



E ΙΣΑΓΩΓΗ: Η συνεχιζόμενη εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η συνεχώς διευρυνόμενη μετοχική βάση σε αρκετές εισηγμένες εταιρείες δημιουργεί την ανάγκη επανεξέτασης των συστημάτων καθορισμού αμοιβών των διευθυντικών στελεχών. Αυτή η ανάγκη απορρέει από το γεγονός ότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο οδηγεί σταδιακά στο διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση, όπου η διοίκηση τελικά επαφίεται σε μια διευθυντική ομάδα επαγγελματικών στελεχών που ουνίθως δεν έχουν καμία οχέον με τους αρχικούς ιδιοκτήτες. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση δημιουργεί σημαντικά προβλήματα συνεργασίας των δύο μερών. Αυτά τα προβλήματα, άγνωστα σε οικογενειακές επιχειρήσεις, οφείλονται κατά κύριο λόγο στην επιδίωξη αντιτιθεμένων συμφερόντων από τους ιδιοκτήτες-μετόχους και τα διευθυντικά στελέχη, καθιστώντας αναγκαία την εφαρμογή συστημάτων εναρμόνισης των συμφερόντων τους.

Η Χρηματοοικονομική Επιστήμη, ιδιαίτερα ο το-

μηχανισμός εναρμόνισης των αντιτιθεμένων συμφερόντων οδηγεί ουνίθως τα διευθυντικά στελέχη στην παραβίαση της αρχής της μεγιστοποίησης της εταιρικής αξίας⁽¹⁾. Η απόκλιση από τη μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας είναι δυνατόν να μειωθεί εάν οι εταιρείες σχεδιάσουν το κατάλληλο σχήμα εταιρικής διακυβέρνησης.

Σε οποιοδήποτε ούτημα εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχει ανάγκη παρακολούθησης της δράσης των διευθυντικών στελεχών και εναρμόνισης των δραστηριοτήτων τους με τους στόχους των ιδιοκτητών. Τόσο η παρακολούθηση όσο και η εναρμόνιση αποτελούν δαπανηρές δραστηριότητες που μπορούν να αποφευχθούν εάν οι εταιρείες επινοίσουν ένα κατάλληλο σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, το οποίο τους παρέχει κίνητρα να ενεργούν ως μέτοχοι⁽²⁾. Η ύπαρξη αυτού του κόστους προσφέρει ευκαιρίες στις επιχειρήσεις για εθελοντικές καινοτομίες, **μακριά από κρατική παρέμβαση**, στη διαμόρφωση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Υπό αυτή την έννοια οι διεθνείς εξελίξεις, τη δεκαετία του '80, στην αγορά εργασίας με την εισαγωγή των δικαιωμάτων προαίρεσης

ΠΑΡΟΧΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ

μέας της Εταιρικής Διακυβέρνησης (Corporate Governance), δίνει ιδιαίτερη σημασία στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις εντολέα-εντολοδόχου ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους και υποδεικνύει τρόπους επίλυσής τους. Η σχετική βιβλιογραφία ξεκινά με την παραδοχή πως τα οικονομικά συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών μιας σύγχρονης επιχείρησης, με έντονη μετοχική διαισθησία και χαμηλή μετοχική συμμετοχή των στελεχών (management), δεν εναρμονίζονται πάντοτε με τα αντίστοιχα συμφέροντα των ιδιοκτητών-μετόχων (Berle and Means [1932] και Jensen and Meckling [1976]). Απεναντίας, η απουσία

Εφαρμογή των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων στο σχεδιασμό συστημάτων αμοιβών διευθυντικών στελεχών

Καθηγητή ΝΙΚΟΛΑΟΥ Γ. ΤΡΑΥΛΟΥ

Κατόχου της Επώνυμης Ακαδημαϊκής Εδρας
“The Kitty Kyriacopoulos Chair in Finance” και Dean, ALBA

επί μετοχών (Stock Options Plans) στο πακέτο αμοιβών των διευθυντικών στελεχών αποτελεί έναν αποτελεσματικό τρόπο ανταπόκρισης των αγορών στις σχετικές αδυναμίες του θεομηκού πλαισίου (Keasey, Thompson

and Wright [1997]).

