



ΕΙΣΑΓΩΓΗ: 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 επαγγελματιών στελεχών που συνήθως δεν έχουν καμία σχέση 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-

μηχανισμών εναρμόνισης των αντιτιθεμένων συμφερόντων οδηγεί συνήθως 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 σύστημα 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 επινοήσουν 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 διασπορά 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*

Καθηγήτρια **ΝΙΚΟΛΑΟΥ Γ. ΤΡΑΥΛΟΥ**
Κατόχου της Επώνυμης Ακαδημαϊκής Έδρας
"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 θεσμικού πλαισίου (Keasey, Thompson

and Wright [1997]).

Στη χώρα μας οι συνθήκες 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 συνδέουν 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 εισηγμένων 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, προσφεύγοντας 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 ενισχυθεί 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 αντίστοιχα 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 διττός. 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. Όμως, πάσχουν από ένα σοβαρό μειονέκτημα, το ότι δηλαδή δεν συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη πορεία κερδών και λειτουργικής



αποδοτικότητα της επιχείρησης, ούτε βέβαια και με τη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής της. Επίσης, ενθαρρύνουν τα διευθυντικά στελέχη στο να είναι περισσότερο συντηρητικά, στην ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων από όσο επιθυμούν οι μέτοχοι. Σε αντίθεση με αυτά τα δύο συστατικά αμοιβών, το τρίτο συστατικό, δηλαδή 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 εξάσκησης) μια μετοχή της εταιρείας του σε κάποια συγκεκριμένη τιμή (τιμή εξάσκησης) που συνήθως καθορίζεται πολύ κοντά στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής κατά τη χρονική στιγμή δημιουργίας του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ. Η περίοδος εξάσκησης συνήθως είναι μεγάλη και φθάνει τα δέκα χρόνια. Συνήθως η εξάσκηση του δικαιώματος προϋποθέτει την παραμονή του διευθυντικού στελέχους στην επιχείρηση κάποια ελάχιστη περίοδο μετά τη δημιουργία προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ, συνήθως δύο-τρία χρόνια. Αυτό συνεπάγεται πως το διευθυντικό στέλεχος, λήπτης αυτής της παροχής έχει το δικαίωμα να αποκτήσει μέσα σε δέκα χρόνια τη μετοχή της εταιρείας του στη σημερινή τιμή. Εάν κατά την περίοδο εξάσκησης του δικαιώματος η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει ξεπεράσει την τιμή εξάσκησης, 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 εξάσκηση του δικαιώματος.

Βεβαίως, ο λήπτης του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ

δεν πρόκειται να αποκομίσει κέρδη εάν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής δεν ξεπεράσει την τιμή εξάσκησης. 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 εισοδητικές εκθέσεις εφαρμογής προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ σε επιχειρήσεις συνήθως αναφέρουν τα εξής:

Τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ, σαν συστατικά της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών 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 αντιτιθεμένων 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 στελεχών με τα αντίστοιχα των μετόχων”.

➤ Δεύτερον, τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ, κατά τα πρώτα τουλάχιστον στάδια εμφάνισής 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 στιγμή επίδοσής τους στον κάτοχό τους. Ετσι **αποφεύγεται η αρνητική αντίδραση** που συνήθως 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 έτσι 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 νήια της δεινοπαθούσας Chrysler στις αρχές της δεκαετίας του '80. Με επίσιο μισθό \$1, αλλά και με ένα πλούσιο πρόγραμμα ΠΑΔΙΠΕΜ κατόρθωσε να βελτιώσει σημαντικά 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 αξια στελέχη από τα λιγότερο αξια**, με αποτέλεσμα να επιβραβεύει τα τελευταία αναλογικά περισσότερο 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 τιμωρούν τα αξια στελέχη** όταν παράγοντες πέρα του ελέγχου τους οδηγούν σε μείωση της τιμής της μετοχής, παρά το γεγονός ότι έλαβαν τις σωστές 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 έτσι 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.

➤ Ένα σημαντικό πρόβλημα ανακύπτει από τη σύνθεση της επιτροπής που εισηγείται τη θέσπιση προγραμμάτων ΠΑΔΙΠΕΜ για τα ανώτατα διευθυντικά στελέχη. **Εάν η επιτροπή ορίζεται ή επιπρεάζεται από τους λάμπες των ΠΑΔΙΠΕΜ, τότε η αξιοπιστία των αποφάσεων αυτής της επιτροπής τίθεται 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.** Ένα τέτοιο πρόγραμμα πρέπει να προσδιορίζει:

➤ το είδος του προγράμματος

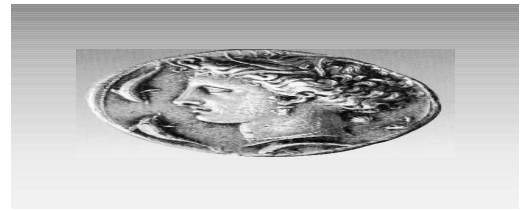
➤ κάτω από ποιες συνθήκες παρέχεται

➤ ποίοι είναι οι αποδέκτες

➤ ποιές 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-**



ράπιτη ανάλυση των χρηματοοικονομικών τους συνεπειών 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 ετέθη 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. Όπως 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 μερισματική απόδοση ήταν 3,1%, η τιμή της μετοχής θα έπρεπε να αυξάνεται κατά 11,6% ετησίως ώστε να αποδίδει στους μετόχους την ελάχιστη απαιτούμενη 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 ετέθη στα διευθυντικά στελέχη έναντι μιας υψηλής αμοιβής, ισοδυναμούσε **με απώλεια για τους μετ** **ό** **χ** **ο** **υ** **ς** **\$ 89,92 ανά μετοχή.**

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

➤ Οι εταιρείες που περιλαμβάνουν στα πακέτα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ και άλλες μορφές αμοιβών που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη επίδοση της εταιρείας **προβαίνουν σε πιο κερδοφόρες επενδυτικές δραστηριότητες** (πχ συγχωνεύσεις και εξαγορές, απεκδύσεις κλπ) σε σχέση με εταιρείες όπου οι αμοιβές δεν συνδέονται με την παραγωγικότητα (Tehrani, Travlos and Waagelein [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 ουσιαστικά 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]).

Τα προγράμματα ΠΑΔΙΠΕΜ είναι παρόμοια με τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα αγοράς (call options). Γι' αυτό και η αποτίμησή 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⁾:

Όπως 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 μερισματική απόδοση της μετοχής είναι χαμηλή

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

C = αξία ενός προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ για δικαίωμα επί μιας μετοχής

S = τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής

e = 2,71828

d = μηνιαία μερισματική απόδοση, υπολογιζόμενη ως

$$\ln \left[1 + \frac{\text{(Μέρισμα ανά Μετοχή)}}{\text{(Τιμή Μετοχής)}} \right] / 12$$

T = αριθμός μηνών μέχρι τη λήξη 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 μηνιαία απόδοση εντόκων γραμματίων δημοσίου, διάρκειας ίσης με την περίοδο εξάσκησης του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ, υπολογιζόμενη ως $\ln(1 + R) / 12$, όπου R είναι η ετήσια απόδοση του αντίστοιχου εντόκου γραμματίου δημοσίου.

$\sigma = \sqrt{\rho^2 + \sigma^2}$, $\sigma^2 = n$ εκτίμηση της διακύμανσης των μηνιαίων αποδόσεων της μετοχής, όπου η διακύμανση μετράται με βάση μηνιαίες αποδόσεις στην περίοδο 60 μηνών πριν τη δημιουργία του προγράμματος ΠΑΔΙΠΕΜ.

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

Με βάση αυτό τον τύπο θα μπορούσε η επιχείρηση να εκτιμήσει την αξία των ΠΑΔΙΠΕΜ τη στιγμή δημιουργίας τους και συνεπώς να υπολογίσει επακριβώς 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, καταλλίλως σχεδιασθέντα, παρέχουν σημαντικά κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη για βελτίωση της παραγωγικότητάς τους. Παρά τις σημαντικές ωφέλειες που απορρέουν από την εφαρμογή των σχετικών προγραμμάτων, η ανεξέλεγκτη και χωρίς διάκριση παροχή αυτών των προγραμμάτων σε μια πλατειά 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 σημαντικές 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.

Αγγλικά

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 Remuneration 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 Self-Induced Abnormal Returns*. *Journal of Finance* 42, 1987b, σελ. 933-42.

Ελληνική

ΚΑΡΑΜΑΝΩΛΗΣ, Π. Ο. *Παροχή Δικαιωμάτων Προαίρεσης 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. *Εταιρικά Διακυβέρνηση (Corporate Governance): Συγκέντρωση Αρμοδιοτήτων σε Ένα Πρόσω-*

πο: Ανασκόπηση της Θεωρίας και των Εμπειρικών Ευρημάτων για τον Διπλό Ρόλο του Γενικού Εκτελεστικού Διευθυντή. ΤΑΣΕΙΣ (ΕΠΙΛΟΓΗ): Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ 1999 (16ο 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 πρόληψης, ανανέωσης σύμβασης εργασίας, προαγωγής και απόλυσης διευθυντικών στελεχών (Jensen and Murphy [1990]).

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

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

⁽⁶⁾ Βλέπε, Crystal [1991].

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

