

**Αμοιβές Διευθυντικών Στελεχών και  
Ασυμμετρία Συμφερόντων μεταξύ Διοίκησης και Μετόχων**

Καθηγητής Νικόλαος Γ. Τραυλός  
Κάτοχος της Επώνυμης Ακαδημαϊκής  
Έδρας στη Χρηματοοικονομική «Καίτη Κυριακοπούλου»,  
Πρύτανης, ALBA

[www.alba.edu.gr](http://www.alba.edu.gr)

Υπό Δημοσίευση στην Ετήσια Έκδοση του Περιοδικού ΕΠΙΛΟΓΗ –ΤΑΣΕΙΣ  
2005

## Εισαγωγή

Ο Χρηματοοικονομικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι, ως γνωστόν, η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας (χρηματιστηριακής αξίας για εισηγμένες σε χρηματιστήρια εταιρίες) του μετοχικού της κεφαλαίου. Αυτός ο στόχος υλοποιείται με τις σχετικές επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις των διευθυντικών της στελεχών. Η σιωπηλή υπόθεση πίσω από αυτό το στόχο είναι πως τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών και μετόχων συμπίπτουν. Στην έκταση που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη ταυτίζονται, η παραπάνω υπόθεση είναι κατά κανόνα σωστή. Στη πράξη όμως, ιδιαίτερα στις σύγχρονες εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια, οι διευθυντικές αρμοδιότητες και δραστηριότητες (management) ασκούνται από επαγγελματικά στελέχη (managers) τα οποία συνήθως δεν είναι ιδιοκτήτες της εταιρείας. Σε αυτή τη περίπτωση οι ιδιοκτήτες (μέτοχοι) αναθέτουν τη διαχείριση της επιχείρησής τους σε ξένα προς την επιχείρηση άτομα. Αυτός ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας (ownership) από διοίκηση (management) δημιουργεί σχέση αντιπροσώπευσης (agency) ανάμεσα σε εντολείς (principals-μετόχους) και εντολοδόχους (agents-διευθυντικά στελέχη), σύμφωνα με την οποία οι εντολοδόχοι αναλαμβάνουν την εντολή να ενεργούν στο όνομα του εντολέα *επιδιώκοντας* τη μεγιστοποίηση της οικονομικής του ωφέλειας. Η σχετική χρηματοοικονομική θεωρία αναλύει τις σχέσεις αντιπροσώπευσης ανάμεσα σε μετόχους και διευθυντικά στελέχη, υποδεικνύει πηγές ασυμμετρίας επιδιώξεων-συμφερόντων ανάμεσά τους, και προτείνει μηχανισμούς ελέγχου και περιορισμού της απόκλισης ανάμεσα στις επιδιώξεις τους.

Αυτό το άρθρο επικεντρώνεται στο μηχανισμό αμοιβών των διευθυντικών στελεχών ως εργαλείο σύγκλισης των αντιτιθέμενων συμφερόντων των μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Το Τμήμα 1 περιγράφει τις πηγές σύγκρουσης συμφερόντων. Το Τμήμα 2 αναφέρει τους μηχανισμούς περιορισμού της σύγκρουσης συμφερόντων και παρουσιάζει το σύστημα αμοιβών. Το Τμήμα 3 συνοψίζει τα εμπειρικά ευρήματα από τη σχετική διεθνή βιβλιογραφία, και το τελευταίο Τμήμα παρουσιάζει τη περίληψη και τα σχετικά συμπεράσματα του άρθρου.

### **1. Πηγές Σύγκρουσης Συμφερόντων ανάμεσα σε Μετόχους και Διευθυντικά Στελέχη.**

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις οι μέτοχοι αναθέτουν τη διεύθυνση της επιχείρησης σε διευθυντικά στελέχη ξένα προς την επιχείρηση. Τα συμφέροντα όμως των τελευταίων δεν ταυτίζονται με τα συμφέροντα των πρώτων, με αποτέλεσμα συχνά να ανακύπτουν συγκρούσεις επιδιώξεων ανάμεσά τους. Η σχετική Χρηματοοικονομική Θεωρία αναφέρει τις παρακάτω πηγές σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών σε **πολυμετοχικές** επιχειρήσεις, όπου η διοίκηση (management) ασκείται από ομάδα επαγγελματικών διευθυντικών στελεχών (managers) που δεν είναι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

