



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

**«Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΑΠΟ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΤΟΥ ΚΑΝΑΔΑ»**

**ΓΕΩΡΓΙΑ ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ  
Α.Μ. 2773**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ:  
ΗΡΕΙΩΤΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ  
ΠΟΥΤΟΣ ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ**

**ΙΟΥΝΙΟΣ 2019**

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## Περιεχόμενα

1. Περίληψη.....	3
Abstract.....	4
2. Εισαγωγή.....	5
3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	7
α. Θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (irrelevance theory).....	7
β. Γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα;.....	8
γ. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής.....	11
4. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ.....	16
α. Ορισμός.....	16
β. Πρότυπα Εταιρικής Διακυβέρνησης.....	17
5. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ.....	21
α. Διοικητικές ευθύνες.....	21
β. Η ανεξαρτησία του Συμβουλίου.....	22
γ. Οι λειτουργίες του Συμβουλίου.....	23
δ. Οι επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου.....	25
ε. Διάρκεια της θητείας του Συμβουλίου.....	28
στ. Εκλογές Συμβούλων.....	29
ζ. Απομάκρυνση Συμβούλων.....	31
η. Νομικές Υποχρεώσεις των Διοικητικών Συμβούλων.....	31
6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	36
7. ΜΟΝΤΕΛΟΠΟΙΗΣΗ.....	43
α. Panel data analysis.....	43
β. ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	45
8. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	48
9. ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	54
10. ΠΙΝΑΚΕΣ ( TABLES).....	55
11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	57

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

*Αφιερώνω τη διπλωματική μου εργασία στο σύζυγό μου Μιχάλη και στην κόρη μου  
Χριστίνα Ραφαέλα*

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 1. Περίληψη

Η έρευνα αυτή εξετάζει το βαθμό στον οποίο τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας μπορούν να επηρεάσουν το επίπεδο του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων και τη μερισματική πολιτική που αυτή ακολουθεί γενικότερα, χρησιμοποιώντας ως “αντικείμενο” της έρευνάς μας τράπεζες εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Καναδά για τη χρονική περίοδο 2011 ως 2016.

Αφότου παρουσιασθεί εκτενώς η έννοια της μερισματικής πολιτικής και των θεωριών που τη διέπουν, η φύση της εταιρικής διακυβέρνησης αλλά και ο ρόλος του διοικητικού συμβουλίου, ο οποίος σχετίζεται με την αύξηση της αξίας της εταιρείας, σκοπός ίδιος με αυτόν των manager, προχωράμε στην παρουσίαση του μοντέλου και των μεταβλητών του καθώς και στην παρουσίαση των ευρημάτων μας.

Συγκεκριμένα, διερευνάται το ερώτημα κατά πόσο τα χαρακτηριστικά στοιχεία του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων, καθώς επίσης διερευνάται και το είδος της συσχέτισης (θετικής ή αρνητικής) των χαρακτηριστικών αυτών με τα μερίσματα. Προτού προχωρήσουμε στη διαδικασία παλινδρόμησης για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τα παραπάνω διερευνητικά αποτελέσματα, θέτουμε ως βάση πέντε υποθέσεις, οι οποίες εκφράζουν την πρόβλεψή μας, σύμφωνα με τη θεωρία αλλά και με τα ευρήματα παλαιότερων μελετών, τη θετική ή την αρνητική συσχέτιση που υπάρχει και που αναμένεται να υποστηριχθεί και από τη δική μας έρευνα, μεταξύ των μεταβλητών του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων. Ένα δεύτερο ερευνητικό ερώτημα αφορά στο κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση που ακολουθεί μια εταιρεία και η γενικότερη λειτουργία των managers επιδρά στη μερισματική πολιτική που αυτή ασκεί. Σημαντικό ρόλο σε όλη τη διεξαγωγή της έρευνάς μας κατέχουν δυο θεωρητικές προσεγγίσεις αντιπροσώπευσης: η υπόθεση του αποτελέσματος και η υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος.

Τέλος, ακολουθεί η παρουσίαση των ευρημάτων της έρευνάς μας και η σύγκρισή τους με τα ευρήματα παρεμφερών ερευνών.

**ΛΕΞΕΙΣ - ΚΛΕΙΔΙΑ :** εταιρική διακυβέρνηση, μερισματική πολιτική, χαρακτηριστικά διοικητικού συμβουλίου, υπόθεση του αποτελέσματος, υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## **Abstract**

This paper examines the extent to which corporate board characteristics can influence the level of dividend pay-out ratio and the dividend policy that enterprises follow, using as "object" of our research banks listed on the Canadian Stock Exchange for the period 2011-2016.

After we present extensively the concept of dividend policy and its theories, the nature of corporate governance and the role of the board of directors, which is related to the increase of the value of the company, same as the one of managers', we present the model and the variables as well as the presentation of our findings.

In particular, we investigate the question whether the characteristics of the board of directors affect the dividend payment rate, as well as we investigate the type of correlation (positive or negative) between these characteristics and the dividends. Before proceeding with the regression process to draw conclusions on the above exploratory results, we base on five assumptions, which express our prediction, according to the theory and to the findings of previous studies, for the positive or negative correlation that exists and which is also supposed to be supported by our own research, between the Board's variables and the dividend payment rate. A second research question relates to whether the corporate governance followed by a company and the overall operation of the managers affects the dividend policy it exercises. An important role through our whole research play two agency theoretical perspectives: the outcome and the substitution hypothesis.

Finally, we present the findings of our research and compare them with the findings of similar surveys.

Keywords: corporate governance ; dividend policy ; corporate board characteristics ; outcome hypothesis ; substitution hypothesis

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 2. Εισαγωγή

Στη έρευνα που διεξάγεται εδώ , διερευνάται το ερώτημα κατά πόσο τα χαρακτηριστικά στοιχεία του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν το ποσοστό πληρωμής μερισμάτων, καθώς επίσης διερευνάται και το είδος της συσχέτισης ( θετικής ή αρνητικής ) των χαρακτηριστικών αυτών με τα μερίσματα. Ένα δεύτερο ερευνητικό ερώτημα αφορά στο κατά πόσο η εταιρική διακυβέρνηση που ακολουθεί μια εταιρεία και η γενικότερη λειτουργία των managers επιδρά στη μερισματική πολιτική που αυτή ασκεί.

Σε συνέπεια και με προηγούμενες μελέτες που έχουν διεξαχθεί με το ίδιο ερευνητικό πεδίο, η έρευνά μας ως προς την εξέταση της συσχέτισης μεταξύ της ποιότητας της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης και της πολιτικής πληρωμής που ακολουθεί, στηρίζεται σε δυο θεωρητικές προσεγγίσεις αντιπροσώπευσης, την υπόθεση του αποτελέσματος (**outcome hypothesis**) και την υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (**substitution hypothesis**) .

Σύμφωνα με τη θεωρητική υπόθεση του αποτελέσματος (outcome hypothesis), η μερισματική πολιτική είναι αποτέλεσμα του καθεστώτος της εταιρικής διακυβέρνησης, όπου οι managers (διαχειριστές) σε επιχειρήσεις με καλή διακυβέρνηση είναι λιγότερο πιθανό να διατηρήσουν μετρητά εντός της επιχείρησης, ελλείψει επενδύσεων θετικής καθαρής παρούσας αξίας (NPV), και επομένως οι managers τείνουν να πληρώνουν μεγάλα μερίσματα για να σηματοδοτούν στους μετόχους τους τη δέσμευσή τους ως προς τη δίκαιη αντιμετώπιση των δεύτερων μέσα από τη βελτίωση των αποδόσεων των επενδύσεών τους. Ακόμη, οι managers που δρουν σε επιχειρήσεις με κακή εταιρική διακυβέρνηση, συχνά ενδιαφέρονται για την αύξηση του προσωπικού τους πλούτου , καταβάλλοντας καθόλου ή χαμηλά μερίσματα στους μετόχους. Η διαθεσιμότητα των καθαρών ταμειακών ροών στα χέρια αυτών των manager , τους επιτρέπει να επενδύουν και να αυξάνουν το μέγεθος της επιχείρησης ακόμη και όταν υπάρχει έλλειψη επενδύσεων με θετική καθαρά παρούσα αξία. Αντίθετα οι managers, που δραστηριοποιούνται σε επιχειρήσεις με ορθή διακυβέρνηση, αναμένεται να δρουν με γνώμονα το συμφέρον των μετόχων, επιδιώκοντας πολιτικές που μεγιστοποιούν τον πλούτο των δεύτερων, όπως η καταβολή μεγαλύτερων μερισμάτων (DeAngelo & DeAngelo, 1990). Επομένως, και σύμφωνα με τη θεωρία του αποτελέσματος (outcome hypothesis), η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης αναμένεται να συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική πολιτική.

Όσον αφορά στη θεωρητική προσέγγιση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

hypothesis), υποστηρίζεται ότι τα μερίσματα υποκαθιστούν την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και συνεπώς οι επιχειρήσεις με κακή διακυβέρνηση αναμένεται να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα, προκειμένου να διατηρήσουν μια καλή σχέση με τους μετόχους τους. Εξασφαλίζοντας μια καλή και θετική σχέση με τους μετόχους, οι εταιρείες με δομές κακής διακυβέρνησης θα είναι σε θέση να προσελκύσουν μελλοντικά εξωτερικά κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από ό,τι συνήθως (La-Porta et al., 2000). Με βάση αυτήν την προοπτική, η καταβολή μερισμάτων μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις ανεπαρκώς διοικούμενες επιχειρήσεις ως εναλλακτικός μηχανισμός διακυβέρνησης για τη μείωση πιθανών συγκρούσεων ενδιαφέροντος μεταξύ διαχειριστών και μετόχων (Sawicki, 2009). Επομένως, σύμφωνα με την υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος, αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις με ανεπαρκή εταιρική διακυβέρνηση έχει μεγαλύτερη ανάγκη να δημιουργεί μια θετική φήμη με την καταβολή μεγάλων μερισμάτων. Άρα, σε αντίθεση με τις προβλέψεις της υπόθεσης του αποτελέσματος, η υπόθεση της υποκατάστασης αναμένει η ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης να συσχετιστεί αρνητικά με την πολιτική αποπληρωμής μερισμάτων.

Δεδομένου αυτού του ιστορικού, επιδιώκουμε να συμβάλουμε στην υπάρχουσα βιβλιογραφία εξετάζοντας την επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου στη μερισματική πολιτική όσον αφορά τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Καναδά τράπεζες. Δεύτερον, δεδομένης της ποικιλίας των λόγων που εξηγούν γιατί οι εταιρείες αναπτύσσουν μερισματική πολιτική, και σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία (Al-Najjar & Hussainey, 2009; Jiraporn et al., 2011; La-Porta et al., 2000; Sawick, 2009), ενημερώνουμε την ανάλυσή μας από τις υποθέσεις του αποτελέσματος και της υποκατάστασης του αποτελέσματος.

Στην πορεία της έρευνας αυτής θα αναπτυχθεί η έννοια της μερισματικής πολιτικής, της εταιρικής διακυβέρνησης και του διοικητικού συμβουλίου, θα παρουσιαστεί το μοντέλο μας και οι μεταβλητές του καθώς θα παρουσιαστούν τα εμπειρικά αποτελέσματα στα οποία καταλήγουμε. Τέλος, θα ακολουθήσει ο επίλογος της εργασίας.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

### 3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

#### *α. Θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (irrelevance theory)*

Ένα βασικό ζήτημα στα χρηματοοικονομικά αφορά στο εάν η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Οι Modigliani και Miller (MM) (1961) αντιτάσσονται στη δημοφιλή παραδοχή της εποχής ότι τα μερίσματα επηρεάζουν άμεσα την αξία της επιχείρησης. Σύμφωνα με το μοντέλο τους, η αξία της εταιρείας προσδιορίζεται από τα περιουσιακά της στοιχεία και τις ταμειακές ροές που παράγονται από αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, και όχι με τον τρόπο που οι επιχειρήσεις διανέμουν τις ταμειακές ροές στους μετόχους. Έτσι, μόνο η επενδυτική πολιτική καθορίζει την αξία της επιχείρησης. Εκτός από τη διαπίστωση ότι η μερισματική πολιτική δε σχετίζεται με την αξία της μετοχής σε τέλειες και αποδοτικές κεφαλαιαγορές, το μοντέλο MM δείχνει επίσης ότι οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να είναι αδιάφοροι ως προς το δίλημμα μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Οι MM υποστηρίζουν, ότι οι διαφορετικές πολιτικές πληρωμών δεν συνιστούν τίποτε περισσότερο από τον τεμαχισμό μιας σταθερής πίτας ταμειακών ροών σε διαφορετικά κομμάτια. Σε τέλειες αγορές, χωρίς τριβή αγορές, η αξία αυτών των κομματιών θα συνυπολογίζεται πάντα στην αξία που προκύπτει από την υποκείμενη επενδυτική πολιτική, που παράγουν αυτές τις ταμειακές ροές.

