται να μετράμε την κυρτότητα με την διαφορά $\alpha - 3$, η οποία για λεπτόκυρτες κατανομές παίρνει θετικές τιμές (θετική κύρτωση), ενώ για πλατύκυρτες κατανομές γίνεται αρνητική (αρνητική κύρτωση).



Εικόνα 4.4

4.2 Ποσοτικά αποτελέσματα των μετρήσεων

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας, έγινε συλλογή αποτελεσμάτων από τις είκοσι μεγαλύτερες σε συνολικά assets τράπεζες της Γαλλίας. Συγκεκριμένα, τα δεδομένα συλλέχθηκαν από τα Annual reports της κάθε τράπεζας, για την εξαετία 2010-2015.

Οι τράπεζες που μελετήθηκαν είναι ονομαστικά οι εξής:

BNP Paribas

Credit Agricole

Societe General

Natixis

C.Industriel et Commercial

C.A.d'Ile de France

C.A.Nord de France

C.A.Languedoc

C.A.Brie Picardie

C.A.Atlantique-Vendee

C.A.Sud Rhones Alpes

C.A.Alpes Provence

Amundi

C.A.Normandie Seine

C.A.de la Touraine

C.A.de l'Ille et Vilaine

C.A.Loire Haute-Loire

C.A.Mutuel Toulouse 31

Rothschild & Co

C.A.Mutuel du Morbihan

Οι μεταβλητές οι οποίες επιλέχθηκαν και θα αποτελέσουν αντικείμενο μελέτης είναι οι εξής:

ROAA: Return on Assets (Average).

Είναι αριθμοδείκτης, ο οποίος ορίζεται ως το πηλίκο των καθαρών εσόδων προς το σύνολο του Ενεργητικού.

ROAE: Return on Equity (Average).

Είναι αριθμοδείκτης, ο οποίος ορίζεται ως το πηλίκο των καθαρών εσόδων προς το Ίδια Κεφάλαια.

BS: Board Size.

Το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.

NON_EXECUTIVE: Non-executive directors.

Το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που είναι μη εκτελεστικά.

INDEPENDENT: Independent directors.

Το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που είναι ανεξάρτητα.

FEMALE: Female directors.

Το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που είναι γυναίκες.

FOREIGN: Foreign directors.

Το πλήθος των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου που είναι ξένης ιθαγένειας.

CEO_CH_DUALITY: CEO Chairman Duality.

Boolean μεταβλητή, η οποία παίρνει την τιμή 0 αν ο CEO και ο Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι διαφορετικά άτομα, ενώ παίρνει την τιμή 1 αν ταυτίζονται.

AGE: Age of CEO.

Η ηλικία του CEO.

BANK_YEARS: Years of bank operation.

Τα έτη λειτουργίας της τράπεζας.

BIG4: Whether bank is audited by Deloitte, PwC, Ernst & Young, or KPMG.

Boolean μεταβλητή, η οποία παίρνει την τιμή 1 αν η τράπεζα ελέγχεται από μία εταιρία από τις BIG4, ενώ σε αντίθετη περίπτωση παίρνει την τιμή 0.

MEYEAR: Meetings per year.

Ο αριθμός των meetings του Διοικητικού Συμβουλίου κατά τη διάρκεια του εκάστοτε έτους.

MERGER: Mergers or Acquisitions.