- Ανάλυση εταιρικών πόρων σε μη παραγωγικές υπηρεσίες και αγαθά (π.χ. πολυτελή γραφεία, ιδιωτικά αεροπλάνα, κλπ.)
- Υπερβολική αποστροφή κινδύνου (risk aversion) εκ μέρους των διευθυντικών στελεχών. Συγκεκριμένα, ενώ οι μέτοχοι πολυμετοχικών επιχειρήσεων ενδιαφέρονται μόνον για εκείνο το τμήμα του συνολικού κινδύνου της μετοχής που δεν εξαλείφεται (συστηματικός κίνδυνος), τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη το συνολικό κίνδυνο. Η διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν υπόψη τους πηγάζει από τη δυνατότητα των πρώτων να επενδύουν τον πλούτο τους σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικών επιχειρήσεων. Αντιθέτως, τα επαγγελματικά διευθυντικά στελέχη, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου τους αποτελείται από τις αμοιβές τους από την συγκεκριμένη επιχείρηση, αδυνατούν να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο. Έτσι, τα διευθυντικά στελέχη έχουν λόγους να απορρίπτουν κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, και αντίστροφα να αποδέχονται ζημιογόνα επενδυτικά σχέδια που οδηγούν σε μείωση του συνολικού κινδύνου.
- Έμφαση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα λήξης επενδυτικών αποφάσεων. Στην έκταση που οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών βασίζονται στις πωλήσεις ή τα κέρδη της τρέχουσας ή της προηγούμενης χρήσης, τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να απορρίπτουν επενδυτικά σχέδια που μειώνουν τα κέρδη βραχυπρόθεσμα παρότι συμβάλουν στην κερδοφορία της επιχείρησης μακροπρόθεσμα. Απεναντίας, μπορεί να προκρίνουν επενδυτικά σχέδια που αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη παρότι μειώνουν τα κέρδη μακροπρόθεσμα.

## **2. Μηχανισμοί Ελέγχου και Περιορισμού Σύγκρουσης Συμφερόντων μεταξύ Μετόχων και Διευθυντικών Στελεχών**

Η σχετική βιβλιογραφία περιγράφει αρκετούς μηχανισμούς που ελέγχουν και περιορίζουν τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών.

Οι κυριότεροι μηχανισμοί είναι:

1. Η σύνθεση και οργάνωση του Διοικητικού Συμβουλίου
2. Το γενικότερο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance)
3. Το σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών
4. Η αγορά εργασίας
5. Η αγορά συγχωνεύσεων, εξαγορών και άλλων επιχειρηματικών μετατροπών.
6. Το θεσμικό και νομικό πλαίσιο

Αυτό το άρθρο επικεντρώνεται μόνο στο σύστημα αμοιβών ως εργαλείου σύγκλισης των συμφερόντων των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών.

Στη σύγχρονη επιχείρηση οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών περιλαμβάνουν τον μισθό, το πριμ ετήσιας παραγωγικότητας (bonus),

παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή/και χρηματιστηριακών στόχων, και παροχές σε μετοχές της εταιρείας ή σε δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών (stock options). Για παράδειγμα, όπως προκύπτει από το ειδικό άρθρο (special report) του περιοδικού Business Week (19/4/04), οι είκοσι πλέον καλοπληρωμένοι διευθύνοντες σύμβουλοι εταιρειών στις Η.Π.Α. έλαβαν το 2003, κατά μέσον όρο, το ποσό των \$ 6,9 εκατομμυρίων σε μισθούς και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας, και \$ 39,6 εκατομμυρίων σε αμοιβές που προέρχονται από παροχές σε μετοχές, από παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων στόχων, και από άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ανεβάζοντας τις συνολικές τους αμοιβές, κατά μέσον όρο, στο ποσό των \$ 46,5 εκατομμυρίων. Ενδεικτικά, ο πιο ακριβοπληρωμένος Διευθύνων Σύμβουλος, Reuben Mark της Colgate-Palmolive, έλαβε τα ποσά \$5,1, \$136,0 και 141,1 εκατομμυρίων, αντιστοίχως. Από τον σχετικό πίνακα του ίδιου άρθρου αξίζει ιδιαίτερης προσοχής η περίπτωση του Διευθύνοντος Συμβούλου της Apple Computers, Steven Jobs, του οποίου ο μισθός το 2003 ήταν μηδέν, αλλά βέβαια οι συνολικές του αμοιβές, προερχόμενες μόνο από την άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών της Apple Computers, ανήλθαν στο ποσό των \$74,8 εκατομμυρίων. Κλασικό επίσης είναι και το παράδειγμα του πρώην Διευθύνοντος Συμβούλου της Chrysler, Lee Iacocca, ο οποίος τον Σεπτέμβριο του 1979 που η Chrysler αντιμετώπιζε σοβαρά οικονομικά προβλήματα επρότεινε στο Διοικητικό του Συμβούλιο να μετατρέψουν τον ετήσιο μισθό του των \$ 360.000 σε \$ 1 για δυο χρόνια. Το Διοικητικό Συμβούλιο απεδέχθηκε τη πρόταση του για ένα μόνο χρόνο μετατρέποντας το μισθό του σε \$ 1 και δίνοντάς του ταυτοχρόνως το δικαίωμα να αποκτήσει το αντίτιμο του ετήσιου μισθού του σε 86.331 μετοχές που με την τότε τιμή \$8,34 ανά μετοχή αντιστοιχούσαν στο ποσό των \$ 360.000. Έχοντας απόλυτη εμπιστοσύνη στο μέλλον της εταιρείας που διοικούσε, ο κ. Iacocca ανέλαβε το ρίσκο να "χάσει" τα \$ 360.000 έναντι των κερδών από την πιθανή αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Για την ιστορία, η τιμή της μετοχής Chrysler υπερτριπλασιάστηκε σε λίγα χρόνια, φθάνοντας σε \$ 27,75, τον Αύγουστο του 1983.