Ως εκ τούτου, οι επενδυτές θα ήταν αδιάφοροι μεταξύ των εφικτών μερισματικών πολιτικών. Η αλλαγή της μορφής της διανομής δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Οι DeAngelo και DeAngelo (2006) αμφισβητούν την εγκυρότητα της απόδειξης των MM σχετικά με την έλλειψη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής με την αξία της επιχείρησης, επικαλούμενοι τον μη ρεαλιστικό χαρακτήρα των περιοριστικών αυτών υποθέσεων των συγγραφέων σε τέλειες και χωρίς τριβές κεφαλαιαγορές. Οι DeAngelo και DeAngelo (2007) αμφισβητούν επίσης το συμπέρασμα των MM ότι όλες οι εφικτές πολιτικές πληρωμών είναι εξίσου πολύτιμες για τους επενδυτές, και ισχυρίζονται ότι η μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης.

Ωστόσο, οι απόψεις των MM σχετικά με τη μη σχετικότητα του μερίσματος έχουν ασκήσει σημαντική επιρροή στη χρηματοοικονομική θεωρία, η οποία ενδέχεται να μην είναι εντελώς



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

θετική. Ο Black (1976) ισχυρίζεται ότι η καταβολή μερισμάτων στην πραγματικότητα καταστρέφει την αξία της επιχείρησης, αν λάβουμε υπόψη το φορολογικό μειονέκτημα των μερισμάτων. Στην πραγματικότητα, δεν υπάρχουν κεφαλαιαγορές χωρίς τριβές, όπως ούτε απολύτως αποδοτικές. Ερευνητές έχουν προσπαθήσει να βρουν λόγους για τους οποίους υπάρχουν τα μερίσματα, εστιάζοντας είτε στις τριβές της αγοράς είτε στις ατέλειες της αγοράς, όπως οι φόροι, η ασύμμετρη πληροφόρηση (σηματοδότηση) και το κόστος αντιπροσώπευσης είτε εστιάζοντας σε συμπεριφορικές παραμέτρους, όπως είναι οι προτιμήσεις των επενδυτών. Η μερισματική πολιτική, επομένως, μπορεί να επηρεάσει τον πλούτο των μετόχων λόγω των ατελειών της αγοράς ή λόγω συμπεριφορικών παραμέτρων.

### ***β. Γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα;***

Το σημαντικό έργο των Miller και Modigliani (1961) επηρέασε τις πρώτες έρευνες σχετικά με τα κίνητρα και τις συνέπειες της μερισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τους DeAngelo και DeAngelo (2006, p.295), οι MM έχουν “περιορίσει το όραμά μας για τη σημασία της πολιτικής διανεμόμενων κερδών. Ο Lease κ.ά. (2000, p.50) δηλώνουν ότι “οι τριβές στην αγορά είναι το κλειδί για τη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής. Ως εκ τούτου, αναπτύσσουν ένα ανταγωνιστικό μοντέλο τριβών που περιλαμβάνει τόσο τις “τρεις μεγάλες ατέλειες” (φόρους, ασύμμετρη πληροφόρηση ή σηματοδότηση και κόστη αντιπροσώπευσης) όσο και τις δευτερεύουσες ατέλειες (κόστη συναλλαγών, flotation costs και την παράλογη επενδυτική συμπεριφορά) που οι διευθυντές (managers) πρέπει να εξετάσουν κατά τη διαμόρφωση μιας λογικής μερισματικής πολιτικής.

Δεν αποτελεί έκπληξη πως η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία περιλαμβάνει πολλές θεωρίες, υποθέσεις και εξηγήσεις για τη διανομή μερισμάτων, κάποιες από τις οποίες σχετίζονται μεταξύ τους. Για παράδειγμα, οι De Rooij και Renneboog (2009) κάνουν λόγο για το ρόλο της θεωρίας τροφοδοσίας (catering theory) στην εξήγηση άλλων μερισματικών θεωριών, ειδικά της ασύμμετρης πληροφόρησης και σηματοδότησης καθώς και των μοντέλων αντιπροσώπευσης. Κάποιες ομοιότητες επίσης υπάρχουν μεταξύ της θεωρίας “κάλλιο πέντε και στο χέρι” (bird-in-the-hand theory), των συμπεριφορικών εξηγήσεων και της θεωρίας τροφοδοσίας (catering theory). Έτσι, κάποιες θεωρίες δεν είναι πλήρως ανεξάρτητες.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει βασικά επιχειρήματα για τη σχετικότητα του μερίσματος. Η θεωρία “bird-in-the-hand” είναι μία από τις παλαιότερες εξηγήσεις, την οποία ακολούθησαν μερικές

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

παραδοσιακές θεωρίες που περιλαμβάνουν τις ατέλειες της αγοράς (φόρους, ασύμμετρη πληροφόρηση και κόστη αντιπροσώπευσης) κι έπειτα μερικές πιο πρόσφατες εξηγήσεις (συμπεριφορική επένδυση, ο κύκλος ζωής της εταιρείας και η τροφοδοσία). Σύμφωνα με τον πίνακα που ακολουθεί, τα αποτελέσματα για σχεδόν όλες τις θεωρίες, εκτός από τη θεωρία του κύκλου ζωής της εταιρείας που γνώρισε γενική υποστήριξη, είναι ανάμεικτα. Κι αυτό διότι οι έρευνες παρατηρείται τόσο να υποστηρίζουν όσο και να μην υποστηρίζουν τις διάφορες εξηγήσεις για την πληρωμή μερισμάτων.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

Θεωρίες και εξηγήσεις	Περιγραφή	Συμπέρασμα	Εμπειρική υποστήριξη/αποδοχή
Bird in-the-hand theory	Οι επενδυτές προτιμούν τη βεβαιότητα της πληρωμής μερισμάτων αντ' της πιθανότητας για σημαντικά υψηλότερα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη.	Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διατηρούν υψηλές τις πληρωμές μερισμάτων εάν θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής.	Μικτή
Φόροι και φορολογική διαφοροποίηση	Οι επενδυτές προτιμούν οι επιχειρήσεις να διατηρούν μετρητά αντί να πληρώνουν μερίσματα, όταν οι φορολογικοί συντελεστές είναι υψηλότεροι στα μερίσματα από ό,τι στα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη.	Πριν την εξίσωση του φορολογικού συντελεστή επί των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διατηρούν σε χαμηλά επίπεδα τις πληρωμές μερισμάτων αν θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή των μετοχών.	Μικτή
Ασύμμετρη πληροφόρηση και σηματοδότηση	Οι ανακονιώσεις της εταιρείας σχετικά με την αύξηση (μείωση) των πληρωμών μερισμάτων ενεργούν ως ένας δείκτης των ισχυρών (αδύναμων) μελλοντικών προοπτικών που έχει η επιχείρηση.	Οι επενδυτές μπορούν να συγκεντρώσουν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη μιας επιχείρησης μέσω του σηματοδότη που προέρχεται από τις ανακονιώσεις σχετικά με τα μερίσματα, τόσο όσον αφορά τη σταθερότητα όσο τις αλλαγές στα μερίσματα. Έτσι, οι managers πρέπει να γνωρίζουν τις αντιδράσεις της αγοράς πριν αποφασίσουν ως προς τη μερισματική πολιτική.	Μικτή
Κόστη ανταποσώπενσης	Οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα για να ευθυγραμμίσουν τα συμφέροντα και να αμβλύνουν τα προβλήματα ανταποσώπενσης μεταξύ των managers και μετόχων, μειώνοντας τα διακριτικά κεφάλαια που διατίθενται στους managers.	Η κατοχή πλασματικών ταμειακών υπολοίπων αυξάνει τον βαθμό ενελκιάς των επενδύσεων από την πλευρά των managers, αλλά μπορεί να αποβεί επιζήμια για τους μετόχους. Η καταβολή περισσότερων μερισμάτων μειώνει τα κόστη ανταποσώπενσης μεταξύ των managers και των μετόχων.	Μικτή
Συμπεριφορικές εξηγήσεις	Οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα για ψυχολογικούς λόγους που σχετίζονται με τον αυτοέλεγχο, την ψυχική λογιστική, και τη λύση καθώς και για τον αντίκτυπο της ηλικίας, του εισοδήματος, και της κατάστασης συνταξιοδότησης.	Οι μεγαλύτεροι σε ηλικία, οι συνταξιούχοι και τα νοικοκυριά με χαμηλό εισόδημα δείχνουν αυξημένη ζήτηση για τα μερίσματα με σκοπό την κατανομή και τη μείωση του κινδύνου.	Μικτή
Θεωρία του κύκλου ζωής ή βέλπστη μερισμάτων εξαρτάται από το στάδιο της επιχείρησης στον κύκλο ζωής της.		Μια επιχείρηση θα ξεκινήσει να καταβάλλει μερίσματα όταν ο ρυθμός ανάπτυξης της και η κερδοφορία της αναμένεται να μειωθούν στο μέλλον. Έτσι, μια επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί όλα τα κέρδη της στην ταμεια φάση ανάπτυξης της και να αποπληρώνει το 100% των κερδών στη φάση της ωριμότητάς της.	Ευρέως αποδεκτό
Θεωρία τροφοδοσίας	Οι managers καλύπτουν τη ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα καταβάλλοντας μερίσματα, όταν οι επενδυτές προτιμούν εταιρείες που καταβάλλουν μερίσματα και μη καταβάλλοντες ή μειώνοντας τα μερίσματα, όταν οι επενδυτές προτιμούν εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα.	Η πριμοδότηση των μερισμάτων καταγράφει στη σχετική αγορά την αποτίμηση αυτών που καταβάλλουν μερίσματα έναντι αυτών που δεν καταβάλλουν.	Μικτή

**ΣΗΜΕΙΩΣΗ:** Ο πίνακας αυτός περιγράφει κάποιες σημαντικές θεωρίες και ερμηνείες για τη σημασία της πληρωμής μερισμάτων από τα παρωδοσιακά προς τα πιο πρόσφατα στοιχεία.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

### *γ. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής*

#### **Bird-in-the-hand theory**

Ένα πρώιμο σκεπτικό για την πληρωμή μερισμάτων, όπως διατυπώθηκε από τους Litner(1956) και Gordon(1956), είναι ότι οι πληρωμές μερισμάτων συνδέονται με χαμηλότερο κίνδυνο. Η θεωρία bird-in-the-hand υποδεικνύει ως πολιτική βελτίωσης της αξίας της επιχείρησης την καταβολή υψηλών μερισμάτων, καθώς η αξία των κερδών που λαμβάνει σήμερα ο μέτοχος, έχει πιθανότατα μεγαλύτερη αγοραστική δύναμη και σίγουρα μικρότερο κίνδυνο να μειωθεί (η αξία αυτή) ή να χαθεί στο μέλλον. Έτσι, η θεωρία αυτή ισχυρίζεται ότι το να πληρώνεις υψηλότερα μερίσματα ή το να έχεις μια περισσότερο σταθερή πληρωμή μερισμάτων αυξάνει την αξία της εταιρείας επειδή τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν κάτι σίγουρο, ενώ η μελλοντική ανατίμηση των μετοχών είναι αβέβαιη. Ο Bhattacharya (1979), ωστόσο, ισχυρίζεται ότι υπό συνθήκες τέλει αγοράς κεφαλαίου η λογική στην οποία βασίζεται η θεωρία bird-in-the-hand είναι εσφαλμένη. Ισχυρίζεται πως η επικινδυνότητα των ταμειακών ροών ενός έργου καθορίζει τον κίνδυνο μιας επιχείρησης, και όχι το πως η επιχείρηση διανέμει αυτές τις ροές. Ο Lease κ.ά. (2000) σημειώνουν ότι η λογική του επιχειρήματος bird-in-the-hand μπορεί να καταρριφθεί και ως εκ τούτου η μερισματική πολιτική είναι μη σχετική υπό συνθήκες τέλει αγοράς κεφαλαίου. Ο Baker κ.ά. (2011) αναφέρουν μικτά στοιχεία όσον αφορά τη σύνδεση μεταξύ των μερισμάτων και του κινδύνου, βασισμένα σε έρευνες διευθυντικών στελεχών επιχειρήσεων εντός κι εκτός ΗΠΑ.

Τη θεωρία bird-in the hand απορρίπτουν και οι Miller-Modigliani, οι οποίοι κάνουν λόγο για την πλάνη της θεωρίας των Gordon-Litner (bird-in-the-hand fallacy). Υποστηρίζουν πως οι επενδυτές είναι αδιάφοροι ως προς το δίλημμα μεταξύ μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου, με αποτέλεσμα το κόστος μετοχικού κεφαλαίου να μη μεταβάλλεται λόγω μερισματικής πολιτικής. Αυτό συμβαίνει διότι οι περισσότεροι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματά τους σε μετοχές της ίδιας ή παρεμφερούς εταιρείας και κατ' επέκταση ο κίνδυνος των αποδόσεων τους καθορίζεται από τον κίνδυνο της εταιρείας από όπου προέρχονται οι ταμειακές τους ροές.