Στη χώρα μας οι ουνθήκες είναι πια ώριμες για την εφαρμογή ανάλογων συστημάτων αμοιβών διευθυντικών στελεχών. Πράγματι, η τάση διαχωρισμού της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση καθιστά αναγκαίο

το σχεδιασμό και την εφαρμογή συστημάτων που ουνδέουν τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών με την επίδοση των εταιρειών που διευθύνουν. Εν τούτοις, το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο **καθιστά πρακτικά δύσκολη**

την εισαγωγή τέτοιων συστημάτων. Για παράδειγμα, ενώ προβλέπεται από το νόμο η παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options Plans) σε εργαζόμενους, διευθυντές και μέλη ΔΣ εισογμένων ΑΕ, οι προς διανομή μετοχές που αντιστοιχούν στα δικαιώματα προαίρεσης μπορούν να προέρχονται μόνον είτε από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας είτε από απόκτηση εκ μέρους της εταιρείας μετοχών της, προοφεύγοντας στη χρηματιστηριακή αγορά (άρθρο 1, ΠΔ 30/1988). Και οι δύο τρόποι απόκτησης των προς διανομή μετοχών υπόκεινται σε χρονοβόρες διαδικασίες, εγκρίσεις και σημαντικούς περιορισμούς, καθιστώντας σχετικά μη ευέλικτο αυτό το σύστημα παροχής κινήτρων στα διευθυντικά στελέχη. Υπό το πρίσμα της διεθνούς πρακτικής, των εξελίξεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών και της παγκοσμιοποίησης της Ελληνικής οικονομίας, είναι απαραίτητο να εναρμονιστεί το θεσμικό πλαίσιο, και στη συγκεκριμένη περίπτωση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options Plans), με το αντίστοιχο θεσμικό πλαίσιο των διεθνών κεφαλαιαγορών ώστε να ενιοχυθεί περαιτέρω η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων.

Ο στόχος αυτού του άρθρου είναι να φωτιστεί το σχετικό θέμα επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον στα συστήματα αμοιβών διευθυντικών στελεχών, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στην παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options Plans). Το υπόλοιπο

Αυτό το άρθρο περιγράφει τα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (Stock Options Plans), επισημαίνοντας τις ωφέλειες, αλλά και αδυναμίες από τη χρήση τους σαν σύστημα σχεδιασμού αμοιβών διευθυντικών στελεχών που αποσκοπεί στην εναρμόνιση των συμφερόντων της διοίκησης με τα ανίστοιχα των μετόχων. Επίσης αναπτύσσει τη μεθοδολογία αποτίμησης αυτών των παροχών.

του άρθρου είναι οργανωμένο ως εξής:

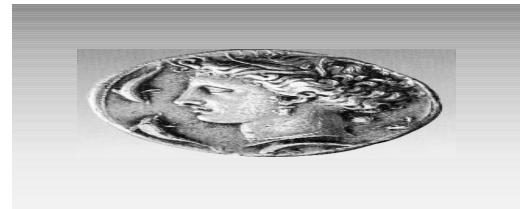
Το πρώτο τμήμα περιγράφει τα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, επισημαίνοντας τις ωφέλειες από τη χρήση αλλά και τις αδυναμίες των σχετικών

προγραμμάτων. Το δεύτερο τμήμα αναπτύσσει τη μεθοδολογία αποτίμησης αυτών των προγραμμάτων. Το τελευταίο τμήμα περιλαμβάνει τα συμπεράσματα του άρθρου.

Ο στόχος κάθε συστήματος καθορισμού αμοιβών των διευθυντικών στελεχών είναι διπλός. Πρώτον, αποσκοπεί στην προσέλκυση του ενδιαφέροντος του διευθυντικού στελέχους για απασχόληση στη σχετική εταιρεία. Δεύτερον, επιδιώκει να δημιουργήσει κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη να ενεργούν με κίνητρα

ΠΑΡΟΧΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΩΝ (ΠΑΔΙΠΕΜ)

τα οικονομικά συμφέροντα των μετόχων⁽³⁾. Κάθε τέτοιο σύστημα περιλαμβάνει τρία συστατικά. Πρώτον, τον κύριο μισθό, τα τακτικά επιδόματα και τα επιδόματα εξαιρετικής επίδοσης (bonus). Δεύτερον, τις επιπλέον παροχές σε είδος (perks), όπως εταιρικό αυτοκίνητο, ταξίδια, έξοδα παράστασης κλπ, και τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα και άλλες σχετικές παροχές. Τρίτον, τις παροχές που συνδέουν αμοιβή με μακροπρόθεσμη παραγωγικότητα, και ιδιαίτερα με τη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής⁽⁴⁾. Τα δύο πρώτα συστατικά είναι απλά τόσο σε ό,τι αφορά το σχεδιασμό τους, όσο και σε ό,τι αφορά την αποτίμησή τους. Ομως, πάσχουν από ένα σοβαρό μειονέκτημα, το ότι δηλαδή δεν συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη πορεία κερδών και λειτουργικής