Το πριμ ετήσιας παραγωγικότητας (bonus) είναι συμπλήρωμα του μισθού που παρέχεται ανάλογα με την επίτευξη των ετήσιων οικονομικών στόχων της επιχείρησης. Οι παροχές που συνδέονται με την επίτευξη μακροπρόθεσμων οικονομικών ή/και χρηματιστηριακών στόχων συνήθως περιλαμβάνουν τη παροχή ενός προκαθορισμένου χρηματικού ποσού ή τη δωρεά παροχή ενός συγκεκριμένου αριθμού μετοχών εάν η επιχείρηση υλοποιήσει κάποιους προκαθορισμένους οικονομικούς ή/και χρηματιστηριακούς στόχους (π.χ. συγκεκριμένο μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης πωλήσεων ή κερδών ανά μετοχή στη προηγούμενη περίοδο 3-5 ετών, ή συγκεκριμένο μέσο όρο χρηματιστηριακής τιμής προς κέρδη στην αντίστοιχη περίοδο).

Οι παροχές δωρεάν μετοχών και δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών αποτελούν τα πιο ισχυρά κίνητρα προς τα διευθυντικά στελέχη για να πορεύονται σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων<sup>1</sup>. Όπως αναφέρεται από τους Hall και Murphy (2003), το 1998 η διάμεσος (median) της αξίας των μετοχών και των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών που κατείχαν οι διευθύνοντες σύμβουλοι των βιομηχανικών εταιρειών του δείκτη S&P 500 ήταν \$30 εκατομμύρια.

Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών έχει λάβει ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία χρόνια. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους Hall and Liebman (1998), το 1980 οι αμοιβές του διευθύνοντος συμβούλου περιελάμβαναν κυρίως μισθούς και πριμ ετήσιας αποδοτικότητας και μόλις 30% των διευθύνοντων συμβούλων ελάμβαναν νέα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών. Συγκεκριμένα οι μισθοί (και πριμ) ανέρχονταν στο ποσό των \$655.000, ενώ η αξία των νέων δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών ανέρχονταν στο ποσό των \$155.000. Το 1994 τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών είχαν γίνει το κυριότερο τμήμα της συνολικής αμοιβής του διευθύνοντος συμβούλου. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρουν οι Core, Guay and Larcker (2003), το 70% των διευθύνοντων συμβούλων το 1994 ελάμβανε νέα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών αξίας, κατά μέσον όρον \$ 1,2 εκατομμύρια, σε σύγκριση με \$ 1,3 εκατομμύρια σε μισθούς και πριμ ετήσιας παραγωγικότητας.

Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών δεν είναι ομοιόμορφη στους διάφορους κλάδους της οικονομίας. Για παράδειγμα, όπως αναφέρεται από τους Core and Guay (2001) η διάμεσος (median) του ποσοστού δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών προς το σύνολο των μετοχών της επιχείρησης την περίοδο 1992-1996 ήταν 5,5% για το συνολικό δείγμα. Το συγκεκριμένο ποσοστό ήταν 10%-14% για τους αναπτυξιακούς κλάδους (υπολογιστές, λογισμικά, φαρμακευτικές εταιρείες, κλπ.), αλλά μόλις 2%-3% για κλάδους περιορισμένης αναπτυξιακής δυνατότητας (π.χ. επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας).