#### **Φόροι και Φορολογική Διαφοροποίηση(tax clienteles)**

Οι φόροι αποτελούν μία σημαντική ατέλεια της αγοράς. Σύμφωνα με την εξήγηση για την φορολογική προτίμηση, οι επενδυτές προτιμούν οι επιχειρήσεις να διατηρούν μετρητά αντί να πληρώνουν μερίσματα, επειδή ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι συχνά υψηλότερος από ό,τι στα μακροπρόθεσμα κέρδη κεφαλαίου. Έτσι, οι διαφορές στους φορολογικούς συντελεστές θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε φορολογική διαφοροποίηση όσον αφορά τα

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

μερίσματα.

Πριν το 2003, οι επενδυτές μεμονωμένα πλήρωναν κανονικούς φόρους εισοδήματος για τα μερίσματα, αλλά χαμηλότερα ποσοστά για τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη. Το 2013 αυτό άλλαξε, με τη μείωση του φορολογικού συντελεστή - για τα εισοδήματα που προέρχονται από μερίσματα - στα ίδια επίπεδα με τον φορολογικό συντελεστή των μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών. Ωστόσο, η ανατίμηση των τιμών των μετοχών φορολογείται ευνοϊκότερα συγκριτικά με το εισόδημα που προκύπτει από τα μερίσματα. Λόγω της επίδρασης της αξίας του χρόνου, ένα δολάριο των φόρων που καταβάλλεται στο μέλλον έχει χαμηλότερο πραγματικό κόστος από ένα δολάριο που καταβάλλεται σήμερα. Επομένως, παρόλο που τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη αντιμετωπίζονται επί ίσοις όροις φορολογικά, τα κεφαλαιακά κέρδη ποτέ δε φορολογούνται νωρίτερα από τα μερίσματα. Υπάρχει, επομένως, σαφής προτίμηση ως προς τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη από την πλευρά της φορολογίας.

Βασισμένοι στην εξέτασή τους για τη σχέση μεταξύ της φορολογίας και της πολιτικής μερισμάτων συμπεριλαμβανομένης μιας επισκόπησης της εξελισσόμενης βιβλιογραφίας τις τελευταίες πέντε δεκαετίες, οι Saadi και Dutta (2009, p.139) συμπεραίνουν ότι “τα υπάρχοντα θεωρητικά και εμπειρικά στοιχεία παρέχουν αντιφατικά αποτελέσματα που αφορούν τον αντίκτυπο της φορολογίας τόσο στην τιμή των μετοχών όσο και στη μερισματική πολιτική”.

### **Ασύμμετρη πληροφόρηση – Σηματοδότηση ( signaling theory)**

Μια δεύτερη σημαντική αδυναμία της αγοράς είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση, η οποία χρησιμεύει ως βάση της θεωρίας σηματοδότησης. Σύμφωνα με τη θεωρία σηματοδότησης, οι διευθυντές(managers), ως γνώστες, επιλέγουν τα επίπεδα πληρωμών μερίσματος για να μεταβιβάσουν ιδιωτικές πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας στους επενδυτές, γεγονός που με τη σειρά του μειώνει τις ασυμμετρίες. Οι managers έχουν κίνητρο να σηματοδοτήσουν αυτές τις ιδιωτικές πληροφορίες στο επενδυτικό κοινό, όταν πιστεύουν ότι η ισχύουσα αγοραία αξία της μετοχής της εταιρείας τους είναι χαμηλότερη από την εγγενή της αξία. Οι μερισματικές πράξεις και οι παραλείψεις αποτελούν αντιφατικά και συμπληρωματικά γεγονότα που μεταδίδουν θετικές και αρνητικές μελλοντικές προοπτικές μιας επιχείρησης, αντίστοιχα. Επομένως, παράγουν αντίθετες μη φυσιολογικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Εμπειρικοί έλεγχοι που αφορούν στην εξήγηση σηματοδότησης είναι πολύτιμοι και προσφέρουν μικτά αποτελέσματα. Σύμφωνα με τους Allen και Michaely (2003), τα συσσωρευμένα στοιχεία δείχνουν ότι οι αλλαγές στις πολιτικές διανεμόμενων κερδών δεν υποκινούνται από την επιθυμία

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

των εταιρειών να σηματοδοτήσουν την πραγματική τους αξία στην αγορά.

### **Κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs)**

Η τρίτη σημαντική ατέλεια στην αγορά είναι τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η καταβολή μερισμάτων παρέχει έναν μηχανισμό για τον μετριασμό του προβλήματος της υπερεπένδυσης μειώνοντας το κόστος των ελεύθερων χρηματικών ροών. Για παράδειγμα, η καταβολή τακτικών μερισμάτων σε μετρητά μπορεί να υποδεικνύει ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων με βραδύτερη ανάπτυξη γνωρίζουν τους κινδύνους που ενέχει η επανεπένδυση και είναι πρόθυμοι να υποβάλουν την εταιρεία σε μεγαλύτερο έλεγχο της αγοράς. Οι εταιρείες που πληρώνουν μετρητά, τα οποία θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν για να χρηματοδοτήσουν νέες επενδύσεις, πρέπει να έχουν πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές συχνότερα από αυτές που δεν πληρώνουν μετρητά. Αυτός ο αυξημένος έλεγχος από τις αγορές προσθέτει αξία καθώς οι επενδυτές παρακολουθούν τις επενδύσεις των managers και τις επιχειρηματικές αποφάσεις.

Υπάρχουν μεικτά εμπειρικά στοιχεία ως προς το εάν τα μερίσματα επιτυγχάνουν τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders). Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη δεδομένου του γεγονότος ότι τα κόστη αντιπροσώπευσης δεν είναι άμεσα παρατηρήσιμα και είναι δύσκολο να συσχετιστούν με τη μερισματική πολιτική μιας εταιρείας. Οι Allen και Michaely (2003) συμπεραίνουν ότι τόσο τα μερίσματα όσο και οι επαναγορές φαίνεται να καταβάλλονται για να μειωθούν οι ενδεχόμενες υπερβάλλουσες επενδύσεις, κάτι που αποτελεί διαφωνία για τα κόστη αντιπροσώπευσης. Σε μια πρόσφατη σύνθεση ακαδημαϊκής έρευνας σχετικά με την εταιρική πολιτική πληρωμών, οι Farre-Mensa κ.ά. (2014) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι από τα κίνητρα για τον λόγο για τον οποίο οι επιχειρήσεις καταβάλλουν μερίσματα (φόροι, ασύμμετρη πληροφόρηση και κόστη αντιπροσώπευσης), τα αποδεικτικά στοιχεία είναι πιο πειστικά υπέρ των εκτιμήσεων για τα κόστη αντιπροσώπευσης.

### **Συμπεριφορικές εξηγήσεις (Behavioral explanations)**

Πολλές βασιζόμενες στη συμπεριφορά θεωρίες προσπαθούν να εξηγήσουν γιατί οι επενδυτές βρίσκουν τα μερίσματα ελκυστικά. Διάφοροι δημογραφικοί παράγοντες που αφορούν την ηλικία, το εισόδημα και το καθεστώς συνταξιοδότησης μπορούν επίσης να επηρεάσουν την προτίμηση ενός επενδυτή για τα μερίσματα. Ο Shefrin (2009) εξετάζει διάφορες συμπεριφορικές εξηγήσεις για τα μερίσματα και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ένας συνδυασμός ανέκδοτων και εμπειρικών στοιχείων παρέχει ισχυρή υποστήριξη στη θεωρία που βασίζεται στη συμπεριφορά. Για

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

παράδειγμα, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι μεγαλύτεροι σε ηλικία, οι συνταξιούχοι και τα νοικοκυριά με χαμηλό εισόδημα προτιμούν την πληρωμή μερισμάτων για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης. Σε αντίθεση, οι νεότεροι επενδυτές με μέτριο έως υψηλό εισόδημα έχουν μικρή ανάγκη να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωση μέσα από μερίσματα.

### **Θεωρία κύκλου ζωής της εταιρείας (Firm life-cycle theory)**

Σύμφωνα με τη θεωρία του κύκλου ζωής της εταιρείας σχετικά με τα μερίσματα, η ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει μετρητά ξεπερνά την ικανότητά της να βρίσκει επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες καθώς ωριμάζει. Έτσι, μια εταιρεία θα πρέπει τελικά να διανείμει οποιοσδήποτε ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους ως μερίσματα. Αυτή η θεωρία έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων, η οποία προβλέπει ότι μια επιχείρηση θα πληρώσει μερίσματα για να σηματοδοτήσει στην αγορά ότι η ανάπτυξή της και η κερδοφορία της έχουν βελτιωθεί. Μια επιχείρηση αποφασίζει για τη βέλτιστη μερισματική πολιτική της από τη σχέση μεταξύ της απόδοσης της καθαρής θέσης και του κόστους κεφαλαίου της, η οποία καθορίζεται από το στάδιο του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Βασισμένοι στην ανασκόπησή τους στη βιβλιογραφία, οι Bulan και Subramanian (2009, p.211) συμπεραίνουν “Συνολικά, τα εμπειρικά στοιχεία ευνοούν τη θεωρία του κύκλου ζωής της επιχείρησης σχετικά με τα μερίσματα ως προς την τάση πληρωμής μερισμάτων και τα χαρακτηριστικά κύκλου ζωής”.

### **Θεωρία τροφοδοσίας (Catering theory)**

Οι Baker και Wurgler (2004a) αναπτύσσουν τη θεωρία τροφοδοσίας μερισμάτων, η οποία τονίζει τη σημασία του επενδυτικού κλίματος στις αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική. Οι managers καλύπτουν τη ζήτηση των επενδυτών με την καταβολή μερισμάτων όταν οι επενδυτές προτιμούν τις εταιρείες που καταβάλλουν μερίσματα και με τη μη καταβολή μερισμάτων ή τη μείωση μερισμάτων όταν οι επενδυτές προτιμούν τις εταιρείες που δεν καταβάλλουν μερίσματα. Με βάση την ανασκόπησή τους στη βιβλιογραφία, οι De Rooij και Renneboog (2009, pp. 234-235) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η θεωρία της τροφοδοσίας φαίνεται να εξηγεί καλύτερα τις μερισματικές πράξεις από τις παραλείψεις των μερισμάτων. Συμπεραίνουν επίσης πως τα μεμονωμένα χαρακτηριστικά της επιχείρησης θα πρέπει να ενσωματωθούν στο κλίμα των επενδυτών για να εξηγήσουν τη μερισματική πολιτική. Λίγες διοικητικές έρευνες εξετάζουν τη θεωρία της τροφοδοσίας και αυτές αφορούν τον Καναδά. Ο Baker κ.ά. (2011) διαπιστώνει ότι οι διοικητικές απόψεις συνήθως υποστηρίζουν αυτή τη θεωρία, αλλά προειδοποιούν ότι είναι

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

διαθέσιμες πολύ λίγες μελέτες για την εξαγωγή οριστικών συμπερασμάτων .



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 4. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

### *α. Ορισμός*

Ορίζουμε την εταιρική διακυβέρνηση ως τη συλλογή μηχανισμών ελέγχου που υιοθετεί ένας οργανισμός για την πρόληψη ή την αποθάρρυνση δυνητικά ενδιαφερόμενων διαχειριστών 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, ο οποίος εκφράζει γνώμη σχετικά με την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ωστόσο, τα συστήματα διακυβέρνησης επηρεάζονται από μια 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.

Για να είναι ένα σύστημα διακυβέρνησης οικονομικά αποδοτικό, θα πρέπει να μειώνει 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 εξαλείφει εντελώς το κόστος του προβλήματος της υπηρεσίας.

Η δομή του συστήματος διακυβέρνησης εξαρτάται επίσης από τον θεμελιώδη προσανατολισμό της επιχείρησης και το ρόλο που διαδραματίζει η επιχείρηση στην κοινωνία. Από την πλευρά των μετόχων (την οπτική ότι 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 του μεγέθους του), η αποτελεσματική διακυβέρνηση πρέπει να υποστηρίζει πολιτικές που παράγουν σταθερή και ασφαλή απασχόληση, παρέχουν ένα αποδεκτό βιοτικό επίπεδο στους εργαζομένους, μετριαζουν 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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.

### ***β. 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 την 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 που ακολουθούνται στις περισσότερες δημόσιες εταιρείες. Οι δημόσιες

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 πλευρές από το μοντέλο διακυβέρνησης των ιδιωτικών κεφαλαίων; Θα μπορούσε αυτό να έχει μεγαλύτερη ή μικρότερη αξία για τους μετόχους;

#### • Επενδυτές ακτιβιστών

Θεσμικοί επενδυτές, τα αμοιβαία κεφάλαια, και τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν γίνει πολύ πιο δραστήριοι προσπαθώντας να επηρεάσουν τη διοίκηση και το διοικητικό συμβούλιο μέσω της ετήσιας διαδικασίας ψηφοφορίας με αντιπροσώπους. Τα συμφέροντα αυτών των μερών είναι συμβατά 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;

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 5. ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

### *α. Διοικητικές ευθύνες*

Σε ένα έγγραφο που ονομάζεται “Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης”, ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) των αρμοδιοτήτων του συμβουλίου παρουσιάζει την ακόλουθη οπτική, όσον αφορά τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου:

Το πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης θα πρέπει να διασφαλίζει την στρατηγική καθοδήγηση της εταιρείας, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διαχείρισης από το διοικητικό συμβούλιο και τη λογοδοσία του διοικητικού συμβουλίου προς την εταιρεία και τους μετόχους.