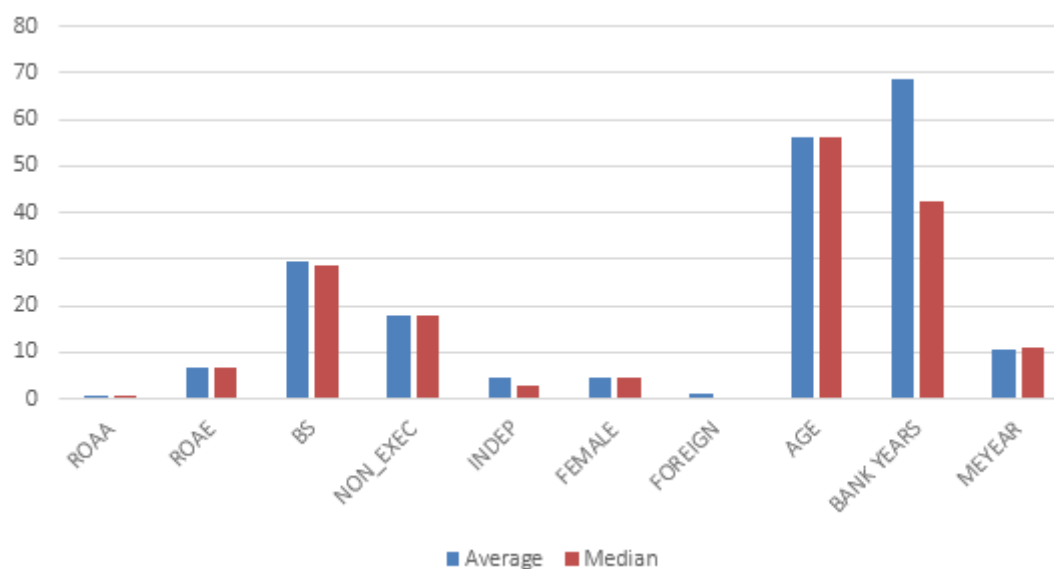
Boolean μεταβλητή, η οποία παίρνει την τιμή 1 αν έχουν γίνει συγχωνεύσεις ή κάποια απόκτηση θυγατρικής τράπεζας, ενώ παίρνει την τιμή 0 σε αντίθετη περίπτωση.

Για την μελέτη των μεταβλητών οι οποίες αναφέρθηκαν παραπάνω, κρίθηκε σκόπιμο να βρεθούν η Μέση τιμή, η Τυπική απόκλιση και η Διάμεσος για κάθε μεταβλητή εκτός από τις Boolean.

	Average	St. Deviation	Median
ROAA	0,59	0,39	0,51
ROAE	6,80	4,12	6,59
BS	29,35	8,55	28,50
NON EXEC.	17,73	4,46	18,00
INDEPENDENT	4,63	4,89	3,00
FEMALE	4,53	2,31	4,50
FOREIGN	1,28	2,12	0,00
AGE	56,35	5,27	56,00
BANK YEARS	68,75	63,02	42,50
MEYEAR	10,43	3,18	11,00

Πίνακας 4.1

Η γραφική απεικόνιση της Μέσης τιμής και της Διαμέσου σε ραβδόγραμμα, για κάθε μεταβλητή είναι η εξής:



Εικόνα 4.5

Όπως μπορούμε να δούμε στην Εικόνα 4.2.2, για την πλειοψηφία των μεταβλητών μας η Μέση τιμή με τη Διάμεσο είναι πολύ κοντά. Μόνο για τα “Bank years”, δηλαδή τα χρόνια λειτουργίας της κάθε τράπεζας, η Μέση τιμή διαφέρει αρκετά από τη Διάμεσο. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι στο δείγμα μας υπάρχουν αρκετές τράπεζες που έχουν λίγα χρόνια λειτουργίας.

Όσον αφορά την Τυπική Απόκλιση, στον Πίνακα 4.2.1 φαίνεται ότι κυμαίνεται σε χαμηλές τιμές, εκτός από τα «Bank years», για τον ίδιο λόγο, δηλαδή ότι υπάρχουν αρκετές «νεαρές» τράπεζες και κάποιες με πολλά έτη λειτουργίας.

Κεφάλαιο 5: Μεντολοποίηση και Ανάλυση των Αποτελεσμάτων

5.1 Εισαγωγή στην Ανάλυση Παλινδρόμησης και την Ανάλυση Δεδομένων

5.1.1 Ανάλυση Παλινδρόμησης – Regression Analysis

Στην στατιστική μοντελοποίηση, η ανάλυση παλινδρόμησης είναι ένα σύνολο στατιστικών διεργασιών που γίνονται με σκοπό την εκτίμηση των σχέσεων μεταξύ των μεταβλητών. Περιλαμβάνει πολλές τεχνικές για τη μοντελοποίηση και ανάλυση πολλών μεταβλητών, όταν εστιάζεται στη σχέση μεταξύ μιας εξαρτημένης μεταβλητής και μιας ή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών. Ειδικότερα, η ανάλυση παλινδρόμησης βοηθά κάποιον να καταλάβει πώς αλλάζει η τυπική τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής όταν μεταβάλλεται οποιαδήποτε από τις ανεξάρτητες μεταβλητές, ενώ οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές κρατούνται σταθερές.

