

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ**  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
**ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ &  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ**

**ΑΜΟΙΒΕΣ  
ΜΕΛΩΝ – ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ**

ΙΩΑΝΝΑ Α. ΤΑΞΙΔΟΥ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

***Επιβλέπουσα Καθηγήτρια : Αννίτα Φλώρου***

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ  
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2006

<b><u>1</u></b>	<b><u>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</u></b>	<b><u>2</u></b>
<b><u>2</u></b>	<b><u>ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>3</u></b>	<b><u>ΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΗ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ</u></b>	<b><u>7</u></b>
<b><u>4</u></b>	<b><u>ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΚΑΘΟΡΙΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ</u></b>	<b><u>11</u></b>
4.1	ΟΙ ΔΥΝΑΜΕΙΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	12
4.2	Η ΔΥΝΑΜΗ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ	14
<b><u>5</u></b>	<b><u>Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΑΜΟΙΒΩΝ</u></b>	<b><u>16</u></b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ</u></b>	<b><u>19</u></b>
6.1	ΜΙΣΘΟΣ (BASE/FIXED SALARY)	20
6.2	ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ	21
6.3	ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ	26
6.3.1	ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ (STOCK OPTIONS)	29
6.3.2	ΠΕΡΙΟΡΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ (RESTRICTED OPTIONS)	33
6.3.3	ΣΧΕΔΙΑ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – ΦΑΝΤΑΣΜΑ (PHANTOM STOCK PLANS)	34
6.3.4	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΠΡΟΤΡΕΠΤΙΚΑ ΣΧΕΔΙΑ (LTIPS)	35
6.4	ΛΟΙΠΕΣ ΠΑΡΟΧΕΣ (BENEFITS & PERKS)	36
6.4.1	ΠΑΡΟΧΗ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΑΥΞΗΜΕΝΗΣ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ (ENHANCED PROTECTION PROGRAM BENEFIT)	37
6.4.2	ΑΠΟΚΛΕΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΝΟΜΙΑ (PERQUISITES, PERKS)	38
6.5	ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΕΙΣ ΣΕ ΕΞΑΙΡΕΤΙΚΑ ΓΕΓΟΝΟΤΑ	39
<b><u>7</u></b>	<b><u>Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΗΣ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΗΣ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ</u></b>	<b><u>42</u></b>
<b><u>8</u></b>	<b><u>Η ΣΧΕΣΗ ΑΜΟΙΒΗΣ ΔΙΕΥΘΥΝΤΙΚΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</u></b>	<b><u>47</u></b>
<b><u>9</u></b>	<b><u>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΚΑΙ ΠΑΚΕΤΑ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ</u></b>	<b><u>52</u></b>
<b><u>10</u></b>	<b><u>Η ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΣΕ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΕΛΛΑΔΑ</u></b>	<b><u>65</u></b>
<b><u>11</u></b>	<b><u>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</u></b>	<b><u>73</u></b>
<b><u>12</u></b>	<b><u>ΠΗΓΕΣ</u></b>	<b><u>76</u></b>

# 1 Εισαγωγή

Όταν δε λειτουργούν αποτελεσματικά οι μηχανισμοί που στοχεύουν στην προστασία των μετόχων, η ανάγκη για λήψη μέτρων που θα ωθήσουν τα στελέχη των επιχειρήσεων να ενεργήσουν σύμφωνα με την επιθυμία των μετόχων γίνεται ολοένα και πιο έντονη. Η αποζημίωση των στελεχών, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ενίσχυση των δικαιωμάτων των μετόχων και τον εκσυγχρονισμό των διοικητικών συμβουλίων εφόσον τεθεί στο κατάλληλο πλαίσιο (Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2004).

Το θέμα της αποζημίωσης των στελεχών έχει βρεθεί στο επίκεντρο πολλών συζητήσεων περί εταιρικής διακυβέρνησης. Το πρόβλημα δεν δημιουργείται όταν τα στελέχη λαμβάνουν κάποιο ποσό ως αποζημίωση αλλά όταν το ποσό αυτό είναι υπερβολικό. Με δεδομένο ότι οι αποφάσεις των στελεχών επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την επίδοση της επιχείρησης, η σχεδίαση της αποζημίωσης τους θα πρέπει να γίνει με μεγάλη προσοχή. Η αποζημίωση που θα λαμβάνει το στέλεχος μπορεί να υποκινήσει το στέλεχος να πράξει σε βάρος των μετόχων και να μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης, αλλά, ταυτόχρονα, είναι και ένας τομέας όπου τα στελέχη μπορούν να έχουν συγκρουόμενα συμφέροντα με τους μετόχους.

Η αμοιβές των στελεχών επηρεάζονται από πλήθος παραγόντων, όπως είναι το μέγεθος της επιχείρησης, η ηλικία και η εμπειρία των στελεχών, αν πρόκειται για εισηγμένη ή μη εταιρεία. Η πολυπλοκότητα της αμοιβής των στελεχών θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και, προκειμένου να ερμηνευτεί σωστά και να σχεδιαστεί αποτελεσματικά, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οικονομικές, κοινωνικοπολιτικές και όχι μόνο δυνάμεις. Επίσης η πολυπλοκότητα της αποζημίωσης έχει να κάνει με την σύνθεση της. Τα πακέτα αποζημιώσεων αποτελούνται από διάφορες μορφές αμοιβών. Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση και οι μέτοχοι τους μπορούν να εκμεταλλευτούν τα διαφορετικά πλεονεκτήματα που απορρέουν από τις διαφορετικές μορφές.

Εκτός από τις δυνάμεις και τους παράγοντες που καθορίζουν την αποζημίωση, η επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών φαίνεται να έχει ένα σημαντικό ρόλο στην όλη διαδικασία. Στη συνέχεια θα αναπτύξουμε το ρόλο

τόσο της επιτροπής αμοιβών όσο και της υποχρεωτικής γνωστοποίησης πληροφοριών σχετικά με θέματα αμοιβών των στελεχών.

Εκτός από το πώς καθορίζεται η αμοιβή των στελεχών και από τους παράγοντες που επιδρούν πάνω της, έχει ενδιαφέρον η επίδραση της αποζημίωσης σε διάφορες πτυχές της δραστηριότητας της επιχείρησης. Η αμοιβή μπορεί να επιδράσει σε μεγάλο βαθμό στην επίδοση της επιχείρησης. Άλλωστε αυτός είναι και ο στόχος της, να χρησιμοποιηθεί έτσι ώστε να επηρεάσει θετικά την επίδοση της επιχείρησης και κατά συνέπεια τον πλούτο των μετόχων. Ωστόσο τα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών δεν είναι τόσο ξεκάθαρα.

Δεδομένου ότι τα στελέχη των επιχειρήσεων είναι αυτοί που λαμβάνουν τις πιο σημαντικές για την πορεία της επιχείρησης αποφάσεις, ο τρόπος που θα αποζημιωθεί το στέλεχος και τα κίνητρα που θα του δοθούν, μπορεί να τον καθοδηγήσει στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Έχει παρατηρηθεί ένα φαινόμενο μωπωπικής επενδυτικής συμπεριφοράς, που φαίνεται να συνδέεται με τις αμοιβές, και κάτι τέτοιο δεν μπορεί να παραληφθεί από μια μελέτη σχετική με την αποζημίωση ως μηχανισμός εταιρικής διακυβέρνησης. Στο τελευταίο κομμάτι της έρευνας, παρατίθενται στοιχεία σχετικά με τις τάσεις που κυριαρχούν σε θέματα αμοιβών στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με το Ηνωμένο Βασίλειο να συγκεντρώνει το ενδιαφέρον λόγω της μεγάλης βαρύτητας που δίνει στο θέμα.

## **2 Αποζημίωση στελεχών και θεωρία αντιπροσώπευσης**

Οι επιχειρήσεις, στις οποίες είναι έντονος ο διαχωρισμός μεταξύ ιδιοκτησίας και ελέγχου, βρίσκονται συχνά αντιμέτωπες με προβλήματα αντιπροσώπευσης. Σχέση αντιπροσώπευσης υπάρχει όταν ένα ή περισσότερα άτομα (εντολείς, principals) εξουσιοδοτούν κάποιον τρίτο (πράκτορας, εντολοδόχος, agent) να διεκπεραιώσει ορισμένες υποθέσεις, δίνοντας στον εντολοδόχο την δυνατότητα να αποφασίζει (Dyl, 1988). Οι μέτοχοι είναι που προσλαμβάνουν και δίνουν την εντολή στα στελέχη να δράσουν και να λάβουν τις απαραίτητες αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν την περιουσία τους. Όταν ο μάνατζερ της επιχείρησης κατέχει όλες τις μετοχές της επιχείρησης τότε δεν υπάρχει πρόβλημα αφού λογικά σκεπτόμενος θα λάβει εκείνες τις αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν την μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις όπου παρατηρείται μεγάλη διασπορά ιδιοκτησίας τις αποφάσεις δεν τις λαμβάνει ο ιδιοκτήτης αλλά τα στελέχη, που προσλαμβάνονται για τις γνώσεις τους και τις διοικητικές τους ικανότητες. Συχνά όμως τα στελέχη λαμβάνουν τις αποφάσεις με γνώμονα όχι την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων αλλά την μεγιστοποίηση του προσωπικού τους οφέλους και, κατά συνέπεια, δεν πράττουν όπως θα επιθυμούσαν οι εντολείς τους. Μπορεί να αποφεύγουν τις αποφάσεις που το προσωπικό κόστος υπερβαίνει το προσωπικό όφελος ενώ μπορεί να λαμβάνουν ανεπιφύλακτα αποφάσεις από τις οποίες θα επωφεληθούν περισσότερο απ' ότι θα επιβαρυνθούν. Σε περιπτώσεις που τα συμφέροντα του εντολέα δεν ταυτίζονται με αυτά των πρακτόρων, δημιουργείται πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Στις εισηγμένες εταιρείες τα στελέχη δεν προσλαμβάνονται απευθείας από τους μετόχους, αλλά από το Διοικητικό Συμβούλιο που εκλέγεται από τους μετόχους. Σύμφωνα με τους Jensen και Murphy (2004), το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μεγεθύνεται σε αυτή την περίπτωση αφού και τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν σχέση αντιπροσώπευσης με τους μετόχους. Επίσης οι εισηγμένες επιχειρήσεις

αντιμετωπίζουν και δυσκολίες συντονισμού των μετόχων, που θα συνέβαλε στον έλεγχο των στελεχών (Dyl, 1988).

Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου συνεπάγεται κόστη αντιπροσώπευσης για την επιχείρηση, δηλαδή τις δαπάνες με τις οποίες επιβαρύνονται οι μέτοχοι προκειμένου να ενθαρρύνουν την διοίκηση της επιχείρησης να μεγιστοποιήσει την αξία της μετοχής. Η επιχείρηση επιβαρύνεται με τα έξοδα επίβλεψης και εποπτείας της διοίκησης (monitoring costs), τα έξοδα διάρθρωσης της επιχείρησης ώστε να περιοριστούν οι ανεπιθύμητες ενέργειες εκ μέρους των διευθυντών (bonding costs) και με το ευκαιριακό κόστος που προκύπτει όταν οι περιορισμοί που επιβάλλονται από τους μετόχους περιορίζουν τη δυνατότητα ελιγμών και έγκαιρης αντίδρασης από την πλευρά της διοίκησης.

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των μετόχων και των στελεχών σχετικά με τις επενδυτικές δυνατότητες της επιχείρησης περιορίζει σημαντικά την ικανότητα των μετόχων να αξιολογήσουν σωστά το έργο των στελεχών. Έτσι δημιουργείται η ανάγκη να σχεδιαστεί ένα σύστημα αποζημίωσης που θα οδηγεί σε ταύτιση των ενδιαφερόντων των μετόχων με εκείνα των στελεχών παρέχοντας τους κίνητρα ώστε να υλοποιήσουν εκείνες τις επενδυτικές αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν τον πλούτο των μετόχων. Το κατά πόσο θα προσπαθήσουν τα στελέχη να επιδιώξουν τους στόχους των μετόχων εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο κινητοποιούνται (Ferrarini & Moloney, 2005<sup>1</sup>). Ένα σωστά σχεδιασμένο σύστημα αμοιβών θα μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Η αμοιβή των στελεχών μπορεί όμως, αντί να αμβλύνει το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, να επιφέρει τα αντίθετα αποτελέσματα (Jensen & Murphy, 2004). Οι επιτροπές καθορισμού των αμοιβών μπορεί λόγω έλλειψης πληροφόρησης, γνώσεων και διαπραγματευτικών ικανοτήτων να μην μπορούν να ανταπεξέλθουν στις σκληρές διαπραγματεύσεις με τα στελέχη, που διαπραγματεύονται για το συμφέρον τους σε αντίθεση με τα μέλη της επιτροπής που διαπραγματεύονται για το συμφέρον τρίτων, των μετόχων, και δεν διαπραγματεύονται ιδίους πόρους.

---

<sup>1</sup> Ferrarini and Moloney, 2005, "Executive Remuneration in the EU: The Context for Reform", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.21, No 2.

Οι Bebchuck και Fried (2003) διακρίνουν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις σχετικά με την σχέση μεταξύ της θεωρίας αντιπροσώπευσης και της αποζημίωσης των στελεχών. Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, αυτή του άριστου συμβολαίου (optimal contracting approach), η αποζημίωση αποτελεί τη θεραπεία του προβλήματος της αντιπροσώπευσης παρέχοντας στα στελέχη αποτελεσματικά κίνητρα στην προσπάθεια μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Σύμφωνα με την προσέγγιση του συμβολαίου, οι μέτοχοι χρησιμοποιούν την αμοιβή ως μέσο ελαχιστοποίησης του ηθικού κινδύνου που προκύπτει από τα χαμηλά ποσοστά συμμετοχής των στελεχών στην επιχείρηση ως ιδιοκτήτες (Bertrand & Mullainathan, 2000).

Η δεύτερη άποψη, η προσέγγιση της διοικητικής δύναμης (managerial power approach <sup>2</sup>), δεν βλέπει την αποζημίωση ως θεραπεία του προβλήματος της αντιπροσώπευσης αλλά μάλλον ως μέρος αυτού. Η δύναμη του στελέχους και η προσπάθεια εξαγωγής ενοικίου (managerial rent – seeking), κατά συνέπεια η επίδραση του στον καθορισμό της αμοιβής του, εκτός του ότι οδηγεί σε υπερβολικές αμοιβές, καταστρέφει τα κίνητρα που μπορεί να έχει η αποζημίωση και επιφέρει αρνητικές συνέπειες στην επίδοση της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση όσο αυξάνεται η δύναμη του στελέχους να χειραγωγεί την αρμόδια επιτροπή καθορισμού αμοιβών, τόσο βελτιώνεται η ικανότητα του να αποσπάσει «ενοίκιο», δηλαδή αποσπά όσο το δυνατόν περισσότερα. Οι μοναδικοί περιορισμοί στους οποίους υπόκειται το στέλεχος είναι η διαθεσιμότητα των πόρων και φοβίες του τύπου να μην θέλει να φανεί ότι πληρώνεται παραπάνω από το κανονικό (Bertrand & Mullainathan, 2000).

---

<sup>2</sup> Η προσέγγιση αυτή αναφέρεται ως “skimming view” στους Bertrand & Mullainathan (2000).

### 3 Κινητοποίηση διευθυντικών στελεχών

Οι ενέργειες των ανθρώπων αποτελούν ανταπόκριση σε εξωτερικά ερεθίσματα ή εσωτερικές παρορμήσεις στην προσπάθεια τους να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους. Επειδή όμως όλοι οι άνθρωποι δεν έχουν τις ίδιες ανάγκες ούτε συμπεριφέρονται με τον ίδιο τρόπο για την ικανοποίηση της ίδιας ανάγκης, η διαδικασία της υποκίνησης είναι αρκετά δύσκολη. Η επιχείρηση προκειμένου να πραγματοποιήσει τους στόχους της θα πρέπει να υποκινήσει τους εργαζόμενους της προς την κατεύθυνση των στόχων που έχει θέσει. Η συναισθηματική κατάσταση που κινεί ή παρακινεί ένα άτομο να ενεργήσει κατά ένα ορισμένο τρόπο, ο οποίος μπορεί να είναι αντίθετος με την αρχική του θέληση, με σκοπό την επίτευξη ενός συγκεκριμένου στόχου, είναι η λεγόμενη υποκίνηση. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι κάτι που υποκινεί κάποιον σε δεδομένη χρονική στιγμή, στο μέλλον μπορεί να μην λειτουργεί ως μέσο υποκίνησης του ίδιου εργαζόμενου (Henderson, 2000).

Η υποκίνηση των εργαζομένων συνδέεται με την έννοια των κινήτρων. Ως κίνητρα θεωρούνται οι προκαθορισμένες πολιτικές αμοιβών ή άλλων παροχών που σκοπό έχουν την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων. Κίνητρα μπορεί να υπάρχουν τόσο στον μακροοικονομικό τομέα (κρατικές επιχορηγήσεις για ανάπτυξη συγκεκριμένων δραστηριοτήτων και γεωγραφικών τμημάτων) όσο και στον μικροοικονομικό (πολιτικές bonus , δηλαδή παροχές ανάλογα με την αποδοτικότητα) (Λεξικό της Σύγχρονης Οικονομίας). Τα κίνητρα μπορεί να είναι χρηματοοικονομικά (π.χ. βασικός μισθός, μπόνους, συνταξιοδότηση) και μη χρηματοοικονομικά (αναγνώριση, αυτονομία κλπ). Αν οι μέτοχοι ήταν σε θέση να κατέχουν όλες τις πληροφορίες σχετικά με τις ενέργειες των στελεχών και τις επενδυτικές δυνατότητες της επιχείρησης, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων θα μπορούσε να επιτευχθεί χωρίς ιδιαίτερα εμπόδια. Εξαιτίας όμως της ασύμμετρης πληροφόρησης και του προβλήματος της αντιπροσώπευσης, η παροχή αποζημίωσης καλείται να λειτουργήσει ως κίνητρο για τα στελέχη να ενεργήσουν έτσι ώστε να αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων.



Οι Ungson και Steers (1984) διακρίνουν την επιβράβευση σε επίσημη (αποζημίωση) και ανεπίσημη (εσωτερική επιβράβευση) και θεωρούν ότι τα μεγάλα ποσά που λαμβάνουν τα στελέχη έχουν συνέπειες κινητοποίησης που δεν παραβλέπονται εύκολα, αλλά μπορούν και άλλα κίνητρα, όπως η αναγνώριση από τους συναδέλφους και το γόητρο, μπορούν να έχουν επίσης σημαντικές επιδράσεις στην κινητοποίηση των στελεχών.

Τα αποτελέσματα της αποζημίωσης, ως μέσο κινητοποίησης, μπορεί να είναι διαφορετικά και εξαρτώνται από το τι κινητοποιεί τον κάθε άνθρωπο (Finkelstein & Hambrick, 1988). Οι διαφορές στην κινητοποίηση των στελεχών εξαρτώνται από το μέγεθος της επιχείρησης, την ηλικία και την περιουσία του στελέχους αλλά και από το αν πρόκειται για εισηγμένη ή μη επιχείρηση. Εκτός από το κίνητρο της αναγνώρισης από τους συναδέλφους και την ανάγκη για δύναμη και εξουσία (Ungson & Steers, 1984), οι Finkelstein και Hambrick (1988) αναφέρουν μια σειρά κινήτρων που μπορούν να έχουν παρόμοια αποτελέσματα με μια καλή αμοιβή όπως η ανάγκη για ασφάλεια, η εσωτερική αξία της δουλειάς, η ανάγκη για επίτευγμα και η ανάγκη για επιτυχή παρουσία στην επιχειρηματική κοινότητα. Η συμβολική αξία της αποζημίωσης, δηλαδή η αξία της ως μέσο αξιολόγησης, μπορεί να έχει πιο σημαντικότερα αποτελέσματα κινητοποίησης σε άτομα που έχουν πιο έντονη την ανάγκη για επίτευγμα και αναγνώριση. Στην ίδια μελέτη οι Finkelstein και Hambrick επισημαίνουν το πρόβλημα να αντισταθμίζεται η αποτελεσματικότητα της αποζημίωσης από άλλα κίνητρα είτε να καθίσταται αναποτελεσματική ή περιττή εφόσον η συμπεριφορά, στην οποία στοχεύει η επιχείρηση, υποκινείται ήδη αποτελεσματικά με άλλα κίνητρα.