αποδοτικότητας της επιχείρησης, ούτε βέβαια και με τη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της. Επίσης, ενθαρρύνουν τα διευθυντικά στελέχη στο να είναι περιοσότερο συντηρητικά, στην ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων από όσο επιθυμούν οι μέτοχοι. Σε αντίθεση με αυτά τα δύο συστατικά αμοιβών, το τρίτο συστατικό, διπλαδί οι παροχές που συνδέουν την αμοιβή με τη μακροπρόθεσμη παραγωγικότητα και χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής, είναι πιο πολύπλοκο τόσο στο σχεδιασμό του όσο και στην εφαρμογή του. Εν τούτοις όμως, όπως εξηγείται παρακάτω, επιφέρει σημαντικά κίνητρα βελτίωσης της παραγωγικότητας της επιχείρησης. Ανάμεσα στα διαφορετικά είδη παροχών αυτής της κατηγορίας, ιδιαίτερο θεωρητικό και πρακτικό ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι Παροχές Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών, στο εξής ΠΑΔΙΠΕΜ, γνωστών διεθνώς ως Stock Options Plans⁽⁵⁾.

Σε γενικές γραμμές οι ΠΑΔΙΠΕΜ παρέχουν στον κάτοχό τους τη δυνατότητα να αγοράσει, εφ' όσον το επιθυμεί, σε κάποια μελλοντική περίοδο (περίοδο εξάσκοπης) μια μετοχή της εταιρείας του σε κάποια συγκεκριμένη τιμή (τιμή εξάσκοπης) που συνίθωσε καθορίζεται πολύ κοντά στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά τη χρονική στιγμή δημιουργίας του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ. Η περίοδος εξάσκοπης συνίθωσης είναι μεγάλη και φθάνει τα δέκα χρόνια. Συνίθωσης η εξάσκοπη του δικαιώματος προϋποθέτει την παραμονή του διευθυντικού στελέχους στην επιχείρηση κάποια ελάχιστη περίοδο μετά τη δημιουργία προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ, συνίθωσης δύο-τρία χρόνια. Αυτό συνεπάγεται πως το διευθυντικό στέλεχος, λίγη περίπους της παροχής έχει το δικαίωμα να αποκτήσει μέσα σε δέκα χρόνια τη μετοχή της εταιρείας του στη σημερινή τιμή. Εάν κατά την περίοδο εξάσκοπης του δικαιώματος η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει ξεπεράσει την τιμή εξάσκοπης, το διευθυντικό στέλεχος μπορεί να εξασκήσει το δικαίωμα αγοράς της μετοχής στη χαμηλή τιμή και να πωλήσει αμέσως τη μετοχή στην υψηλότερη τιμή, αποκομίζοντας σημαντικό κέρδος χωρίς να είχε επενδύσει χρήματα κατά την περίοδο πριν την εξάσκοπη του δικαιώματος.

Βεβαίως, ο λίγη περίπους του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ

δεν πρόκειται να αποκομίσει κέρδη εάν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν ξεπεράσει την τιμή εξάσκοπης, Θεωρητικά, λοιπόν, τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ παρέχουν κίνητρα στα ανώτατα διευθυντικά στελέχη να βελτιώσουν την επίδοση της εταιρείας με τελικό σκοπό την αύξηση της χρηματιστηριακής της αξίας. Με αυτή τη λογική, οι εισηγητικές εκθέσεις εφαρμογής προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ σε επιχειρήσεις συνήθως αναφέρουν τα εξής:

Τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ, σαν συστατικά της αμοιβής των διευθυντικών στελέχων έγιναν δημοφιλή στις ΗΠΑ και τη Μ. Βρετανία, τα τελευταία είκοσι χρόνια, για αρκετούς λόγους:

➤ κατ' αρχήν, αποτελούν ένα είδος αμοιβής που αντιμετωπίζει τη δυσαρμονία συμφερόντων ανάμεσα σε διοίκηση και ιδιοκτησία, επιδιώκοντας την **εναρμόνιση των αντιτίθεμένων συμφερόντων** αυτών των δύο ομάδων.