Το κυριότερο επιχείρημα υπέρ της χρήσης δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών είναι ότι το συγκεκριμένο είδος αμοιβής προσφέρει σημαντικό κίνητρο στα διευθυντικά στελέχη να ενεργούν σύμφωνα με το συμφέρον των μετόχων μια και επιφέρουν άμεση σύνδεση ανάμεσα στο μέγεθος της αμοιβής τους και στη πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της εταιρείας στην οποία εργάζονται. Επιπλέον, η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης, αντί μετρητών, επιτρέπει στην επιχείρηση να προσελκύει άτομα με έντονα τα στοιχεία της δημιουργικότητας, υποκίνησης και επιχειρηματικότητας. Επίσης, τα δικαιώματα προαίρεσης προϋποθέτουν συνήθως τη παραμονή των διευθυντικών στελεχών στην επιχείρηση για αρκετά χρόνια, μειώνοντας τη συχνή μετακίνησή τους από εταιρεία σε εταιρεία. Τέλος, η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης ενθαρρύνει τα διευθυντικά στελέχη στην ανάληψη κινδύνου, περιορίζοντας τα προβλήματα που προκύπτουν από τη διαφορετική προτίμηση στο είδος κινδύνου που οι μέτοχοι και τα διευθυντικά στελέχη είναι διατεθειμένα να αναλάβουν.

Παρά τα οικονομικά οφέλη των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, ασκήθηκε έντονη κριτική τη δεκαετία του 90 στη χρήση τους και στο γενικότερο σύστημα αμοιβών. Έκτοτε, το μέγεθος των αμοιβών, η σύνθεση τους και η σχέση τους με εταιρική αποδοτικότητα αποτελεί το κεντρικό θέμα έντονης αντιπαράθεσης μεταξύ νομοθετών, διευθυντικών στελεχών, οικονομολόγων, δημοσιογράφων και συμβούλων επιχειρήσεων<sup>2</sup>.

Σε αυτή την κριτική συνέβαλαν και τα πρόσφατα σκάνδαλα στην Enron, WorldCom, Parmalat, και άλλες γιγαντιαίες επιχειρήσεις. Πράγματι, όπως επισημαίνεται από τους Hall and Murphy (2003), τα συγκεκριμένα σκάνδαλα απεδόθησαν στην αλόγιστη ανάληψη κινδύνου και υπερβολική προσήλωση στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών. Επιπλέον, αυτά τα σκάνδαλα ανέδειξαν στην επιφάνεια τα προβλήματα που ανακύπτουν από την τρέχουσα

πρακτική λογιστικής απεικόνισης των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών. Συγκεκριμένα, η συνήθης πρακτική της μη αναγνώρισης των δικαιωμάτων προαίρεσης σαν εταιρική δαπάνη έχει προκαλέσει έντονη αντιπαράθεση ανάμεσα σε όσους υποστηρίζουν την αναγνώρισή τους ως δαπάνη και σε εκείνους που εναντιώνονται σε αυτή την άποψη. Οι υποστηρικτές της σχετικής άποψης ισχυρίζονται πως αναγνωρίζοντας τα δικαιώματα προαίρεσης ως δαπάνη, θα βελτιωθεί η πληροφοριακή πληρότητα και αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων. Αντιθέτως, οι ενάντιοι αυτής της άποψης ισχυρίζονται πως τυχόν λογιστικοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης θα κατέληγε σε σημαντική μείωση της χρήσης τους με αποτέλεσμα την εξάλειψη ενός σημαντικού εργαλείου τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας και ανάπτυξης.

### 3. Εμπειρικά Ευρήματα

Παρά τη έντονη κριτική που εμφανίζεται, ιδιαίτερα στον τύπο, ενάντια στο μέγεθος και τη σύνθεση των αμοιβών των διευθυντικών στελεχών, υπάρχουν αρκετά εμπειρικά ευρήματα που θεμελιώνουν τη θετική επίδρασή τους τόσο στις επιχειρηματικές δραστηριότητες όσο και την εταιρική αποδοτικότητα. Τα κυριότερα ευρήματα αναφέρονται στη σχέση ανάμεσα στην ανάληψη κινδύνου και στη παροχή στα στελέχη μετοχών της εταιρείας τους και δικαιωμάτων προαίρεσης, καθώς επίσης και στη σχέση μεταξύ αμοιβών και εταιρικής αποδοτικότητας.