Συνήθως, η ανάλυση παλινδρόμησης υπολογίζει την εξαρτώμενη προσδοκία της εξαρτημένης μεταβλητής λαμβάνοντας υπόψη τις ανεξάρτητες μεταβλητές, δηλαδή τη μέση τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής όταν οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι σταθερές. Λιγότερο συχνά, η εστίαση είναι σε ένα τμήμα (quantile) ή άλλη περιοχή της εξαρτημένης μεταβλητής λαμβάνοντας υπόψη τις ανεξάρτητες μεταβλητές. Σε όλες τις περιπτώσεις, πρέπει να εκτιμηθεί μια συνάρτηση των ανεξάρτητων μεταβλητών που ονομάζεται συνάρτηση παλινδρόμησης. Στην ανάλυση παλινδρόμησης, είναι επίσης ενδιαφέρον να χαρακτηρίσουμε τη μεταβολή της εξαρτημένης μεταβλητής γύρω από την πρόβλεψη της συνάρτησης παλινδρόμησης χρησιμοποιώντας μια κατανομή πιθανότητας. Μια σχετική αλλά ξεχωριστή προσέγγιση είναι η ανάλυση της αναγκαίας κατάστασης (Necessary Condition Analysis), η οποία υπολογίζει τη μέγιστη (και όχι τη μέση) τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής για μια δεδομένη τιμή της ανεξάρτητης μεταβλητής (γραμμή ανώτατου ορίου και όχι κεντρική γραμμή) προκειμένου να προσδιορίσει για ποια τιμή η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι αναγκαία αλλά όχι επαρκής, για μια δεδομένη τιμή της εξαρτημένης μεταβλητής.

Η ανάλυση παλινδρόμησης χρησιμοποιείται ευρέως για την πρόβλεψη και την πρόγνωση, όπου η χρήση της έχει ουσιαστική επικάλυψη με το πεδίο της μηχανικής

μάθησης. Η ανάλυση παλινδρόμησης χρησιμοποιείται, επίσης, για να καταλάβει ποιες από τις ανεξάρτητες μεταβλητές σχετίζονται με την εξαρτημένη μεταβλητή και να διερευνήσει τις μορφές αυτών των σχέσεων. Σε περιορισμένες περιπτώσεις, η ανάλυση παλινδρόμησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εξαχθούν αιτιώδεις σχέσεις μεταξύ των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών. Ωστόσο, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε ψευδαισθήσεις ή ψευδείς σχέσεις, επομένως συνιστάται προσοχή. Για παράδειγμα, ο συσχετισμός δεν αποδεικνύει την αιτιώδη συνάφεια.

Έχουν αναπτυχθεί πολλές τεχνικές για την πραγματοποίηση ανάλυσης παλινδρόμησης. Οι γνωστές μέθοδοι, όπως η γραμμική παλινδρόμηση και η συνηθισμένη παλινδρόμηση των ελάχιστων τετραγώνων, είναι παραμετρικές, καθώς η συνάρτηση παλινδρόμησης ορίζεται από έναν πεπερασμένο αριθμό άγνωστων παραμέτρων που υπολογίζονται από τα δεδομένα. Η μη παραμετρική παλινδρόμηση αναφέρεται σε τεχνικές που επιτρέπουν στην συνάρτηση παλινδρόμησης να βρίσκεται σε ένα καθορισμένο σύνολο συναρτήσεων, οι οποίες μπορεί να είναι απείρων διαστάσεων.

Η απόδοση των μεθόδων ανάλυσης παλινδρόμησης στην πράξη εξαρτάται από τη μορφή της διαδικασίας δημιουργίας δεδομένων και από τον τρόπο που σχετίζεται με την προσέγγιση παλινδρόμησης που χρησιμοποιείται. Δεδομένου ότι η πραγματική μορφή της διαδικασίας δημιουργίας δεδομένων δεν είναι γενικά γνωστή, η ανάλυση παλινδρόμησης συχνά εξαρτάται σε κάποιο βαθμό από την πραγματοποίηση υποθέσεων σχετικά με αυτή τη διαδικασία. Αυτές οι υποθέσεις είναι ορισμένες φορές δοκιμαστικές εάν υπάρχει επαρκής ποσότητα δεδομένων. Τα μοντέλα παλινδρόμησης για την πρόβλεψη είναι συχνά χρήσιμα ακόμη και όταν οι παραδοχές παραβιάζονται ελαφρώς, αν και μπορεί να μην λειτουργούν με τον καλύτερο τρόπο. Ωστόσο, σε πολλές εφαρμογές, ειδικά με μικρά αποτελέσματα ή ζητήματα αιτιότητας που βασίζονται σε δεδομένα παρατήρησης, οι μέθοδοι παλινδρόμησης μπορούν να δώσουν παραπλανητικά αποτελέσματα.