“Το πρόγραμμα ΠΑΔΙΠΕΜ της επιχείρησης έχει σχεδιαστεί κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να επικεντρώνει την προσοχή του κατόχου του στη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, να ενισχύει τη μετοχική βάση της εταιρείας, να προαγάγει την αφοσίωση των εργαζομένων στην επιχείρηση, να επιβραβεύει τη μακροπρόθεσμη επιχειρηματική επιτυχία και να εναρμονίζει τα συμφέροντα των βασικών διευθυντικών στελέχών με τα αντίστοιχα των μετόχων”.

➤ Δεύτερον, τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ, κατά τα πρώτα τουλάχιστον στάδια εμφάνισή τους στις ΗΠΑ και τη Μ. Βρετανία, είχαν **σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα** σε σχέση με τις άλλες μορφές αμοιβών.

➤ Τρίτον, τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ, σαν μορφή αμοιβής, έχουν το πλεονέκτημα πως δεν αποκαλύπτουν αμέσως το ακριβές ύψος της αμοιβής τη σημερινή επίδοσή τους στον κάτοχό τους. Εποιητικά, αποφεύγεται η αρνητική αντίδραση που συνίθωση συνοδεύει την παροχή υψηλών αμοιβών, ιδιαίτερα σε εταιρείες του ευρύτερου δημόσιου τομέα.

➤ Τέταρτον, τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ επιτρέπουν στους εργοδότες να **ξεπερνούν τους περιορισμούς**

στην αύξηση των αμοιβών που ενδεχομένως επιβάλλονται από το κράτος σαν αποτέλεσμα κάποιας συγκεκριμένης οικονομικής πολιτικής.

➤ Πέμπτον, μια και το κέρδος του κατόχου ενός προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ γίνεται γνωστό, κατά την εξάσκηση του δικαιώματος, 2-10 χρόνια μετά τη θέσπιση του, η επίδρασή του στην αξία της επιχείρησης δεν είναι αμέσως κατανοητή από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, **ελαχιστοποιώντας έτοις τις αντιδράσεις του.**

Τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ συνήθως επιφέρουν παχυλές αμοιβές σε ανώτατα διευθυντικά στελέχη επιχειρήσεων. Είναι κλασικό πια το παράδειγμα του Προέδρου της Chrysler, Lee Iacocca, ο οποίος ανέλαβε τα πνία της δεινοπαθούσας Chrysler στις αρχές της δεκαετίας του '80. Με ετήσιο μισθό \$1, αλλά και με ένα πλούσιο πρόγραμμα ΠΑΔΙΠΕΜ κατόρθωσε να βελτιώσει οιμαντικά την οικονομική θέση της εταιρείας του, αποκομίζοντας για τον εαυτό του μέσα σε έξι χρόνια κέρδη 43 εκατομμυρίων δολαρίων από την εξάσκηση των ΠΑΔΙΠΕΜ. Επίσης, το 1992, ο Διευθύνων Σύμβουλος της Disney, Michael Eisner, απεκόμισε από την εξάσκηση δικαιωμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ κέρδη 197 εκατομμυρίων δολαρίων.

Οι υπερβολικές αμοιβές ορισμένων ανωτάτων διευθυντικών στελεχών που απορρέουν από τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ έχουν δημιουργήσει σοβαρές αντιδράσεις, έχουν τονίσει τις εγγενείς αδυναμίες αυτών των προγραμμάτων και έχουν εγείρει σοβαρές ερωτήσεις σχετικά με το κατά πόσο τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ πράγματι συνδέουν την επίδοση των διευθυντικών στελεχών με την αμοιβή τους⁽⁶⁾.

Αναφορικά με τις εγγενείς αδυναμίες των σχετικών προγραμμάτων αμοιβών διευθυντικών στελεχών, οι βασικότερες είναι:

➤ Η παροχή προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ αδιακρίτως σε όλα τα διευθυντικά στελέχη **δεν διαχωρίζει τα εργατικά και άξια στελέχη από τα λιγότερο άξια**, με αποτέλεσμα να επιβραβεύει τα τελευταία αναλογικά περιοστερο σε σχέση με τα προηγούμενα, δημιουργώντας σοβαρές αδικίες.

➤ Οι αμοιβές που βασίζονται στα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ **αρκετές φορές επιβραβεύουν τα τυχερά δι-**

ευθυντικά στελέχη, όταν δηλαδή η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής αυξάνεται λόγω τυχαίων γεγονότων, εκτός ελέγχων της διοίκησης **και τημαρούντα άξια στελέχη** όταν παράγοντες πέρα του ελέγχου τους οδηγούν σε μείωση της τιμής της μετοχής, παρά το γεγονός ότι έλαβαν τις οωστές αποφάσεις και κατέβαλαν την απαραίτητη προσπάθεια.