Δηλαδή, το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να παρέχει τόσο συμβουλευτικές όσο και εποπτικές λειτουργίες. Παρόλο που αυτές οι ευθύνες συνδέονται με πολλούς τρόπους, έχουν θεμελιωδώς διαφορετικά σημεία επικέντρωσης. 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 σύμφωνα με τις δεξιότητες και την εμπειρία που προσφέρουν για το σκοπό αυτό, συμπεριλαμβανομένης της προηγούμενης εμπειρίας σε μια σχετική βιομηχανία ή διαδικασία.

Υπό της ιδιότητας της επίβλεψης, το διοικητικό συμβούλιο αναμένεται να ελέγχει 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 δραστηριοποιούνται στο εμπόριο και των ειδικών κανονιστικών ρυθμίσεων. Κατά την εκπλήρωση αυτών των αρμοδιοτήτων, το συμβούλιο συχνά βασίζεται στις συμβουλές νομικών συμβούλων και άλλων έμμισθων επαγγελματιών, όπως εξωτερικοί ελεγκτές, εκτελεστικοί υπεύθυνοι προσλήψεων, σύμβουλοι αποζημίωσης, επενδυτικοί τραπεζίτες και φοροτεχνικοί. Αποτελεσματικά μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι τα άτομα που μπορούν να ολοκληρώσουν τις συμβουλευτικές και εποπτικές αρμοδιότητες.

Οι ευθύνες των διευθυντών είναι ξεχωριστές και διαφορετικές από αυτές της διαχείρισης. Οι

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 οι ίδιοι τις καταστάσεις αυτές. Το συμβούλιο δεν αποτελεί επέκταση της διοίκησης. Το διοικητικό συμβούλιο είναι διοικητικό όργανο που εκλέγεται για να εκπροσωπήσει 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 απαριθμούν ως τις τρεις πρώτες προτεραιότητές τους. τη μελλοντική ανάπτυξη, τη διαχείριση κινδύνου και την ανάπτυξη του ανθρώπινου κεφαλαίου. 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 συγκριτικά με τη λειτουργία παρακολούθησης. Όταν ρωτήθηκαν για ποια θέματα θα ήθελαν να συζητούν περισσότερο, οι διευθυντές ανέφεραν ανάμεσα στις κορυφαίες απαντήσεις τους τον στρατηγικό προγραμματισμό, τον ανταγωνισμό και τον σχεδιασμό διαδοχής. 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.

### ***β. Η ανεξαρτησία του Συμβουλίου***

Προκειμένου να είναι αποτελεσματικά, όσον αφορά τη συμβουλευτική και εποπτική τους ιδιότητα, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου αναμένεται να επιδεικνύουν ανεξαρτησία. Από κανονιστικής απόψεως, η ανεξαρτησία αξιολογείται από το βαθμό στον οποίο ένας διευθυντής είναι απαλλαγμένος από συγκρούσεις συμφερόντων, οι οποίες ενδέχεται να θέσουν σε κίνδυνο την ικανότητά του να ενεργεί αποκλειστικά προς το συμφέρον της επιχείρησης. Η ανεξαρτησία είναι κρίσιμη επειδή διασφαλίζει ότι οι διευθυντές μπορούν να παίρνουν θέσεις αντίθετες 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 απαραίτητα τα ίδια όπως στην πραγματική ανεξαρτησία. Τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που έχουν συνεργαστεί με τη διοίκηση για

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

μεγάλο χρονικό διάστημα μπορεί να σχηματίσουν δεσμούς που θα προκαλέσουν πραγματικά μια προοπτική ανεξαρτησίας. Η ανεξαρτησία μπορεί επίσης να διακυβευτεί από μεμονωμένους παράγοντες, όπως είναι το υπόβαθρο ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου, η εκπαίδευση, η εμπειρία, οι αξίες και η 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 διοικητικές 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 από τις 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.

### ***γ. 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 επηρεάζει σημαντικά τη 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 αυτών των συμβουλευτικών και εποπτικών αρμοδιοτήτων του συμβουλίου, πολλές προφανείς



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

συγκρούσεις θα μπορούσαν να προκύψουν από έναν διττό πρόεδρο/διευθύνοντα σύμβουλο. Κυρίαρχο στοιχείο 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 δυναμικά 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 ενέργειες 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 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.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 ως 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 υποδεικνύουν 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 διαχειριστούν 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 κλίμακας, έχοντας να αναφερθούν απευθείας στο διοικητικό συμβούλιο, και στους επισκεπτόμενους επιτηρητές”.

#### ***δ. Οι επιτροπές του Διοικητικού Συμβουλίου***

Δε συζητούνται όλα τα εταιρικά θέματα από το πλήρες διοικητικό συμβούλιο. 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 στελεχών, υποβάλλονται συστάσεις της επιτροπής προς ψηφοφορία ενώπιον του πλήρους συμβουλίου.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 αρμόδια για την εποπτεία 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 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 CEO και για την παροχή συμβουλών προς τον CEO σχετικά με την αποζημίωση άλλων ανώτερων στελεχών. Ο Sarbanes-Oxley δεν καθόρισε ελάχιστο μέγεθος επιτροπής. Οι υποχρεώσεις της επιτροπής αποζημιώσεων περιλαμβάνουν τα ακόλουθα:

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

- 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 υπεύθυνη για την αξιολόγηση της δομής και των διαδικασιών της εταιρικής διακυβέρνησης και μπορεί να ζητήσει βελτιώσεις, κατά περίπτωση. 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 αποτελούν 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 CEO.

Η επιτροπή διορισμού και διακυβέρνησης συνεδριάζει κατά μέσο όρο τέσσερις φορές το χρόνο για

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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 CEO έχει τον διπλό ρόλο του προέδρου, είτε όχι.

Τα συμβούλια είναι ελεύθερα να συστήσουν συμπληρωματικές επιτροπές πέραν εκείνων που απαιτούνται από τη 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.

#### *ε. 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 τίθενται προς επανεκλογή 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 1/3 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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.

#### *στ. Εκλογές Συμβούλων*

Στις περισσότερες εταιρείες, το διοικητικό συμβούλιο εκλέγεται από τους μετόχους με αντιστοιχία μετοχών και ψήφων ένα προς ένα. 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 υποψήφιους. 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 αποδυναμώνουν 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 παραλλαγή στις διαδικασίες ψηφοφορίας είναι η πλειοψηφική ψηφοφορία. Η ψηφοφορία αυτή διαφέρει από την ψήφο με απόλυτη πλειοψηφία ως προς το γεγονός ότι 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 υπερβεί το ήμισυ του συνόλου των εκκρεμών

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

ψηφών. Οι ειδικές διαδικασίες των συστημάτων ψηφοφορίας με απόλυτη πλειοψηφία διαφέρουν. Σε ορισμένες εταιρείες, οι υποψήφιοι που λαμβάνουν περισσότερες αρνητικές ψήφους 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 2/3 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 που απαρτίζεται από 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 εταιρεία φτιάχνει μια λίστα διευθυντών προς εκλογή, και οι μέτοχοι αναμένεται να εκλέξουν τον κατάλογο των υποψηφίων. Εκλογές υπό αμφισβήτηση μπορούν να υπάρξουν 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, όπου 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

οποίου ο ακτιβιστής επενδυτής θα μπορούσε να συμμετάσχει σε αποφάσεις σε επίπεδο διοικητικών συμβουλίων. Ιστορικά, το κόστος της υποψηφιότητας μιας αντιτιθέμενης λίστας επιβαρύνει εξ ολοκλήρου τον εχθρικό προσφέροντα ή ακτιβιστή. Για το λόγο αυτό, οι αντιπαλότητες 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% των μετοχών της εταιρείας για τρία συναπτά έτη έχουν το δικαίωμα να ορίσουν μέχρι και το 25% 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.

#### ***ζ. Απομάκρυνση Συμβούλων***

Μόλις εκλεγούν οι σύμβουλοι, υπηρετούν 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.

#### ***η. 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 μέρος όπου βρίσκεται η έδρα της ή από το μέρος στο οποίο δραστηριοποιείται. Το Delaware είναι μακράν το πιο συνηθισμένο κράτος ενσωμάτωσης. Το



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

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. Υπό του νόμου 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

ακρόασης. Ο κανόνας της επιχειρηματικής κρίσης προστατεύει περισσότερο τους εξωτερικούς διευθυντές. Υπό της απουσίας "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, αν 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 όπου 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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

το συμφέρον της εταιρείας» να σημαίνει «προς το συμφέρον των μετόχων», η εταιρική διακυβέρνηση στις Ηνωμένες Πολιτείες ονομάζεται μετοχο-κεντρική. Από τα στοιχεία έρευνας προκύπτει ότι οι διευθυντές αποδέχονται την μετοχο-κεντρική άποψη όσον αφορά τις ευθύνες τους. Όταν τους ζητήθηκε να προσδιορίσουν με σειρά σπουδαιότητας όσους σχετίζονται με τα όσα υπηρετούν, οι διευθυντές κατέταξαν πρώτα «όλους τους μετόχους» ακολουθούμενους από θεσμικούς επενδυτές, πελάτες και πιστωτές. Ταξινόμησαν άλλους “σχετικούς”, όπως τους εργαζομένους και την κοινότητα, 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
- Ακτιβιστές μέτοχοι .

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

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

εξαγοράς που είναι προς το συμφέρον των μετόχων, εάν η εξαγορά θα έβλαπτε άλλους “σχετικούς”. 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 Πενσιλβανία 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 προβλέπουν τη 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 υπόψη 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.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 6. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Παλαιότερες μελέτες έχουν εξετάσει την επίδραση των χαρακτηριστικών της επιχείρησης, όπως το μέγεθος, οι ταμειακές ροές, η μόχλευση και η κερδοφορία, στη μερισματική πολιτική. Αντιθέτως, μελέτες που εξετάζουν το βαθμό στον οποίο οι μηχανισμοί εταιρικής διακυβέρνησης επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική είναι σπάνιες, αλλά ιδιαίτερα έντονες στην περίπτωση των ΜΜΕ. Σε αυτήν την ενότητα εξετάζεται το πώς τα χαρακτηριστικά των εταιρικών συμβουλίων (δηλαδή το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου, η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, η διττότητα του ρόλου του διευθύνοντα συμβούλου, η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και η διαφοροποίηση φύλου) μπορούν να επηρεάσουν τη μερισματική πολιτική των τραπεζών του Καναδά. Επιπλέον, και ακολουθώντας προηγούμενες μελέτες, ερευνούμε (ελέγχουμε) πώς τα γενικά χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης (συμπεριλαμβανομένου του μεγέθους της επιχείρησης, της μόχλευσης, των ταμειακών ροών ανά μετοχή και της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων) επηρεάζουν την πληρωμή μερισμάτων.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθούμε ξανά στις δυο θεωρητικές προσεγγίσεις αντιπροσώπευσης που παρουσιάζονται σε προηγούμενες έρευνες, οι οποίες είχαν ως αντικείμενο μελέτης τη συσχέτιση μεταξύ της ποιότητας εταιρικής διακυβέρνησης και της μερισματικής πολιτικής. Πρόκειται για τη θεωρητική υπόθεση του αποτελέσματος (outcome hypothesis) και για τη θεωρητική υπόθεση υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution hypothesis) (Al-Najjar & Hussainey, 2009; Jiraporn et al., 2011; La-Porta et al., 2000; Sawick, 2009).

Σύμφωνα με τη θεωρητική υπόθεση του αποτελέσματος (outcome hypothesis), η μερισματική πολιτική είναι αποτέλεσμα του καθεστώτος της εταιρικής διακυβέρνησης, όπου οι managers (διαχειριστές) σε επιχειρήσεις με καλή διακυβέρνηση είναι λιγότερο πιθανό να διατηρήσουν μετρητά εντός της επιχείρησης, ελλείψει επενδύσεων θετικής καθαρής παρούσας αξίας (NPV), και επομένως οι managers τείνουν να πληρώνουν μεγάλα μερίσματα για να σηματοδοτούν στους μετόχους τους τη δέσμευσή τους ως προς τη δίκαιη αντιμετώπιση των δεύτερων μέσα από τη βελτίωση των αποδόσεων των επενδύσεών τους. Αντίθετα, η θεωρητική προσέγγιση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution hypothesis), υποδηλώνει ότι τα μερίσματα υποκαθιστούν την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και συνεπώς οι επιχειρήσεις με κακή διακυβέρνηση αναμένεται να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα, προκειμένου να διατηρήσουν μια καλή σχέση με τους μετόχους τους.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

Ακολουθεί λεπτομερής ανάλυση της επίδρασης όλων των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου μιας επιχείρησης στη μερισματική πολιτική της, από την οποία διεξάγονται οι πέντε βασικές υποθέσεις, στις οποίες θα στηριχθεί η έρευνά μας.