Τα κίνητρα μπορούν να επιβραβεύουν την καλή επίδοση των στελεχών είτε να τιμωρούν την άσχημη επίδοση. Έτσι τα κίνητρα διακρίνονται σε θετικά ή αρνητικά κίνητρα. Παραδείγματα θετικών και αρνητικών κινήτρων παρουσιάζονται στον πίνακα 1:

Πίνακας 1: Παραδείγματα θετικών και αρνητικών κινήτρων

Θετικά κίνητρα	Αρνητικά κίνητρα
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Επαρκής αμοιβή και άλλες παροχές</li> <li>▪ Προαγωγές στην ιεραρχία της επιχείρησης</li> <li>▪ Σταθερότητα στους όρους εργασίας</li> <li>▪ Ασφαλείς συνθήκες εργασίας</li> <li>▪ Ανταμοιβές και αναγνώριση για την επιτυχή επίδοση</li> <li>▪ Συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων και ευκαιρίες και δημιουργικότητα και πρωτοβουλία</li> <li>▪ Αυτονομία</li> <li>▪ Αυτοεκτίμηση</li> <li>▪ Δύναμη και επιρροή</li> <li>▪ Παροχή αδειών (time off)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ανεπαρκής αμοιβή και καμία άλλη παροχή</li> <li>▪ Φόβος απόλυσης</li> <li>▪ Υποβιβασμός</li> <li>▪ Ακατάλληλο περιβάλλον εργασίας</li> <li>▪ Δυσαρμονία στις σχέσεις με τους συναδέλφους</li> <li>▪ Καθόλου εξουσιοδότηση και ανάθεση μονότονης και τυποποιημένης εργασίας</li> <li>▪ Δυσπιστία προς το πρόσωπο του εργαζομένου</li> </ul>

Τα προτρεπτικά σχέδια (incentive plans) αφορούν μια σειρά κινήτρων που παρέχουν οικονομική ή μη ανταμοιβή στους εργαζόμενους που συμβάλλουν ουσιαστικά στην αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Στόχος τους είναι η ενθάρρυνση των εργαζομένων για την επίτευξη συγκεκριμένων οργανωτικών σκοπών όπως η αύξηση της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης, η αύξηση της κερδοφορίας, η μείωση του κόστους ή η βελτίωση της ποιότητας προϊόντος. Τα προτρεπτικά σχέδια θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν περισσότερο ως επένδυση για την επιχείρηση παρά ως σταθερό κόστος καθώς βελτιώνουν την επίδοση και την κερδοφορία της επιχείρησης (Henderson, 2000). Η αποτελεσματικότητα των προτρεπτικών σχεδίων, όταν συνδέονται με την επίδοση (performance – related – pay, PRP), έχουν ελάχιστα θετικά αποτελέσματα όταν:

- Υπάρχει ελλιπής εμπιστοσύνη στον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν αυτά τα σχέδια.
- Η επιχείρηση δεν μπορεί να κάνει ευρέως κατανοητές τις διαδικασίες που ακολουθούνται.

- Δεν αναπτύσσονται διαδικασίες που να συσχετίζουν τις αυξήσεις των αμοιβών με την επίδοση.
- Η αξιολόγηση της επίδοσης θεωρείται από τους εργαζόμενους ως προκατειλημμένη ή ελάχιστα συσχετιζόμενη με την ακριβή επίδοση.

Γενικότερα για να έχουν τα κίνητρα και τα προτρεπτικά σχέδια σημαντική επίδραση στη στάση και τη συμπεριφορά των εργαζομένων, θα πρέπει (Snape, Redman, Bamber, 1994):

- Να σχετίζονται με στόχους που μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά οι εργαζόμενοι
- Να είναι εμφανή σε όλους όσους αναφέρονται.
- Να είναι διαφανή και ξεκάθαρα όσον αφορά στη μέθοδο υπολογισμού και στη σχέση μεταξύ συνεισφοράς και επιβράβευσης.
- Να αποτελούν μεγάλο ποσοστό της συνολικής αποζημίωσης
- Να είναι άμεσα, δηλαδή να μην υπάρχουν μεγάλες αδικαιολόγητες καθυστερήσεις.

## 4 Παράγοντες που καθορίζουν την αποζημίωση

Η πολυπλοκότητα της αποζημίωσης των στελεχών οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι επιδρούν πάνω της ποικίλοι παράγοντες (πίνακας 2). Στον σχεδιασμό του κατάλληλου συμβολαίου θα πρέπει να ληφθούν υπόψη παράγοντες που αφορούν το «μέγεθος» της δουλειάς, τα χαρακτηριστικά των στελεχών, την αγορά εργασίας, η κατάσταση της αγοράς και η γενικότερη πολιτική αμοιβών της επιχείρησης.

### Πίνακας 2: Παράγοντες που επηρεάζουν την αμοιβή της διοίκησης

1. **«Μέγεθος» της δουλειάς**
  - Ευθύνες
  - Επίπεδο στην ιεραρχία
  - Απαιτούμενες γνώσεις ικανότητες και δεξιότητες
  - Εξωτερικά συμβόλαια
  - Πολυπλοκότητα και λήψη αποφάσεων
2. **Μεμονωμένα χαρακτηριστικά**
  - Ηλικία
  - Εμπειρία
  - Προσόντα και ειδικές ικανότητες
  - Συνεισφορά και επίδοση
  - Δυνατότητες
3. **Η αγορά εργασίας**
  - Σχετική έλλειψη
  - Τιμολόγηση με βάση την αγορά (going-rate)
4. **Η κατάσταση της αγοράς και η διάρθρωση του κόστους της επιχείρησης**
  - Η κατάσταση του κλάδου
  - Στρατηγική της επιχείρησης
  - Τεχνολογία
5. **Η πολιτική αμοιβών της επιχείρησης**

---

(Πηγή: Snape, Redman, & Baber, (1994))

Οι παράγοντες αυτοί διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: τους εξωτερικούς παράγοντες και την επίδραση των στελεχών στη διαδικασία καθορισμού της αμοιβής τους. Σύμφωνα με τους Bebchuck και Fried (2003) τα άριστα συμβόλαια αμοιβών μπορούν να προέλθουν είτε από συναλλαγή με ίσους όρους (arm's length bargaining) μεταξύ του συμβουλίου και των στελεχών, είτε από περιορισμούς της αγοράς που παρακινούν την υιοθέτηση τέτοιων συμβολαίων ακόμα και ελλείψει συναλλαγών με ίσους όρους. Στη συνέχεια θα αναπτύξουμε τις δυνάμεις της αγοράς και τη δύναμη του συμβουλίου και των στελεχών ως παράγοντες που επιδρούν άμεσα στη διαδικασία καθορισμού της σύνθεσης και του ύψους της αποζημίωσης.

#### **4.1 Οι δυνάμεις της αγοράς**

Η προσφορά και η ζήτηση στην αγορά των στελεχών καθορίζει ένα ελάχιστο επίπεδο κι ένα εύρος αμοιβής βάσει των οποίων προκύπτει το ελάχιστο, και σε ορισμένες περιπτώσεις, και το μέγιστο όριο αμοιβής για τα στελέχη σε μια συγκεκριμένη βιομηχανία. Η αποζημίωση των στελεχών, υπό αυτή την οπτική γωνία, είναι ενδεικτική της αξίας που έχει το στέλεχος για την επιχείρηση έχοντας λάβει υπόψη το συμβούλιο τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά των στελεχών.

Η αγορά των στελεχών, σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988), δεν είναι μια αποτελεσματική αγορά εξαιτίας της υπερπληθώρας των ατόμων που δηλώνονται ως στελέχη. Η υπερπληθώρα και η αμφιβολία ως προς το ποιος είναι διαθέσιμος για μια συγκεκριμένη θέση και που μπορεί να βρεθεί αυτό το άτομο, δημιουργεί μια τάση που οδηγεί σε υψηλούς μισθούς στελεχών από την πλευρά της προσφοράς.

Από την πλευρά της ζήτησης, η επιχειρήσεις εμφανίζονται συχνά διστακτικές στην αναζήτηση στελεχών σε χώρους που δε περιορίζονται μόνο στο στενό περιβάλλον της επιχείρησης, δηλαδή τα συμβούλια των επιχειρήσεων σπανίως θα απευθυνθούν στην ευρύτερη αγορά των στελεχών, προκειμένου να καλύψουν μια θέση, και θα προτιμήσουν κάποιον που εργάζεται ήδη στην επιχείρηση (Finkelstein και Hambrick, 1988). Αυτή η

ενέργεια αυτομάτως περιορίζει τον αριθμό των υποψηφίων στελεχών και ανεβάζει την αμοιβή των στελεχών.

Η διαπραγμάτευση των μισθών σε μια τέτοια αγορά, όπου ο αριθμός των κατάλληλων υποψηφίων είναι άγνωστος, κλίνει υπέρ των στελεχών καθώς το συμβούλιο, όταν βρει τον καταλληλότερο για την θέση, με τον φόβο ότι μπορεί να μην επιτευχθεί συμφωνία είναι διατεθειμένο να του δώσει μια αυξημένη αμοιβή προκειμένου να διασφαλίσει τις υπηρεσίες του (Jensen & Murphy, 2004). Το διοικητικό συμβούλιο έχει την υποχρέωση να προσλαμβάνει και να απολύει τα διευθυντικά στελέχη. Έχοντας προσελκύσει τα κατάλληλα στελέχη και με δεδομένο ότι όσο πιο ανταγωνιστική γίνεται η αγορά των στελεχών, τόσο πιο δύσκολο είναι να βρεί τον κατάλληλο υποψήφιο, το διοικητικό συμβούλιο θα προσπαθήσει να κρατήσει τα ταλαντούχα στελέχη ακόμα κι αν η επίδοση τους δεν είναι η αναμενόμενη (Ungson & Steers, 1984).

Η αγορά στελεχών, σύμφωνα με τον Gordon (2006), παρουσιάζει ορισμένα χαρακτηριστικά που είναι επιβλαβή για την επιχείρηση. Πρόκειται για μια αγορά που δεν υπάρχουν πολλοί αγοραστές και πωλητές (thin), οι υπηρεσίες των στελεχών είναι αδιαίρετες και συνυφασμένες με μακροχρόνια καριέρα και επενδύσεις σε ανθρώπινο κεφάλαιο (lumpy), οι στόχοι και οι μετρήσεις μεταβάλλονται με τον χρόνο (relational), και η αμοιβή αξιολογείται τόσο σε σχετικά όσο και σε απόλυτα μεγέθη (positional).

Συνήθως τα συμβούλια αναθέτουν σε συμβούλους επιχειρήσεων την διεξαγωγή έρευνας σχετικά με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά όσον αφορά στην αμοιβή των στελεχών. Ο ρόλος των συμβούλων συχνά δημιουργεί ατέλειες. Οι ατέλειες αυτές είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι συμβουλευτικές εταιρείες είναι υπέρμαχοι της άποψης ότι η αμοιβή των στελεχών θα πρέπει να είναι ανάλογη του μεγέθους της επιχείρησης και δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στη συγκρισιμότητα του επιχείρησης με ανάλογες επιχειρήσεις σε θέματα αμοιβών. Έτσι παραμερίζουν τη συμβολή των στελεχών σύμφωνα με την οποία θα έπρεπε κανονικά να αμείβονται (Finkelstein & Hambrick, 1988). Με αυτό τον τρόπο οδηγούν την αγορά των στελεχών σε ομοιογένεια, με αποτέλεσμα άλλα στελέχη να αμείβονται είτε περισσότερο είτε λιγότερο από αυτό που πραγματικά αξίζουν.

## **4.2 Η δύναμη του συμβουλίου και των στελεχών**

Η διαδικασία του καθορισμού των μισθών υπόκειται σε συγκρούσεις μεταξύ των διαπραγματευόμενων μερών. Το αποτέλεσμα εξαρτάται από τη δύναμη και τις προτιμήσεις τόσο του συμβουλίου όσο και των στελεχών. Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης, που αναφέραμε παραπάνω, κάνει απαραίτητη την καθιέρωση και τη διατήρηση ενός συστήματος αποζημίωσης που θα υποκινεί το στέλεχος να ενεργήσει κατά τέτοιο τρόπο που θα διασφαλίζει τα συμφέροντα των μετόχων. Το συμβούλιο μπορεί να αποτελείται από μέλη που δεν κατέχουν μετοχές της επιχείρησης. Σε αυτή την περίπτωση τα μέλη του συμβουλίου είναι εντολοδόχοι, με αποτέλεσμα να υπάρχει και εδώ πρόβλημα αντιπροσώπευσης. Ο βαθμός, κατά τον οποίο το συμβούλιο θα πράξει προς όφελος των μετόχων, εξαρτάται από το ποσοστό των μετοχών που κατέχεται από τα μέλη του συμβουλίου.

Οι προτιμήσεις των μελών του συμβουλίου, που σχετίζονται με την κοινωνική τους θέση, μπορούν να επηρεάσουν την διαδικασία καθορισμού των αμοιβών των στελεχών της επιχείρησης. Τα μέλη του συμβουλίου μπορεί να πιστεύουν ότι η αξία τους είναι ενδεικτική της υπόστασης των στελεχών της επιχείρησης, και κατά συνέπεια του μισθού τους. Προκειμένου να βελτιώσουν την κοινωνική τους θέση, είναι πιθανό να δώσουν μεγαλύτερη αμοιβή στα στελέχη.

Στη διαμόρφωση του ύψους και του «πακέτου» αποζημίωσης, το στέλεχος δεν θα μείνει άπραγος, αφού είναι ο άμεσος ενδιαφερόμενος. Οι ενέργειες στο τραπέζι των διαπραγματεύσεων εξαρτώνται από την δύναμη που έχει. Τα στελέχη που κατέχουν μεγάλο μερίδιο των μετοχών της επιχείρησης ή που έχουν μεγάλο χρόνο προϋπηρεσίας στην εταιρεία ή που ασκούν έντονο έλεγχο στην ανώτατη διοικητική ομάδα έχουν αυξημένη δύναμη στο παιχνίδι των διαπραγματεύσεων (Ungson & Steers, 1984). Η μεγάλη ποικιλία τόσο στο ύψος των αμοιβών, όσο και στα συστατικά μέρη της αποζημίωσης αφήνει μεγάλα περιθώρια για διαπραγματεύσεις.

Σύμφωνα με τον Gordon (2006) το πλεονέκτημα των στελεχών έναντι του συμβουλίου πηγάζει από: (1) την δυνατότητα των στελεχών να επιλέξουν και να κρατήσουν τα μέλη του συμβουλίου, (2) την παντελή ανυπαρξία των μετόχων στην επιλογή των μελών του συμβουλίου, που θα ενίσχυε την ανεξαρτησία τους, (3) την χρήση συμβούλων σε θέματα αμοιβών και (4) την επιχειρηματική ελίτ που επωφελείται από την κλιμάκωση των αποζημιώσεων. Η δύναμη των στελεχών στη διαπραγμάτευση της αμοιβής τους αυξάνεται όταν: i) το διοικητικό συμβούλιο δεν έχει μεγάλη δύναμη ή αποτελεσματικότητα ii) δεν υπάρχει μεγάλος εξωτερικός μέτοχος iii) υπάρχουν ελάχιστοι θεσμικοί επενδυτές και iv) τα στελέχη προστατεύονται από συμφωνίες σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων (Bebchuck & Fried, 2003). Η δύναμη του συμβουλίου είναι μικρή π.χ. όταν αποτελείται από πολλά μέλη, όταν πολλοί διευθυντές έχουν διοριστεί από τα στελέχη, όταν τα στελέχη είναι ταυτόχρονα και πρόεδροι του συμβουλίου (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

Τα στελέχη μπορούν να διαπραγματευτούν καλύτερα εάν μπορούν με κάποιο τρόπο να ασκήσουν πιέσεις σε αυτούς που καθορίζουν την αμοιβή. Το συμβούλιο και η επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών αποφασίζουν σχετικά με το ύψος και με τη δομή της αποζημίωσης στηριζόμενοι στην έκθεση των συμβούλων. Τα στελέχη σε πολλές περιπτώσεις μπορούν να επηρεάσουν τα αποτελέσματα αυτών των εκθέσεων. Τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να γίνει κάτι τέτοιο θα το αναπτύξουμε σε επόμενο κεφάλαιο για το ρόλο της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών.



## 5 Ο ρόλος της επιτροπής προσδιορισμού αμοιβών

Το διοικητικό συμβούλιο, όπως προαναφέραμε, έχει την ευθύνη να προσλαμβάνει και να απολύει τα στελέχη. Επιπλέον, έχει την ευθύνη καθορισμού της αμοιβής των στελεχών. Είναι σύνηθες φαινόμενο, στις μικρές επιχειρήσεις, το διοικητικό συμβούλιο να έχει αποκλειστικά την ευθύνη προσδιορισμού των αμοιβών. Εντούτοις, στις μεγάλες επιχειρήσεις, συστήνεται μια επιτροπή, η λεγόμενη επιτροπή προσδιορισμού αμοιβών (compensation committee ή remuneration committee), που είναι υπεύθυνη για το σχεδιασμό και τον καθορισμό της αποζημίωσης των υψηλόβαθμων στελεχών της επιχείρησης. Αυτή η επιτροπή συνήθως αποτελείται από δύο ή και περισσότερους εξωτερικούς διευθυντές, οι οποίοι δεν έχουν υπάρξει εργαζόμενοι της επιχείρησης και δεν έχουν κάποιο επιχειρηματικό δεσμό με την εταιρία, προκειμένου να διασφαλιστεί η ανεξαρτησία τους και να περιοριστούν οι συγκρούσεις συμφερόντων.

Ο ρόλος που καλείται να παίξει η επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών είναι σύνθετος καθώς επιφορτίζεται με ένα πλήθος ευθυνών και υποχρεώσεων όπως<sup>3</sup>:

- ✓ Να εγκρίνει κάθε σχέδιο αμοιβής που μπορεί να συμμετάσχουν τα στελέχη.
- ✓ Να προτείνει και/ή να εγκρίνει την αποζημίωση των στελεχών στο διοικητικό συμβούλιο.
- ✓ Να προτείνει το πακέτο αμοιβών των μελών του συμβουλίου.
- ✓ Να καθορίσει τα κριτήρια επίδοσης και τους στόχους επίδοσης για ετήσια και μακροπρόθεσμα σχέδια.
- ✓ Να εγκρίνει τον συνολικό προϋπολογισμό αμοιβών της εταιρίας και
- ✓ Να καθορίσει την φιλοσοφία και την κουλτούρα αμοιβών της επιχείρησης.

Η επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών συνήθως δεν πραγματοποιεί μελέτες για τον προσδιορισμό του επιπέδου της αμοιβής και για τα προγράμματα κινήτρων που παρέχουν οι ανταγωνιστές τους στα στελέχη

---

<sup>3</sup> Διαθέσιμο στο [www.compensationresources.inc](http://www.compensationresources.inc)

τους. Την ευθύνη αυτής της έρευνας την αναλαμβάνει το τμήμα ανθρωπίνου δυναμικού, που με τη σειρά του την αναθέτει ως επί τω πλείστο σε κάποια εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων. Η διαδικασία που θα πρέπει η επιτροπή να ακολουθήσει, αφότου πάρει την έκθεση των συμβούλων, είναι (Martocchio, 1998):

1. Να επιθεωρήσει τις υποδείξεις των συμβούλων.
2. Να συζητήσει τα προτερήματα και τα μειονεκτήματα αυτών των υποδείξεων, λαμβάνοντας υπόψη τις απαιτήσεις του νομοθετικού πλαισίου.
3. Να υποδείξει την καλύτερη πρόταση των συμβούλων στο διοικητικό συμβούλιο.

Το διοικητικό συμβούλιο στη συνέχεια είτε θα εγκρίνει είτε θα απορρίψει την τελική πρόταση της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών. Όσο πιο μεγάλη και πιο σύνθετη είναι η επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερη είναι η ευθύνη που έχει η επιτροπή αμοιβών. Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν συνήθως ένα πλήρως επανδρωμένο «Γραφείο Αποζημίωσης Στελεχών» που διοικείται από έναν αντιπρόεδρο και είναι υπόλογος στο τμήμα ανθρωπίνου δυναμικού, σε αντίθεση με τις μικρότερες σε μέγεθος και πολυπλοκότητα επιχειρήσεις που αναφέρεται απευθείας στο τμήμα ανθρωπίνου δυναμικού (Murphy, 1999).

Ενώ δεν φαίνεται κάποια άμεση εμπλοκή των στελεχών στην διαδικασία καθορισμού του ύψους και της σύνθεσης της αποζημίωσης τους, η διαδικασία αυτή μπορεί να υποκρύπτει ορισμένες ατέλειες, καθώς τα στελέχη μπορούν άμεσα να ασκήσουν πιέσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας των συμβούλων, πριν σταλούν στην επιτροπή προσδιορισμού, στέλνονται πρώτα στα διοικητικά στελέχη για έγκριση. Το γεγονός ότι οι αρχικές συστάσεις γίνονται ουσιαστικά από την διοίκηση της επιχείρησης, θέτει υπό αμφισβήτηση την ακεραιότητα των αποτελεσμάτων της έρευνας. Σύμφωνα με τους Jensen και Murphy (2004), για να βελτιωθεί η διαδικασία προσδιορισμού της αμοιβής θα πρέπει η επιτροπή να αναλάβει τον πλήρη έλεγχο ζητώντας τα αποτελέσματα της έρευνας να στέλνονται απευθείας σε αυτή, χωρίς να χρειάζεται να πάρουν την έγκριση των διοικητικών στελεχών. Το ίδιο ισχύει και για τους συμβούλους και για τους ειδικούς διαμεσολαβητές, που θα πρέπει να προσλαμβάνονται απευθείας από την επιτροπή και να είναι υπόλογοι σε αυτή και όχι στη διοίκηση της επιχείρησης. Όταν το σύστημα της εταιρικής διακυβέρνησης είναι

ορθά σχεδιασμένο (π.χ. υπάρχει τουλάχιστον ένας μεγάλος μέτοχος), ο ρόλος της επιτροπής προσδιορισμού αμοιβών γίνεται πιο εύκολος και οι πιθανότητες για επίτευξη του άριστου, από την πλευρά των μετόχων, πακέτου αποζημίωσης αυξάνονται (Bertrand & Mullainathan, 2000).