#### 3.1 Ανάληψη Κινδύνου

Οι Amihud και Lev (1981) εξέτασαν τα πιθανά κίνητρα για τη πραγματοποίηση ανομοιογενών συγχωνεύσεων (conglomerate mergers) στις Η.Π.Α. Το χαρακτηριστικό γνώρισμα αυτής της μορφής συγχωνεύσεων είναι η έλλειψη οικονομικών ωφελειών, λόγω απουσίας οικονομικών συνεργιών, για τις αγοράζουσες εταιρείες με τη παράλληλη ύπαρξη σημαντικών δαπανών. Οι συγγραφείς ανέμεναν μεγαλύτερη συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων στις επιχειρήσεις που υπήρχε σημαντική διασπορά των μετοχών έναντι των επιχειρήσεων με μικρή διασπορά. Στη πρώτη περίπτωση, σε αντίθεση με τη δεύτερη, υπάρχει περιορισμένη ικανότητα των μετόχων να ελέγχουν και απολύουν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη αν οι αποφάσεις τους αντιστρατεύονται τα συμφέροντα των μετόχων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τις προβλέψεις των συγγραφέων και απεδόθησαν στο κίνητρο των διευθυντικών στελεχών να μειώνουν τον συνολικό κίνδυνο της εταιρείας τους όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά μετοχών. Αντιθέτως, η συχνότητα ανομοιογενών συγχωνεύσεων ήταν μικρή στις επιχειρήσεις που υπήρχε μικρή διασπορά μετοχών και συνεπώς τα διευθυντικά στελέχη δεν είχαν τη διακριτική ευχέρεια να λαμβάνουν αποφάσεις που δεν ήταν συμβατές με τα συμφέροντα των μετόχων.

Τα ευρήματα των Amihud και Lev παρέχουν μια πρώτη στήριξη στην υπόθεση πως τα διευθυντικά στελέχη προτιμούν χαμηλό ρίσκο, ενώ οι μέτοχοι, αντιθέτως, δεν έχουν τέτοιο κίνητρο. Η διαφορετική προτίμηση στην ανάληψη κινδύνου μεταξύ μετοχών και διευθυντικών στελεχών διερευνάται πιο άμεσα από τους Saunders, Strock and Travlos (1991). Οι συγγραφείς εξετάζουν εμπειρικά τη σχέση μεταξύ ρίσκου και ποσοστού μετοχών

(περιλαμβανομένων και δικαιωμάτων προαίρεσης) στην ιδιοκτησία των *διευθυντικών στελεχών των τραπεζικών επιχειρήσεων* στις Η.Π.Α<sup>5</sup>. Οι συγγραφείς ανέμεναν πως σε χαμηλά ποσοστά *μετοχών* στην ιδιοκτησία των *διευθυντικών στελεχών*, τα στελέχη δεν θα είχαν κίνητρα να αναλαμβάνουν υψηλό ρίσκο, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θα είχαν κίνητρα να συμπεριφέρονται σαν μέτοχοι αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο. Πράγματι, τα σχετικά εμπειρικά αποτελέσματα καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα σε ρίσκο (μετρούμενο με διαφορετικούς τρόπους) και στο ποσοστό *μετοχών* στην ιδιοκτησία των *διευθυντικών στελεχών*, παρέχοντας εμπειρική επιβεβαίωση της απόκλισης των επιδιώξεων μεταξύ *μετόχων* και *διευθυντικών στελεχών* αναφορικά με την ανάληψη κινδύνου.

Ανάλογη εμπειρική διαπίστωση των αντικρουόμενων προτιμήσεων μεταξύ των *μετόχων* και των *διευθυντικών στελεχών* αναφορικά με το μέγεθος και είδος κινδύνου που αντίστοιχα αναλαμβάνουν προσφέρεται από τους Bagnani-Strock, Milonas, Saunders and Travlos (1994). Οι συγγραφείς όχι μόνον καταγράφουν μια θετική σχέση ανάμεσα στο ποσοστό *μετοχών* στην ιδιοκτησία των *διευθυντικών στελεχών* και στον εταιρικό κίνδυνο, αλλά επιπλέον ανακαλύπτουν πως αυτή η θετική σχέση δεν είναι συνεχής. Αντιθέτως, πέρα από ένα συγκεκριμένο ποσοστό *μετοχών* στην ιδιοκτησία των *διευθυντικών στελεχών* (25%), η σχέση μετατρέπεται σε αρνητική. Η αρνητική σχέση μεταξύ κινδύνου και υψηλών ποσοστών συμμετοχής των *διευθυντικών στελεχών* στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας τους αντανάκλα την επιθυμία των *διευθυντικών στελεχών* να αποφεύγουν την συγκέντρωση του πλούτου τους σε μια μόνο *μετοχή*, ώστε να επιτυγχάνουν τη κατάστροψη ενός καλά διαφοροποιούμενου χαρτοφυλακίου *μετοχών* που εξασφαλίζει την *εξάλειψη* μέρους του συνολικού επενδυτικού *τους* κινδύνου.