### 1. Μέγεθος διοικητικού συμβουλίου και μερισματική πολιτική

Σύμφωνα με τη θεωρητική προσέγγιση του αποτελέσματος (outcome hypothesis), τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια είναι πιο αποτελεσματικά στην παρακολούθηση και τον έλεγχο των ευκαιριακών συμπεριφορών της διοίκησης (δηλ την εκμετάλλευση ελεύθερων ταμειακών ροών για τους ίδιους τους managers), δεδομένου ότι τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια συνδέονται με περισσότερη εξειδίκευση και εμπειρία, η οποία μπορεί να ελαχιστοποιήσει τα προβλήματα κόστους αντιπροσώπευσης και να αυξήσει τις επιχειρησιακές επιδόσεις, συμπεριλαμβανομένης της πληρωμής μερισμάτων. Αντίθετα, και σύμφωνα με τη θεωρητική υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution hypothesis), τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια είναι λιγότερο αποτελεσματικά στην παρακολούθηση του διοικητικού ομορτισμού, καθώς αυτά συνδέονται συχνά με περισσότερα προβλήματα επικοινωνίας και συντονισμού, και ως εκ τούτου με κακές δομές διακυβέρνησης (Lipton & Lorsch 1992; Jensen, 1993). Καθώς η κακή διακυβέρνηση συνδέεται συχνά με μεγαλύτερα συμβούλια, οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια αναμένεται να καταβάλουν υψηλότερα μερίσματα κατά μέσο όρο, προκειμένου να αντισταθμίσουν τη χαμηλότερης ποιότητας διακυβέρνηση τους, όπως την περιορισμένη διοικητική παρακολούθηση.

Εμπειρικά, οι μελέτες που εξετάζουν τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της πολιτικής πληρωμής μερισμάτων είναι σπάνιες. Τα πορίσματα των προηγούμενων μελετών που αναφέρονται στη σχέση αυτή είναι, ωστόσο, εμφανώς μικτά. Για παράδειγμα, οι Ozkan και Mancinelli (2006) ανέφεραν ένα διαφορετικό αποτέλεσμα, το οποίο υποδήλωνε ότι οι εταιρείες με μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια τείνουν να συσχετίζονται με μεγαλύτερη διοικητική παρακολούθηση και συνεπώς χαμηλότερα επίπεδα προβλημάτων κόστους αντιπροσώπευσης. Ομοίως, τα ευρήματα των Mansourinia κ.ά. (2013) παρουσίασαν μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της πολιτικής πληρωμής μερισμάτων. Αντίθετα, άλλες έρευνες έχουν αναφερθεί στην αρνητική επίδραση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στη μερισματική πολιτική. Για παράδειγμα, τα ευρήματα των Ghasemi κ.ά.(2013) παρουσίασαν μια αρνητική και σημαντική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της πολιτικής

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

πληρωμής μερισμάτων μεταξύ 81 ιταλικών εταιρειών εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Τεχεράνης από το 2005 ως το 2011.

Παρά το γεγονός αυτό και δεδομένων των συντριπτικών στοιχείων υπέρ της θετικής επίδρασης του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου στην πολιτική πληρωμής μερισμάτων, η πρώτη υπόθεση είναι:

**H1: Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων.**

## 2. Ανεξαρτησία διοικητικού συμβουλίου και μερισματική πολιτική

Η θεωρητική υπόθεση του αποτελέσματος (outcome hypothesis) υποδηλώνει ότι η παρουσία εξωτερικών διευθυντών επηρεάζει σημαντικά την αποτελεσματικότητα του διοικητικού συμβουλίου, καθώς έχουν περισσότερη ισχύ στο να διασφαλίσουν τα συμφέροντα και τον πλούτο των μετόχων υπό τη μορφή μερισμάτων. Επίσης, οι εξωτερικοί διευθυντές έχουν ισχυρό κίνητρο να ελέγχουν την οπορτουμιστική συμπεριφορά των managers, προκειμένου να αυξήσουν τη φήμη τους στην αγορά εργασίας. Αντίθετα, και σύμφωνα με τη θεωρητική προσέγγιση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution hypothesis), τα μερίσματα συμβάλλουν στην άμβλυνση του κόστους αντιπροσώπευσης, ειδικά στις εταιρείες με κακές πρακτικές διακυβέρνησης, αφού τα πληρωθέντα μερίσματα μειώνουν τις διαθέσιμες προς τους managers ελεύθερες ταμειακές ροές.

Οι αναφορές και τα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την επίδραση των εξωτερικών διευθυντών στη πολιτική πληρωμής των μερισμάτων είναι σπάνια. Σε συνέπεια με προηγούμενες μελέτες, για παράδειγμα, οι Abor και Fiador (2013) βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ της παρουσίας των εξωτερικών διευθυντών και της πολιτικής πληρωμής μερισμάτων για ένα δείγμα 177 εταιρειών που δραστηριοποιούνται στη Νιγηρία. Επίσης, διάφοροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης του Ηνωμένου Βασιλείου (π.χ. Cadbury Report, 1992 και συνδυασμένος κώδικας, 2010) συνιστούν ότι η πλειοψηφία των μελών των συμβουλίων θα πρέπει να είναι εξωτερικοί διευθυντές. Αυτό υποδηλώνει ότι η αύξηση του ποσοστού των εξωτερικών διευθυντών θεωρείται ως ένας σημαντικός μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης, ο οποίος μειώνει την ανάγκη καταβολής μεγαλύτερων μερισμάτων.

Λαμβάνοντας, επομένως, υπόψη τις προηγούμενες αναφορές και έρευνες, οδηγούμαστε στη

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

δεύτερη υπόθεση, κατά την οποία:

**H2: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων.**

### 3. Διττότητα του ρόλου του CEO και μερισματική πολιτική

Ο συνδυασμός των ρόλων του CEO και του προέδρου δημιουργεί προβλήματα όσον αφορά τα κόστη αντιπροσώπευσης, καθώς συγκεντρώνεται μεγάλη εκτελεστική εξουσία στα χέρια των διευθύνοντων συμβούλων, η οποία τους επιτρέπει να επιδιώκουν ίδια συμφέροντα εις βάρος των μετόχων. Η συγκέντρωση και των δυο ρόλων σε ένα πρόσωπο μπορεί επίσης να επιδράσει αρνητικά την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, μειώνοντας την παρακολούθηση των ανώτατων δραστηριοτήτων της διαχείρισης (management). Η αδύναμη παρακολούθηση των managers από τα διοικητικά συμβούλια μπορεί να ενισχύσει την ιδιοτελή συμπεριφορά των CEOs, οι οποίοι μπορεί να απαλλοτριώσουν τον πλούτο των μετόχων με τη μη καταβολή, για παράδειγμα, μερισμάτων ή με την καταβολή χαμηλών μερισμάτων στους μετόχους (Dalton, 2014). Σε αντίθεση, και σύμφωνα και με τη θεωρία της υποκατάστασης του αποτελέσματος, οι επιχειρήσεις που συνδυάζουν την ηγετική δομή, αναμένεται να καταβάλουν μεγαλύτερα μερίσματα, ως υποκατάστατο της κακής ποιότητας διακυβέρνησης, που συχνά συσχετίζεται με τη διττότητα του ρόλου του CEO (Chen et al., 2016).

Από την ανασκόπηση προηγούμενων στοιχείων προκύπτει το συμπέρασμα πως υπάρχουν διάφορες απόψεις για τη σχέση μεταξύ της διττότητας του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων. Για παράδειγμα, και σύμφωνα με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών, ο Zhang (2008), χρησιμοποιώντας ως δείγμα κινέζικες εταιρείες, διακρίνει αρνητική συσχέτιση ανάμεσα στη διττότητα του ρόλου του CEO και την πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Αντίθετα, άλλες μελέτες, όπως των Hu και Kumar (2004), Mansourinia et al. (2013) και των Subramaniam και Devi (2011), δε βρίσκουν συσχέτιση μεταξύ της διττότητας του ρόλου του CEO και της μερισματικής πολιτικής μεταξύ των εισηγμένων εταιρειών των ΗΠΑ, του Ιράν και της Μαλαισίας, αντίστοιχα.

Η τρίτη υπόθεση, στην οποία θα βασιστεί η δική μας έρευνα διαμορφώνεται ως εξής:



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

### **H3: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της διττότητας του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και του ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

#### 4. Συχνότητα συνεδριάσεων διοικητικού συμβουλίου και μερισματική πολιτική

Θεωρητικά, υπάρχουν διάφορες προσεγγίσεις ως προς τον αντίκτυπο της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου στην πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Οι συχνές συνεδριάσεις μπορούν να συντελέσουν στη μείωση των συγκρούσεων μέσα από τη διαβίβαση πληροφοριών στους managers και τους μετόχους με διαφανή τρόπο, ενισχύοντας έτσι την ποιότητα της διαδικασίας εργασίας (Greco 2011), όπως επίσης μπορούν να βελτιώσουν την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και την αποτελεσματικότητά του, παρέχοντας στους διευθυντές περισσότερο χρόνο να ελέγξουν και να αξιολογήσουν τις επιδόσεις της διαχείρισης (management). Η αυξημένη εποπτεία των στελεχών διαχείρισης, που σχετίζεται με τη συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, μπορεί να μειώσει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης και να αυξήσει την απόδοση των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένης και της πληρωμής μερισμάτων. Στον αντίποδα αυτών, η θεωρία της υποκατάστασης του αποτελέσματος υποδεικνύει ότι η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να μη θεωρηθεί ως ένας μηχανισμός καλής διακυβέρνησης, εφόσον μπορεί να περιορίσει το χρόνο που τα στελέχη αφιερώνουν αποτελεσματικά στην εποπτεία της λειτουργίας της διαχείρισης (Lipton & Lorsch,, 1992). Προκειμένου να εξισορροπήσουν την κακή διακυβέρνηση που σχετίζεται με τη συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου, οι managers μπορεί να χρησιμοποιήσουν τα μερίσματα για να σηματοδοτήσουν στην αγορά πως προστατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων (Sawicki, 2009).

Παρά το γεγονός πως παλαιότερες μελέτες υποδηλώνουν ότι οι συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου έχουν σημαντικές επιπτώσεις στην απόδοση της επιχείρησης, παρατηρείται μια έλλειψη μελετών, οι οποίες να εξετάζουν την επίδραση των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου στην πολιτική καταβολής μερισμάτων. Ως εκ τούτου, και σε προέκταση της άποψης πως η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζει αρνητικά την απόδοση της επιχείρησης (Taghizadeh & Saremi, 2013), εμείς αναμένουμε ότι οι επιχειρήσεις με συχνές συνεδριάσεις του διοικητικού συμβουλίου θα συνδέονται με πρακτικές σωστής διακυβέρνησης με τα μερίσματα να διαδραματίζουν έναν υποκατάστατο ρόλο στην αντιμετώπιση

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

των προβλημάτων αντιπροσώπευσης στις περιπτώσεις όπου η εταιρική διακυβέρνηση είναι κακή. Συνεπώς, η τέταρτη υπόθεση, η οποία θα εξετασθεί είναι:

**H4: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

#### 5. Η διαφοροποίηση του φύλου των διοικητικών συμβουλίων και μερισματικά πολιτική

Όσον αφορά τη σύσταση του διοικητικού συμβουλίου θα μπορούσαμε να εντοπίσουμε διαφοροποίηση σε διάφορα επίπεδα, όπως για παράδειγμα στο εκπαιδευτικό και μορφωτικό υπόβαθρο των μελών του συμβουλίου, την ηλικία, την εθνικότητα και το φύλο. Ωστόσο, στη συγκεκριμένη έρευνα θα εστιάσουμε στον παράγοντα της διαφοροποίησης του φύλου για δυο λόγους: (α) ο παράγοντας της διαφοροποίησης του φύλου έχει ευρέως ερευνηθεί και (β) αυτός ο παράγοντας μπορεί να μετρηθεί εύκολα. Σύμφωνα με τη θεωρητική προσέγγιση του αποτελέσματος, η διαφοροποίηση που συναντάται σε ένα διοικητικό συμβούλιο, μπορεί να βελτιώσει την ανεξαρτησία και την αποτελεσματικότητα του συμβουλίου μέσα από ποικίλες ιδέες, προοπτικές και εμπειρία. Επομένως, η διαφοροποίηση του φύλου στο διοικητικό συμβούλιο μιας επιχείρησης, μπορεί να αυξήσει τη σταθερή απόδοσή της και την καταβολή μερισμάτων. Ωστόσο, και σύμφωνα με τις προβλέψεις της θεωρίας υποκατάστασης του αποτελέσματος, η διαφοροποίηση του φύλου ίσως να μη θεωρηθεί ως ένας αποτελεσματικός μηχανισμός διακυβέρνησης, διότι μπορεί να αυξήσει τις συγκρούσεις μεταξύ των μελών του διοικητικού συμβουλίου (Baranchuk & Dybvig, 2009). Καθώς η κακή διακυβέρνηση μπορεί να συσχετιστεί με συμβούλια, στα οποία παρατηρείται διαφοροποίηση φύλου, οι επιχειρήσεις με περισσότερες γυναίκες στα συμβούλιά τους αναμένεται να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα προκειμένου να αντισταθμίσουν την ασθενέστερη διακυβέρνηση.