Γενικότερα, έχει παρατηρηθεί μια τάση που ευνοεί τα στελέχη σε θέματα αμοιβών, καθώς οι αρμόδιες επιτροπές μη θέλοντας να έρθουν σε σύγκρουση με επιτυχημένα στελέχη με τα οποία θα συνεχίσουν να συνεργάζονται, τείνουν να κάνουν λάθη, χωρίς πρόθεση, υπέρ των στελεχών. Οι Bebchuck και Fried (2003) υποδεικνύουν τρεις λόγους για τους οποίους οι διευθυντές δεν επιθυμούν να έρθουν σε αντιπαράθεση με τα στελέχη. Πρώτον, το γεγονός ότι οι διευθυντές διορίζονται επιλεκτικά από τα στελέχη αποτελεί ένα κίνητρο να προχωρήσουν σε μια υψηλή αμοιβή, μέσα σε λογικά πλαίσια, που θα ευχαριστήσει τα στελέχη. Δεύτερον, επειδή η διαδικασία επιλογής των διευθυντών σε άλλες επιχειρήσεις συνδέεται με καλές συστάσεις, οι διευθυντές θα αποφύγουν συγκρούσεις με στελέχη που πιθανότατα θα τους προτείνουν σε άλλες επιχειρήσεις. Τέλος, η αντιπαράθεση με τα στελέχη μπορεί να οδηγήσει σε περικοπές εκτάκτων αμοιβών και παροχών των διευθυντών.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των Conyon και Peck (1998), σχετικά με το ρόλο της επιτροπής προσδιορισμού αμοιβών. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη μιας τέτοιας επιτροπής έχει θετικά αποτελέσματα στο επίπεδο της αμοιβής των στελεχών. Η σύνθεση αυτής της επιτροπής συνδέεται κι αυτή με την αμοιβή. Όσο μεγαλύτερη η αναλογία των εξωτερικών ανεξάρτητων μελών, τόσο μεγαλύτερη η αμοιβή των στελεχών ενώ ταυτόχρονα είναι πιο έντονη η σύγκλιση των συμφερόντων των στελεχών με των μετόχων.

## 6 Η δομή της αποζημίωσης

Σύμφωνα με τους Jensen και Murphy (2004) αποτελεσματικό είναι εκείνο το πακέτο αποζημίωσης που είτε μεγιστοποιεί το όφελος των εργαζομένων με δεδομένο το κόστος για την επιχείρηση είτε ελαχιστοποιεί το κόστος για την επιχείρηση δεδομένου του οφέλους των εργαζομένων. Στόχος ενός καλοσχεδιασμένου πακέτου αμοιβών είναι:

- Να προσελκύσει τα σωστά στελέχη στο μικρότερο δυνατό κόστος.
- Να συγκρατήσει τα σωστά στελέχη με το μικρότερο δυνατό κόστος και να ωθήσει τα σωστά στελέχη να φύγουν την κατάλληλη στιγμή.
- Να κινητοποιήσει τα στελέχη να λάβουν μέτρα που θα μεγιστοποιούν την μακροπρόθεσμη αξία των μετόχων και να αποφύγουν πράξεις που καταστρέφουν την αξία.

Η σύνθεση του «πακέτου» αποζημίωσης μπορεί να παίξει καθοριστικό ρόλο στην επίτευξη κάποιων από τους παραπάνω στόχους. Έστω ότι έχουμε τρία διαφορετικά πακέτα αποζημίωσης, στο πρώτο περιλαμβάνεται ένας υψηλός μισθός αλλά όχι κάποιο πρόγραμμα συνταξιοδότησης, στο δεύτερο ο μισθός είναι χαμηλός αλλά παρέχεται ένα γενναιόδωρο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα και στο τρίτο πακέτο παρέχεται ένας χαμηλός μισθός αλλά υψηλές πιθανότητες μπόνους. Η δομή του δεύτερου προσφέρει ισχυρότερα κίνητρα διατήρησης του κατάλληλου προσωπικού, ενώ το τρίτο πακέτο προσφέρει ισχυρότερα κίνητρα κινητοποίησης. Επίσης η δομή του «πακέτου» αποζημίωσης πιθανόν να καθορίσει το τύπο του στελέχους που θα προσληφθούν. Το πακέτο με το πρόγραμμα συνταξιοδότησης θα προσελκύσει στελέχη που σκοπεύουν να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα. Το δε πακέτο με τα μπόνους απευθύνεται περισσότερο σε στελέχη που δεν απεχθάνονται τον κίνδυνο, είναι αισιόδοξα και γνωρίζουν και στηρίζονται στις ικανότητες τους.

Τα «πακέτα» αποζημίωσης μπορούν να διαφέρουν μεταξύ εταιριών διαφορετικού κλάδου αλλά και μεταξύ των εταιριών του ίδιου κλάδου. Επίσης τα πακέτα αμοιβών των στελεχών διαφέρουν από τα «πακέτα» αποδοχών των μη στελεχών ως προς τη σύνθεση. Στα πακέτα των στελεχών κυριαρχεί η

μακροπρόθεσμη και η αναβαλλόμενη αποζημίωση έναντι της βραχυπρόθεσμης αμοιβής.

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να μελετήσουμε τις κυριότερες μορφές αποζημίωσης στελεχών. Θα τις διακρίνουμε στον σταθερό μισθό (base ή fixed salary), στην βραχυχρόνια αποζημίωση, στην μακροχρόνια αποζημίωση, λοιπές παροχές (benefits & perquisites/perks) και τις αποζημιώσεις σε εξαιρετικά γεγονότα.

### **6.1 Μισθός (base/fixed salary)**

Ο βασικός μισθός είναι το σταθερό μέρος της ετήσιας αποζημίωσης με τη μορφή μετρητών. Είναι από τα συστατικά μέρη της αποζημίωσης στο οποίο δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα οι μάνατζερς καθώς αποτελεί την βάση υπολογισμού άλλων μορφών αποζημίωσης όπως τα μπόνους, οι συντάξεις κλπ και μια αύξηση στον βασικό μισθό συνεπάγεται αυτομάτως αύξηση και άλλων συστατικών της αποζημίωσης. Αν και παρουσιάζει ελάχιστη αύξηση από έτος σε έτος επειδή δεν εμπεριέχει κίνδυνο, τα στελέχη που αποστρέφονται τον κίνδυνο προτιμούν αύξηση του σταθερού μισθού από ισόποση αύξηση σε κάποιο μεταβαλλόμενο μέρος. Την δεκαετία του 1970, τα πακέτα αποζημίωσης αποτελούνταν σχεδόν εξ ολοκλήρου από τον βασικό μισθό και τα ετήσια μπόνους που συνδέονταν με την επίδοση.

Καθορίζεται στις αρχές κάθε έτους και αποτελεί συνάρτηση του μεγέθους της επιχείρησης και των μισθών που προσφέρουν οι ανταγωνιστές (Mirghy, 1999). Από έρευνες των μισθών που προσφέρουν οι ανταγωνιστές η επιχείρηση προσπαθεί να καθορίσει το ποσό εκείνο του ετήσιου μισθού που θα είναι ανταγωνιστικό και θα μπορέσει να προσελκύσει ικανά στελέχη με το μικρότερο κόστος. Οι μισθοί που βρίσκονται στο δεύτερο τεταρτημόριο θεωρούνται χαμηλοί και δεν είναι ανταγωνιστικοί και κατά συνέπεια ανταγωνιστικοί είναι οι μισθοί που βρίσκονται πάνω από το πενήντα τοις εκατό.

## 6.2 Βραχυχρόνια αποζημίωση

Τα στελέχη των επιχειρήσεων λαμβάνουν συνήθως κάθε χρόνο και κάποιο ποσό επιπλέον από τον μισθό. Το ποσό αυτό δίνεται ως μπόνους και στις περισσότερες περιπτώσεις συνδέεται με την επίδοση μιας περιόδου. Σκοπός των μπόνους είναι να κινητοποιήσει τα στελέχη προς την κατεύθυνση των στόχων που έχει θέσει. Χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση ως έπαινος των στελεχών για την επίτευξη κάποιων βραχυπρόθεσμων στόχων της, ενώ μπορεί να συνδέονται και με κάποιο συστατικό μέρος ενός πιο μακροπρόθεσμου στόχου της επιχείρησης. Σε περίπτωση μη επίτευξης των στόχων που θέτει η διοίκηση, το στέλεχος δεν θα λάβει κάποιο ποσό ως μπόνους.

Τα ετήσια μπόνους μπορεί να παίρνουν την μορφή αποζημίωσης με μετοχές, αλλά στο μεγαλύτερο τους ποσοστό πρόκειται για αποζημίωση με μετρητά. Τα ετήσια μπόνους με μορφή μετρητών παρουσιάζουν ορισμένα πλεονεκτήματα έναντι των σχεδίων αποζημίωσης βάσει μετοχών (equity – based plans). Σύμφωνα με τους Jensen και Murphy (2004) αυτά είναι:

- i. Τα ετήσια μπόνους δημιουργούν, με τον κατάλληλο σχεδιασμό, κίνητρα για επίτευξη συγκεκριμένων στόχων που οδηγούν σε δημιουργία αξίας. Τα προγράμματα αποζημίωσης βάσει μετοχών στοχεύουν στην αύξηση της τιμής της μετοχής, πράγμα που μπορεί να αποβεί εις βάρος της επιχείρησης.
- ii. Τα ετήσια μπόνους, ως μέσο κινητοποίησης, είναι κατάλληλα για μεγαλύτερο εύρος εργαζομένων σε αντίθεση με τα προγράμματα αποζημίωσης βάσει μετοχών τους να επηρεάσουν τη τιμή της μετοχής.
- iii. Τα ετήσια μπόνους προσφέρουν άμεσα και απτά κίνητρα που παίρνουν την μορφή χρηματικής αμοιβής, εν αντιθέσει με την αποζημίωση με μετοχές που τα οφέλη από αυτή την αποζημίωση φαντάζουν μακρινά και αβέβαια.

Βέβαια, όπως κάθε τύπος αποζημίωσης, έτσι και τα ετήσια μπόνους αν δεν σχεδιαστούν ορθά μπορεί να επιφέρουν τα αντίθετα αποτελέσματα, δηλαδή κίνητρα που οδηγούν σε καταστροφή και όχι σε δημιουργία αξίας. Πολλά μπόνους παρέχουν κίνητρα για να καταστραφούν πολύτιμες

πληροφορίες, χρήσιμες για την αποτελεσματική συνεργασία των τμημάτων μεγάλων και πολύπλοκων επιχειρήσεων, καθώς και κίνητρα στα εμπλεκόμενα μέρη να συμμετάσχουν σε ψευδή και ανήθικες συμπεριφορές. Στο σχεδιασμό τους θα πρέπει να λάβουμε υπόψη τρεις παραμέτρους (Murphy, 1999): τον τρόπο μέτρησης της επίδοσης (performance measures), τα πρότυπα επίδοσης (performance standards) και τη σχέση επίδοσης – αμοιβής (pay – performance relations).

Για την μέτρηση της επίδοσης χρησιμοποιούνται τόσο χρηματοοικονομικά όσο και μη χρηματοοικονομικά μεγέθη. Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη που συνήθως χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις είναι το καθαρό εισόδημα, το εισόδημα προ φόρων, τα λειτουργικά κέρδη και η οικονομική προστιθέμενη αξία, τα κέρδη ανά μετοχή κλπ. Η ικανοποίηση του πελάτη, οι λειτουργικοί και στρατηγικοί σκοποί της επιχείρησης και η ασφάλεια των εγκαταστάσεων αποτελούν μερικά από τα μη χρηματοοικονομικά μεγέθη που χρησιμοποιούν στον καθορισμό του ετησίου μπόνους. Ο καθορισμός της αμοιβής δεν θα πρέπει να γίνεται μόνο βάσει της άμεσης συνεισφοράς του στελέχους, αλλά και βάσει της μακροπρόθεσμης επίδοσης της επιχείρησης ως απόρροια αυτής της αμοιβής.

Τα χρηματοοικονομικά μεγέθη συνήθως προτιμούνται από τις επιχειρήσεις επειδή γίνονται εύκολα αντιληπτά και μπορούν να διασταυρωθεί η αλήθεια των στοιχείων. Δεν είναι όμως λίγες οι περιπτώσεις που τα χρηματοοικονομικά μεγέθη χειραγωγούνται. Ένα μειονέκτημα που αφορά στα χρηματοοικονομικά μεγέθη είναι ο βραχυπρόθεσμος ορίζοντας στον οποίο αναφέρονται. Τα λογιστικά κέρδη αφορούν βραχυχρόνιο ορίζοντα και η προσήλωση μόνο σε αυτά μπορεί να βλάψουν την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Για αυτό καλό είναι να χρησιμοποιούνται και τα μη χρηματοοικονομικά μεγέθη στον καθορισμό των ετήσιων μπόνους.

Η χρήση του κατάλληλου μεγέθους μέτρησης της επίδοσης είναι μέγιστης σημασίας για την υγιή και ορθή λειτουργία της επιχείρησης. Π.χ. το καθαρό εισόδημα παρέχει κίνητρα για αύξηση των λογιστικών κερδών αλλά ταυτόχρονα αγνοεί το κόστος κεφαλαίου, πράγμα που μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την πορεία της επιχείρησης. Η κινητοποίηση των εργαζομένων δεν μπορεί να είναι αποτελεσματική αν τα μεγέθη επιδόσεως δεν επηρεάζονται από τις ενέργειες των εργαζομένων. Το ίδιο αποτέλεσμα είναι πιθανό να

εξαχθεί και στην περίπτωση που οι εργαζόμενοι δεν καταλαβαίνουν πως οι ενέργειες τους επιδρούν σε αυτά.

Τα ετήσια μπόνους δεν καθορίζονται βάσει ενός μεγέθους μέτρησης αλλά συνήθως βάσει ενός μεγέθους επίδοσης σε σχέση όμως με κάποιο πρότυπο.

Ο Murphy (1999) διαπιστώνει ότι τα πρότυπα αυτά μπορούν να είναι:

- **Προϋπολογιστικά πρότυπα (budget standards):** όπου η επίδοση συγκρίνεται με τους στόχους που έχει θέσει η επιχείρηση στην αρχή της περιόδου, π.χ. το καθαρό εισόδημα συγκριτικά με το προϋπολογισθέν καθαρό εισόδημα.
- **Πρότυπα παρελθόντων ετών (prior – year standards):** κατά τα οποία εξετάζεται η από έτος σε έτος ανάπτυξη ή βελτίωση, π.χ. τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή του προηγούμενου έτους.
- **Αυτεξούσια πρότυπα (discretionary standards):** όπου η διοίκηση της επιχείρησης θέτει κάποια επίδοση στόχο, λαμβάνοντας υπόψη το επιχειρηματικό πλάνο, την από έτος σε έτος επίδοση και τις δυσκολίες επίτευξης της προϋπολογισθείσας επίδοσης.
- **Πρότυπα ομότιμης ομάδας (peer group standards):** η επίδοση σε αυτά τα πρότυπα εξετάζεται σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του κλάδου ή της αγοράς.
- **Πρότυπα αμετάβλητα με το χρόνο (timeless standards):** το πρότυπο που επιλέγεται εδώ για την μέτρηση της επίδοσης παραμένει σταθερό μέσα στο χρόνο (π.χ. ποσοστό απόδοσης ενεργητικού 10% κάθε έτος) ή η μεταβολή του δεν επηρεάζεται από την τρέχουσα επίδοση.
- **Πρότυπα κόστους κεφαλαίου (cost of capital standards):** βασίζονται στο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, π.χ. EVA

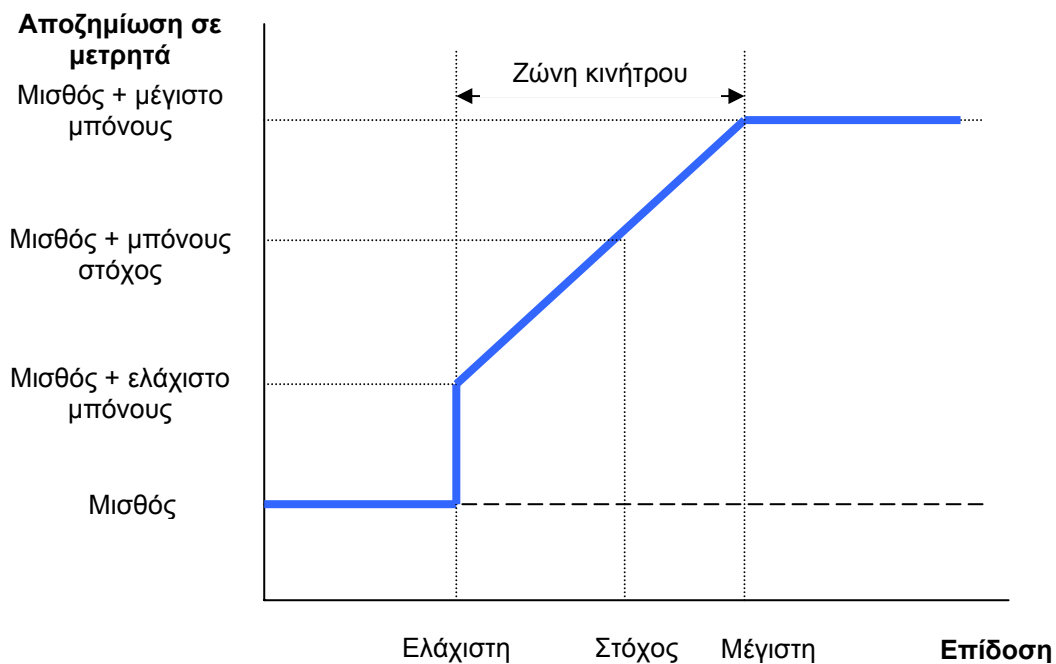
Η διαδικασία καθορισμού του προτύπου, βάσει του οποίου θα καθοριστεί εν συνεχεία η αμοιβή των στελεχών, εξαρτάται από τον βαθμό επηρεασμού των προτύπων από αυτούς. Το μπόνους μπορεί να αυξηθεί είτε μέσω αύξησης των μεγεθών επίδοσης είτε μέσω μείωσης των προτύπων επίδοσης. Τα προϋπολογιστικά πρότυπα και τα πρότυπα παρελθόντων ετών μπορούν πιο εύκολα να επηρεαστούν από τις ενέργειες των στελεχών. Τα στελέχη θα προσπαθήσουν να περιορίσουν ενέργειες που θα αποφέρουν υπερβολικά



θετικά αποτελέσματα, γεγονός που θα προκαλέσει αύξηση του προτύπου επίδοσης του επόμενου έτους και κατά συνέπεια θα συρρικνώσει το μπόνους της επόμενης χρονιάς.

Αντιθέτως τα πρότυπα που παραμένουν αμετάβλητα με την πάροδο του χρόνου όπως και τα πρότυπα της ομότιμης ομάδας δεν επηρεάζονται τόσο εύκολα από τα στελέχη καθώς είναι πρότυπα «εξωτερικώς καθοριζόμενα». Σύμφωνα με μελέτη του Murphy (2001) τα στελέχη που εργάζονται σε επιχειρήσεις που καθορίζουν τα μπόνους βάσει «εξωτερικώς καθοριζόμενων» προτύπων συνήθως αμείβονται περισσότερο από ότι συνάδελφοι τους που εργάζονται σε επιχειρήσεις με «εσωτερικά καθοριζόμενα» πρότυπα (π.χ. προϋπολογιστικά πρότυπα, πρότυπα ομότιμης ομάδας).

Τέλος, για να ολοκληρωθεί η διαδικασία καθορισμού του ετήσιου μπόνους, θα πρέπει να προσδιοριστεί η σχέση αμοιβής και επίδοσης. Μια από τις συχνότερες δομές αμοιβής - επίδοσης είναι το σχέδιο 80/120 που απεικονίζεται στο σχήμα 1. Σύμφωνα με αυτό το σχέδιο η επιχείρηση θέτει κάποια επίδοση στόχο (target bonus). Τα στελέχη λαμβάνουν μόνο τον μισθό και δεν δίνεται κάποιο μπόνους αν δεν επιτευχθεί κάποια ελάχιστη επίδοση (performance threshold) (π.χ. 80% της επίδοσης στόχου). Για επίτευξη της ελάχιστης επίδοσης τα στελέχη θα λάβουν το ελάχιστο μπόνους. Όσο αυξάνεται η επίδοση πάνω από την ελάχιστη επίδοση, αυξάνεται και το ποσό που λαμβάνουν ως μπόνους. Η αύξηση του μπόνους δεν γίνεται επ' αόριστον. Η επιχείρηση θέτει ανώτατο όριο ως ποσοστό της επίδοσης στόχου (bonus "cap") για το οποίο θα δώσει και το μέγιστο μπόνους στα στελέχη π.χ. 120% της επίδοσης - στόχου. Πάνω από αυτό το ποσοστό, όσο κι αν αυξηθεί η επίδοση της επιχείρησης το στέλεχος δεν θα αποκομίσει κάποιο επιπρόσθετο όφελος. Επομένως το στέλεχος θα λάβει μπόνους μόνο για επίτευξη επίδοσης μεταξύ 80% και 120% της επίδοσης - στόχου, και επειδή μέσα σε αυτό το διάστημα η αύξηση της επίδοσης συνεπάγεται αύξηση του μπόνους που θα λάβει η ζώνη αυτή μεταξύ 80% και 120% ονομάζεται «ζώνη κινήτρου». Τα ποσοστά (80%, 120%) μπορούν να διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση.



Σχήμα 1: Ο μισθός και το μπόνους σε ένα τυπικό σχέδιο μπόνους.