Σε μια στενότερη έννοια, η παλινδρόμηση μπορεί να αναφέρεται ειδικά στην εκτίμηση των μεταβλητών συνεχούς απόκρισης (εξαρτημένων), σε αντίθεση με τις διακριτές μεταβλητές απόκρισης, που χρησιμοποιούνται στην ταξινόμηση. Η περίπτωση μίας συνεχούς εξαρτημένης μεταβλητής μπορεί να αναφέρεται πιο συγκεκριμένα ως μετρική παλινδρόμηση για να μην συγχέεται με συναφή προβλήματα.

5.1.2 Ανάλυση Δεδομένων – Panel Data Analysis

Η ανάλυση των δεδομένων ενός πίνακα προσφέρει πολλά σε έναν αναλυτή που θέλει να βγάλει κάποια συμπεράσματα, αλλά έχει και κάποιες δυσκολίες στην διεξαγωγή.

Ας δούμε, λοιπόν, τα θετικά της ανάλυσης δεδομένων πίνακα.

1. Ελέγχει την ατομική ετερογένεια.
2. Τα δεδομένα του πίνακα παρέχουν πιο πληροφοριακά δεδομένα, μεγαλύτερη μεταβλητότητα, λιγότερη συγγραμμικότητα μεταξύ των μεταβλητών, περισσότερους βαθμούς ελευθερίας και μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα.
3. Η ανάλυση δεδομένων του πίνακα καταφέρνει καλύτερα να μελετήσει τη δυναμική της προσαρμογής.
4. Τα δεδομένα των πίνακα είναι περισσότερο ικανά να εντοπίζουν και να μετρούν τα αποτελέσματα που απλά δεν είναι ανιχνεύσιμα σε καθαρά cross-section δεδομένα ή δεδομένα χρονοσειράς.
5. Τα μοντέλα δεδομένων πίνακα μάς επιτρέπουν να κατασκευάσουμε και να δοκιμάσουμε πιο πολύπλοκα μοντέλα συμπεριφοράς από τα δεδομένα καθαρά cross-section ή χρονοσειρών.
6. Τα στοιχεία μικρής κλίμακας που συλλέγονται για άτομα, επιχειρήσεις και νοικοκυριά μπορεί να μετρηθούν με μεγαλύτερη ακρίβεια από ό,τι παρόμοιες μεταβλητές, που μετρούνται σε μακροοικονομικό επίπεδο.
7. Από την άλλη πλευρά, τα δεδομένα πίνακα μεγάλης κλίμακας έχουν μεγαλύτερη χρονική σειρά και σε αντίθεση με το πρόβλημα των μη τυπικών κατανομών, που είναι τυπικές για τις δοκιμές μοναδιαίων ριζών σε ανάλυση χρονοσειρών, φαίνεται ότι οι ριζικές δοκιμές μονάδας πίνακα έχουν τυπικές ασυμπτωτικές κατανομές.

Οι περιορισμοί της ανάλυσης δεδομένων πίνακα είναι οι εξής:

1. Προβλήματα σχεδίασης και συλλογής δεδομένων.
2. Στρεβλώσεις σφαλμάτων μέτρησης.
3. Προβλήματα επιλεκτικότητας. Αυτά περιλαμβάνουν
 - i) Αυτοεκλεκτικότητα.

- ii) Μη ανταπόκριση.
- iii) Φθορά.
- 4. Μικρής διάρκειας χρονοσειρές.
- 5. Εξαρτήσεις μεταξύ των cross-sections.