Παρόλο που αρκετές προηγούμενες μελέτες υποδηλώνουν έναν θετικό αντίκτυπο της διαφοροποίησης του φύλου στην απόδοση της διοίκησης, διαπιστώνεται έλλειψη ερευνών για την εξέταση της επιρροής της διαφοροποίησης του φύλου του διοικητικού συμβουλίου στην πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Για παράδειγμα, ο Carter κ.ά. (2003) και ο Erhardt κ.ά. (2003) αναφέρουν εμπειρικά στοιχεία μιας στατιστικά θετικής συσχέτισης μεταξύ της διαφοροποίησης του φύλου και της απόδοσης των αμερικανικών επιχειρήσεων. Στο πλαίσιο του Ηνωμένου Βασιλείου,

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

οι διάφοροι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης (π.χ. Συνδυασμένοι Κώδικες 2010 και 2012) συνιστούν πως στα εταιρικά διοικητικά συμβούλια θα πρέπει να παρατηρείται ποικιλία πολλών χαρακτηριστικών και παραγόντων των μελών (π.χ. φύλο, ηλικία, δεξιότητες και προσόντα) προκειμένου να επιτυγχάνεται η βελτίωση της αποτελεσματικότητάς τους. Σε συνέπεια με τα προαναφερθέντα, στη μελέτη αυτή υποθέτουμε πως οι επιχειρήσεις με διαφοροποίηση στα μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου, συνδέονται με πρακτικές ορθής διακυβέρνησης με τα μερίσματα να διαδραματίζουν έναν υποκατάστατο ρόλο στη μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης, όταν η διακυβέρνηση είναι κακή. Επομένως, η πέμπτη υπόθεση προς εξέταση διαμορφώνεται ως εξής:

**H5: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της διαφοροποίησης του φύλου του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 7. ΜΟΝΤΕΛΟΠΟΙΗΣΗ

### *a. Panel data analysis*

Η ανάλυση δεδομένων σε πίνακα ή αλλιώς τα διαχρονικά δεδομένα αναφέρονται συνήθως σε δεδομένα που περιέχουν παρατηρήσεις χρονοσειρών ενός αριθμού μεμονωμένων στοιχείων. Επομένως, οι παρατηρήσεις σε δεδομένα πίνακα περιλαμβάνουν τουλάχιστον δύο διαστάσεις, τη διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων που υποδεικνύεται από τον δείκτη  $i$ , και τη διάσταση της χρονοσειράς(ή χρονολογικής σειράς), που υποδεικνύεται από το δείκτη  $t$ . Ωστόσο, τα δεδομένα πίνακα θα μπορούσαν να έχουν μια πιο πολύπλοκη συστοιχία ή ιεραρχική δομή.

Υπάρχουν τουλάχιστον τρεις παράγοντες που συμβάλλουν στη γεωμετρική αύξηση των μελετών σχετικά με την ανάλυση δεδομένων σε πίνακα: (i) διαθεσιμότητα δεδομένων, (ii) μεγαλύτερη ικανότητα για τη μοντελοποίηση της πολυπλοκότητας της ανθρώπινης συμπεριφοράς από τη μοντελοποίηση μιας μεμονωμένης χρονολογικής σειράς ή μεμονωμένων διαστρωματικών στοιχείων, και (iii) ) προκλητική μεθοδολογία.

Τα δεδομένα σε πίνακα, με την ανάμειξη των διαπροσωπικών διαφορών και των ενδοσωματικών δυναμικών, έχουν πολλά πλεονεκτήματα ως προς τα διαστρωματικά στοιχεία και τα στοιχεία χρονολογικών σειρών.

1. Ακριβέστερη συμπερίληψη των παραμέτρων του μοντέλου
2. Μεγαλύτερη ικανότητα για καταγραφή της πολυπλοκότητας της ανθρώπινης συμπεριφοράς από την καταγραφή μεμονωμένων διαστρωματικών στοιχείων ή δεδομένων χρονοσειρών. Αυτό περιλαμβάνει : α) Δημιουργία και δοκιμή πιο περίπλοκων υποθέσεων συμπεριφοράς, β) Έλεγχο των επιπτώσεων των παραλειπόμενων μεταβλητών. Συχνά υποστηρίζεται ότι ο πραγματικός λόγος που κάποιος βρίσκει (ή δεν βρίσκει) ορισμένα αποτελέσματα οφείλεται στο γεγονός ότι αγνοεί τις επιδράσεις ορισμένων μεταβλητών στην προδιαγραφή του μοντέλου, οι οποίες συσχετίζονται με τις συμπεριληφθείσες επεξηγηματικές μεταβλητές. Τα δεδομένα σε πίνακα περιέχουν πληροφορίες τόσο για τη διαχρονική δυναμική όσο και για την ατομικότητα των οντοτήτων και μπορούν να επιτρέψουν τον έλεγχο των επιδράσεων των ελλειπουσών ή μη παρατηρούμενων μεταβλητών. γ)Αποκάλυψη δυναμικών σχέσεων . δ) Δημιουργία ακριβέστερων προβλέψεων για μεμονωμένα αποτελέσματα με τη συγκέντρωση των δεδομένων αντί της δημιουργίας προβλέψεων για τα επιμέρους

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

αποτελέσματα χρησιμοποιώντας τα δεδομένα υπό αμφισβήτηση. ε) Παροχή μικροοικονομικών θεμελιώσεων για την ανάλυση συνολικών δεδομένων.

3. Απλοποίηση υπολογισμών και στατιστικών συμπερασμάτων. Τα δεδομένα σε πίνακα περιλαμβάνουν τουλάχιστον δύο διαστάσεις: τα διαστρωματικά στοιχεία και τις χρονολογικές σειρές (χρονοσειρές) . Υπό κανονικές συνθήκες θα περίμενε κανείς ότι ο υπολογισμός του εκτιμητή ή του συμπεράσματος των δεδομένων σε πίνακα θα ήταν πιο περίπλοκος από τα διαστρωματικά δεδομένα ή τις χρονοσειρές. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις, η διαθεσιμότητα των δεδομένων σε πίνακα απλοποιούν στην πραγματικότητα τον υπολογισμό και τη διεξαγωγή συμπεράσματος. Για παράδειγμα: α)Ανάλυση μη σταθερών χρονοσειρών. Αν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα σε πίνακα και οι παρατηρήσεις μεταξύ των διαστρωματικών στοιχείων είναι ανεξάρτητες, τότε μπορεί κανείς να επικαλεσθεί το θεώρημα κεντρικών ορίων στα διαστρωματικά αυτά στοιχεία, για να δείξει ότι οι περιοριστικές κατανομές πολλών εκτιμητών παραμένουν ασυμπτωματικά κανονικές. β)Σφάλματα μέτρησης. Τα σφάλματα μέτρησης μπορούν να οδηγήσουν σε υποπροσδιορισμό ενός οικονομετρικού μοντέλου. Η διαθεσιμότητα πολλαπλών παρατηρήσεων για ένα συγκεκριμένο στοιχείο ή σε δεδομένη χρονική στιγμή μπορεί να επιτρέψει σε έναν ερευνητή να κάνει διαφορετικούς μετασχηματισμούς για να προκαλέσει διαφορετικές και συναρπαστικές αλλαγές στους εκτιμητές. γ)Δυναμικά μοντέλα Tobit.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

### ***β. ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ***

Το δείγμα μας αποτελείται από χρονολογικές σειρές στοιχείων που αφορούν σε 15 τράπεζες του Καναδά για την περίοδο 2011 έως 2016. Οι τράπεζες που συμπεριλαμβάνονται στο τελικό μας δείγμα πρέπει να πληρούν τρία κριτήρια :

- α) διαθεσιμότητα της ετήσιας έκθεσης της κάθε τράπεζας για την περίοδο 2011-2016
- β) διαθεσιμότητα των δεδομένων εταιρικής διακυβέρνησης και των χρηματοοικονομικών στοιχείων της κάθε τράπεζας για την περίοδο 2011-2016 και
- γ) διαθεσιμότητα των δεδομένων για τις πληρωμές μερισμάτων κατά την περίοδο 2011-2016.

Τα κριτήρια αυτά χρησιμοποιούνται για διάφορους λόγους. Πρώτον , και σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες, τα κριτήρια αυτά μας επιτρέπουν να ανταποκριθούμε στις συνθήκες για την ανάλυση δεδομένων. Δεύτερον, χρησιμοποιώντας τόσο διαστρωματικά στοιχεία όσο και χρονοσειρές δεδομένων έξι ετών, μπορούμε να ανιχνεύσουμε αν η προς παρατήρηση συσχέτιση μεταξύ των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και της πολιτικής πληρωμής μερισμάτων διατηρείται με την πάροδο του χρόνου. Τρίτον, λόγω της εκτεταμένης φύσης της εταιρικής διακυβέρνησης, των χρηματοοικονομικών δεδομένων και των δεδομένων μερισματικής πληρωμής σε συνδυασμό με τη δυσκολία της χειροκίνητης συλλογής στοιχείων, το τελικό μας δείγμα περιλαμβάνει 19 τράπεζες του Καναδά και τα δεδομένα αφορούν έξι έτη, από την περίοδο του έτους 2011 ως το έτος 2016.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## **Ορισμός μεταβλητών και παρουσίαση μοντέλου**

Όλες οι κύριες μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή της εμπειρικής ανάλυσης παρουσιάζονται παρακάτω . Για να ελέγξουμε τις υποθέσεις H1 έως H6 ( με κεντρικό ερευνητικό ερώτημα την επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου στην πολιτική αποπληρωμής των μερισμάτων), ταξινομούμε τις μεταβλητές μας σε τρεις κύριους τύπους( Βλέπε Πίνακα 2).

Αρχικά , και σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες, το μέρισμα ανά μετοχή χρησιμοποιήθηκε για να παρουσιάσει τη μερισματική συμπεριφορά των τραπεζών του Καναδά. Το μέρισμα ανά μετοχή (**DP1**), ορίζεται ως το σύνολο των μερισμάτων που καταβάλλονται ετησίως από μια εταιρεία διαιρεμένο με τον αριθμό των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν. Επίσης, χρησιμοποιούμε τη μεταβλητή αυτή, καθώς θεωρείται ως ένα αξιόπιστο μέτρο της πολιτικής πληρωμής μερισμάτων των εταιρειών. Στη μελέτη μας χρησιμοποιούμε , επίσης, το λόγο των μερισμάτων προς το συνολικό του ενεργητικού (**DP2**) ως εναλλακτική λύση για να ελέγξουμε την ευρωστία των ευρημάτων μας.

Όσον αφορά τις ανεξάρτητες μεταβλητές, το μοντέλο μας περιλαμβάνει τις ακόλουθες πέντε:

**BS:** Μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου (board size)

**BI:**Ανεξαρτησία των διευθυντών του διοικητικού συμβουλίου (board independence)

**CEO:** Αφορά τη διττότητα που μπορεί να υπάρχει μεταξύ του ρόλου του CEO και του ρόλου του προέδρου (CEO duality)

**BM:** Συνολικός αριθμός συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας σε ένα οικονομικό έτος (frequency of board meetings)

**BG:** Διαφοροποίηση φύλου των μελών του διοικητικού συμβουλίου (board gender diversity).

Τέλος, προκειμένου να ληφθούν υπόψη οι πιθανές προκαταλήψεις των μεταβλητών που παραλείπονται, στο μοντέλο προστέθηκαν τέσσερις μεταβλητές , οι οποίες πιθανόν να επιδρούν τη μερισματική πολιτική . Οι μεταβλητές αυτές είναι :

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

**FS:** Σύνολο των περιουσιακών στοιχείων(firm size)

**LEV:** Χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage)

**CFS:** Ταμειακές ροές ανά μετοχή(cash flow per share)

**ROA:** Απόδοση του ενεργητικού ( return on assets).

Για λόγους συντομίας, δεν έχουμε αναπτύξει άμεσες θεωρητικές σχέσεις μεταξύ αυτών των μεταβλητών ελέγχου και της μερισματικής πολιτικής, αλλά υπάρχουν εκτενή στοιχεία που δείχνουν ότι οι μεταβλητές αυτές μπορούν να επηρεάσουν την πολιτική διανομής μερισμάτων.