Το μειονέκτημα με αυτό το σχέδιο είναι ότι όταν τα στελέχη αντιληφθούν ότι τα πρότυπα που έχει θέσει η επιχείρηση για την τρέχουσα περίοδο είναι σχεδόν ανέφικτα, δηλαδή αρκετά πιο κάτω από το 80% της επίδοσης στόχου, και δεν πρόκειται να λάβουν το μπόνους, τότε θα προτιμήσουν να μην σπαταλήσουν τους πόρους στην τρέχουσα χρήση και να τους χρησιμοποιήσουν την επόμενη περίοδο προκειμένου να λάβουν τουλάχιστον το μπόνους την επόμενη χρονιά. Η συμπεριφορά τους είναι ανάλογη και στην περίπτωση που η επίδοση υπερβαίνει το 120%, καθώς βλέπουν ότι δεν μπορεί να επέλθει περαιτέρω αύξηση του μπόνους της τρέχουσας περιόδου, οπότε θα προτιμήσουν να μη σπαταλήσουν άλλους πόρους αλλά θα τους χρησιμοποιήσουν το επόμενο έτος προκειμένου να απολαύσουν τότε μεγαλύτερο μπόνους.

Μια άλλη συνηθισμένη δομή αμοιβής και επίδοσης είναι η λεγόμενη “Modified Sum – Of – Targets”. Σε αυτό το σχέδιο σε κάθε συμμετέχοντα ανατίθεται ένα μπόνους - στόχο και το σύνολο των μπόνους – στόχων καθορίζουν μια δεξαμενή μπόνους. Από αυτή τη δεξαμενή, στο τέλος του έτους τα στελέχη θα λάβουν ένα μπόνους, αυξημένο ή μειωμένο σε σχέση με το μπόνους - στόχο ανάλογα με το κατά πόσο μεγαλύτερη ή μικρότερη επίδοση επιτύχαν σε σχέση με την επίδοση – στόχο που είχε θέσει η

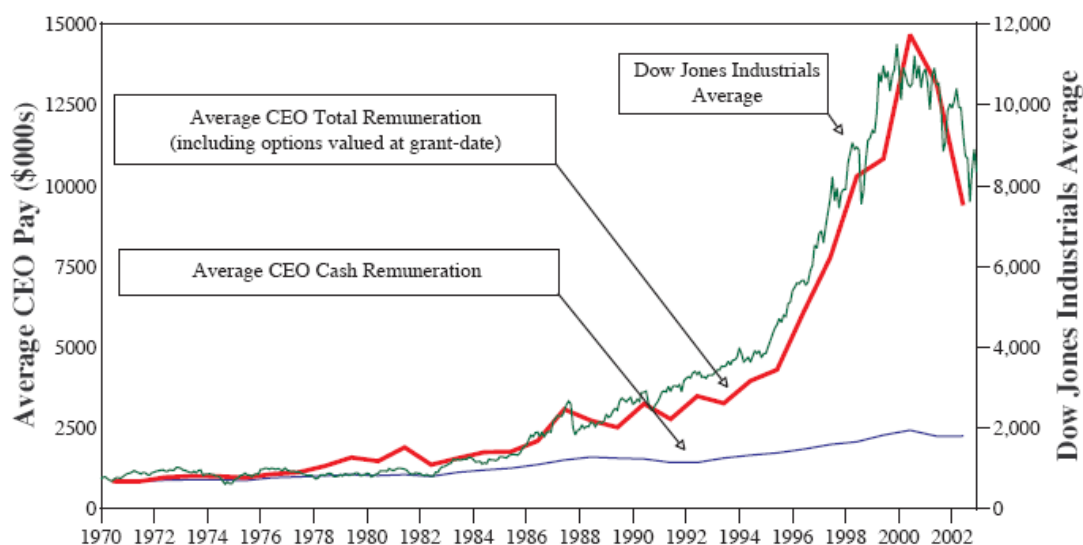
επιχείρηση στην αρχή του έτους. Αν δεν επιτευχθεί κάποια ελάχιστη επίδοση η δεξαμενή μπόνους ρυθμίζεται στο μηδέν, ενώ η δεξαμενή φτάνει το μέγιστο για κάποιο ποσοστό της επίδοσης - στόχου όπως το καθορίζει η επιχείρηση. Μια παραλλαγή αυτού του σχεδίου είναι το προκαθορισμένο μπόνους προς επιμερισμό (predetermined allocation bonus) όπου το ποσό μπόνους προς επιμερισμό είναι σταθερό ανεξάρτητα από την επίδοση της επιχείρησης. Το συνολικό ποσό προς επιμερισμό ως μπόνους καθορίζεται στην αρχή του έτους από την επιχείρηση.

Άλλα σχέδια καθορισμού των μπόνους είναι τα μπόνους που επιμερίζονται βάσει ενός συνδυασμού μπόνους – στόχου και της ατομικής επίδοσης σύμφωνα με κάποιο τύπο (formula – based plan). Τα αυτεξούσια σχέδια (discretionary plans) το συμβούλιο καθορίζει την δεξαμενή μπόνους και τα μπόνους δίνονται υποκειμενικά λαμβάνοντας υπόψη ποικίλα χρηματοοικονομικά και μη κριτήρια. Συνήθως λαμβάνουν υπόψη τέσσερις παράγοντες: τα κέρδη και την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, την κατάσταση της επιχείρησης και την προοπτική για το μέλλον.

### **6.3 Μακροχρόνια αποζημίωση**

Ένα άλλο σημαντικό συστατικό της αποζημίωσης είναι αυτό της μακροχρόνιας αποζημίωσης. Σύμφωνα με την μελέτη των Jensen και Murphy (2004) σε δείγμα όλων των στελεχών των S&P 500, αυτός ο τύπος αποζημίωσης έχει παρουσιάσει αλματώδη ανάπτυξη τα τελευταία τριάντα χρόνια. Ενώ η αποζημίωση σε μετρητά (average CEO cash remuneration), που περιλαμβάνει το μισθό και τη βραχυπρόθεσμη αποζημίωση, έχει παρουσιάσει μικρή άνοδο για τα έτη 1970-2002 (από τις περίπου \$900.000 έφτασε 2.500.000), η συνολική αποζημίωση (average CEO total remuneration) έχει φτάσει από τις περίπου \$900.000, που ήταν περίπου το 1970, στις \$15.000.000 το 2000, ενώ την περίοδο 2000-2002 γνώρισε μια κάμψη για να καταλήξει το 2002 στις \$10.000.000 (σχ. 2). Η συνολική αποζημίωση περιλαμβάνει, εκτός από το μισθό και την βραχυχρόνια αποζημίωση, τις

περιοριστικές μετοχές, τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών και λοιπές μακροπρόθεσμες αμοιβές.



Σχήμα 2: Συνολική αποζημίωση για Διευθύνοντες Συμβούλους σε επιχειρήσεις S&P500 για τα έτη 1970-2002 (Πηγή: Jensen και Murphy; 2004)

Η μακροχρόνια αποζημίωση αποβλέπει στην επίτευξη μακροχρόνιων στόχων και είναι συνυφασμένη με την μακροχρόνια επίδοση της επιχείρησης και την βιωσιμότητα της. Πρόκειται για αναβαλλόμενη αποζημίωση και αφορά συμφωνία μεταξύ της επιχείρησης και του εργαζόμενου να του αποδοθούν αμοιβές κάποια στιγμή στο μέλλον. Η αναβαλλόμενη αποζημίωση δημιουργεί κίνητρα σχετικά με την αίσθηση της ιδιοκτησίας και κατά συνέπεια σύγκλισης των ενδιαφερόντων των στελεχών με αυτά των μετόχων. Για να χαρακτηριστεί κάποιο προτρεπτικό σχέδιο ως μακροπρόθεσμο θα πρέπει σύμφωνα με τον Cook (Henderson, 2000) να συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- i. Να μην είναι μέρος μιας μεμονωμένης σύμβασης εργασίας αλλά μέρος της γενικότερης επίσημης πολιτικής της επιχείρησης.
- ii. Να συνδέεται με επίδοση ή δικαίωμα ή περίοδο εξάσκησης του δικαιώματος μεγαλύτερο του ενός έτους.
- iii. Να μη σχεδιάζεται για να εξυπηρετεί φορολογικούς σκοπούς ή για να μειώσει τους περιορισμούς που θέτουν οι νόμοι οι σχετικοί με τα χρεόγραφα.

- iv. Να μην είναι ένα σύστημα πληρωμής που να εξυπηρετεί ετήσια προτρεπτικά σχέδια.

Η μακροπρόθεσμη αποζημίωση διακρίνεται σε αποζημίωση που σχετίζεται με την επίδοση (performance – based) και σε αποζημίωση που σχετίζεται με την αγορά (market – based). Στα market – based, που σχετίζονται με την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, υπάγονται τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών, τα σχέδια αγοράς μετοχών, οι περιοριστικές μετοχές, τα δικαιώματα ανατίμησης μετοχών<sup>4</sup>. Τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών και τα σχέδια αγοράς μετοχών απαιτούν από το στέλεχος να προχωρήσει σε επένδυση εν αντιθέσει με τις περιοριστικές μετοχές και τα δικαιώματα ανατίμησης μετοχών που δεν απαιτούν επένδυση εκ μέρους του στελέχους. Τα performance – based κίνητρα συνδέονται άμεσα με την επίτευξη κάποιων στόχων π.χ. Long – term incentive plans, performance shares, dividend equivalent. Ο Masson (1971), παρατηρεί ότι όταν το πακέτο αποζημίωσης δίνει έμφαση στην απόδοση της μετοχής της επιχείρησης είναι προς όφελος των συμφερόντων των μετόχων καθώς βελτιώνεται περισσότερο η επίδοση της επιχείρησης από όταν χρησιμοποιούνται άλλα μέτρα της επίδοσης, όπως μέτρα σχετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης.

Μια άλλη διάκριση που μπορεί να γίνει όσο αφορά στη μακροχρόνια αποζημίωση έχει να κάνει με την μορφή που μπορεί να λάβει. Υπάρχουν μακροπρόθεσμες αμοιβές που έχουν είτε την μορφή μετρητών (cash – based) (π.χ. long-term incentive plans, phantom stock plans<sup>5</sup>) είτε την μορφή μετοχών (stock – based compensation) (π.χ. stock options, restricted stock). Η αμοιβή των στελεχών, σύμφωνα με έρευνα που διεξήχθη από το περιοδικό Forbes στις 500 μεγαλύτερες επιχειρήσεις των Η.Π.Α., αυξήθηκε κατά 6% το 2005, ενώ το 2004 αυξήθηκε κατά 54%. Η αποζημίωση των στελεχών με μετοχές αποτελεί μεγάλο ποσοστό της συνολικής αποζημίωσης. Δεδομένου ότι η μέση συνολική αποζημίωση για τα στελέχη, σύμφωνα με την ίδια έρευνα, το 2005 ανέρχεται περί τα \$10,9 εκατομμύρια, τα συνολικά κέρδη από μετοχές αποτελούν περίπου 51% της συνολικής αποζημίωσης (περίπου \$5,6

<sup>4</sup> Stock appreciation rights (SAR): το στέλεχος έχει το δικαίωμα να λάβει σε προκαθορισμένη χρονική στιγμή ένα ποσό που να ισοδυναμεί με την ανατίμηση ενός προκαθορισμένου αριθμού μετοχών.

<sup>5</sup> Phantom stock plan: πρόκειται για μια έκτακτη αμοιβή εάν η μετοχή της επιχείρησης έχει μια καλή πορεία σε καθορισμένο χρονικό διάστημα. Το ύψος της αμοιβής καθορίζεται βάσει της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας ενός αριθμού υποθετικών – ανύπαρκτων μετοχών.

εκατομμύρια), ενώ το 2004 έφταναν το 53% της αποζημίωσης. Το μεγάλο ποσοστό συμμετοχής των μετοχών στην συνολική αποζημίωση δικαιολογείται από τους στόχους που μπορεί να επιτύχει η επιχείρηση με αυτή η μορφή αποζημίωσης. Αυτοί οι στόχοι είναι (Henderson, 2000):

1. Επιτρέπει στους εργαζόμενους ή σε κάποιες επιλεγμένες ομάδες εργαζομένων να αποκτήσουν μετοχές της επιχείρησης.
2. Προωθεί ουσιώδη δικαιώματα ιδιοκτησίας στους εργαζόμενους ή σε κάποιες επιλεγμένες ομάδες εργαζομένων.
3. Καθιερώνει μέσω της ιδιοκτησίας ένα περιβάλλον υποκίνησης που επιτρέπει ανώτερη επίδοση.
4. Επαυξάνει την προθυμία των εργαζομένων να εξοικονομήσουν για το μέλλον.
5. Βοηθάει τους εργαζόμενους να αναπτύξουν ένα ουσιαστικό περιουσιακό στοιχείο.

Οι Hall και Murphy (2003), εκτός από το πλεονέκτημα της ευθυγράμμισης των ενδιαφερόντων των εργαζομένων με αυτά των μετόχων, αναγνωρίζουν ότι η αποζημίωση βάσει μετοχών συμβάλλει και στην ενίσχυση του ηθικού τους και παροτρύνει τους εργαζόμενους να απασχοληθούν υπό αμοιβαίο έλεγχο.

Σχεδόν όλες οι μεγάλες επιχειρήσεις προσφέρουν μακροπρόθεσμα κίνητρα στα στελέχη τους. Τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών είναι από τα πιο συνηθισμένα μακροπρόθεσμα κίνητρα, ενώ αυξάνεται και η χρήση των περιοριστικών μετοχών και των performance shares. Στη συνέχεια θα αναπτύξουμε ορισμένα χαρακτηριστικά των κυριότερων μορφών μακροχρόνιας αποζημίωσης των στελεχών.

### **6.3.1 Δικαιώματα προαίρεσης μετοχών (stock options)**

Τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών είναι ένα δικαίωμα, που δίνεται από την επιχείρηση σε κάποιον εργαζόμενο της, να αγοράσει έναν αριθμό μετοχών σε μια προκαθορισμένη τιμή μέσα σε κάποιο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα (περίοδος άσκησης. exercised period) (Martocchio, 1998). Το στέλεχος θα έχει όφελος από αυτή τη μορφή αποζημίωσης μόνο όταν η αγοραία τιμή της μετοχής υπερβαίνει τη τιμή ενάσκησης του δικαιώματος. Το

στέλεχος σε αυτή την περίπτωση μπορεί να αγοράσει τις μετοχές στην χαμηλή τιμή ενάσκησης του δικαιώματος και να τις μεταπωλήσει στην υψηλή αγοραία τιμή. Τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών λειτουργούν ως μέσα υποκίνησης αφού όσο αυξάνεται η αγοραία τιμή της μετοχής, τόσο αυξάνεται η διαφορά μεταξύ τιμής ενάσκησης του δικαιώματος και της αγοραίας τιμής και κατά συνέπεια το ποσό που θα λάβει ως αποδοχές.

Χαρακτηριστικό των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι το γεγονός ότι δεν μεταβιβάζονται ενώ το στέλεχος στερείται του δικαιώματος εάν αποχωρήσει από την επιχείρηση. Στις Η.Π.Α. είναι συνήθως δεκαετούς διάρκειας, ενώ στην Αγγλία η διάρκεια τους κυμαίνεται από επτά ως δέκα χρόνια. Μπορεί όμως να ασκηθεί π.χ. το 25% του δικαιώματος για κάθε ένα από τα τέσσερα έτη που ακολουθούν από την παροχή.

Ο αριθμός των μετοχών που προορίζονται για δικαιώματα προαίρεσης μετοχών εξαρτάται από τρεις παράγοντες (Henderson, 2000):

- Το μέγεθος της επιχείρησης
- Τον αριθμό των μετοχών που κατέχονται από ιδιώτες
- Τον αριθμό των εργαζομένων στους οποίους παρέχονται δικαιώματα προαίρεσης.

Το ακριβές μέγεθος του δικαιώματος προαίρεσης που παρέχεται σε έναν εργαζόμενο θα εξαρτηθεί από τον μισθό του, το επίπεδο στην ιεραρχία της επιχείρησης και την αξία στην επιχείρηση. Προκειμένου να εξυπηρετήσουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων έχουν δημιουργηθεί διάφορα είδη δικαιωμάτων προαίρεσης. Στη συνέχεια θα αναφέρουμε κάποια από αυτά:

*Δικαιώματα προαίρεσης πλήρους τιμής (full price stock option plans):* απαιτείται από τα στελέχη να πληρώσουν τη συνολική αγοραία τιμή.

*Δικαιώματα προαίρεσης προεξόφλησης (discounted stock option plans):* οι μετοχές πωλούνται σε χαμηλότερη τιμή από την εύλογη αξία των μετοχών την ημέρα που παρέχεται το δικαίωμα. Τα στελέχη επωφελούνται άμεσα από την διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης του δικαιώματος και της εύλογης αξίας.

*Δικαιώματα προαίρεσης μεταβαλλόμενης τιμής (variable – price stock option plans):* η τιμή άσκησης του δικαιώματος μπορεί να μεταβάλλεται ανάλογα με προκαθορισμένους παράγοντες όπως μετρήσεις χρηματοοικονομικής επίδοσης ή άλλους δείκτες επίδοσης της επιχείρησης.

*Δικαιώματα προαίρεσης αντιστάθμισης των φόρων (tax offset stock option plans):* η επιχείρηση κατά την άσκηση του δικαιώματος δίνει στα στελέχη κάποιο ποσό που αντισταθμίζει τον φόρο που καλείται να πληρώσει το στέλεχος.

*Δικαιώματα προαίρεσης βάσει υπολογισμού της αξίας (formula value stock option plans):* η τιμή άσκησης του δικαιώματος καθορίζεται όχι σύμφωνα με την εύλογη αξία της μετοχής αλλά σύμφωνα με κάποιους τύπους όπως η λογιστική αξία ή ο δείκτης τιμής – κερδών.

*Δικαιώματα προαίρεσης επί χρηματιστηριακού δείκτη (indexed options):* η τιμή άσκησης του δικαιώματος μεταβάλλεται ανάλογα με την απόδοση κάποιου δείκτη.

*Δικαιώματα προαίρεσης που σχετίζονται με την επίδοση:* τα δικαιώματα αφαιρούνται εάν η τιμή της μετοχής δεν φτάσει ένα προκαθορισμένο σημείο και η επίδοση δεν υπερβεί το χρηματιστηριακό δείκτη μέσα σε κάποιο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα.

Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης ως μέσο κινητοποίησης διευρύνεται τα τελευταία χρόνια, όχι μόνο στα στελέχη αλλά και σε εργαζόμενους που βρίσκονται σε χαμηλότερα επίπεδα. Αυτό δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα δικαιώματα προαίρεσης παρέχουν ουσιώδη οφέλη χωρίς να επηρεάζουν τις χρηματοροές της επιχείρησης. Όμως η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης σε χαμηλόβαθμα στελέχη και εργαζόμενους της επιχείρησης μπορεί να μην έχει τα επιθυμητά οφέλη, αφού μπορεί να συνεπάγεται μεγαλύτερο κόστος για την επιχείρηση συγκριτικά με την αξία που προσδίδουν οι εργαζόμενοι σε αυτά. Η παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης όμως έχει νόημα μόνο όταν δίνονται σε στελέχη και σε ορισμένες περιπτώσεις σε μηχανικούς ή εργαζόμενους – κλειδιά για την επιχείρηση, που μπορούν με τις ενέργειες τους να επηρεάσουν άμεσα την τιμή της μετοχής της επιχείρησης ( Hall και Murphy, 2003)

Το κόστος των δικαιωμάτων προαίρεσης που βαραίνει τους μετόχους είναι συνήθως μεγαλύτερο από την αξία που δίνουν σε αυτά τα στελέχη, και για αυτό θα πρέπει να παρέχονται με ιδιαίτερη προσοχή και μόνο στην περίπτωση που το όφελος του ως κίνητρο υπερβαίνει τη διαφορά μεταξύ του κόστους που συνεπάγεται για την επιχείρηση και την αξία που έχει για τον μάνατζερ. Η παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης συνεπάγεται για την



επιχείρηση κόστος που ισούται με το ποσό που θα πλήρωνε ένας εξωτερικός επενδυτής για το δικαίωμα κάτω από τους ίδιους περιορισμούς της αποχώρησης και της άσκησης που θα αντιμετώπιζε ένας εργαζόμενος της επιχείρησης. Επειδή οι εργαζόμενοι που έχουν δικαιώματα προαίρεσης, δεν μπορούν ούτε να τα μεταβιβάσουν ή να τα πουλήσουν ούτε να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο, η αξία που δίνουν σε δικαιώματα προαίρεσης είναι μικρότερη από την αξία που θα είχε μια αποζημίωση σε μετρητά ίσης αξίας με το δικαίωμα. Επομένως το όφελος από την παροχή τέτοιων δικαιωμάτων μπορεί να είναι πολύ μικρότερο από αυτό που αντιλαμβάνονται οι μέτοχοι.