5.2 Ανάλυση των Δεδομένων

Για την καλύτερη ανάλυση των δεδομένων τα οποία έχουμε συλλέξει μέσα από την διερεύνηση των Annual Reports των τραπεζών της Γαλλίας, θα κάνουμε χρήση του εργαλείου EViews. Πιο αναλυτικά, θα θεωρήσουμε μία εξαρτημένη μεταβλητή, στην περίπτωση μας πρώτα το ROAE και στη συνέχεια το ROAA και θα δούμε τον τρόπο με τον οποίο εξαρτάται από κάποιες άλλες. Συγκεκριμένα, οι ανεξάρτητες μεταβλητές θα είναι το BS, το ROAE της προηγούμενης χρονιάς (το ROAA στην δεύτερη περίπτωση), οι INDEPENDENT, το AGE, δηλαδή η ηλικία του CEO, το FEMALE, δηλαδή ο αριθμός των γυναικών και το FOREIGN, δηλαδή ο αριθμός των ξένων διευθυντών. Στο μοντέλο μας δεν έχουμε σταθερό όρο, διότι δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Αν υπήρχε σταθερός όρος, η επιχείρηση θα είχε αποδοτικότητα ανεξάρτητα από το Board, αλλά αυτή η αποδοτικότητα προσμετράται από το γεγονός ότι έχουμε εισάγει στο μοντέλο την τιμή της μεταβλητής ROAE (ή ROAA) της προηγούμενης χρονιάς.

5.2.1 Περίπτωση 1^η – ROAE εξαρτημένη μεταβλητή

View	Proc	Object	Print	Name	Edit+/-	CellFmt	Grid+/-	Title	Comments+/-
		A		B		C		D	E
1		Dependent Variable: ROAE?							
2		Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)							
3		Date: 06/02/18 Time: 22:22							
4		Sample (adjusted): 2011 2015							
5		Included observations: 5 after adjustments							
6		Cross-sections included: 20							
7		Total pool (unbalanced) observations: 99							
8		Linear estimation after one-step weighting matrix							
9									
10		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.			
11									
12		BS?	0.030565	0.017934	1.704263	0.0916			
13		ROAE?(-1)	0.395878	0.068478	5.781067	0.0000			
14		INDEP?	-0.042586	0.026498	-1.607123	0.1114			
15		AGE?	0.060250	0.010963	5.495987	0.0000			
16		FEMALE?	-0.061713	0.056830	-1.085932	0.2803			
17									
18		Weighted Statistics							
19									
20		R-squared	0.451724	Mean dependent var	16.72463				
21		Adjusted R-squared	0.428393	S.D. dependent var	14.28834				
22		S.E. of regression	3.593224	Sum squared resid	1213.658				
23		Durbin-Watson stat	1.769910						
24									

Εικόνα 5.1

Εξετάζοντας ένα προς ένα τα αποτελέσματα του πίνακα 5.2.1, βλέπουμε τα εξής:

Το BS έχει επίδραση στην αποδοτικότητα της εταιρείας κατά 3,1% (Coefficient = 0,031) και είναι στατιστικά σημαντικό για το 90% του δείγματός μας (1 – 0,0916).

Το ROAE της προηγούμενης χρονιάς είναι στατιστικά σημαντικό και έχει μία επίδραση της τάξης του 40% (Coefficient = 0,3958).

Ο αριθμός των ανεξάρτητων διευθυντών (INDEPENDENT) είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή κατά 89% περίπου, αλλά έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα της εταιρείας, εφόσον Coefficient = - 0,043. Οπότε, όσο περισσότεροι είναι οι ανεξάρτητοι διευθυντές, τόσο χαμηλότερη είναι η αποδοτικότητα της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί, διότι οι ανεξάρτητοι δεν μπορούν να έχουν πλήρη γνώση των εσωτερικών θεμάτων μιας εταιρείας. Παρόλα αυτά, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε το γεγονός ότι οι ανεξάρτητοι διευθυντές είναι σημαντικοί για μια επιχείρηση, επειδή γνωρίζουν καλύτερα την αγορά.

Η ηλικία του CEO (AGE) έχει επίδραση στην αποδοτικότητα της τάξης του 6% και είναι στατιστικά σημαντική πάνω από 99%. Αυτό συμβαίνει διότι, η ηλικία σχετίζεται αρκετά με την εμπειρία ενός CEO, αλλά και με την ευελιξία του.

Το πλήθος των γυναικών του Board (FEMALE) είναι στατιστικά σημαντικό κατά 72% και έχει μία επίδραση στην αποδοτικότητα χαμηλή, αλλά αρνητική.