Υποθέτοντας πως όλες οι σχέσεις είναι γραμμικές, χρησιμοποιείται το ακόλουθο μοντέλο παλινδρόμησης (OLS):

$$DP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BS + \beta_2 BI + \beta_3 CEO + \beta_4 BM + \beta_5 BD + \beta_6 AS + \sum_{i=1}^n \beta_i CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$$

όπου DP η κύρια εξαρτημένη μεταβλητή,

BS, BI, CEO, BM και BD οι κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές που υποδηλώνουν τα κύρια χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου και τα

CONTROLS, που αναφέρονται στις μεταβλητές ελέγχου, δηλαδή FS, LEV, CFS και ROA.



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 8. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στο άρθρο “ Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics” (Mohamed H. Elmagrhia, Collins G. Ntim•, Richard M. Crossley, John Malagilab, Samuel Fosud, and Tien V. Vuc), πραγματοποιείται έρευνα που αφορά στο ερευνητικό ερώτημα που απασχολεί και τη δική μας έρευνα. Συγκεκριμένα το άρθρο αυτό εξετάζει την επίδραση των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου στη μερισματική πολιτική που ακολουθείται στις μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις για τις περιόδους 2010 έως 2013 , χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου.

Το άρθρο χρησιμοποιεί το ίδιο μοντέλο πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης , και όσον αφορά τα αποτελέσματα περιγραφικής στατιστικής σχετικά με τις εξαρτημένες , ανεξάρτητες και τις μεταβλητές ελέγχου καταλήγει παρουσιάζει τα εξής:

Ο λόγος των μερισμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού ( DP2) , κυμαίνεται από 0,00 ως 0,12 με μέσο όρο 0,021. Επιπρόσθετα , και σε συνέπεια με τη θεωρία που υποστηρίζουν οι Lipton και Lorsch (1992) και ο Jensen ( 1993), η μέση τιμή του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου (BS) είναι 8,27 μέλη , με εύρος από 4 ως 15 μέλη. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου (BI) κυμαίνεται από 20% ως 80% με έναν μέσο όρο 53%. Το ποσοστό των εταιρειών με διευθύνοντα σύμβουλο που διευθύνει επίσης το διοικητικό συμβούλιο (CEO) είναι σημαντικό (μέσος όρος 0,92), υποδεικνύοντας ότι, κατά μέσο όρο, υπάρχει μια τάση μεταξύ των εταιρειών AIM να συνδυάσουν το ρόλο του CEO με του προέδρου στο ίδιο πρόσωπο . Η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου (BM) κυμαίνεται από τουλάχιστον 4 συνεδριάσεις ως το πολύ 16 συνεδριάσεις ετησίως, με έναν μέσο όρο των 8,70 συνεδριάσεων, στοιχεία που είναι σύμφωνα με παρόμοια ευρήματα των Ntim και Osei (2011), και των Horváth και Spirollari (2012). Η διαφοροποίηση φύλου στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου έχει μικρό εύρος , με τιμές από 0,00 ως 0,40, με έναν μέσο όρο 0,12 να υποδεικνύει ότι, κατά μέσο όρο , τα διοικητικά συμβούλια των AIM εταιρειών απαρτίζονται κυρίως από άντρες. Τέλος, όσον αφορά τις υπόλοιπες μεταβλητές, συμπεριλαμβανομένων των DP, FS, LEV, CFS και ROA, όλα δείχνουν μεγάλη διακύμανση, υποδεικνύοντας ότι υπάρχουν επαρκείς διακυμάνσεις στις μεταβλητές μας.

Στο άρθρο αυτό γίνεται επίσης αναφορά στα αποτελέσματα που προκύπτουν από τον έλεγχο συσχέτισης όλων των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στην ανάλυση παλινδρόμησης, προκειμένου να εντοπιστούν ενδεχόμενα προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας . Τα ευρήματα που

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

προέκυψαν από τον έλεγχο αυτό, χρησιμοποιώντας τους εκτιμητές Pearson και Spearman, υποδεικνύουν πως τα επίπεδα συσχέτισης μεταξύ όλων των μεταβλητών είναι σχετικά χαμηλά, επομένως δε διαπιστώνονται σοβαρά προβλήματα πολυσυγγραμικότητας. Εστιάζοντας στους εκτιμητές Pearson, παρατηρείται πως υπάρχουν ισχυροί δεσμοί μεταξύ των DP1/DP2, των χαρακτηριστικών του διοικητικού συμβουλίου και των μεταβλητών ελέγχου. Συγκεκριμένα, από τα αποτελέσματα του ελέγχου συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών, επιβεβαιώνονται οι προσδοκίες των συγγραφέων για θετική συσχέτιση του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου (BS) με τα DP1/DP2. Ανταπόκριση βρίσκουν επίσης οι προσδοκίες των συγγραφέων πως οι εταιρείες που πραγματοποιούν συχνότερες συνεδριάσεις πληρώνουν σημαντικά χαμηλότερα μερίσματα (BM), όπως επίσης σε συνέπεια με τους συγγραφείς βρίσκονται και τα στοιχεία, σύμφωνα με τα οποία οι εταιρείες, όπου συναντάται η διττότητα του ρόλου του CEO, πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα. Επιβεβαιώνεται, επίσης, μέσα από τους θετικούς εκτιμητές, η θετική συσχέτιση των μεταβλητών FS, LEV, CFS και ROA με την πολιτική αποπληρωμής μερισμάτων. Ωστόσο, τα στοιχεία που αφορούν τη θετική συσχέτιση ανάμεσα στην ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου (BI) και τη μερισματική πολιτική δεν επιβεβαιώνονται.

Προτού αναφερθούμε στα αποτελέσματα που προέκυψαν από τη διαδικασία παλινδρόμησης και αφορούν στο βαθμό, στον οποίο επηρεάζουν τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου την πολιτική πληρωμής μερισμάτων, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούμε ξανά στις πέντε υποθέσεις στις οποίες βασίζεται η έρευνα του συγκεκριμένου άρθρου - υποθέσεις ίδιες με αυτές που βασίζεται και η δική μας έρευνα, της οποίας τα αποτελέσματα θα παρουσιαστούν παρακάτω.

Οι υποθέσεις αυτές είναι οι εξής:

**H1: Υπάρχει θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων.**

**H2: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων.**

**H3: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της διττότητας του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) και του ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

**H4: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της συχνότητας των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου και ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

##### **H5: Υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ της διαφοροποίησης του φύλου του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού καταβολής μερισμάτων.**

Τα αποτελέσματα της έρευνας που διεξάγεται στο άρθρο “ Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics” (Mohamed H. Elmagrha, Collins G. Ntimb•, Richard M. Crossley, John Malagilab, Samuel Fosud, and Tien V. Vuc), υποδεικνύουν πως τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου επιδρούν σημαντικά στο DP1. Πρώτον, όσον αφορά στη μεταβλητή του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου (BS) παρατηρείται θετική και σημαντική συσχέτιση με τη μεταβλητή DP1 και επομένως επιβεβαιώνεται η πρώτη υπόθεση του υποδείγματος. Δεύτερον, ο αρνητικός εκτιμητής της μεταβλητής BI, που εκπροσωπεί την ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου, υποδεικνύει πως η υπόθεση H2 βρίσκεται σε ισχύ. Τα στοιχεία της αρνητικής συσχέτισης μεταξύ DP1-BI ανταποκρίνονται και σε προηγούμενες έρευνες, οι οποίες κάνουν λόγο για την αρνητική σχέση μεταξύ της παρουσίας των εξωτερικών διευθυντών και της μερισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που αφορούν στη διττότητα του ρόλου του CEO, προκύπτει αρνητική σχέση μεταξύ αυτής της μεταβλητής (CEO) και του DP1, υπονοώντας πως η τρίτη υπόθεση του υποδείγματος βρίσκεται σε ισχύ και σε συνέπεια με τα ευρήματα προηγούμενων ερευνών που παρουσιάζουν την αρνητική αυτή συσχέτιση. Στη συνέχεια, η έρευνα του συγκεκριμένου άρθρου οδηγείται στο συμπέρασμα πως η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου ετησίως (BM) συνδέεται αρνητικά και σημαντικά με τη μεταβλητή DP1, υποστηρίζοντας έτσι την H4 που υιοθετείται ως μια από τις υποθέσεις του υποδείγματος. Τέλος, και σε συμφωνία με την πέμπτη υπόθεση του υποδείγματος, αναφέρεται πως η διαφοροποίηση φύλου που παρατηρείται στο διοικητικό συμβούλιο (BG) συνδέεται αρνητικά και σημαντικά με το DP1, αποτέλεσμα που ταυτίζεται και με τα ευρήματα παλαιότερων μελετών. Μαζί με τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου, στο υπόδειγμα εξετάστηκαν και μεταβλητές ελέγχου, οι οποίες έχουν προσδιοριστεί από προηγούμενες έρευνες ως παράγοντες που επιδρούν στο DP1. Όπως τέθηκε ως υπόθεση και σύμφωνα με παλαιότερες έρευνες, οι συγγραφείς του άρθρου οδηγούνται σε στατιστικά σημαντική και θετική συσχέτιση του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων και του μεγέθους της εταιρείας (FS), της μόχλευσης (LEV) και των καθαρών ταμειακών ροών ανά μετοχή (CFS). Ωστόσο, και σε αντίθεση με τις προσδοκίες τους, παρατηρούν θετική, αλλά όχι στατιστικά σημαντική, συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων (ROA) και του DP1.

Για τη διεξαγωγή της δικής μας έρευνας, χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό εργαλείο EViews.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

Εισάγοντας τα στοιχεία των τραπεζών του Καναδά, τα οποία συλλέχθηκαν μέσα από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών αυτών για τα έτη 2011 ως 2016, πραγματοποιήθηκε η διαδικασία παλινδρόμησης σύμφωνα με το υπόδειγμα που έχει παρουσιαστεί σε προηγούμενη αναφορά. Τα αποτελέσματα αυτής της διαδικασίας βρίσκονται στον πίνακα 3 και αναλύονται παρακάτω.

Θέτοντας ως εξαρτημένη μεταβλητή το DP1 (μέρισμα ανά μετοχή) και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα BS, BI, BG, BM όπως επίσης και τις μεταβλητές ελέγχου FS, LEV, CFS και ROA προκύπτουν τα παρακάτω ευρήματα.

Η μεταβλητή BS επηρεάζει το DP1 κατά 51.3%. Παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ αυτών των μεταβλητών, με αποτέλεσμα να επιβεβαιώνεται η πρώτη υπόθεση του υποδείγματος (H1), σύμφωνα με την οποία υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων. Όπως αναφέρεται και στο άρθρο “Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics” (Mohamed H. Elmaghria, Collins G. Ntim<sup>•</sup>, Richard M. Crossley<sup>c</sup>, John Malagilab, Samuel Fosud, and Tien V. Vuc), η θετική αυτή συσχέτιση συνάδει με την πρόβλεψη πως τα μερίσματα είναι αποτέλεσμα μιας καλής εταιρικής διακυβέρνησης. Τα μεγαλύτερα διοικητικά συμβούλια απολαμβάνουν ορισμένα πλεονεκτήματα, όπως τα να απαρτίζονται από περισσότερο εξειδικευμένους και ταλαντούχους διευθυντές. Έτσι, η επιχείρηση μπορεί να οδηγηθεί στην ενίσχυση των πρακτικών διακυβέρνησής με την αύξηση του ελέγχου της διοίκησης και την προτροπή των managers να ακολουθούν πολιτικές μεγιστοποίησης του πλούτου, συμπεριλαμβανομένης της πληρωμής μεγαλύτερων μερισμάτων.

Ο εκτιμητής της μεταβλητής BI παρατηρούμε πως είναι αρνητικός, αποτέλεσμα που βρίσκεται σε απόλυτη συνάφεια με τις προσδοκίες μας και με τη δεύτερη υπόθεση του υποδείγματος (H2). Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου συγκεκριμένα, επηρεάζει αρνητικά το μέρισμα ανά μετοχή (DP1) κατά 39,1%. Τα ευρήματα περί αρνητικής σχέσης των δυο αυτών μεταβλητών ταυτίζονται με αυτά παλιότερων ερευνών, και συμβαδίζουν με τις προβλέψεις της θεωρίας υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitute hypothesis), η οποία υποδεικνύει πως οι επιχειρήσεις με πρακτικές καλής εταιρικής διακυβέρνησης (υψηλότερο ποσοστό ανεξάρτητων εξωτερικών διευθυντών) είναι λιγότερο διατεθειμένες να πληρώνουν μερίσματα, επειδή η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου και η πληρωμή μερισμάτων είναι υποκατάστατα των της

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης.