Η αποζημίωση με την μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης έχει προκαλέσει κατά καιρούς πολλές αντιπαραθέσεις (Duffhues<sup>6</sup>). Πρόκειται για μια σύνθετη μορφή αποζημίωσης και θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τόσο τα πλεονεκτήματα της όσο και τα μειονεκτήματα της, ούτως ώστε να αποφέρει τα μέγιστα κέρδη για τους μετόχους και την επιχείρηση. Οι υποστηρικτές της στηρίζουν την άποψη τους στα εξής επιχειρήματα, τα οποία μπορούν να γενικευτούν για την αποζημίωση με μετοχές:

1. Το διοικητικό στέλεχος μετατρέπεται αυτομάτως σε μέτοχο με αποτέλεσμα να μειώνονται οι διαμάχες αντιπροσώπευσης μεταξύ στελεχών και μετόχων. Τα κίνητρα που παρέχουν τα δικαιώματα προαίρεσης είναι πολύ πιο ισχυρά από τα κίνητρα που παρέχει ο μισθός ή τα μπόνους. Το στέλεχος έχει συμφέρον να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων καθώς με αυτό τον τρόπο θα έχει προσωπικά οφέλη.
2. Στην περίπτωση που οι μάνατζερς αποστρέφονται τον κίνδυνο δεν θα προτιμήσουν να προχωρήσουν σε επενδύσεις που θα έχουν ως αποτέλεσμα την μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης εάν η αποζημίωση που λαμβάνουν έχει μόνο τη μορφή ενός σταθερού μισθού. Τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν ως αποτέλεσμα τον περιορισμό μιας τέτοιας συμπεριφοράς.
3. Οι ειδικές φορολογικές διατάξεις, που ισχύουν για την αποζημίωση υπό μορφή μετοχών, δημιουργούν επιπρόσθετα πλεονεκτήματα από την

---

<sup>6</sup> Διαθέσιμο σε McCahery, Moerland, Raaijmakers & Renneboog (2002)

παροχή της (δεν φορολογείται ούτε ο εργαζόμενος ούτε η επιχείρηση την χρονική στιγμή που παρέχονται στον μάνατζερ).

4. Τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν καθιερωθεί από τον διεθνή ανταγωνισμό και οι εργαζόμενοι, τόσο οι παλαιοί όσο και οι νεότεροι, τα βρίσκουν ιδιαίτερα ελκυστικά.

Αυτοί που αντιτίθενται σε αυτή την μορφή αποζημίωσης υποστηρίζουν ότι:

1. Υπάρχει η πιθανότητα να οδηγήσει σε έλλειψη αντικειμενικότητας σε σχέση με επικίνδυνες επενδυτικές δραστηριότητες.
2. Είναι μια πολύπλοκη μορφή αποζημίωσης και συχνά τα κίνητρα που δημιουργούν δεν μπορούν να γίνουν εύκολα κατανοητά ενώ μπορεί να αποτελέσουν πρόβλημα σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης.
3. Τα δικαιώματα προαίρεσης δεν μεταβιβάζονται και οι μάνατζερς με τις αποφάσεις τους μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των μετοχών. Επιβραβεύουν μόνο την αύξηση της τιμής της μετοχής και όχι την συνολική απόδοση για τον μέτοχο, που περιλαμβάνει και τα μερίσματα, και κάτι τέτοιο μπορεί να έχει κατασταλτικές συνέπειες στην προσπάθεια μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, αφού μπορεί να ωθεί τα στελέχη να προχωρήσουν σε μια συγκρατημένη μερισματική πολιτική (Murphy, 1999).

### **6.3.2 Περιοριστικές μετοχές (restricted options)**

Μια άλλη σημαντική μορφή μακροχρόνιας αποζημίωσης είναι αυτή των περιοριστικών μετοχών. Σε ένα σχέδιο περιοριστικών μετοχών, η επιχείρηση παρέχει σε ορισμένους εργαζόμενους της, που έχουν δείξει ικανοποιητική επίδοση, έναν καθορισμένο αριθμό κοινών μετοχών. Ο όρος «περιοριστικός» που αναφέρεται σε αυτές της μετοχές, σχετίζεται με τον περιορισμό ότι τα στελέχη δεν έχουν ιδιοκτησιακό έλεγχο όσον αφορά στην πώληση και την διαπραγμάτευση των μετοχών. Δηλαδή, οι μετοχές αυτές πρέπει να παραμείνουν για προκαθορισμένο χρονικό διάστημα στην ιδιοκτησία του στελέχους πριν προχωρήσει σε πώληση, μεταβίβαση ή υποθήκευση των μετοχών. Ωστόσο το στέλεχος έχει τα ίδια δικαιώματα ψήφου με τους υπόλοιπους μετόχους σε αυτό το χρονικό διάστημα. Σε περίπτωση που

αποχωρήσει ο εργαζόμενος από την επιχείρηση, παραιτείται και από τις περιοριστικές μετοχές.

Οι περιοριστικές μετοχές συναντώνται συχνότερα σε επιχειρήσεις έρευνας και ανάπτυξης. Οι περιορισμοί αυτών των μετοχών μπορούν να μην αναφέρονται μόνο σε χρονικούς περιορισμούς, αλλά μπορεί να αφορούν και περιορισμούς σχετικούς με την επίδοση. Η επίδοση μπορεί να καθορίζει και το μέγεθος της παροχής περιοριστικών μετοχών. Οι μετοχές αυτού του τύπου ονομάζονται περιοριστικές μετοχές επίδοσης (*restricted stock performance plan*).

Οι περιοριστικές μετοχές παρουσιάζουν ορισμένα πλεονεκτήματα έναντι των δικαιωμάτων προαίρεσης. Αυτά είναι:

- Παρουσιάζουν πιο σταθερό κίνητρο σε σχέση με τα δικαιώματα προαίρεσης. Σε αντίθεση με τα δικαιώματα προαίρεσης, που η αξία τους ως μέσο κινητοποίησης χάνεται εάν η τιμή της μετοχής πέσει κάτω από την τιμή άσκησης του δικαιώματος, οι περιοριστικές μετοχές. Το πρόβλημα αυτό μπορεί να αποφευχθεί με τις περιοριστικές μετοχές.
- Οι περιοριστικές μετοχές παρέχουν πιο ισχυρά κίνητρα για λήψη αποφάσεων που ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.
- Οι περιοριστικές μετοχές οδηγούν σε μερισματική πολιτική που συνάδει με το συμφέρον των μετόχων σε μεγαλύτερο βαθμό από τα δικαιώματα προαίρεσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης επιβραβεύουν μόνο την ανατίμηση της μετοχής, και προκειμένου να επιτύχουν μεγαλύτερη τιμή, τα στελέχη μπορεί να μειώνουν ή και να αποφεύγουν την διανομή μερισμάτων.

### **6.3.3 Σχέδια μετοχικού κεφαλαίου – φάντασμα (phantom stock plans)**

Οι μετοχές – φάντασμα είναι μια άλλη μορφή μακροπρόθεσμης αποζημίωσης. Πρόκειται για μια έκτακτη αμοιβή που δίνεται στα στελέχη, εάν η μετοχή της επιχείρησης έχει μια καλή πορεία σε καθορισμένο χρονικό διάστημα. Το ύψος της αμοιβής καθορίζεται βάσει της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας ενός αριθμού υποθετικών – ανύπαρκτων μετοχών.

Ένα συνηθισμένο σχέδιο μετοχών – φάντασμα μπορεί να λειτουργεί ως εξής: σε κάποιο χρονικό διάστημα, έστω πέντε χρόνια, δίνεται ένας προκαθορισμένος αριθμός μετοχών – φάντασμα. Η αξία τους μπορεί να ισούται με την τιμή της μετοχής την στο προκαθορισμένο χρονικό διάστημα, είτε με την αξία της ανατίμησης από την ημέρα της παροχής μέχρι την προκαθορισμένη μελλοντική στιγμή είτε με την αξία των δηλωμένων μερισμάτων από τα ισοδύναμα μερίδια. Το σχέδιο μετοχών – φάντασμα που επιβραβεύει την αξία της ανατίμησης είναι γνωστό ως δικαιώματα ανατίμησης μετοχών (*stock – appreciation rights, SAR*). Τα δικαιώματα ανατίμησης των μετοχών και το σχέδιο των μετοχών φάντασμα είναι αποζημίωση με τη μορφή μετρητών και είναι ιδιαίτερα δημοφιλή σε μη εισηγμένες και σε εταιρείες συγκεντροποιημένου μετοχικού κεφαλαίου, όπου η αποζημίωση βάσει μετοχών δεν επιφέρει τα επιθυμητά αποτελέσματα ή δεν είναι τόσο ελκυστική (Jensen & Murphy, 2004).

#### **6.3.4 Μακροπρόθεσμα προτρεπτικά σχέδια (LTIPs)**

Μια άλλη μορφή αποζημίωσης που παρέχεται σε στελέχη είναι αυτή των μακροπρόθεσμων προτρεπτικών σχεδίων. Πρόκειται για σχέδια που επιβραβεύουν τα στελέχη για επίτευξη συγκεκριμένων στόχων, και η πληρωμή αφορά περίοδο από δύο ως πέντε ή ακόμα και δέκα έτη. Δεν διαφέρουν πολύ από τα ετήσια μπόνους. Στον σχεδιασμό τους συνήθως συναντάται μια ελάχιστη επίδοση (*threshold performance*), μια επίδοση – στόχος (*target performance*) και η μέγιστη επίδοση (*maximum performance*) για την οποία αμείβεται ο μάνατζερ. Η διαφορά με τα ετήσια μπόνους, εκτός από τον χρόνο πληρωμής, είναι ότι το ποσό που θα λάβει το στέλεχος βασίζεται σε επίτευξη στόχων που αφορά περισσότερες από μια περιόδους, π.χ. ο μέσος όρος των κερδών ανά μετοχή ή ο μέσος κύκλος εργασιών για τρία έτη.

Συχνά οι επιχειρήσεις συνδέουν την παροχή μακροπρόθεσμων μπόνους με την υλοποίηση των μακροπρόθεσμων επιχειρηματικών της πλάνων. Οι στρατηγικές που απαιτούνται να ακολουθηθούν για την επίτευξη αυτών των πλάνων έχουν συγκεκριμένους αντικειμενικούς σκοπούς, οι οποίοι

χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό του ποσού του μπόνους και του χρόνου που θα δοθεί το μπόνους.

Τα μακροπρόθεσμα προτρεπτικά σχέδια μπορούν να πληρωθούν είτε με τη μορφή μετρητών είτε με μετοχές είτε με συνδυασμό αυτών. Στα μακροπρόθεσμα προτρεπτικά σχέδια περιλαμβάνονται τα performance shares, performance units. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. ορίζει τα μακροπρόθεσμα προτρεπτικά σχέδια ως τα σχέδια εκείνα που χρησιμοποιούνται ως κίνητρα για επίτευξη επίδοσης για χρονική περίοδο μεγαλύτερη του έτους. Στα μακροπρόθεσμα προτρεπτικά σχέδια δεν περιλαμβάνονται οι περιοριστικές μετοχές, τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών, και τα δικαιώματα ανατίμησης της μετοχής.

Τα Performance Shares παρέχονται αυτόματα στα στελέχη όταν επιτευχθεί κάποιος προκαθορισμένος στόχος. Για παράδειγμα, όταν αυξηθούν τα κέρδη ανά μετοχή κατά 10% το στέλεχος θα λάβει 3.000 μετοχές, για αύξηση μεγαλύτερη του 5% θα λάβει 1.000 μετοχές ενώ για μικρότερη αύξηση δεν θα λάβει τίποτα. Στην Μεγάλη Βρετανία τα LTIPs συνήθως ταυτίζονται με τα Performance Shares.

Τα performance units είναι παρόμοια με τα σχέδια μετοχών – φάντασμα καθώς μόλις ικανοποιηθεί κάποια απαιτούμενη επίδοση, το στέλεχος λαμβάνει ένα ποσό που ισοδυναμεί με την αξία ενός αριθμού υποθετικών – ανύπαρκτων μετοχών. Η διαφορά των performance units με τα Performance Shares είναι ότι τα πρώτα αναφέρονται σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο μέσα στην οποία πρέπει να επιτευχθεί η επίδοση – στόχος, σε αντίθεση με τα Performance Shares που δεν έχουν «ημερομηνία λήξης».

#### **6.4 Λοιπές παροχές (benefits & perks)**

Οι επιχειρήσεις, εκτός από τις μορφές αποζημίωσης που προαναφέραμε, προσφέρουν στους εργαζόμενους τους και κάποιες πρόσθετες αμοιβές (benefits) όπως συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά προγράμματα, αυτοκίνητο της επιχείρησης κλπ. Οι παροχές που προσφέρει η επιχείρηση στα στελέχη

διαφέρουν από τις πρόσθετες παροχές που δίνει σε ένα μεγαλύτερο εύρος εργαζομένων σε δύο σημεία:

- Τα ασφαλιστικά προγράμματα των στελεχών περιλαμβάνουν περισσότερες καλύψεις από αυτά των κατώτερων εργαζομένων, προσφέροντας έτσι επιπρόσθετα οφέλη.
- Στο πακέτο των παροχών των στελεχών περιλαμβάνονται κάποια αποκλειστικά προνόμια. Τα αποκλειστικά αυτά προνόμια των στελεχών ονομάζονται *perquisites* ή *perks* (Martocchio, 1998).

#### **6.4.1 Παροχή προγραμμάτων αυξημένης προστασίας (enhanced protection program benefit)**

Στα στελέχη των επιχειρήσεων παρέχονται προγράμματα συμπληρωματικής ασφάλειας (*supplemental life insurance*) και συμπληρωματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα (*Supplemental Executive Retirement plans, SERP*). Τα προγράμματα συμπληρωματικής ασφάλειας παρέχουν στα στελέχη ένα επιπρόσθετο χρηματικό ποσό. Με αυτά τα προγράμματα αυξάνεται η κληρονομιά που λαμβάνουν οι δικαιούχοι μετά τον θάνατο του στελέχους και ταυτόχρονα υπόκεινται σε ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση. Παραδείγματα προγραμμάτων συμπληρωματικής ασφάλισης αποτελούν τα *split – dollar plans*, *death benefit only plans*, *group term life insurance plans*.

Εκτός από τα συνταξιοδοτικά προγράμματα, στα οποία συμμετέχουν όλοι οι εργαζόμενοι της επιχείρησης, τα στελέχη συμμετέχουν και σε πρόσθετα συνταξιοδοτικά προγράμματα. Τα SERP δεν αφαιρούνται από τα φορολογητέα κέρδη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Murphy (1999) τα επιπρόσθετα συνταξιοδοτικά προγράμματα παρουσιάζουν ορισμένες δυσκολίες – αδυναμίες που αφορούν (i) την μετατροπή των μελλοντικών πληρωμών στην παρούσα αξία τους (ii) το γεγονός ότι δεν παρουσιάζεται το ποσό των τρεχουσών πληρωμών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις καθώς οι συνταξιούχοι δεν αποτελούν πλέον στελέχη της επιχείρησης οπότε και δεν επιβάλλεται και η δημοσίευση τους και (iii) το γεγονός ότι δεν μπορεί να υπολογιστεί επακριβώς η αξία τους. Η αξία τέτοιων προγραμμάτων δεν

είναι εύκολο να υπολογιστεί με συνέπεια να αποτελεί σημαντική μορφή «αόρατης αποζημίωσης» (Pope & Young<sup>7</sup>). Οι διαδικασίες που αφορούν τη δημοσίευση πληροφοριών σχετικά με τις συντάξεις ή άλλες μορφές αναβαλλόμενων πληρωμών δεν είναι ξεκάθαρες και μπορούν οι επιχειρήσεις να δώσουν στα στελέχη, μέσω αυτών των μορφών, υπέρογκα ποσά χωρίς όμως συνδέεται αυτή η αποζημίωση με κάποιο τρόπο με την επίδοση τους (Gordon, 2006).

Σύμφωνα με τον Henderson (2000) ένα καλά σχεδιασμένο πρόσθετο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα βοηθάει στην ενοποίηση των συνταξιοδοτικών πολιτικών σε πολυεθνικές επιχειρήσεις καθώς τα συνταξιοδοτικά προγράμματα μπορούν να διαφέρουν από χώρα σε χώρα και ταυτόχρονα προσφέρουν πλεονεκτήματα για την προσέλκυση στελεχών που βρίσκονται στο μέσο ή στο τέλος της επαγγελματικής τους σταδιοδρομίας. Αυτά τα στελέχη υπό τις ευρέως εφαρμοζόμενες πολιτικές συνταξιοδότησης θα λάβουν ανεπαρκή σύνταξη καθώς δεν θα έχουν τα απαιτούμενα έτη υπηρεσίας. Τα SERP μπορούν να χαθούν όμως σε περίπτωση πτωχεύσεως της επιχείρησης σε αντίθεση με τα μεγάλα εύρους συνταξιοδοτικά προγράμματα καθώς είναι μη χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά προγράμματα<sup>8</sup>. Το SERP βασίζεται, ουσιαστικά, μόνο στην υπόσχεση της επιχείρησης να προβεί σε αναβαλλόμενη πληρωμή στο μέλλον. Το μειονέκτημα αυτό αντισταθμίζεται με την υπογραφή κάποιου ασφαλιστήριου συμβολαίου.

#### **6.4.2 Αποκλειστικά προνόμια (perquisites, perks)**

Στα στελέχη παρέχονται, εκτός από τον μισθό, και κάποια επιπλέον προνόμια που βελτιώνουν την ποιότητα ζωής τους και μεγιστοποιούν τον χρόνο που διαθέτουν τα στελέχη για δουλειές της επιχείρησης. Αυτά τα προνόμια βοηθάνε στην αναγνώριση της κοινωνικής θέσης του στελέχους και

---

<sup>7</sup> Διαθέσιμο σε [www.manifest.co.uk](http://www.manifest.co.uk)

<sup>8</sup> Χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά προγράμματα: το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, την διαχείριση του οποίου την αναθέτει ο εργοδότης σε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα από το οποίο και θα δοθεί και η σύνταξη στους εργαζόμενους.

ταυτόχρονα καλύπτουν και ανάγκες της επιχείρησης και ανάγκες του στελέχους μεγιστοποιώντας την αξία που δίνουν τα στελέχη στο «πακέτο» της αμοιβής. Μερικά από τα πιο συνηθισμένα αποκλειστικά προνόμια των στελεχών είναι:

- Αυτοκίνητο της εταιρίας
- Χώρος στάθμευσης
- Δάνεια με ευνοϊκούς όρους αποπληρωμής
- Χρήση πιστωτικής κάρτας
- Νομικές και χρηματοοικονομικές υπηρεσίες
- Ψυχαγωγικές ευκολίες (π.χ. συνδρομή σε αθλητικές λέσχες)
- Ταξιδιωτικά προνόμια (π.χ. αεροπορικά εισιτήρια πρώτης θέσης)
- Δωρεάν ιατροφαρμακευτική περίθαλψη

Η αξία των προνομίων μπορεί να είναι σχετικά μικρή, π.χ. συνδρομή σε κάποια λέσχη, ή μπορεί να είναι και πολύ μεγάλη, π.χ. ειδικά έξοδα μετεγκατάστασης, χρήση του αεροπλάνου ή του γιοτ της εταιρίας.

## **6.5 Αποζημιώσεις σε εξαιρετικά γεγονότα**

Σε αρκετά πακέτα αμοιβών στελεχών συμπεριλαμβάνονται και κάποιες μορφές αποζημίωσης σε εξαιρετικά γεγονότα. Η πιο διαδεδομένη μορφή που παίρνει αυτή η αποζημίωση είναι τα λεγόμενα “golden parachutes”. Τα golden parachutes είναι γνωστά και ως συμφωνίες αλλαγής ελέγχου (change – in control agreements). Πρόκειται για μια μορφή αμοιβής που αναπτύχθηκε ιδιαίτερα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980. Τα “golden parachutes”, τα οποία είναι είτε κάποια εφάπαξ πληρωμή είτε άλλες παροχές που δίνονται σε περίπτωση που πάψει να απασχολείται το στέλεχος λόγω αλλαγής στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης. Αναπτύχθηκαν αρχικά ως αμυντικός μηχανισμός σε περιπτώσεις εξαγορών, καθώς αυξάνουν το κόστος που βαρύνει την ενδιαφερόμενη επιχείρηση. Ουσιαστικά δεν είναι τίποτα άλλο παρά μια προσπάθεια να καμφθεί η αντίσταση των στελεχών σε ενδεχόμενες εξαγορές. Μια αλλαγή του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μπορεί να αποτελέσει



απειλή για την διατήρηση της θέσης του στελέχους, το οποίο ίσως προβάλλει αντίσταση που μπορεί να αποβεί εις βάρος των συμφερόντων των μετόχων. Σε αυτή την περίπτωση τα golden parachutes αποτελούν μια ασφαλιστική δικλείδα για τα στελέχη της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.

Τα golden parachutes είναι συμβόλαια που προβλέπουν ότι το στέλεχος θα εξακολουθήσει να λαμβάνει ένα ορισμένο ποσό, για ορισμένο χρονικό διάστημα μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση, καθώς και κάποια μπόνους που θα έπαιρνε στην περίπτωση που δεν θα πραγματοποιούνταν η συγχώνευση. Επίσης μπορεί να προβλέπουν την άμεση εξάσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Η χρήση των golden parachutes δικαιολογείται συνήθως σε επιχειρήσεις που είναι στόχοι εξαγορών προκειμένου να προσλαμβάνονται ικανά στελέχη. Ένα άλλο πλεονέκτημα από τη χρήση των golden parachutes είναι ότι επειδή αυξάνουν το κόστος εξαγοράς, μπορεί να σταματήσουν την εξαγορά. Τέλος αυξάνουν την πιθανότητα τα στελέχη να κρατήσουν μια στάση, απέναντι σε κάποια εξαγορά ή συγχώνευση, που θα είναι προς όφελος των μετόχων. Το τελευταίο όμως πλεονέκτημα μπορεί να αποβεί σε βάρος των μετόχων αφού τα golden parachutes μπορεί να επιβραβεύουν την αποτυχία των στελεχών.