Εξετάζοντας τα υπόλοιπα αποτελέσματα του πίνακα, συγκεκριμένα τα «Weighted Statistics», πρέπει να αναφερθεί ότι έχουμε πάρει τα αυτόματα βάρη του EViews, ώστε να βελτιωθεί η προβλεπτικότητα του μοντέλου.

Το R-squared έχει τιμή ίση με 0,451724. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο μοντέλο, εξηγούν το 45,2% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ROAE.

Το Adjusted R-squared έχει τιμή ίση με 0,428393. Αυτό σημαίνει ότι αν εισάγουμε μία νέα μεταβλητή θα υπάρξει ένα penalty, το οποίο κατεβάζει το R-squared από 45,2% σε 42,8%. Οπότε κάθε καινούργια μεταβλητή μειώνει την μεταφραστική ικανότητα του μοντέλου.

Τέλος, ο συντελεστής Durbin-Watson έχει τιμή περίπου 1,8, η οποία θεωρείται πολύ καλή.

5.2.2 Περίπτωση 2^η – ROAA εξαρτημένη μεταβλητή

File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help										
View	Proc	Object	Print	Name	Edit+/-	CellFmt	Grid+/-	Title	Comments+/-	
		A		B		C		D	E	
1	Dependent Variable: ROAA?									
2	Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)									
3	Date: 06/10/18 Time: 21:05									
4	Sample (adjusted): 2011 2015									
5	Included observations: 5 after adjustments									
6	Cross-sections included: 20									
7	Total pool (balanced) observations: 100									
8	Linear estimation after one-step weighting matrix									
9										
10		Variable		Coefficient		Std. Error		t-Statistic		Prob.
11										
12		BS?		-0.001146		0.001387		-0.825909		0.4109
13		ROAA?(-1)		0.781981		0.057049		13.70728		0.0000
14		INDEP?		-0.003989		0.003086		-1.292806		0.1992
15		AGE?		0.003437		0.001143		3.006705		0.0034
16		FOREIGN?		-0.014533		0.008712		-1.668266		0.0986
17										
18	Weighted Statistics									
19										
20		R-squared		0.836578		Mean dependent var		1.382167		
21		Adjusted R-squared		0.829697		S.D. dependent var		1.906075		
22		S.E. of regression		0.278771		Sum squared resid		7.382739		
23		Durbin-Watson stat		1.772940						
24										

Εικόνα 5.2

Εξετάζοντας ένα προς ένα τα αποτελέσματα του πίνακα 5.2.2, βλέπουμε τα εξής:

Το BS έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα της εταιρείας, η οποία είναι πολύ μικρή, της τάξης του -0,1% και είναι στατιστικά σημαντικό για το 59% του δείγματός μας (1 - 0,4109). Η αρνητική επίδραση μπορεί να εξηγηθεί, αν πούμε ότι ένα υπερβολικά πολυάριθμο Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την κερδοφορία μιας επιχείρησης.

Το ROAA της προηγούμενης χρονιάς είναι στατιστικά σημαντικό και έχει μία επίδραση της τάξης του 78% (Coefficient = 0,781981).

Ο αριθμός των ανεξάρτητων διευθυντών (INDEPENDENT) είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή κατά 80% περίπου, αλλά έχει αρνητική επίδραση στην αποδοτικότητα της εταιρείας, εφόσον Coefficient = - 0,004. Οπότε, όσο περισσότεροι είναι οι ανεξάρτητοι διευθυντές, τόσο χαμηλότερη είναι η αποδοτικότητα της επιχείρησης. Όπως είχαμε πει και στην περίπτωση που εξετάζαμε το ROAE, το αποτέλεσμα αυτό μπορεί να εξηγηθεί, αφού αποδεχθούμε το γεγονός ότι οι ανεξάρτητοι δεν μπορούν να έχουν πλήρη γνώση των εσωτερικών θεμάτων μιας εταιρίας. Παρόλα αυτά, δεν μπορούμε να παραβλέψουμε το γεγονός ότι οι ανεξάρτητοι διευθυντές είναι σημαντικοί για μια επιχείρηση, επειδή γνωρίζουν καλύτερα την αγορά.

Η ηλικία του CEO (AGE) έχει επίδραση στην αποδοτικότητα της τάξης του 0,3% και είναι στατιστικά σημαντική πάνω από 97%. Αυτό συμβαίνει διότι, η ηλικία σχετίζεται αρκετά με την εμπειρία ενός CEO, αλλά και με την ευελιξία του.