### 3.2 Διευθυντικές Αμοιβές και Εταιρική Αποδοτικότητα

Οι Tehranian, Travlos and Waegelein (1987a) διατύπωσαν την άποψη πως τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων ανάμεσα σε *μετόχους* και *διευθυντικά στελέχη* θα αντικατοπτρίζονταν στις σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις των *επιχειρήσεων*, όπως οι *συγχωνεύσεις*. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι συγγραφείς διατύπωσαν και διερεύνησαν εμπειρικά την υπόθεση πως οι *εταιρείες* των οποίων οι *αμοιβές* των ανώτερων *διευθυντικών στελεχών* *περιλαμβάνουν* - πέρα του μισθού και του επιδόματος ετήσιας παραγωγικότητας (bonus) - και *παροχές* που συνδέονται με την υλοποίηση *μακροπρόθεσμων οικονομικών στόχων* και τη πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της *μετοχής* τους, θα *προέβαιναν* σε πιο *επικερδείς συγχωνεύσεις* σε σχέση με τις *συγχωνεύσεις* που θα *αναλαμβάνονταν* από *διευθυντικά στελέχη* που *αμείβονται* μόνο με *μισθό* και *πριμ* ετήσιας παραγωγικότητας. Πράγματι, στη *πρώτη περίπτωση* οι *συγγραφείς* καταγράφουν *αύξηση* της *χρηματιστηριακής τιμής* της *εξαγοράζουσας επιχείρησης* κατά την *ανακοίνωση συγχωνεύσεων*, ενώ το αντίθετο συμβαίνει στη *δεύτερη περίπτωση*. Το συμπέρασμα είναι πως η *ύπαρξη σημαντικών κινήτρων* οδηγεί τα *ανώτερα διευθυντικά στελέχη* να συμπεριφέρονται σαν *μέτοχοι*, *αναλαμβάνοντας επικερδείς επενδυτικές δραστηριότητες*<sup>3</sup>.

Σε αρμονία με τα παραπάνω ευρήματα, οι Brickley, Bhagat and Lease (1985) καταγράφουν *αύξηση* της *χρηματιστηριακής τιμής* της *μετοχής* *εταιρειών* που *ανακοινώνουν θέσπιση διευθυντικών παροχών* που συνδέονται

με την επίτευξη μακροπρόθεσμων εταιρικών χρηματοοικονομικών στόχων. Οι συγγραφείς ερμηνεύουν τα ευρήματά τους ως απόδειξη της υπόθεσης πως όταν τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν σημαντικά κίνητρα, δρουν προς το συμφέρον των μετόχων<sup>4</sup>.

Εξετάζοντας το θέμα από μια διαφορετική σκοπιά, ο Healey (1985) διερευνά τα κίνητρα που παρέχονται από τα πριμ ετήσιας παραγωγικότητας στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη για την επιλογή συγκεκριμένων μεθόδων λογιστικοποίησης εσόδων και εξόδων ώστε να μεγιστοποιούνται οι ετήσιες αμοιβές τους που βασίζονται σε bonus. Πράγματι, ανάλογα με την προβλεπόμενη κερδοφορία σε σχέση με τους στόχους τους, τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη άλλοτε επιλέγουν πρακτικές απεικόνισης δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων που οδηγούν σε μείωση της τρέχουσας κερδοφορίας και αντίστροφα, άλλοτε οδηγούν σε αύξηση της κερδοφορίας. Περαιτέρω, ο συγγραφέας αναφέρει πως οι αλλαγές σε πρακτικές λογιστικής απεικόνισης συγκεκριμένων μεγεθών σχετίζονται με την υιοθέτηση ή μετατροπή των υφισταμένων συστημάτων διευθυντικών αμοιβών.