Ένα άλλο μειονέκτημα των golden parachutes αφορά την χρήση τους σε περιπτώσεις τερματισμού της συνεργασίας του στελέχους με την επιχείρηση πέραν της αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Στο συντριπτικό ποσοστό των επιχειρήσεων, που συμπεριλαμβάνουν τα golden parachutes στα πακέτα αμοιβών των στελεχών τους, τα στελέχη έχουν το δικαίωμα να εισπράξουν αυτή την αμοιβή εφόσον ο τερματισμός της συνεργασίας δεν οφείλεται είτε σε ηθική αχρειότητα (moral turpitude), είτε σε ασυγχώρητη αδιαφορία και αμέλεια ή τέλος σε κακουργηματικές πράξεις (Jensen & Murphy, 2004). Δεν περιλαμβάνεται σε αυτούς τους όρους η παύση της συνεργασίας εξαιτίας ανικανότητας του στελέχους, γεγονός που είναι ζημιογόνο για τους μετόχους της επιχείρησης.

Οι όροι των συμβολαίων αλλαγής ιδιοκτησιακού καθεστώτος διαφέρουν από επιχείρηση σε επιχείρηση. Κάποιοι από τους πιο συνηθισμένους όρους τους εγγυώνται, σύμφωνα με τον Henderson (2000), i) τη συνέχιση της παροχής του βασικού μισθού από ένα ως πέντε έτη, ii) την παροχή οποιουδήποτε μπόνους που θα έπρεπε να δοθεί μέχρι την εξαγορά ή τη

συγχώνευση, iii) τα πρόσθετα προνόμια των στελεχών και τέλος iv) την άμεση εξάσκηση οποιουδήποτε δικαιώματος προαίρεσης.

Τα golden parachutes διαφέρουν από τα μπόνους διεκπεραίωσης εξαγοράς ή συγχώνευσης (transaction bonus). Σε αντίθεση με τα golden parachutes που δίνονται όταν το συμβούλιο ψηφίσει υπέρ της εξαγοράς, τα transaction bonus για να δοθούν, δεν αρκεί μόνο να έχει εγκριθεί η εξαγορά, αλλά θα πρέπει να έχει ολοκληρωθεί. Αποζημίωση σε εξαιρετικά γεγονότα αποτελούν και τα γνωστά golden hellos, που χρησιμοποιούνται ως μέσο προσέλκυσης ικανών στελεχών και παρέχουν στα στελέχη ένα σημαντικό ποσό με την υπογραφή της σύμβασης, αλλά και τα golden handshakes που προσφέρουν στα στελέχη κάποιο ποσό είτε όταν λήξει το προκαθορισμένο συμβόλαιο τους είτε λόγω απόλυσης εξαιτίας περικοπών.

## 7 Ο ρόλος της υποχρεωτικής δημοσίευσης της αποζημίωσης

Μια από τις σημαντικότερες επιδιώξεις της αποζημίωσης των στελεχών, όπως αναφέραμε παραπάνω, είναι η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών με αυτά των μετόχων. Προκειμένου να μπορούν οι μέτοχοι να ελέγξουν τα στελέχη της επιχείρησης θα πρέπει να δίνονται σε αυτούς όλες οι απαραίτητες πληροφορίες σε σχέση με τις αμοιβές. Το αποτέλεσμα της υποχρεωτικής γνωστοποίησης της αποζημίωσης των στελεχών είναι πιο έντονο σε εταιρείες διασκορπισμένου μετοχικού κεφαλαίου συγκριτικά με τις επιχειρήσεις συγκεντροποιημένου κεφαλαίου (Graighead, Magnan & Thorne, 2004). Η δημοσίευση αυτών των πληροφοριών ίσως είναι το πιο οικονομικό μέσο με το οποίο μπορούν οι μέτοχοι να διαχειριστούν τα κόστη αντιπροσώπευσης (Ferrarini & Moloney, 2005). Απαραίτητη προϋπόθεση για να επιτευχθεί αυτό το μειωμένο κόστος είναι να παρέχονται στους μετόχους όλες οι πληροφορίες τόσο για την αμοιβή όσο και τις ενδεχόμενες συγκρούσεις που μπορούν να προκύψουν μέσα στη διαδικασία καθορισμού των αμοιβών. Η δημοσίευση των αμοιβών μπορεί να αποφέρει σημαντικά οφέλη σε επιχειρήσεις με μεγάλη διασπορά μετοχών αφού αυξάνει τη διαφάνεια. Ο Beller (2004) χρησιμοποιεί τον όρο διαφάνεια ως το να λέει η διοίκηση στους μετόχους όλα όσα συμβαίνουν και να μην προσπαθούν να κρύψουν τίποτα. Η μελέτη των Graighead, Magnan και Thorne (2004) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η υποχρεωτική γνωστοποίηση της αποζημίωσης των στελεχών επιδρά σε μεγαλύτερο βαθμό σε επιχειρήσεις διασκορπισμένου παρά σε επιχειρήσεις συγκεντροποιημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Επιπρόσθετα, οι πληροφορίες που παρέχονται μέσα από τις ετήσιες εκθέσεις προς τους μετόχους (proxy statements) επεξεργάζονται από τους συμβούλους αμοιβών και από τον οικονομικό τύπο και εν συνεχεία διοχετεύονται στο ευρύτερο κοινό. Αυτό σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988) μπορεί να έχει δύο σημαντικές παραμέτρους. Πρώτον επιτρέπει στα στελέχη να προχωρούν σε συγκρίσεις κι αυτό μπορεί να

λειτουργήσει ως μέσο υποκίνησης των στελεχών. Δεύτερον, οι διαφορές μεταξύ επιχειρήσεων σε ζητήματα αμοιβών εξαλείφονται και πολύπλοκοι υπολογισμοί είναι πλέον περιττοί λόγω των συγκρίσεων που μπορούν να γίνουν ευκολότερα.

Σύμφωνα με τον Beller (2004), ο σκοπός των δημοσιεύσεων είναι να βελτιώσει το πως αντιλαμβάνονται οι μέτοχοι όλες τις μορφές αμοιβών που δίνονται στα στελέχη και να κινητοποιήσει τους μετόχους να μάθουν σε τι συμφωνίες έχει προχωρήσει το συμβούλιο. Οι μέτοχοι μπορούν να επωφεληθούν από την πληροφόρηση που παρέχεται από την υποχρεωτική δημοσίευση και να εμποδίσει να διαμορφώσουν τα στελέχη την αποζημίωση τους κατά τρόπο που να είναι σύμφωνος με τις προτιμήσεις τους (Graighead, Magnan & Thorne, 2004). Η βελτίωση της δημοσίευσης των πληροφοριών κάνει πιο υπόλογους τους μάνατζερς στους μετόχους και ταυτόχρονα διευκολύνει την κοινωνική ανατροφοδότηση (social feedback). Η κοινωνική πολιτική θα πρέπει να αποβλέπει στην εξάλειψη δυσλειτουργικών κινήτρων και να ενθαρρύνει το ρόλο της πειθαρχίας στους κανόνες της αγοράς. Η διαφάνεια, η οποία υποβοηθάται από την δημοσίευση, είναι σημαντικός παράγοντας της πειθαρχίας στην αγορά (McDonough, 2002). Η υποχρεωτική γνωστοποίηση των αμοιβών των στελεχών, σύμφωνα με τον Murphy (1999), ενδυναμώνει το ρόλο τρίτων μερών όπως απλοί εργάτες, εργατικές ενώσεις, ενώσεις καταναλωτών, πολιτικοί και τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, στη διαδικασία διαμόρφωσης των συμβολαίων που υπογράφονται μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης και των μετόχων.

Η δημοσίευση πληροφοριών σχετικά με την αμοιβή των στελεχών βοηθάει (Ferrarini & Moloney, 2005):

- Στην παρακίνηση του συμβουλίου να δικαιολογήσουν τις σχετικές επιλογές τους και την διαδικασία που ακολουθήθηκε.
- Στην αύξηση της ευθύνης της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών.
- Στην εντατικοποίηση του ελέγχου από τους μετόχους, κυρίως από τους θεσμικούς επενδυτές.
- Ταυτόχρονα μειώνει σημαντικά τα κόστη ελέγχου των στελεχών και διευκολύνει την επικοινωνία των θεσμικών επενδυτών με την διοίκηση της επιχείρησης.

Εντούτοις η δημοσίευση δεν είναι ικανή για την αξιολόγηση του συστήματος και της πολιτικής αμοιβών. Η διαδικασία καθορισμού των αμοιβών είναι μια ιδιαίτερα πολύπλοκη και σύνθετη διαδικασία που έχει δύο όψεις. Τα οφέλη που προκύπτουν από μια συγκεκριμένη πολιτική και τη δημοσίευση της θα πρέπει να συγκρίνονται κάθε φορά με τα κόστη που προκύπτουν από αυτή και εν συνεχεία να αξιολογείται. Η ανάλυση κόστους – οφέλους είναι απαραίτητη στον καθορισμό των αμοιβών των στελεχών.

Εκτός από τα πλεονεκτήματα που μπορεί να συνεπάγεται η δημοσίευση, όπως ένας πιο ενεργός ρόλος των μετόχων και κυρίως των θεσμικών επενδυτών, η δημοσίευση τέτοιων πληροφοριών μπορεί να έχει αρνητικές συνέπειες. Η αυξημένη δημοσίευση μπορεί να οδηγήσει σε αντιδράσεις τόσο σε πολιτικό όσο και σε κοινωνικό επίπεδο αλλά και σε φαινόμενα μονόπλευρης ακαμψίας (*ratchet – effect*) που οδηγούν σε συνεχείς αυξήσεις του ύψους της αποζημίωσης. Η δημοσίευση των αμοιβών μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα ακόμα και την υιοθέτηση αναποτελεσματικού συμβολαίου, εξαιτίας των πιέσεων που ασκούνται από εργατικές ενώσεις και άλλες πολιτικές ομάδες που καθιστούν την επιτροπή προσδιορισμού των αμοιβών ευάλωτη και ανίσχυρη. Η προσεκτική, ορθή και κατανοητή παρουσίαση των αμοιβών που σχετίζονται με μια υψηλή επίδοση δεν θα προκαλέσει τόσο εύκολα την λαϊκή κατακραυγή (Gordon, 2006). Η αύξηση του όγκου των δημοσιεύσεων των αμοιβών συνεπάγεται αύξηση του κόστους των επιχειρήσεων (Pope & Φλώρου, 2003). Αύξηση του κόστους για της επιχειρήσεις υποστηρίζουν και οι Graighead, Magnan και Thorne (2004), καθώς η υποχρεωτική γνωστοποίηση προκαλεί αύξηση της αποζημίωσης που σχετίζεται με την επίδοση, μορφή αποζημίωσης που κοστίζει περισσότερο στους μετόχους. Επίσης η δημοσίευση συνεπάγεται αποκάλυψη σημαντικών πληροφοριών και στους ανταγωνιστές της επιχείρησης, που μπορεί να θέσει σε μη ανταγωνιστική θέση την επιχείρηση και να προκαλέσει σοβαρό πλήγμα στα συμφέροντα των μετόχων (Sudhakar, 2006).

Το μέγεθος των απαιτούμενων δημοσιεύσεων διαφέρει από χώρα σε χώρα. Άλλες χώρες απαιτούν τη λεπτομερή δημοσίευση πληροφοριών, όπως το συνολικό ύψος της αποζημίωσης αλλά και το ποσό κάθε συστατικού στοιχείου της αποζημίωσης. Κάποιες χώρες καθιστούν υποχρεωτική και τη δημοσίευση πληροφοριών για τη σχέση επίδοσης και αποζημίωσης ή την

σύνταξη μιας έκθεσης στην οποία θα καθορίζεται η γενικότερη πολιτική αποζημιώσεων της επιχείρησης. Άλλες χώρες αρκούνται μόνο στη δημοσίευση του συνολικού ποσού που δίνεται ως αποζημίωση στα στελέχη. Οι Ferrarini και Moloney (2005) τίθενται υπέρ της δημοσίευσης πληροφοριών ακόμα και για την σχέση και το «δεσμό» του συμβουλίου με τα στελέχη. Ο Beller (2004) θεωρεί ότι η δημοσίευση των αμοιβών των στελεχών θα πρέπει να παρέχει πληροφορίες τόσο για την σχέση εταιρικής επίδοσης και αμοιβής όσο και για τους παράγοντες που ασκούν καθοριστική επίδραση στον προσδιορισμό των αμοιβών.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει στο τομέα της δημοσίευσης των αμοιβών αφορά στη παροχή είτε ελλείπων πληροφοριών είτε υπερβολικών «άχρηστων» πληροφοριών. Η ελλιπής πληροφόρηση ενθαρρύνει αδιαφανείς διαδικασίες και δεν δίνει τη δυνατότητα στους μετόχους να καταλάβουν και να κρίνουν αν τα στελέχη λειτουργούν σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων. Η έλλειψη πληροφόρησης μπορεί να είναι αποτέλεσμα είτε δυσκολιών στον υπολογισμό της αξίας κάποιων στοιχείων της αποζημίωσης, όπως τα δικαιώματα προαίρεσης, είτε της δυσκολίας προσδιορισμού της σχέσης επίδοσης – αμοιβής.

Η ελλιπής πληροφόρηση δεν είναι πάντα αποτέλεσμα ακούσιων παραλείψεων ή τεχνικών δυσκολιών. Ουσιαστικές παραλείψεις μπορεί να οδηγήσουν σε παραπληροφόρηση και εσφαλμένα συμπεράσματα σχετικά με την ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών με αυτά των μετόχων. Οι ουσιαστικές παραλείψεις υποκρύπτουν τον κίνδυνο ελέγχου και επιβολής προστίμων, και θα πρέπει να αποφεύγονται. Αν η επιχείρηση θεωρεί ότι υπάρχει κάποια αμοιβή ή κάποια πληροφορία, της οποίας η δημοσίευση δεν απαιτείται από τη νομοθεσία της εκάστοτε χώρας, η επιχείρηση θα πρέπει να εξετάσει αν η παράλειψη της είναι ουσιαστική. Οι επιχειρήσεις που δεν έχουν να κρύψουν κάτι, θα πρέπει να επιδιώκουν την όσο το δυνατό πιο πλήρη δημοσίευση των αμοιβών. Ωστόσο, σε αρκετές περιπτώσεις όπως είναι τα συνταξιοδοτικά προγράμματα για στελέχη, που αφορούν μεγάλα ποσά αλλά δεν σχετίζονται με την επίδοση, οι επιχειρήσεις και η διοίκηση συνήθως επιθυμούν και προσπαθούν να αποκρύψουν αυτό το ποσό. Η υποχρεωτική γνωστοποίηση της αποζημίωσης των στελεχών οδηγεί σε αύξηση της

αποζημίωσης που σχετίζεται με την επίδοση και κυρίως σε επιχειρήσεις διασκορπισμένου μετοχικού κεφαλαίου (Graighead, Magnan & Thorne, 2004).

Εντούτοις, ακόμα και στην περίπτωση που παρέχονται οι απαραίτητες πληροφορίες, είναι απαραίτητη η ενδεδειγμένη ανάλυση των δημοσιευμένων πληροφοριών καθώς μπορεί να είναι δυσνόητη για τους μετόχους. Η γλώσσα που θα χρησιμοποιείται κατά τη δημοσίευση των αμοιβών δεν θα πρέπει να είναι πολύπλοκη και θα πρέπει να περιγράφει όσο πιο απλά γίνεται τον προσδιορισμό των αμοιβών. Η ακριβής, περιεκτική και κατανοητή γνωστοποίηση πληροφοριών για όλα τα είδη αποζημίωσης είναι, σύμφωνα με τους Desmond, Torain και Zachary (2005), θα πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών που είναι υπεύθυνη και για την δημοσίευση των αμοιβών.

Παρόμοια αποτελέσματα με την ελλιπή πληροφόρηση μπορεί να έχει και η υπερβολική πληροφόρηση. Η παροχή υπερβολικών πληροφοριών, που στην πραγματικότητα δεν έχει να προσφέρει τίποτα παραπάνω στην ενημέρωση των μετόχων και όλων των ενδιαφερόμενων, μπορεί να οδηγήσει σε παραπληροφόρηση. Με την παροχή υπερβολικών ανούσιων πληροφοριών μπορεί η επιχείρηση να αποπροσανατολίσει τους μετόχους από την πραγματικότητα και να τους οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Οι υπερβολικές ανούσιες γνωστοποιήσεις μπορούν να παρέχουν ελάχιστες πληροφορίες και να επιδιώκουν περισσότερο την αποφυγή ευθυνών παρά την ενημέρωση και την πληροφόρηση των ενδιαφερόμενων μερών (Desmond, Torain & Zachary, 2005).

Όσον αφορά στη δημοσίευση των αμοιβών ο ρόλος της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών είναι καθοριστικός. Η επιτροπή είναι υπεύθυνη να διασφαλίσει την ακριβή, κατανοητή, και άμεση δημοσίευση όλων των πληροφοριών στις ετήσιες εκθέσεις προς τους μετόχους (proxy statements), που είναι χρήσιμες για τους μετόχους να κατανοήσουν πως και πόσο αμείβονται τα στελέχη, ανεξάρτητα από το αν απαιτούνται από την ισχύουσα νομοθεσία. Εν κατακλείδι, η γνωστοποίηση που διευκολύνει την κατανόηση της σχέσης αμοιβής – επίδοσης, τον τρόπο κινητοποίησης των εργαζομένων και της αποτελεσματικότητας της διακυβέρνησης μπορεί να αποτελέσει θετικό βήμα στην εξάλειψη των αδυναμιών της αποζημίωσης των στελεχών (Ferrarini & Moloney, 2005).

## 8 Η σχέση αμοιβής διευθυντικών στελεχών και επίδοσης της επιχείρησης

Η σύγκρουση των συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των ανώτερων διοικητικών στελεχών αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα για το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης. Η θεωρία της Αντιπροσώπευσης προτείνει την παροχή αποζημίωσης, η οποία θα ενθαρρύνει τους managers να ενεργούν με τρόπο που να αυξάνει τον πλούτο των μετόχων. Παρόλο που ο πλούτος των μετόχων επηρεάζεται από ένα πλήθος παραγόντων, θεωρείται προτιμότερο να αποζημιώνεται ένα διοικητικό στέλεχος με βάση αυτόν τον πλούτο.

Προκειμένου να εξετάσουν οι μέτοχοι εάν τα στελέχη κατευθύνουν τις προσπάθειες τους και τις επιδιώξεις τους σύμφωνα με τα συμφέροντα των μετόχων, δεν θα πρέπει να παραβλέψουν τη σχέση επίδοσης αποζημίωσης. Σύμφωνα με τους Finkelstein και Hambrick (1988) οι παράγοντες που επηρεάζουν την αμοιβή των στελεχών είναι τέσσερις και μεταξύ αυτών συγκαταλέγεται και η επίδοση της επιχείρησης. Η επίδοση της επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει σημαντικά την θέση του μάνατζερ στην επιχειρηματική κοινότητα και να λειτουργήσει ως μέσο κινητοποίησης των στελεχών. Οι μέτοχοι αμείβουν τα στελέχη για την επίτευξη συγκεκριμένης επίδοσης με στόχο να βελτιωθεί η επίδοση και το αποτέλεσμα των προσπαθειών των μάνατζερ. Για να βελτιωθεί η επίδοση της επιχείρησης θα πρέπει οι στόχοι, που θέτει η διοίκηση της επιχείρησης και βάσει των οποίων θα προσδιοριστεί η αμοιβή των στελεχών, να είναι μεν εφικτοί αλλά όχι εύκολα εφικτοί προκειμένου να εντείνουν οι μάνατζερς τις προσπάθειες τους. Ο βαθμός και ο τρόπος που σχετίζεται η επίδοση με την αποζημίωση μπορεί να είναι διαφορετικός ανάλογα με τον τύπο της αποζημίωσης. Από μελέτη του Murphy (1985) προκύπτει θετική συσχέτιση μεταξύ μπόνους και αποζημίωσης αλλά όχι μεταξύ μισθού και αποζημίωσης. Η μελέτη των Finkelstein και Hambrick (1988) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αμοιβή των στελεχών συνδέεται έμμεσα με την επίδοση της επιχείρησης με τους εξής τρόπους:

- Επιδρά στην απόφαση των στελεχών να έλθουν και να παραμείνουν στην επιχείρηση.