Το πλήθος των μελών του Board με ξένη ιθαγένεια (FOREIGN) είναι στατιστικά σημαντικό κατά 90% και έχει μία επίδραση στην αποδοτικότητα χαμηλή, αλλά αρνητική, της τάξης του - 1,4%. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί λέγοντας ότι ένα Συμβούλιο είναι καλό να έχει στην πλειοψηφία του μέλη που κατάγονται από την χώρα στην οποία εργάζονται, έτσι ώστε να έχουν ζήσει σε αυτήν και να γνωρίζουν το κανονιστικό της πλαίσιο, αλλά και όλα τα χαρακτηριστικά της, για να διοικούν την οποιαδήποτε επιχείρηση με αποδοτικό τρόπο.

Εξετάζοντας τα υπόλοιπα αποτελέσματα του πίνακα, συγκεκριμένα τα «Weighted Statistics», πρέπει να αναφερθεί ότι έχουμε πάρει τα αυτόματα βάρη του EViews, ώστε να βελτιωθεί η προβλεπτικότητα του μοντέλου.

Το R-squared έχει τιμή ίση με 0,836578. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβλητές που έχουμε εισάγει στο μοντέλο, εξηγούν το 84% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής ROAA.

Το Adjusted R-squared έχει τιμή ίση με 0,829697. Αυτό σημαίνει ότι αν εισάγουμε μία νέα μεταβλητή θα υπάρξει ένα penalty, το οποίο κατεβάζει το R-squared από 84% σε

83%. Οπότε κάθε καινούργια μεταβλητή μειώνει την μεταφραστική ικανότητα του μοντέλου.

Τέλος, ο συντελεστής Durbin-Watson έχει τιμή περίπου 1,8, η οποία θεωρείται πολύ καλή.

Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως στόχο την μελέτη της Εταιρικής Διακυβέρνησης τραπεζών της Ευρώπης, εστιάζοντας σε τράπεζες της Γαλλίας. Αφού αναλύθηκε το θεωρητικό υπόβαθρο, που ήταν απαραίτητο για την κατανόηση όλων των εννοιών, έγινε συλλογή δεδομένων για τις είκοσι μεγαλύτερες τράπεζες τράπεζες της Γαλλίας. Τα συμπεράσματα για κάθε μεταβλητή που μελετήθηκε είναι τα εξής:

Η απόδοση του Ενεργητικού των τραπεζών που μελετήθηκαν (σύμφωνα με την τιμή του ROAA) έχει μέση τιμή 0,59, η οποία είναι πολύ καλή τιμή, αλλά και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων έχει πολύ καλή μέση τιμή, ίση με 6,80.

Ο αριθμός των μελών των Διοικητικών Συμβουλίων είναι κατά μέσο όρο 29,4, δηλαδή ένα Board of Directors έχει συνήθως 30 μέλη, εκ των οποίων περίπου 18 μέλη είναι μη εκτελεστικά (non-executive), 5 μέλη είναι ανεξάρτητα (independent), 5 μέλη είναι γυναίκες (female) και 2 μέλη είναι ξένοι (foreign).

Η μέση ηλικία του CEO είναι 57 έτη. Η σχετικά μεγάλη ηλικία του CEO δικαιολογείται, δεδομένου ότι ως Διευθύνων Σύμβουλος θα πρέπει να έχει μεγάλη εμπειρία, αλλά και συνήθως έχει υπηρετήσει αρκετά χρόνια ως μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου.

Τα έτη λειτουργίας των τραπεζών ποικίλουν, ενώ έχουν μέση τιμή 68,75 έτη. Αρκετές από τις τράπεζες που μελετήθηκαν είχαν λίγα χρόνια λειτουργίας, χωρίς αυτό να είναι κακό, εφόσον οι δείκτες κερδοφορίας τους είναι καλοί.

Κατά μέσο όρο, τα meetings του Διοικητικού Συμβουλίου είναι 11, δηλαδή περίπου ένα το μήνα. Αυτή η τακτική φαίνεται ότι είναι αποδοτική για την πλειοψηφία των τραπεζών.

Στις τράπεζες που μελετήθηκαν, δεν παρατηρήθηκε να υπήρξαν συνενώσεις ή αποκτήσεις άλλων θυγατρικών.