➤ Τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ δεν συνεπάγονται χρηματική επένδυση από την πλευρά των κατόχων τους και συνεπώς ο κίνδυνος απώλειας (downside risk) είναι ανύπαρκτος, ενώ η δυνατότητα αποκόμισης υπερβολικών κερδών (upside potential) είναι μεγάλη, **παρέχοντας έτοις κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη ανάληψης πολύ μεγαλύτερου κινδύνου** από ό,τι θα ανελάμβαναν οι μέτοχοι οι οποίοι, λόγω της επένδυσης κεφαλαίων στην εταιρεία, πάντα αντισταθμίζουν τον κίνδυνο απώλειας με τη δυνατότητα κερδών.

➤ Ενα σημαντικό πρόβλημα ανακύπτει από τη σύνθεση της επιτροπής που εισηγείται τη θέσπιση προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ για τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. **Εάν η επιπροπή ορίζεται ή επηρεάζεται από τους λίπτες των ΠΑΔΙΠΕΜ, τότε η αξιοποίηση των αποφάσεων αυτής της επιπροπής θίλεται υπό αμφισβήτηση.**

Με βάση τις παραπάνω αδυναμίες των προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ, είναι αναγκαίο η κάθε επιχείρηση που προτίθεται να τα θεσπίσει να διαμορφώσει ένα πρόγραμμα ΠΑΔΙΠΕΜ το οποίο, αντί να συνδέει γενικά την αποδοτικότητα με την αμοιβή, **να επιδιώκει τη βελτίωση της επίδοσης της επιχείρησης**. Ενα τέτοιο πρόγραμμα πρέπει να προσδιορίζει:

- το είδος του προγράμματος
- κάτω από ποιες συνθήκες παρέχεται
- ποίοι είναι οι αποδέκτες
- ποίες είναι οι δραστηριότητες με τις οποίες το πρόγραμμα συνδέεται
- ποία είναι τα μετρήσιμα χαρακτηριστικά ενός καλού προγράμματος κινήτρων και ποια τα χαρακτηριστικά ενός κακού προγράμματος.

Συμπερασματικά, πρέπει να τονιστεί ότι παρά τις σημαντικές ωφέλειες που θεωρητικά προκύπτουν από τη θέσπιση προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ, **η ανεξέλεγκτη παροχή τους σε μεγάλη ομάδα στελεχών, χωρίς την απα-**



ραίτηπι ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους συνεπιών για την επιχείρηση, μπορεί να έχει αντίθετα από τα προσδοκώμενα αποτελέσματα. Η βιβλιογραφία αναφέρει παραδείγματα κακών προγραμμάτων αμοιβών διευθυντικών στελεχών. Για παράδειγμα οι Campbell and Wasley [1999] περιγράφουν την περίπτωση ενός τέτοιου προγράμματος της εταιρείας Ralston Purina που ετέθηκε σε εφαρμογή το 1986, σύμφωνα με το οποίο 14 ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας θα ελάμβαναν μετοχές αξίας \$ 49,1 εκατομμυρίων εάν μέσα σε 10 χρόνια η τότε τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή (\$ 63,375) της μετοχής θα έφθανε το επίπεδο των \$ 100 και θα παρέμενε εκεί για 10 συνεχείς ημέρες. Οπως οι συγγραφείς υποδεικνύουν, ο συγκεκριμένος στόχος ισοδυναμούσε με μια ετήσια συνολική απόδοση της μετοχής, για την περίοδο των 10 ετών, της τάξεως του 7,7% όταν το κόστος κεφαλαίου ήταν 14,7%. Δεδομένου ότι η μεριοματική απόδοση ήταν 3,1%, η τιμή της μετοχής θα έπρεπε να αυξάνεται κατά 11,6% ετησίως ώστε να αποδίδει στους μετόχους την ελάχιστη απαίτηση ετήσια απόδοση 14,7%. Με αυτό το ρυθμό αύξησης η τελική τιμή της μετοχής θα έπρεπε να είναι 10 χρόνια αργότερα \$ 189,92 και όχι \$ 100 που ήταν ο στόχος του προγράμματος αμοιβών. Δηλαδή ο στόχος που ετέθηκε στα διευθυντικά στελέχη έναντι μιας υψηλής αμοιβής, ισοδυναμούσε **με απώλεια για τους μετόχους**.