- Η αμοιβή μπορεί να καθορίσει την ικανότητα των στελεχών που μπορεί να προσελκύσει η επιχείρηση.
- Ο χρονικός ορίζοντας, η έκθεση στον κίνδυνο και η ενδεχόμενη επίδοση των πακέτων αποζημίωσης ασκούν επιδράσεις στις στρατηγικές αποφάσεις που καλούνται να λάβουν τα στελέχη, οι οποίες με τη σειρά τους καθορίζουν την επίδοση της επιχείρησης.
- Τα στελέχη προκειμένου να λάβουν υψηλή αμοιβή, μπορεί να προσπαθήσουν να επηρεάσουν το πώς αντιλαμβάνονται οι μέτοχοι την προσπάθεια τους και μπορεί να καταφύγουν σε χειραγώγηση των κερδών, που με τη σειρά της μπορεί να δράσει αρνητικά στην επίδοση της επιχείρησης.
- Η αμοιβή των στελεχών μπορεί να στείλει σήματα στα υπόλοιπα εμπλεκόμενα μέρη και να επηρεάσει τον τρόπο αντίδρασης των κεφαλαιαγορών και κατά συνέπεια την τιμή της μετοχής της επιχείρησης και την επίδοση της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την έρευνα των Jensen και Murphy (1990), από ένα δείγμα 2.000 διοικητικών στελεχών και για τη χρονική περίοδο 1970 - 1988, ο έλεγχος για την ύπαρξη εξάρτησης μεταξύ μισθού και επίδοσης των ανώτερων διοικητικών στελεχών (συμπεριλαμβανομένου του μισθού, των μετοχών, των options αλλά και της απόλυσης) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο πλούτος των στελεχών αυτών αυξάνεται κατά 3.25 δολάρια για κάθε αύξηση χιλίων δολαρίων του πλούτου των μετόχων. Συγκεκριμένα, κάθε αύξηση χιλίων δολαρίων του πλούτου των μετόχων ισοδυναμεί με μια μέση αύξηση του μισθού και του bonus των στελεχών για τη τρέχουσα και την επόμενη χρονιά της τάξης των δυο cents. Όσον αφορά στα bonus, αν και αποτελούν το 50% του μισθού των διοικητικών στελεχών, δε σχετίζονται με την επίδοση που μετράται από τις μεταβολές στην αγοραία αξία, τα λογιστικά κέρδη ή τις πωλήσεις. Η χαμηλή μεταβλητότητα στην αποζημίωση των στελεχών υποδηλώνει ότι παρόλο που τα bonus αποτελούν σημαντικό στοιχείο της αποζημίωσης, αυτά δε μεταβάλλονται από χρόνο σε χρόνο.

Ωστόσο, παρόλο που μέχρι το 1996 η σχέση αυτή μεταξύ μισθού και επίδοσης σχεδόν διπλασιάστηκε σύμφωνα με μελέτη του Murphy (1999) (αύξηση του πλούτου των στελεχών κατά έξι δολάρια για αύξηση κατά χίλια

δολάρια του πλούτου των μετόχων) δεν έχει επέλθει κάποια σημαντική σύγκλιση των συμφερόντων των στελεχών με αυτά των μετόχων. Η σχέση μεταξύ αποζημίωσης με τη μορφή μετρητών συνδέεται, τα τελευταία εικοσιπέντε χρόνια, ολοένα και περισσότερο με την απόδοση της μετοχής της επιχείρησης (Murphy, 1999).

Στην ίδια μελέτη, εκτός από την θετική σχέση μεταξύ αμοιβής και επίδοσης της επιχείρησης, εντοπίζεται μια αρνητική σχέση μεταξύ της αμοιβής των στελεχών και της επίδοσης του κλάδου. Η αξιολόγηση της επίδοσης των στελεχών σύμφωνα με την επίδοση του κλάδου, δηλαδή η σχετική αξιολόγηση της επίδοσης (relative performance evaluation, RPE), παρέχει κίνητρα στα στελέχη ενώ μειώνει τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τα στελέχη λόγω της απομάκρυνσης των κοινών σοκ της αγοράς. Οι Crespi, Gispert και Renneboog αντιθέτως πιστεύουν ότι αν και μπορεί να βελτιώνεται η επίδοση της επιχείρησης, η διοίκηση της μπορεί να μη θεωρεί ότι θα πρέπει να αυξήσει την αμοιβή των στελεχών ακόμα κι αν η βελτίωση της επίδοσης υπερβαίνει την αντίστοιχη αύξηση των ανταγωνιστών. Ωστόσο η επίδοση της επιχείρησης αξιολογείται πάντα σε σχέση με την επίδοση των ανταγωνιστικών επιχειρήσεων. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, η αμοιβή δεν φαίνεται να σχετίζεται τόσο με την επίδοση της επιχείρησης όσο με το μέγεθος της επιχείρησης. Η ισχυροποίηση της σχέσης μεταξύ αμοιβής και επίδοσης της επιχείρησης είναι επιθυμητή από τους μετόχους αφού αποτελεί ένδειξη ότι τα στελέχη κινούνται προς την κατεύθυνση της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους. Όπως σημειώνουν οι Hall και Murphy (2003), η αμοιβή των στελεχών δικαιολογείται ευκολότερα όταν συνδέεται με την επίδοση της επιχείρησης.

Η χρήση προτρεπτικών σχεδίων βάσει μετοχών φαίνεται να επηρεάζουν τόσο τις ενέργειες των στελεχών όσο και την επίδοση της επιχείρησης. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι ο Murphy τίθεται υπέρ της χρήσης αγοραίων μέτρων επίδοσης έναντι των λογιστικών μέτρων καθώς τα αγοραία μέτρα παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις ενέργειες στις οποίες προέβη το στέλεχος και δείχνουν την αύξηση της τιμής της μετοχής, γεγονός που είναι επιθυμητό από τους μετόχους. Ένα μειονέκτημα των λογιστικών μέτρων επίδοσης είναι ότι μπορούν εύκολα να χειραγωγηθούν από τη διοίκηση της επιχείρησης καθώς και το γεγονός ότι είναι ενδεικτικά όχι των μελλοντικών

δυνατοτήτων της επιχείρησης αλλά της προηγούμενης της επίδοσης (Crespi et al.)<sup>9</sup>.

Οι Hall και Liebman (1998) σε έρευνα με τη σχέση μεταξύ του πλούτου της επιχείρησης με αυτόν των στελεχών, καταλήγουν κι αυτοί σε μια θετική σχέση. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι το 1994 επέρχεται αύξηση του πλούτου των στελεχών κατά 5.29 δολάρια για κάθε αύξηση του πλούτου των μετόχων ίση με χίλια δολάρια. Το μεγαλύτερο ποσοστό της αύξησης του πλούτου των μετόχων αποδίδεται στη χρήση αποζημίωσης βάσει μετοχών. Η χρήση αυτής της αποζημίωσης προκαλεί βελτίωση της κερδοφορίας της επιχείρησης ως αποτέλεσμα της ενίσχυσης της σχέσης αμοιβής και επίδοσης. Σε θετική σχέση μεταξύ αμοιβής και επίδοσης καταλήγει και ο Abowd (1990), επισημαίνοντας ότι αυτή η σχέση ενισχύεται όταν χρησιμοποιούνται αγοραία μέτρα επίδοσης. Στην θετική απήχηση των μέτρων επίδοσης που σχετίζονται με την τιμή της μετοχής καταλήγει και ο Masson (1971). Η χρήση αυτών των μέτρων επιτρέπει την επίτευξη μακροπρόθεσμης κερδοφορίας της επιχείρησης καθώς ευθυγραμμίζει σε μεγαλύτερο βαθμό τα συμφέροντα των μετόχων με αυτά των στελεχών.

Από έρευνα που διεξήχθη μεταξύ της σχέσης αμοιβής διευθύνοντα συμβούλου και επίδοσης της επιχείρησης, σε δείγμα των επιχειρήσεων Fortune500, εντοπίζεται ισχυρή θετική σχέση μεταξύ του μισθού και των ετησίων μπόνους με το προ φόρων περιθώριο κέρδους της επιχείρησης και της απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου. Δηλαδή όσο βελτιώνεται η επίδοση της επιχείρησης, τόσο αυξάνεται ο μισθός και το μπόνους που λαμβάνουν τα στελέχη. Σε αντίθεση με τη βραχυπρόθεσμη αποζημίωση, δεν εντοπίζεται κάποια σχέση μεταξύ της επίδοσης της επιχείρησης και της μακροχρόνιας αμοιβής των στελεχών (Martocchio, 1998). Ούτε ο Black<sup>10</sup> εντοπίζει κάποια ισχυρή συσχέτιση μεταξύ αποζημίωσης και εταιρικής επίδοσης, αφού τα μπόνους δίνονται στα στελέχη τόσο σε καλές όσο και σε άσχημες περιόδους. Όσον αφορά στη μακροπρόθεσμη αμοιβή τους, αν και είναι ελκυστική η άποψη ότι επηρεάζει την επίδοση της επιχείρησης, ωστόσο δεν υπάρχουν σημαντικά στοιχεία που να υποστηρίζουν μια τέτοια άποψη. Σύμφωνα με τους

---

<sup>9</sup> Διαθέσιμο σε McCahery, Moerland, Raaijmakers & Renneboog (2002)

<sup>10</sup> Διαθέσιμο σε Chew (1997)

Ferrarini και Moloney (2005) τα τρέχοντα δεδομένα δείχνουν ότι υπάρχει διάσταση μεταξύ αμοιβής και επίδοσης.

Η επίδοση της επιχείρησης μπορεί να συνδεθεί και με την παραμονή των στελεχών στην επιχείρηση. Σύμφωνα με τον Gordon (2006) η κακή επίδοση της επιχείρησης είναι πιθανόν να οδηγήσει σε απόλυση του στελέχους. Η πιθανότητα αυτή έχει σχεδόν τριπλασιαστεί τα έτη 1990-1996 σε σχέση με το 1980. Η έρευνα των Jensen και Murphy (2004) δεν καταλήγει στα ίδια συμπεράσματα. Παρόλο που υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα στην απόδοση των ανώτερων διοικητικών στελεχών και την επίδοση της επιχείρησης, η σχέση αυτή είναι μικρή για μια επιχείρηση για την οποία ο μισθός – κίνητρο παίζει σημαντικό ρόλο. Εντούτοις, οι απολύσεις δεν αποτελούν βασικό μέτρο κινητοποίησης των στελεχών αφού η αύξηση της πιθανότητας απόλυσης λόγω κακής επίδοσης είναι πολύ μικρή (Garvey, Grant & King, 1999).

## 9 Επενδυτική συμπεριφορά και πακέτα αποζημίωσης

Ο ρόλος των διευθύνοντων συμβούλων στη διαμόρφωση, ανάπτυξη και υλοποίηση του στρατηγικού σχεδιασμού της επιχείρησης είναι μεγάλης σημασίας για την επιχείρηση (Κουφορούλος, 2002). Κατά συνέπεια, οι αποφάσεις που λαμβάνουν θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικές και κατόπιν ωρίμου σκέψεως καθώς μπορούν να επηρεάσουν την πορεία της επιχείρησης αρνητικά. Παρατηρείται σε αρκετές έρευνες ότι τα διοικητικά στελέχη που αμείβονται με τη μορφή μετοχών, επιλέγουν εκείνες τις δραστηριότητες που μειώνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης. Ιδιαίτερα οι managers που έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό μετοχών, αναλαμβάνουν κυρίως επενδυτικές δραστηριότητες με μειωμένο βαθμό αβεβαιότητας και κινδύνου. Πολλοί είναι αυτοί που πιστεύουν ότι η προσήλωση των θεσμικών επενδυτών στη βραχυχρόνια περίοδο ενθαρρύνει τους managers σ' αυτή τη «μυωπική» επενδυτική συμπεριφορά. Άλλοι, πάλι, είναι της άποψης ότι η κατοχή μεγάλων μεριδίων μετοχών και η φιλοσοφία των θεσμικών προτρέπει τους managers να επιλέξουν μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Ο όρος «μυωπική» συμπεριφορά αναφέρεται στην υπό – επένδυση σε μακροπρόθεσμους και απροσδιόριστους σχεδιασμούς, όπως έρευνα και ανάπτυξη, διαφήμιση και την εκπαίδευση των εργαζομένων για την επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων. Αυτού του είδους η συμπεριφορά είναι ένα είδος χειραγώγησης των κερδών, που συναντάται όταν οι managers αντιμετωπίζουν ενδοιασμούς ως προς την επίτευξη των στόχων κερδοφορίας ή τη διατήρηση της επένδυσης σε Έρευνα και Ανάπτυξη.

Ο Brian J .Bushee (1998) εξετάζει κατά πόσο η θεσμική ιδιοκτησία (institutional ownership) επηρεάζει τις δαπάνες σε Έρευνα και Ανάπτυξη σε εκείνες τις επιχειρήσεις, οι οποίες θα ανέστρεφαν μια μείωση της κερδοφορίας μειώνοντας την επένδυση στον τομέα της Έρευνας και Ανάπτυξης. Τα αποτελέσματα καθιστούν σαφές ότι δεν είναι δυνατό οι managers να προχωρήσουν σε περικοπές στην Έρευνα και Ανάπτυξη για να αντισταθμίσουν μια μείωση στην κερδοφορία όταν η θεσμική ιδιοκτησία είναι μεγάλη, υποδηλώνοντας ότι οι θεσμικοί επενδυτές σκέφτονται ορθολογικά, και

ουσιαστικός ρόλος τους είναι ο έλεγχος για τη μείωση της «μυωπικής» συμπεριφοράς. Με άλλα λόγια, ενεργούν με τρόπο που να εξασφαλίζει ότι τα διοικητικά στελέχη θα επιλέξουν εκείνο το επίπεδο Έρευνας και Ανάπτυξης, που θα μεγιστοποιήσει τη μακροπρόθεσμη αξία και δε θα επικεντρωθεί απλά στην επίτευξη βραχυπρόθεσμων στόχων κερδοφορίας. Ωστόσο, ο Bushee διαπιστώνει ακόμα ότι όταν οι θεσμικοί επενδυτές παροδικού χαρακτήρα (προχωράνε σε βιαστικές συναλλαγές και είναι δυνατό να αγοράσουν μια επιχείρηση με καλά νέα κερδοφορίας ) κατέχουν μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας της επιχείρησης, ενθαρρύνουν τη «μυωπική» συμπεριφορά και επικεντρώνονται μόνο στην πραγματοποίηση υψηλού ποσοστού τρέχουσας κερδοφορίας.

Οι Wilbur Lewellen, Claudio Loderer και Kenneth Martin (1987) εξετάζουν κατά πόσο ο σχεδιασμός του πακέτου αποζημίωσης των διοικητικών στελεχών αντανάκλα μια προσπάθεια για μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης μεταξύ των μετόχων και των managers. Ένα από τα πλέον γνωστά προβλήματα στην επιστημονική οικονομική κοινότητα είναι αυτό της παροχής κινήτρων όπου απώτερος σκοπός είναι να συμβαδίσουν οι επενδυτικές αποφάσεις των managers με τα συμφέροντα των μετόχων (μεγιστοποίηση του πλούτου). Επειδή η απόδοση των διοικητικών στελεχών δε μπορεί εύκολα και με ακρίβεια να υπολογιστεί, η μορφή αποζημίωσης των στελεχών αποτελεί σοβαρό θέμα για τους μετόχους. Ένα αποτελεσματικό πακέτο αποζημίωσης είναι δυνατό να μειώσει το κόστος αυτό της αντιπροσώπευσης. Το πρόβλημα της μυωπικής επενδυτικής συμπεριφοράς συνδέεται με τον χρονικό ορίζοντα της αποζημίωσης που λαμβάνουν τα στελέχη.

Η διάκριση μεταξύ μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας αποζημίωσης είναι ένα σύνηθες φαινόμενο. Η κύρια διαφορά τους, όπως έχουμε αναπτύξει προηγουμένως, είναι ότι η μεν πρώτη βασίζεται στην απόδοση μεγάλης χρονικής περιόδου (συνήθως πολλών ετών) ενώ η δεύτερη επιβραβεύει τα διοικητικά στελέχη για την καλή απόδοση περιορισμένου χρονικού διαστήματος (συντά ενός έτους). Μια άλλη σημαντική διαφορά έχει να κάνει με το γεγονός ότι η μακροπρόθεσμη αμοιβή παίρνει συνήθως τη μορφή μετρητών σε αντίθεση με τη βραχυπρόθεσμη αποζημίωση που καταβάλλεται με μετρητά. Τα βραχυπρόθεσμα σχέδια αποζημίωσης χρησιμοποιούνται

συχνά από τις επιχειρήσεις με σκοπό την κινητοποίηση των στελεχών. Ωστόσο υποκρύπτουν προβλήματα όπως αυτό της αποστροφής του κινδύνου, το πρόβλημα του ορίζοντα και το πρόβλημα της υπερβολικής κράτησης. Το πρόβλημα της υπερβολικής κράτησης εμφανίζεται επειδή τα διοικητικά στελέχη έχουν κίνητρο να διατηρήσουν κεφάλαια στην επιχείρηση για να αυξήσουν την κάλυψη του σταθερού μισθού, πρόβλημα που αντιμετωπίζεται αν συνδεθεί η απόδοση του μέγιστου bonus με το επίπεδο διανομής μερισμάτων.

Η έρευνα των Lewellen, Loderer και Martin (1987) εξετάζει τα δύο από τα τρία αυτά προβλήματα. Στη συγκεκριμένη έρευνα γίνεται η υπόθεση ότι το βασικό κίνητρο για τη δημιουργία αυτών των στοιχείων είναι η επίλυση των συγκρούσεων των συμφερόντων μεταξύ ιδιοκτησίας και manager. Κάποιοι στοχεύουν να μειώσουν τις διαφορές σε χρονικό ορίζοντα, ενώ άλλοι τις διαφορές στην έκθεση του κινδύνου. Έτσι, ένα περίπλοκο πακέτο αποζημίωσης είναι αναπόφευκτο, καθώς οι αμοιβές που ελέγχουν το ένα πρόβλημα συνήθως εντείνουν το άλλο. Για παράδειγμα, μια αποζημίωση μπορεί να βελτιώνει το πρόβλημα του χρονικού ορίζοντα, αλλά ταυτόχρονα να αυξάνει την έκθεση στον κίνδυνο αυξάνοντας το μερίδιο του πλούτου των managers που συνδέεται με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Το πρόβλημα της αποστροφής του κινδύνου παρατηρείται επειδή ο manager επιθυμεί να μεγιστοποιήσει τη δική του χρησιμότητα. Με ένα σταθερό μισθό ένας manager δεν ανταμείβεται αλλά ούτε και παροτρύνεται για την ανάληψη δραστηριοτήτων με μεγαλύτερη αβεβαιότητα και κίνδυνο. Οι managers μπορεί να λάβουν εκείνες τις οικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις που μειώνουν τον κίνδυνο της επιχείρησης, ακόμα και αν αυτό σημαίνει μείωση του πλούτου των μετόχων. Για να αποφευχθεί κάτι τέτοιο θα πρέπει να προστεθούν και άλλες μορφές αποζημίωσης στο υπάρχον πακέτο ούτως ώστε να του παρέχεται κάποιο bonus που θα τον προτρέπει να λάβει και πιο «επικίνδυνες» επενδυτικές αποφάσεις, με το σκεπτικό ότι θα έχει και αυτός μερίδιο από το αποτέλεσμα. Ο Chew (1997) αναφέρει ότι ο μάνατζερ του οποίου η αμοιβή είναι αρκετά ευαίσθητη σε μεταβολές της επίδοσης της επιχείρησης μπορεί να αποστρέφεται τον κίνδυνο σε βαθμό μεγαλύτερο του επιθυμητού.

Ένα άλλο πρόβλημα που συνδέεται με την βραχυπρόθεσμη αποζημίωση, όπως προκύπτει από πολλές μελέτες, είναι το πρόβλημα του χρονικού ορίζοντα, το οποίο εμφανίζεται γιατί οι επιχειρήσεις έχουν αόριστη διάρκεια ζωής, ενώ οι απαιτήσεις των manager είναι μια συνάρτηση των ετών εργασίας τους στην επιχείρηση (tenure). Ένα διοικητικό στέλεχος έχει κίνητρο να επενδύει σε projects με άμεση απόδοση ακόμα και αν αυτά είναι λιγότερο κερδοφόρα από τα projects μακροπρόθεσμης απόδοσης και αυτό γιατί μπορεί να μην έχει δικαίωμα – απαίτηση στο μακροπρόθεσμο σχέδιο. Η παροχή βραχυπρόθεσμών bonus μπορεί να επιδεινώσει το συγκεκριμένο πρόβλημα, ενώ μια καλή μορφή αντιμετώπισης είναι μια μορφή παροχής αποζημίωσης στη συνταξιοδοτική περίοδο.

Σύμφωνα με την έρευνα των Lewellen, Loderer και Martin (1987), ο χρονικός ορίζοντας των μετόχων είναι απεριόριστος, καθώς οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές θα διοχετευθούν σε share prices. Για να στρέψουν οι managers την προσοχή τους στις μελλοντικές ταμειακές ροές και να παίρνουν αποφάσεις βάσει αυτών, θα πρέπει είτε να λαμβάνουν restricted options είτε να αλλάξει η μορφή της χρηματικής αποζημίωσης. Όσο μεγαλύτερη είναι η σπουδαιότητα των μακροπρόθεσμων επενδυτικών αποφάσεων σε μια επιχείρηση, τόσο περισσότερο θα πρέπει οι managers να αποστραφούν από τη μυωπική συμπεριφορά και τόσο μικρότερο θα είναι το ποσοστό του μισθού και των bonus στο πακέτο αποζημίωσης των διοικητικών στελεχών. Η ηλικία των διοικητικών στελεχών είναι ένας από τους παράγοντες που επιδρά ουσιαστικά, καθώς όσο νεότερος είναι ένας manager τόσο περισσότερο θα ενδιαφέρεται για τον μακροχρόνιο ορίζοντα της επιχείρησης και τόσο λιγότερο μυωπική θα είναι η συμπεριφορά του. Οι παλαιότεροι managers, άλλωστε, είναι και πλουσιότεροι και πιο πρόθυμοι να εκτεθούν στον κίνδυνο.