Όσον αφορά τη μεταβλητή CEO, η οποία εκπροσωπεί τον συνδυασμό του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου και του προέδρου σε ένα πρόσωπο, δεν υπάρχει κάποιο αποτέλεσμα να παρουσιάσουμε. Η παραδοχή που κάναμε για τη μεταβλητή αυτή στην αρχική παρουσίαση των ανεξάρτητων μεταβλητών και η οποία συμπεριλαμβάνεται στον Πίνακα 2, είναι πως η CEO μεταβλητή θα λαμβάνει την τιμή 1 στην περίπτωση που οι ρόλοι του CEO και του προέδρου ανήκουν σε διαφορετικά πρόσωπα, ενώ θα λαμβάνει την τιμή 0 στην περίπτωση της ταύτισης των ρόλων. Στα στοιχεία που συλλέξαμε και που αφορούν σε συγκεκριμένες τράπεζες του Καναδά, οι δυο αυτοί ρόλοι ανατίθενται σε ξεχωριστά πρόσωπα με αποτέλεσμα η μεταβλητή αυτή παντού να λαμβάνει την τιμή 1. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα το CEO να λειτουργεί ως σταθερός όρος στο μοντέλο και δεδομένου ό,τι δεν έχει καθόλου διακύμανση, η ερμηνευτική του δύναμη είναι μηδενική για τα στοιχεία του δείγματός μας και για αυτό το λόγο αφαιρέθηκε. Συνεπώς, δεν είμαστε σε θέση να επιβεβαιώσουμε ή να απορρίψουμε την τρίτη υπόθεση του υποδείγματός μας.

Η συχνότητα των ετήσιων συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου σύμφωνα με τα ευρήματα της έρευνάς μας, συσχετίζεται αρνητικά με το DP1, όπως υποστηρίζει και η τέταρτη υπόθεση του υποδείγματος και η οποία επιβεβαιώνεται. Συγκεκριμένα η BM μεταβλητή επηρεάζει το DP1 αρνητικά κατά 4.9%. Το αποτέλεσμα αυτό ανταποκρίνεται στη θεωρία της υποκατάστασης του αποτελέσματος, η οποία υποδεικνύει πως οι επιχειρήσεις με κακή εταιρική διακυβέρνηση τείνουν να χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να διατηρήσουν τη θετική τους φήμη στους μετόχους. Αυτό συνεπάγεται ότι η καταβολή μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως υποκατάστατο της ανάγκης για μεγαλύτερο έλεγχο από την πλευρά των managers μέσω τακτικών συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου.

Η μεταβλητή BG επιδρά στο DP1 κατά 17,1%. Υπάρχει επομένως θετική συσχέτιση μεταξύ της διαφοροποίησης φύλου, που παρατηρείται στα διοικητικά συμβούλια, και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων μιας επιχείρησης. Το αποτέλεσμα αυτό δεν υποστηρίζει την τέταρτη υπόθεση του υποδείγματος (H4), η οποία αναφέρει πως η διαφοροποίηση φύλου και τα μερίσματα συνδέονται αρνητικά. Στην περίπτωση αρνητικής συσχέτισης θα επιβεβαιωνόταν η θεωρία της υποκατάστασης του αποτελέσματος, σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις χρειάζεται να δημιουργήσουν μια θετική φήμη προς τους μετόχους τους, είτε ακολουθώντας πρακτικές ορθής διακυβέρνησης είτε πληρώνοντας περισσότερα μερίσματα προκειμένου να συγκεντρωθούν εξωτερικά κεφάλαια στο

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

μέλλον. Ωστόσο αυτό δεν βρίσκει ανταπόκριση στα δικά μας ευρήματα.

Επιπρόσθετα , πέρα από τις ανεξάρτητες μεταβλητές ερευνήσαμε και τις μεταβλητές ελέγχου, οι οποίες έχουν προσδιοριστεί και από προηγούμενες μελέτες ως παράγοντες που επηρεάζουν το DP1, προκειμένου να μειωθούν οι ενδεχόμενες προκαταλήψεις μεταβλητών που παραλείπονται. Από την έρευνα προκύπτει αρνητική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της εταιρείας(FS), της μόχλευσης (LEV), των ταμειακών ροών ανά μέρισμα (CFS) και του ποσοστού πληρωμής μερισμάτων(DP1). Επίσης βρίσκουμε θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης(ROA) και του DP1.

Τέλος, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πίνακα η τιμή του συντελεστή R-SQUARED ισούται με 0,5715523. Αυτό σημαίνει ότι οι μεταβλητές του μοντέλου μας ερμηνεύουν κατά 57,1% την εξαρτημένη μεταβλητή DP1.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 9. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η εργασία αυτή είχε ως αντικείμενο εξέτασης τις επιπτώσεις της εταιρικής διακυβέρνησης στην πολιτική μερισμάτων (DP) με τη χρήση ενός δείγματος 15 τραπεζών εισηγμένων στο χρηματιστήριο του Καναδά, για τη χρονική περίοδο 2011 ως 2016.

Με αφορμή το άρθρο “Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics” (Mohamed H. Elmagrhia, Collins G. Ntimb•, Richard M. Crossley, John Malagilab, Samuel Fosud, and Tien V. Vuc), ερευνήσαμε τη σημασία και το βαθμό στον οποίο επιδρούν τα χαρακτηριστικά στοιχεία ενός διοικητικού συμβουλίου (το μέγεθος του συμβουλίου, η ανεξαρτησία του συμβουλίου, η διττότητα του ρόλου του διευθύνοντος συμβούλου- CEO-, η συχνότητα των συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους και η διαφοροποίηση του φύλου που παρατηρείται σε ένα διοικητικό συμβούλιο) στο ποσοστό πληρωμής μερισμάτων (DP). Τα αποτελέσματα, τα οποία προέκυψαν από την έρευνα, υποστηρίζουν πως τα χαρακτηριστικά του διοικητικού συμβουλίου έχουν σημαντικό αντίκτυπο στη πολιτική πληρωμής μερισμάτων που ακολουθούν οι τράπεζες του Καναδά. Επιπλέον, τα ευρήματά μας υποστηρίζουν την άποψη ότι τα μερίσματα μπορούν να λειτουργήσουν ως υποκατάστατα των μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης σε ανεπαρκώς διοικούμενες επιχειρήσεις.

Στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων αλλά και στην όλη πορεία της διεξαγωγής αυτής της έρευνας, στηριχθήκαμε σε δυο θεωρητικές προσεγγίσεις αντιπροσώπευσης, την υπόθεση του αποτελέσματος (**outcome hypothesis**) και την υπόθεση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (**substitution hypothesis**). Σύμφωνα με τη θεωρητική υπόθεση του αποτελέσματος (outcome hypothesis), η μερισματική πολιτική είναι αποτέλεσμα του καθεστώτος της εταιρικής διακυβέρνησης, όπου οι managers (διαχειριστές) σε επιχειρήσεις με καλή διακυβέρνηση είναι λιγότερο πιθανό να διατηρήσουν μετρητά εντός της επιχείρησης, ελλείψει επενδύσεων θετικής καθαρής παρούσας αξίας (NPV), και επομένως οι managers τείνουν να πληρώνουν μεγάλα μερίσματα για να σηματοδοτούν στους μετόχους τους τη δέσμευσή τους ως προς τη δίκαιη αντιμετώπιση των δευτέρων μέσα από τη βελτίωση των αποδόσεων των επενδύσεών τους. Όσον αφορά στη θεωρητική προσέγγιση της υποκατάστασης του αποτελέσματος (substitution hypothesis), υποστηρίζεται ότι τα μερίσματα υποκαθιστούν την ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης και συνεπώς οι επιχειρήσεις με κακή διακυβέρνηση αναμένεται να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα, προκειμένου να διατηρήσουν μια καλή σχέση με τους μετόχους τους.

Δεδομένων των στοιχείων που συλλέξαμε εμείς για την εξέταση των ερευνητικών μας ερωτημάτων, αναμένουμε πως μελλοντικές μελέτες ενδέχεται να εξετάσουν τον αντίκτυπο άλλων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης για την πολιτική πληρωμής μερισμάτων σε εισηγμένες και μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο τράπεζες ή επιχειρήσεις. Επιπλέον, ενδέχεται να εξεταστούν σε μελλοντικές μελέτες άλλοι παράγοντες (π.χ., κεφαλαιακή διάρθρωση, φορολογική πολιτική, μακροοικονομικές συνθήκες, ποσοστό πληθωρισμού και πολιτική κατάσταση ή εταιρικές πολιτικές σχέσεις, ως προς το βαθμό που μπορούν να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική των τραπεζών ή των επιχειρήσεων γενικότερα. Τέλος, θα μπορούσαν να εξετασθεί η μερισματική πολιτική άλλων τραπεζών για την ίδια χρονική περίοδο ή ακόμη μπορεί να διεξαχθεί η ίδια έρευνα για περισσότερα έτη.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## 10. ΠΙΝΑΚΕΣ ( TABLES)

Πίνακας 2

### Ορισμός μεταβλητών

---

#### Dividend pay-out rate (Ποσοστό πληρωμής μερισμάτων)

DP1 Τα συνολικά δηλωθέντα μερίσματα μιας εταιρείας που καταβάλλονται ετησίως προς τον αριθμό των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν( μέρισμα ανά μετοχή).

DP2 Λόγος των συνολικά δηλωθέντων μερισμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού

#### Corporate governance ( Εταιρική Διακυβέρνηση)

BS Συνολικός αριθμός των εσωτερικών και εξωτερικών διευθυντών του συμβουλίου μιας εταιρείας σε ένα οικονομικό έτος (board size)

BI Αριθμός των ανεξάρτητων εξωτερικών διευθυντών διαιρεμένος με τον συνολικό αριθμό των διευθυντών του συμβουλίου μια εταιρείας σε ένα οικονομικό έτος(board independence)

CEO Παίρνει την τιμή 1 αν οι ρόλοι του CEO και του προέδρου κατέχονται από διαφορετικά άτομα, και την τιμή 0 για διαφορετική περίπτωση (CEO role duality)

BM Ο συνολικός αριθμός συνεδριάσεων του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας σε ένα οικονομικό έτος (frequency of board meetings)

BG Ο συνολικός αριθμός των γυναικών διευθυντών προς τον συνολικό αριθμό των διευθυντών του διοικητικού συμβουλίου μιας εταιρείας σε ένα οικονομικό έτος (board gender diversity)

#### Controls Variables (Μεταβλητές ελέγχου)

FS Καταγραφή του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων(firm size)

LEV Λόγος του συνολικού χρέους προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων(leverage)

CFS Ταμειακές ροές διαιρεμένες με το σύνολο των κοινών μετοχών(cash flow per share)

ROA Λειτουργικά κέρδη διαιρούμενα με το σύνολο του ενεργητικού( return on assets)



“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

### Πίνακας 3

Dependent Variable: DP1?

Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)

Date: 06/10/19 Time: 14:55

Sample: 2011 2016

Included observations: 6

Cross-sections included: 12

Total pool (unbalanced) observations: 69

Linear estimation

after one-step weighting matrix      Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross sections

without valid observations dropped      Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BS?	0.512913	0.177105	2.896102	0.0053
BI?	-0.391198	0.160493	-2.437476	0.0178
BG?	0.170753	0.116118	1.470507	0.1466
BM?	-0.048667	0.038682	-1.258123	0.2132
FS?	-3.25E-07	7.88E-08	-4.119589	0.0001
TL?	3.46E-07	8.32E-08	4.152561	0.0001
LEV?	-0.984116	0.649394	-1.515438	0.1349
CFS?	-0.008779	0.003753	-2.339527	0.0227
ROA?	15.10007	10.59000	1.425880	0.1591

#### Weighted Statistics

R-squared	0.571523	Mean dependent var	6.283346
Adjusted R-squared	0.514393	S.D. dependent var	7.838138
S.E. of regression	3.041342	Sum squared resid	554.9858
Durbin-Watson stat	0.426312		

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

## **11. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Mohamed H. Elmaghria, Collins G. Ntimb•, Richard M. Crossleyc, John Malagilab, Samuel Fosud, and Tien V. Vuc(). “Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics”

David Larcker, Brian Tayan (2011). “Corporate Governance Matters - A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences”

Miller, M. and Modigliani, F. (1961), “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, Journal of Business, Vol. 34 No. 4, pp. 411-433.

DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2006), “The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem”, Journal of Financial Economics, Vol. 79 No. 2, pp. 293-315.

DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2007), “Payout policy pedagogy: what matters and why?”, European Financial Management, Vol. 13 No. 1, pp. 11-27.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D.J. (1996), “Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth”, Journal of Financial Economics, Vol. 40 No. 3, pp. 341-371.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D.J. (2004), “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings”, Journal of Financial Economics, Vol. 22 No. 3, pp. 425-456.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D.J. (2008), “Corporate payout policy”, Foundations and Trends in Finance, Vol. 3 Nos 2/3, pp. 95-287.

Lintner, J. (1956), “Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, American Economic Review, Vol. 46 No. 2, pp. 97-113.

Lipton, M., & Lorsch, J.W. (1992). “A modest proposal for improved corporate governance”, Business Lawyer, 48, pp.59-77.

“Η επίδραση της εταιρικής διακυβέρνησης στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.  
Στοιχεία από τράπεζες του Καναδά.”

Baker H. Kent (2015). “Corporate dividend policy revisited”, *Managerial Finance*, pp. 126-144.

Chiao C.( 2007). “ Panel data analysis. Advantages and challenges”, Springer.

David Larcker, Brian Tayan, “Corporate Governance Matters- A Closer Look at Organizational Choices and their Consequences”, 2011