Αναφορικά με τη σχέση ανάμεσα σε αμοιβές διευθυντικών στελεχών και εταιρική επίδοση η εμπειρική βιβλιογραφία έχει καταγράψει τα εξής ευρίματα:

➤ Οι εταιρείες που περιλαμβάνουν στα πακέτα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ και άλλες μιορφές αμοιβών που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη επίδοση της εταιρείας **προβαλλούν σε πιο κερδοφόρες επενδυτικές δραστηριότητες** (πχ συγχωνεύσεις και εξαγορές, απεκδύσεις κλπ) σε σχέση με εταιρείες όπου οι αμοιβές δεν συνδέονται με την παραγωγικότητα (Tehranian, Travlos and Waegelein [1987a, 1987b], και Mehran, Nogler and Schwartz [1998]).

➤ Υπάρχει **ασθενής σχέση ανάμεσα σε εταιρική αποδοτικότητα και σε αμοιβές**, όταν οι αμοιβές δεν περι-

λαμβάνουν εκείνο το τμήμα που προέρχεται από τα **προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ** (Jensen and Murphy [1990], Gregg, Machin and Szymanski [1992] και Conyon and Leech [1994]).

➤ Υπάρχει **θετική σχέση ανάμεσα σε εταιρική αποδοτικότητα και αμοιβές** όταν οι αμοιβές εμπεριέχουν και συστατικά που συνδέονται με τη μακροχρόνια αποδοτικότητα της επιχείρησης (Benston [1985], Leonard [1990] και Mehran [1994]).

➤ Υπάρχει **θετική σχέση ανάμεσα σε αμοιβή και εταιρική αποδοτικότητα** όταν οι αμοιβές εμπεριέχουν και την αξία των προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ (Main, Bruce, and Buck [1994] και Mehran [1994]).

Tα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ είναι παρόμοια με τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα αγοράς (call options). Γ' αυτό και η αποτίμηση τους γίνεται με βάση παρόμοιους μαθηματικούς τύπους με εκείνους που εφαρμόζονται για την αποτίμηση των call options. Στη βιβλιογραφία προτείνεται ο τύπος των Noreen and Wolfson (1981) που αποτελεί επέκταση του κλασικού τύπου των Black and Scholes (1973). Συγκεκριμένα, η αξία ενός προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ, C, με τιμή εξάσκησης X που λήγει μετά από T μήνες δίνεται από τον τύ-

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΠΑΔΙΠΕΜ

πο⁽⁷⁾:

Οπως φαίνεται από τον τύπο, η αξία του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ είναι τόσο μεγαλύτερη όσο:

- η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή είναι υψηλή
- η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλή
- το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων είναι υψηλό
- η περίοδος εξάσκησης είναι μακρά
- η διακύμανση της απόδοσης της μετοχής είναι υψηλή
- η μεριοματική απόδοση της μετοχής είναι χαμηλή

$$C = S \cdot e^{-rT} \Phi(Z) - X \cdot e^{-rT} \Phi(Z - o \sqrt{T})$$

C = αξία ενός προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ για δικαίωμα επί μιας μετοχής

S = τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

$e = 2,71828$

d = μνιαία μερισματική απόδοση, υπολογιζόμενη ως

$$\ln [1 + \frac{(Mέριμα ανά Μετοχή)}{(Τιμή Μετοχή)}] / 12$$

T = αριθμός μηνών μέχρι τη λίξη του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ

Φ = Συνάρτηση σωρευτικής τυπικής κανονικής κατανομής που υπολογίζεται στο σημείο που αντιστοιχεί στην τιμή εντός της παρένθεσης.

X = τιμή εξάσκησης του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ

r = η μνιαία απόδοση εντόκων γραμμάτων δημοσίου, διάρκειας ίσης με την περίοδο εξάσκησης του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ, υπολογιζόμενη ως $\ln(1 + R) / 12$, όπου R είναι η επίσημη απόδοση του αντίστοιχου εντόκου γραμμάτου δημοσίου.