Το συμπέρασμα αυτών των ευρημάτων είναι πως ο σχεδιασμός συστημάτων παροχής κινήτρων στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη πρέπει να είναι προσεκτικός γιατί μπορεί να οδηγήσει στην ωραιοποίηση των λογιστικών καταστάσεων και όχι στην αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Σε μια πιο πρόσφατη μελέτη, οι Core, Holthausen and Larcker (1999) βρίσκουν πως η διάρθρωση του Διοικητικού Συμβουλίου και η μετοχική σύνθεση της εταιρείας εξηγούν ένα σημαντικό τμήμα της διαφοροποίησης των συστημάτων διευθυντικών αμοιβών ανάμεσα στις επιχειρήσεις. Επίσης, οι συγγραφείς καταγράφουν υψηλότερες αμοιβές στα ανώτερα διευθυντικά στελέχη εταιρειών με ασθενή συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, καθώς επίσης και με χαμηλότερη εταιρική αποδοτικότητα.

Οι Murphy (1985) και Coughlan and Schmidt (1985) διερεύνησαν την συσχέτιση ανάμεσα σε μεταβολές διευθυντικών αμοιβών και μεταβολές των χρηματιστηριακών τιμών των μετόχων των αντίστοιχων εταιρειών. Τα ευρήματα και από τις δυο μελέτες, που βασίζονται σε μεγάλα δείγματα εταιρειών εισηγμένων στα σημαντικότερα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., φανερώνουν ένα θετικό, στατιστικά σημαντικό, συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα στις σχετικές μεταβλητές. Αυτό το εύρημα στηρίζει την υπόθεση πως, αντίθετα με τα αρνητικά δημοσιογραφικά σχόλια του οικονομικού τύπου, υπάρχει κάποια συστηματική σχέση, όχι απαραίτητα μεγάλη, ανάμεσα σε εταιρική αξία και διευθυντικές αμοιβές.

#### 4. Περίληψη και Συμπεράσματα

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις, ιδιαίτερα στις πολυμετοχικές, εμφανίζονται περιπτώσεις αντικρουόμενων επιδιώξεων/ συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών. Για τον περιορισμό της σχετικής απόκλισης συμφερόντων, οι επιχειρήσεις έχουν σχεδιάσει αρκετούς μηχανισμούς. Αυτό το άρθρο επικέντρωσε το ενδιαφέρον του στο σύστημα αμοιβών των ανώτερων διευθυντικών στελεχών. Οι αμοιβές περιλαμβάνουν στοιχεία που παρέχουν κίνητρα στα διευθυντικά στελέχη να λαμβάνουν αποφάσεις που συνάδουν με τα συμφέροντα των μετόχων. Τα τελευταία χρόνια έχει παρουσιαστεί στον οικονομικό τύπο, ιδιαίτερα, έντονη κριτική εναντίον της



χρήσης αυτών των παροχών. Το συχνό σχόλιο, μη στηριζόμενο σε οικονομετρική ανάλυση, είναι πως δεν υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα σε διευθυντικές αμοιβές και εταιρική αποδοτικότητα και αξία.

Η εκτεταμένη εμπειρική βιβλιογραφία, αντιθέτως, δείχνει πως το μέγεθος και η σύνθεση των διευθυντικών αμοιβών επηρεάζουν τις επιχειρηματικές αποφάσεις προς τη σωστή κατεύθυνση και σχετίζονται με την εταιρική αποδοτικότητα και αξία. Τελειώνοντας θα πρέπει να επισημανθούν οι κάτωθι επιφυλάξεις:

- (i) παρά τη θετική συσχέτιση ανάμεσα σε διευθυντικές αμοιβές και εταιρική αξία, δεν γνωρίζουμε ακόμη ποια είναι η βέλτιστη σύνθεση των συνολικών διευθυντικών αμοιβών.
- (ii) τα ευρήματα που συζητήθηκαν παραπάνω προέρχονται αποκλειστικά από επιστημονικές μελέτες που αναφέρονται σε εταιρείες που κυρίως λειτουργούν στις Η.Π.Α. Αυτές οι εταιρείες έχουν ένα σημαντικό χαρακτηριστικό που τις διαφοροποιεί από τις επιχειρήσεις που λειτουργούν στη χώρα μας, στην υπόλοιπη Ηπειρωτική Ευρώπη και πολλές άλλες χώρες. Συγκεκριμένα, οι περισσότερες εταιρείες των Η.Π.Α. είναι πολυμετοχικές και χρησιμοποιούν διευθυντικά στελέχη που δεν είναι μέτοχοι της εταιρείας ή δεν κατέχουν σημαντικό ποσοστό μετοχών. Αντίθετα, στη χώρα μας και αλλού τα διευθυντικά στελέχη είναι συνήθως μεγαλομέτοχοι της εταιρείας τους. Συνεπώς, τα συμπεράσματα που εξήχθηκαν παραπάνω δεν πρέπει να εφαρμόζονται αβασάνιστα, χωρίς τη σχετική εμπειρική διερεύνηση, στο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας μας.
- (iii) ο σχεδιασμός συστημάτων αμοιβών και η επίδραση τους στη δημιουργία θετικών κινήτρων πρέπει να λαμβάνουν υπόψη την επιχειρηματική και γενικότερη κουλτούρα της αντίστοιχης χώρας. Για παράδειγμα, το ελληνικό φιλότιμο και προσωπική υπερηφάνεια δεν μπορούν απαραίτητα να αντιμετωπισθούν με τα συστήματα αμοιβών διευθυντικών στελεχών που έχουν σχεδιαστεί στη Βόρεια Αμερική και Μεγάλη Βρετανία.