Εν συνεχεία, αφού φορτώθηκαν τα δεδομένα στο πρόγραμμα EViews, εξετάστηκε η σημαντικότητα των βασικών μεταβλητών και το κατά πόσο επηρεάζουν τα ROAA και ROAE, δηλαδή την αποδοτικότητα των τραπεζών.

Πιο σημαντικές ποσότητες αποδείχθηκαν τα ROAA και ROAE της προηγούμενης χρονιάς και η ηλικία του CEO. Η υφιστάμενη αποδοτικότητα σίγουρα επηρεάζει το μέλλον μιας επιχείρησης, πόσο μάλλον μιας τράπεζας. Όσον αφορά την ηλικία του Διευθύνοντος Συμβούλου, για ακόμη μία φορά αποδεικνύεται πόσο σημαντικό είναι να έχει αρκετά χρόνια εμπειρίας ένα στέλεχος, το οποίο είναι υπεύθυνο για τις κύριες αποφάσεις μιας εταιρίας. Επίσης, η ύπαρξη γυναικών σε ένα Διοικητικό Συμβούλιο, δεν στατιστικά σημαντική για την αποδοτικότητα της επιχείρησης και έχει ελάχιστα αρνητική επιρροή. Τέλος, η ύπαρξη ξένων συμβούλων είναι στατιστικά σημαντική, αλλά επηρεάζει αρνητικά την αποδοτικότητα της εταιρίας, πράγμα που σημαίνει ότι είναι καλύτερα να μην υπάρχουν πολλοί ξένοι σύμβουλοι, ούτως ώστε να διασφαλίζονται τα συμφέροντα της χώρας στην οποία ανήκει μία τράπεζα.

Βιβλιογραφία

- [1]. David Larcker, Brian Tayan , “Corporate Governance Matters - A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences”, 2011
- [2]. Shleifer, A., Vishny, R.W., “A survey of corporate governance.”, Journal of Finance 52, 1997
- [3]. Pablo de Andres *, Eleuterio Vallelado, “Corporate governance in banking: The role of the board of directors”, Journal of Banking & Finance 32, 2008
- [4]. Allen N. Berger, George R.G. Clarke, Robert Cull, Leora Klapper, Gregory F. Udell, “Corporate Governance and Bank Performance: A Joint Analysis of the Static, Selection, and Dynamic Effects of Domestic, Foreign, and State Ownership”, 2005
- [5]. Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, NBER Working Paper Series, 1996
- [6]. Georgantopolulos Andreas, Filos Ioannis, “Corporate governance mechanisms and bank performance: Evidence from the Greek banks during crisis period”, Investment Management and Financial Innovations, Volume 14, 2017
- [7]. John C. Coffee, Adolf A. Berle, “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, Working Paper No. 144, Columbia University School of Law, 1999
- [8]. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, “Invetor Protection: Origins, Consequences, Reform”, NBER working paper series, 1999
- [9]. Gérard Charreaux, Peter Wirtz, “Corporate Governance in France”, 2007
- [10]. Michel Goyer, “The Transformation of Corporate Governance in France”, 2003
- [11]. Δημήτρης Φουσκάκης, «Περιγραφική Στατιστική»,
- [12]. Zealure C. Holcomb, “Fundamentals of Descriptive Statistics”, Routledge, 2017
- [13]. William H. Greene, “Econometric Analysis”, Pearson, seventh edition, 2012
- [14]. “[Necessary Condition Analysis](#)”
- [15]. Armstrong, J. Scott, “[Illusions in Regression Analysis](#)”. International Journal of Forecasting , 2012

- [16]. David A. Freedman, “Statistical Models: Theory and Practice”, Cambridge University Press, 2005
- [17]. Dennis Cook; Sanford Weisberg “[Criticism and Influence Analysis in Regression](#)”, Sociological Methodology, Vol. 13. 1982
- [18]. Christopher M. Bishop, “Pattern Recognition and Machine Learning.”, Springer. p. 3. Cases, 2006
- [19]. Waegeman, Willem; De Baets, Bernard; Boullart, Luc. "ROC analysis in [ordinal regression](#) learning.", Pattern Recognition Letters, 2008
- [20]. Badi H. Baltagi, “Econometric Analysis of Panel Data”, 2005