$\sigma = \sqrt{o^2}$, o^2 = η εκτίμηση της διακύμανσης των μνιαίων αποδόσεων της μετοχής, οπου η διακύμανση μετράται με βάση μνιαίες αποδόσεις στην περίοδο 60 μηνών πριν τη δημουργία του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ.

$$Z = [\ln(S/X) + (r - d + \sigma^2/2) T] / \sigma \sqrt{T}$$

Με βάση αυτό τον τύπο θα μπορούσε η επιχείρηση να εκτιμήσει την αξία των ΠΑΔΙΠΕΜ τη στιγμή δημιουργίας τους και συνεπώς να υπολογίσει επιακριβώς το περιεχόμενο της συνολικής αμοιβής των διευθυντικών στελεχών που αντικατοπτρίζεται στα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ που τους παρέχει. Δεδομένου ότι η εξάσκηση των ΠΑΔΙΠΕΜ από τα διευθυντικά στελέχη συνεπάγεται δαπάνη για την επιχείρηση, η αξία των ΠΑΔΙΠΕΜ τη στιγμή δημιουργίας τους πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη για τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης πολιτικής αμοιβών των διευθυντικών στελεχών.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας από διοίκηση καθιστά αναγκαίο το σχεδιασμό συστημάτων αμοιβών διευθυντικών στελεχών που εναρμονίζουν τα συμφέροντα της διοίκησης με τα αντίστοιχα των μετόχων. Ανάμεσα σε διάφορες μορφές αμοιβών, τα τελευταία 20 χρόνια έχουν καταστεί δημοφιλή σε χώρες του εξωτερικού τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ. Στη χώρα μας πρόσφατα αναπτύσσεται ενδιαφέρον για την εισαγωγή ανάλογων προγραμμάτων, αλλά το θεσμικό πλαίσιο καθιστά πρακτικά δύσκολη τη

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

διάδοσή τους. Τα σχετικά προγράμματα, καταλλήλως σχεδιασθέντα, παρέχουν ομαντικά κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για βελτίωση της παραγωγικότητάς τους. Παρά τις ομαντικές ωφέλειες που απορρέουν από την εφαρμογή των σχετικών προγραμμάτων, η ανεξέλεγκτη και χωρίς διάκριση παροχή αυτών των προγραμμάτων σε μια πλατεία ομάδα διευθυντικών στελεχών μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικές αμοιβές των στελεχών χωρίς να επιφέρει τα προσδοκώμενα αποτελέσματα στη βελτίωση της εταιρικής επίδοσης. Παρά ταύτα, η διάδοσή τους στη χώρα μας μπορεί να έχει ομαντικές θετικές επιδράσεις, στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας. Συνεπώς, είναι αναγκαίο να εναρμονιστεί το θεσμικό πλαίσιο με το αντίστοιχο των άλλων χωρών ώστε να διευκολυνθεί η χρήση των προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ από μια ευρύτερη ομάδα ελληνικών επιχειρήσεων.

Αγγλική

ANTLE, R., and A. SMITH. *Measuring Executive Compensation: Methods and an Application*. Journal of Accounting Research 23 (1), Spring 1985, σελ. 296-325.

BENSTON, G.J. *The Self-Serving Management Hypothesis*. Journal of Accounting and Economics 7, 1985, σελ. 67-84.

BERLE, A., and G. MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932 (Commerce Clearing House).

BLACK, F., and M. SCHOLES. *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*. Journal of Political Economy, May/June 1973, σελ. 627-54.

CAMPBELL, C.J., and C.E. WASLEY. *Stock-based Incentive Contracts and Managerial Performance: The Case of Ralston Purina Company*. Journal of Financial Economics 51,

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1999, σελ. 195-217.

CONYON, M., and D. LEECH. *Top Pay Company Performance and Corporate Governance*. Oxford Bulletin of Economics and Statistics 56, 1994, σελ. 229-47.

CRYSTAL, G. *In Search of Excess*, New York, 1991 (W. W.



Norton).

GREGG, P., S. MACHIN, and S. SZYMANSKI. *The Disappearing Relationship between Directors Pay and Corporate Performance*. British Journal of Industrial Relations 31, 1993, σελ. 1-9.

HART, O. D. *Firms Contracts and Financial Structure*. Oxford, 1995a (Clarendon Press).

HART O. D. *Corporate Governance: Some Theory and Implications*. Economic Journal 105, 1995b, σελ. 678-89.

JENSEN, M. C., and W. MECKLING. *The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3, 1976, σελ. 305-60.

JENSEN, M. C., and K. J. MURPHY. *Performance Pay and Top-Management Incentives*. Journal of Political Economy 98, 1990, σελ. 225-64.

KEASEY, K., S. THOMPSON, and M. WRIGHT. *Introduction: The Corporate Governance Problem-Competing Diagnoses and Solutions in Corporate Governance: Economic Management, and Financial Issues*, edited by K. Keasey, S. Thompson and M. Wright, Oxford University Press, 1997.

LEONARD, J. S. *Executive Pay and Firm Performance*. Industrial and Labour Relations Review 43, 1990, σελ. 513-529.