1. Τα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών της εταιρείας παρέχουν στα διευθυντικά στελέχη το δικαίωμα να αγοράσουν στο μέλλον (συνήθως 3-5 χρόνια αργότερα) σε προκαθορισμένη τιμή (συνήθως στη τρέχουσα τιμή κατά τη στιγμή παροχής) ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών. Στην έκταση που η μελλοντική τιμή είναι μεγαλύτερη από τη τιμή άσκησης του δικαιώματος-προκαθορισμένη τιμή-, ο κάτοχος των δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών πραγματοποιεί κέρδος το οποίο είναι τόσο μεγαλύτερο, ανά μετοχή, όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση των δυο τιμών.
2. Βλέπε σχετικά Crystal (1991)
3. Ανάλογα εμπειρικά ευρήματα και συμπεράσματα παρουσιάζονται από τους Tehranian, Waegelein and Travlos(1987b) αναφορικά με τις εκποιήσεις (sell off) εταιρικών μονάδων.
4. Σε μια προηγούμενη μελέτη, ο Larcker (1983) καταγράφει εμπειρικά πως οι εταιρείες που υιοθέτησαν συστήματα αμοιβών βασισμένων στην επίτευξη μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών στόχων σημείωσαν στη συνέχεια μεγαλύτερη αύξηση των επενδυτικών τους δαπανών σε σχέση με παρόμοιες εταιρείες χωρίς τις αντίστοιχες παροχές.
5. Βλέπε Τραυλός 1999 Σχετικά με την Παροχή Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών.

## Βιβλιογραφία

1. Amihud Y. and B. Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers," *Bell Journal of Economics* 12 (1981)
2. Bagnani-Strock E., N. T. Milonas, A. Saunders and N. G. Travlos, "Managers, Owners, and the Pricing of Risky Debt: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance* 49 June (1994)
3. Brickley, J. A., S. Bhagat and R. C. Lease, "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth", *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985)
4. *Business Week*, Special Report on "Executive Pay", April 19 (2004)
5. Core, J., and W. Guay, "Stock Option Plans for Nonexecutive Employees", *Journal of Financial Economics* 61 (2001)
6. Core, J., W. Guay, and D. F. Larcker, "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey", *FRBNY Economic Policy Review*, (April 2003)
7. Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 51 (1999)
8. Coughlan, A. and R. M. Schmidt, "Executive Compensation, Managerial Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985)
9. Crystal, G., *In Search of Excess*, W. W. Norton, New York (1991)
10. Hall, B. and J. Liebman, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics* 103 (1998)
11. Hall, B. and K. J. Murphy, "The Trouble with Stock Options", *Journal of Economic Perspectives* 17 (2003)
12. Healey, P. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985)
13. Larcker, D., "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics* 5 (1983)

14. Murphy, K. J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985)
15. Saunders, A., E. Strock, and N. G. Travlos, "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking", *The Journal of Finance* 45 (1990)
16. Tehranian, H., N. G. Travlos, and J. F. Waagelein, "Management Compensation Contracts and Merger-Induced Abnormal Returns", *Journal of Accounting Research* 25 (1987a)
17. Tehranian, H., N. G. Travlos, and J. F. Waagelein, "The Effect of Long-term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns", *The Journal of Finance* 42 (1987b)
18. Τραυλός Νικόλαος Γ., «Παροχή Δικαιωμάτων Προαίρεσης επι Μετοχών», *Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών*, Α Τριμηνία 1999, σελίδες 63-69.