MAIN, B. G. M., A. BRUCE, and J. BUCK. *Total Board Renu-
meration and Company Performance*. Economic Journal 106/439, 1996, σελ. 1627-1644.

MEHRAN, H. *Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance*. Journal of Financial Economics 38, 1995, σελ. 163-84.

MEHRAN, H., G. E. NOGLER, and K. B. SCHWARTZ. *CEO Incentive Plans and Corporate Liquidation Policy*. Journal of Financial Economics 50, 1998, σελ. 319-349.

NOREEN, E., and M. WOLFSON. *Equilibrium Warrant Pricing Models and Accounting for Executive Stock Options*. Journal of Accounting Research, Autumn 1981, σελ. 384-98.

TEHRANIAN H., N. G. TRAVLOS, and J. F. WAEGELEIN. *Management Compensation Contracts and Merger-Induced Abnormal Returns*. Journal of Accounting Research 25, 1987a, σελ. 51-76.

TEHRANIAN, H., N. G. TRAVLOS, and J. F. WAEGELEIN. *The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sale-Off-Induced Abnormal Returns*. Journal of Finance 42, 1987b, σελ. 933-42.

Ελληνική

ΚΑΡΑΜΑΝΟΛΗΣ, Π. Ο. *Παροχή Δικαιωμάτων Προαιρετικών επί Μετοχών (Stock Purchase Options) σε εργαζόμενους διευθυντές, και μέλη Δ.Σ. εισηγμένων Α.Ε. Δίκαιο Εταιριών και Επιχειρήσεων* [ΔΕΕ] 3, 1997, σελ. 248-55.

ΤΡΑΥΛΟΣ Ν. Γ. *Εταιρική Διακυβέρνηση (Corporate Governance): Συγκέντρωση Αρμοδιοτήτων σε Ενα Πρόσω-*

πο: Ανακόπτον της Θεωρίας και των Εμπειρικών Ευρημάτων για τον Διπλό Ρόλο του Γενικού Εκτελεστικού Διευθυντή. ΤΑΣΕΙΣ (ΕΠΙΔΟΤΗΣ): Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 1999 (16o έτος), Φεβρουάριος 1999, σελ. 160-166.

ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

⁽¹⁾ Βέβαια, η διακριτική ευχέρεια των διευθυντικών στελεχών περιορίζεται από τη λειτουργία των σχετικών αγορών, ιδιαίτερα της αγοράς εργασίας, της αγοράς εταιρικού ελέγχου (πχ εξαγορές κλπ) και της αγοράς κεφαλαίων (Hart [1995a] και Hart [1995b]).

⁽²⁾ Η εναρμόνιση των συμφερόντων των διευθυντικών στελεχών με τα αντίστοιχα συμφέροντα των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί και με άλλα μέτρα, όπως η εφαρμογή συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και η κατάλληλη σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου. Και σε αυτή την περίπτωση όμως, το κόστος παρακολούθησης και εναρμόνισης συμφερόντων είναι επίσης υψηλό (Τραυλός [1999]).

⁽³⁾ Οι εταιρείες παραδοσιακά έχουν εφαρμόσει διαφορετικές μεθόδους εναρμόνισης των συμφερόντων των ιδιοκτητών και των διευθυντικών στελεχών, όπως η καθιέρωση επιπλέον αμοιβών για εξαιρετική επίδοση (bonus), η ενθάρρυνση και διευκόλυνση απόκτησης μετοχών από τα διευθυντικά στελέχη και η παροχή κινήτρων για βελτίωση της παραγωγικότητας και επίτευξη στόχων, μέσω της πολιτικής πρόσληψης, ανανέωσης σύμβασης εργασίας, προαγωγής και απόλυτης διευθυντικών στελεχών (Jensen and Murphy [1990]).

⁽⁴⁾ Βλέπε, Antle and Smith [1985] και Tehranian, Travlos and Waeglein [1984a, b] για μια περιγραφή αυτών των παροχών.

⁽⁵⁾ Για μια λεπτομερειακή περιγραφή του νομικού, φορολογικού, ασφαλιστικού και εργατικού πλαισίου των ΠΑΔΙΠΤΕΜ στην Ελλάδα, βλέπε Καραμανάλη [1997].

⁽⁶⁾ Βλέπε, Crystal [1991].

⁽⁷⁾ Βλέπε, Antle and Smith [1985] και Noreen and Wolfson [1981] για περιοστέρες λεπτομέρειες και προβλήματα εφαρμογής αυτού του τύπου.