Η χρήση των stock options ως μέσο αποζημίωσης έχει αποδειχθεί ότι κάνει τα διοικητικά στελέχη λιγότερο πρόθυμα στην ανάληψη δραστηριοτήτων με αβέβαιη απόδοση και μεγάλο κίνδυνο. Το επίπεδο του συστηματικού κινδύνου της αγοράς μπορεί επίσης να επηρεάσει το σχεδιασμό του πακέτου αποζημίωσης. Όταν ένα μεγάλο μέρος της αποζημίωσης βασίζεται σε μετοχές, τότε συνδέεται αναπόφευκτα η αποζημίωση των στελεχών με τη γενικότερη κίνηση της τιμής της μετοχής, δηλαδή με γεγονότα και καταστάσεις εκτός



ελέγχου των διοικητικών αποφάσεων. Κάτι τέτοιο εξασθενεί την επιθυμητή σχέση μεταξύ αποζημίωσης και απόδοσης της επιχείρησης. Όσο πιο ευαίσθητη είναι η τιμή της μετοχής της επιχείρησης στις αλλαγές της αγοράς, τόσο πιο έντονο είναι το πρόβλημα. Αναμένεται, λοιπόν, να δίνεται περισσότερη έμφαση σε χρηματικές μορφές αποζημίωσης στενά συνδεδεμένες με τα κριτήρια της εσωτερικής απόδοσης.

Ο Narayanan (1985) αναζητά τα κίνητρα των στελεχών για αποφάσεις που αποφέρουν βραχυπρόθεσμα κέρδη θυσιάζοντας τα μακροχρόνια συμφέροντα των μετόχων. Οι αιτίες που οδηγούν σε αυτό το αποτέλεσμα, σύμφωνα με τον Narayanan, εμπίπτουν σε δύο κατηγορίες:

1. στην επιθυμία των μετόχων για βραχυχρόνια κέρδη που αποτυπώνεται στις αποφάσεις τους
2. στον συσχετισμό των αμοιβών των στελεχών με τα ετήσια κέρδη που τους προσανατολίζουν στην αναζήτηση του γρήγορου κέρδους.

Σημαντικό στοιχείο για να καταλάβουμε τα αίτια αυτού του φαινομένου είναι ο βαθμός της πληροφόρησης. Έτσι στην ερευνά του καταλήγει πως ακόμα και αν συντρέχουν οι δυο παραπάνω αιτίες το στέλεχος δεν θα λάβει απαραίτητα αποφάσεις με προοπτική την αύξηση του βραχυχρόνιου αποτελέσματος σε βάρος της μακροχρόνιας ανάπτυξης της επιχείρησης εφόσον όλες οι πληροφορίες που διαθέτει είναι γνωστές στο ευρύτερο κοινό. Αντίθετα, αν κατέχει πληροφορίες που είναι μη διαθέσιμες για τους επενδυτές μπορεί να προχωρήσει σε ενέργειες και αποφάσεις με στόχο την βραχυχρόνια κερδοφορία. Επίσης εξετάζει την επίδραση της εμπειρίας και της διάρκειας του συμβολαίου του στελέχους, καθώς και τον κίνδυνο των χρηματορροών της επιχείρησης στις αποφάσεις του. Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγει είναι τα ακόλουθα:

1. Όσο πιο έμπειρο είναι το στέλεχος τόσο λιγότερο επιδιώκει κερδοφορία που βασίζεται σε βραχυχρόνια κέρδη. Επίσης όταν η εμπειρία του στελέχους αυξάνεται τόσο πιο ακριβής γίνεται και η προσέγγιση της ικανότητας του, το στέλεχος δεν χρειάζεται βραχυχρόνια αποτελέσματα ώστε να αποδείξει την αποτελεσματικότητά του γιατί υπάρχουν ιστορικά στοιχεία και μπορεί κανείς να αξιολογήσει αποφάσεις για επενδύσεις που έλαβε το στέλεχος στο παρελθόν και αν τελικά ωφέλησαν την εκάστοτε επιχείρηση.

2. Όσο αυξάνεται ο κίνδυνος μίας επένδυσης, τόσο μειώνεται το μέρος των εισροών που θα αποφέρει αυτή η επένδυση και θα αποδοθεί στην ικανότητα του στελέχους και αυτό μειώνει τα κίνητρα του να προχωρήσει σε αυτή την επένδυση ώστε να αυξήσει τα κέρδη.
3. Όσο αυξάνεται η διάρκεια του συμβολαίου, τόσο αυξάνεται και η ωφέλεια που θα έχει το στέλεχος από μελλοντικές χρηματοροές, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η πιθανότητα να θυσιάσει την μακροχρόνια κερδοφορία της επιχείρησης για να δείξει άμεσα βραχυχρόνια αποτελέσματα. Αν το στέλεχος θέλοντας να αυξήσει το βραχυχρόνιο αποτέλεσμα αυξήσει τις φετινές χρηματοροές, θα αντιμετωπίσει προβλήματα σε μελλοντικές περιόδους αφού η κερδοφορία δεν εξασφαλίζεται μόνο με βραχυχρόνιες επενδύσεις αλλά με μακροχρόνια επενδυτικά σχέδια τα οποία θα επιφέρουν αποτελέσματα σε επόμενες περιόδους.

Σε νεότερη ερευνά του ο Narayanan (1996) υποστηρίζει ότι ενώ τα συμβόλαια που δίνουν αποζημίωση μόνο σε μετρητά κινητοποιούν τα στελέχη να υποεπενδύουν σε μακροχρόνιο επίπεδο ενώ τα συμβόλαια που δίνουν ως αποζημίωση μόνο σε μορφή μετοχών οδηγούν σε υπερβολές στις μακροχρόνιες επενδύσεις. Το φαινόμενο της μυωπικής επενδυτικής συμπεριφοράς στο παρελθόν εξηγήθηκε με βάση την ασύμμετρη πληροφόρηση και την θεωρία αντιπροσώπευσης (agency theory) (Narayanan, 1985; Stein, 1988; Bebchuk & Stole, 1993). Ο Narayanan καταλήγει ότι η καταλληλότερη μέθοδος ώστε ένα στέλεχος να κινητοποιηθεί και να επενδύσει αποτελεσματικά και ανεξάρτητα από τον επενδυτικό ορίζοντα είναι ένα πακέτο μετρητών και ισοδύναμων με μετρητά εργαλείων (π.χ. μετοχές). Αν η διοίκηση κινητοποιηθεί μόνο με μετρητά θα υποεπενδύσει σε μακροχρόνιο ορίζοντα ώστε να αυξήσει τα κέρδη του τρέχοντος έτους. Κάτι τέτοιο θα έχει ως συνέπεια οι επενδυτές, αν θεωρήσουν ότι η αύξηση οφείλεται στην ικανότητά της, να εξαπατηθούν και να την θεωρήσουν πιο ικανή από ότι είναι.

Από την άλλη αν κινητοποιηθεί μόνο με μετοχές, και μάλιστα με περιοριστικές μετοχές που δεν μπορούν να ρευστοποιηθούν άμεσα, η διοίκηση θα επιδιώξει να αυξήσει τις μακροχρόνιες επενδύσεις. Αν οι επενδυτές έχουν την πεποίθηση ότι η διοίκηση επενδύει αποδοτικά και αποτελεσματικά θα θεωρήσουν πώς τα μειωμένα κέρδη μιας περιόδου

οφείλεται στην μειωμένη ικανότητα της διοίκησης και έτσι θα υποεκτιμήσουν και την αμοιβή της. Αυτή η υποτίμηση της ικανότητας οδηγεί σε υποτίμηση της αξίας της μετοχής και επομένως της αμοιβής της που είναι αποκλειστικά μετοχές, όλα αυτά έχουν σαν αποτέλεσμα να λαμβάνει τελικά ακόμη μεγαλύτερη μελλοντική αμοιβή. Κεντρική ιδέα για αυτήν την ανάλυση είναι πως «ενώ η αποζημίωση της διοίκησης είναι συνάρτηση της φαινομενικής ικανότητας της, η τιμή της μετοχής είναι συνάρτηση και της ικανότητας της και των επενδυτικών της αποφάσεων».

Οι Bebchuk και Stole (1993) εξετάζοντας την επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης αλλά και των βραχυπρόθεσμων διοικητικών στόχων, καταλήγουν στο συμπέρασμα πως ο συνδυασμός αυτών των δύο παραγόντων δεν οδηγεί απαραίτητα σε υποεπένδυση σε μακροχρόνιο ορίζοντα αλλά μπορεί κάλλιστα να οδηγήσει και σε υπερεπένδυση σε μακροχρόνια επενδυτικά προγράμματα. Το αν θα προκύψει υποεπένδυση ή υπερεπένδυση εξαρτάται από τον βαθμό της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η ύπαρξη των βραχυπρόθεσμων διοικητικών στόχων δικαιολογείται από το γεγονός ότι τα στελέχη λαμβάνουν κάποια αποζημίωση που συνδέεται με την βραχυπρόθεσμη αξία της επιχείρησης. Όσο αυξάνεται αυτή η αξία, τόσο μειώνεται η πιθανότητα να απειληθεί η θέση τους σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης ή σε κάποιο διαγωνισμό αρμοδιοτήτων (proxy contest). Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι, σύμφωνα με την έρευνα αυτή, όσο περιορίζεται ο χρονικός ορίζοντας των μετόχων, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα να ευνοήσουν προτρεπτικά σχέδια που επικεντρώνουν σε βραχυχρόνιους στόχους της επιχείρησης.

Στην πρώτη περίπτωση, οι επενδυτές δεν γνωρίζουν το ύψος των μακροχρόνιων επενδύσεων και έτσι τα στελέχη υποεπενδύουν σε μακροχρόνια επενδυτικά προγράμματα γιατί η επίδραση της αύξησης των μακροχρόνιων επενδυμένων κεφαλαίων στην παρούσα τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από την αύξηση της καθαρής παρούσας αξίας της. Έχει παρατηρηθεί ότι όσο μεγαλύτερη έμφαση δίνεται στη βραχυπρόθεσμη τιμή της μετοχής της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η υποεπένδυση. Παρά το γεγονός ότι, μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, τα ποσά των επενδύσεων έρχονται στη δημοσιότητα και κάθε επενδύτης μπορεί να λάβει γνώση, υπάρχουν αρκετά στοιχεία που παραμένουν άγνωστα στο επενδυτικό

κοινό. Τα στοιχεία αυτά μπορεί να είναι σημαντικά για να κρίνει κανείς την σπουδαιότητα μιας επένδυσης και τα οφέλη που αναμένει η επιχείρηση από αυτήν π.χ. ο χρόνος που αφιερώνει η διοίκηση στην μελέτη και σχεδίαση ενός επενδυτικού προγράμματος. Πολλές φορές η πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού εξαρτάται από τα ίδια τα στελέχη, που έστω και με κάποιο κόστος, δημοσιεύουν στοιχεία για τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης. Δεν είναι όμως λίγες οι φορές που τα στελέχη αποδέχονται κάποιο κόστος ώστε να κάνουν μια επένδυση μη-ορατή στο επενδυτικό κοινό ενώ δεν είναι σπάνιο και το φαινόμενο που ορισμένα έξοδα καμουφλάρονται ως έξοδα για Έρευνα και Ανάπτυξη, τα οποία δημοσιοποιούνται, γεγονός που δεν επιτρέπει στους μετόχους να αντιληφθούν σωστά το μέγεθος της επένδυσης.

Στην δεύτερη περίπτωση οι επενδυτές μπορούν να αντιληφθούν το ύψος της επένδυσης δεν έχουν όμως πληροφόρηση σχετικά με τις αναμενόμενες εισροές της επένδυσης. Σε αυτήν την περίπτωση τα στελέχη έχουν κίνητρα να αυξήσουν τις μακροχρόνιες επενδύσεις ώστε να δείξουν στο επενδυτικό κοινό ότι η συγκεκριμένη επένδυση είναι πολύ αποδοτική και πρόκειται να αποφέρει οφέλη στην επιχείρηση. Το στέλεχος θα υπερεπενδύσει σε ένα κερδοφόρο πρόγραμμα στοχεύοντας να δώσει σημάδια στους μετόχους ότι πρόκειται για κερδοφόρο πρόγραμμα, ενώ κάποιος με λιγότερο κερδοφόρο επενδυτικό πρόγραμμα θα προβεί σε αποτελεσματικότερες επενδυτικές κινήσεις.

Με την περίπτωση της σχέσης της αμοιβής των στελεχών με την βραχυχρόνια τιμή της μετοχής της επιχείρησης ασχολείται η έρευνα των Garvey, Grant και King (1999). Οι ερευνητές τίθενται υπέρ της σύνδεσης της αμοιβής με την βραχυχρόνια τιμή της μετοχής της επιχείρησης, καθώς με αυτό τον τρόπο μπορούν να διασφαλίσουν οι μέτοχοι ότι το καταναλωτικό ρεύμα της διοίκησης και οι επιλογές της είναι σύμφωνες με το υψηλά αποδοτικό της συμβόλαιο. Η βραχυχρόνια τιμή της μετοχής δίνει πληροφορίες σχετικά όχι με τις προηγούμενες προσπάθειες και αποφάσεις της διοίκησης αλλά σχετικά με τις μελλοντικές τους αποφάσεις. Προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα μωπωπικής επενδυτικής συμπεριφοράς προς όφελος του βραχυπρόθεσμου πλουτισμού, η αμοιβή των στελεχών δεν θα πρέπει να συνδέεται τόσο πολύ με την βραχυχρόνια τιμή της μετοχής όταν:

1. Η μεταβλητότητα του λόγου της βραχυχρόνιας προς την μακροχρόνια τιμή της μετοχής μειώνεται. Αυτό σημαίνει ότι μια αύξηση στην τιμή της

μετοχής οδηγεί μακροχρόνια σε ανάλογη αύξηση της τιμής. Δηλαδή υπάρχει μια σταθερή πορεία των τιμών της μετοχής.

2. Αυξάνεται η αποστροφή της διοίκησης προς τον κίνδυνο. Όταν η διοίκηση αποστρέφεται και αποφεύγει τον κίνδυνο θα αποφύγει επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο και αβέβαιες αποδόσεις ενώ θα προτιμήσει επενδύσεις με πιο σίγουρες αποδόσεις. Επίσης είναι πιθανότερο να επιλέξει μια επένδυση που θα αποφέρει βραχυχρόνιες εισροές παρά μια επένδυση με μακροχρόνιες και πιο αμφίβολες εισροές
3. Οι προσπάθειες της διοίκησης δεν είναι ιδιαίτερα παραγωγικές. Η χαμηλή παραγωγικότητα της θα την ωθήσει να αυξήσει τις βραχυχρόνιες εισροές ώστε να διασφαλίσει την θέση της, επομένως θα επιλέξει βραχυχρόνια επενδυτικά προγράμματα που θα επηρεάσουν άμεσα το λογιστικό αποτέλεσμα.

Σχετικά με τις αποφάσεις που λαμβάνει η επιχείρηση καταλήγουν οι Garvey, Grant και King (1999) ότι η βραχυπρόθεσμη τιμή της μετοχής μπορεί να παραπλανήσει την διοίκηση της επιχείρησης και οι ορθολογικοί μέτοχοι επιθυμούν να αγνοήσουν αυτές τις τιμές. Η μυωπική συμπεριφορά είναι πιο έντονη όταν παρέχονται ελάχιστα προτρεπτικά σχέδια βάσει μετοχών. Αντιθέτως τα έξοδα για Έρευνα και Ανάπτυξη αυξάνονται όταν συνδέεται ο πλούτος των στελεχών με τον πλούτο των μετόχων.

Οι Finkelstein και Hambrick (1988) εντοπίζουν μια άμεση σχέση μεταξύ της αποζημίωσης των στελεχών και την κατεύθυνση των προσπαθειών τους. Ο τύπος και το πακέτο αποζημίωσης τους μπορεί να παίξει σημαντικό ρόλο στην έκθεση στον κίνδυνο. Η αύξηση της μακροπρόθεσμης αποζημίωσης φαίνεται να προκαλεί αύξηση τόσο των εξόδων για Έρευνα και Ανάπτυξη όσο και των κεφαλαιακών δαπανών. Η αυξανόμενη χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών, λειτουργεί υπέρ της ανάληψης πιο επικίνδυνων επενδυτικών αποφάσεων. Η αμοιβή μπορεί να επιδράσει και στην προσπάθεια των στελεχών να αλλάξουν την αντίληψη των μετόχων για τη συμπεριφορά τους ή την επίδοσή τους.

Οι Coakley και Iliorouliou (2006) εξετάζουν την σχέση της αποζημίωσης των στελεχών σε σχέση με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μια μορφή επένδυσης με σημαντικά

μακροπρόθεσμα αποτελέσματα. Η επίτευξη και η ολοκλήρωση εσωβιομηχανικών και μεγάλων συγχωνεύσεων και εξαγορών φαίνεται να έχουν θετικά αποτελέσματα στην αμοιβή των διευθύνοντων συμβούλων στην Μεγάλη Βρετανία. Η αμοιβή των στελεχών, σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, είναι η επιβράβευση των προσπαθειών των στελεχών να εντοπίσουν εκείνες τις συγχωνεύσεις που θα συμβάλλουν στην αύξηση του πλούτου των μετόχων. Η managerial power approach θεωρεί ότι οι συγχωνεύσεις καθοδηγούνται από τα προσωπικά κίνητρα (π.χ. empire building) και τις επιδιώξεις των στελεχών να αυξήσουν τη δύναμη τους, ανεξάρτητα αν κάτι τέτοιο επιφέρει καταστροφικές συνέπειες στον πλούτο των μετόχων. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η δύναμη των στελεχών είναι αυτή που καθορίζει την πληρωμή των μπόνους λόγω ολοκλήρωσης της επένδυσης και όχι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Η αποζημίωση των στελεχών θα πρέπει να καθορίζεται και να μετρά έμμεσα τις προσπάθειες τους. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας υποστηρίζουν τη δεύτερη προσέγγιση, καταλήγουν δηλαδή στο συμπέρασμα ότι η δύναμη των στελεχών αποτελεί καθοριστικό παράγοντα της αμοιβής τους και ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις προκειμένου να αποσπάσουν προσωπικά βραχυπρόθεσμα κέρδη.

Οι Noe και Rebello (1997) προσεγγίζουν το ζήτημα της μυωπικής επενδυτικής συμπεριφοράς βασιζόμενοι στην εξέλιξη της αξίας του διοικητικού στελέχους μέσα στην επιχείρηση και προσπαθούν να εξηγήσουν τη σχέση του διοικητικού συμβατικού καιροσκοπισμού, των εταιρικών επενδυτικών αποφάσεων και της κατανομής της δικαιοδοσίας του ελέγχου αποφάσεων στην επιχείρηση. Κρίσιμα στοιχεία στα συμβόλαια αποζημίωσης, σύμφωνα με αυτή την έρευνα, είναι τόσο η εξέλιξη της αξίας του στελέχους μέσα στην επιχείρηση (ανθρώπινο κεφάλαιο) όσο και η δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης του συμβολαίου. Οι μακροχρόνιες επενδύσεις μεταθέτουν τη δημιουργία αξίας στο μέλλον, όταν το στέλεχος θα έχει πλέον μεγαλύτερη αξία για την επιχείρηση και θα αξιώνει μεγαλύτερης αμοιβής μέσα από την επαναδιαπραγμάτευση του συμβολαίου. Σε αυτή την περίπτωση τα στελέχη θα επιθυμούν να υπερεπενδύσουν σε μακροχρόνια επενδυτικά προγράμματα. Αν τον έλεγχο ανάληψης επενδύσεων τον έχουν οι μέτοχοι θα προστατευτούν από τον καιροσκοπισμό της διοίκησης επενδύοντας σε

βραχυχρόνια προγράμματα. Αν οι μέτοχοι δεν έχουν τον έλεγχο των επενδυτικών αποφάσεων θα αναζητήσουν τρόπους αμοιβής που να μην κινητοποιούν τις μακροχρόνιες επενδύσεις.

Η παροχή bonus, που βασίζονται στην κερδοφορία αποτελεί έναν από τους δημοφιλέστερους τρόπους αποζημίωσης των διοικητικών στελεχών. Πολλές είναι οι μελέτες που εξετάζουν τη σχέση που μπορεί να υπάρχει ανάμεσα στα bonus και τις διοικητικές αποφάσεις. Η πλειοψηφία των μελετών καταλήγει στο συμπέρασμα ότι τα διοικητικά στελέχη που ανταμείβονται με bonus ανάλογα με την κερδοφορία, επιλέγουν εκείνες τις λογιστικές διαδικασίες που αυξάνουν την αποζημίωσή τους.

Η επιλογή λογιστικών διαδικασιών, εντός των ορίων των γενικά αποδεκτών λογιστικών αρχών, με στόχο να εμφανιστεί το επιθυμητό επίπεδο κερδών, είναι γνωστή ως χειραγώγηση κερδών (earnings manipulation) (Koumanakos, Sirioroulos & Georgoroulos; 2005). Σύμφωνα με τους Healy και Wahlen (1999), η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών λαμβάνει μέρος όταν οι μάνατζερς κάνουν χρήση υποκειμενικών απόψεων στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και στην δημιουργία εκείνων των συναλλαγών που διαμορφώνουν έτσι τις καταστάσεις που είτε παραπλανούν τους συμμετέχοντες σχετικά με την υποκρυπτόμενη χρηματοοικονομική επίδοση της επιχείρησης είτε επηρεάζουν τα αποτελέσματα συμβολαίων που εξαρτώνται από αυτά τα λογιστικά μεγέθη (Koumanakos, Sirioroulos & Georgoroulos; 2005). Άλλοι λόγοι που οδηγούν σε χειραγώγηση των κερδών, εκτός από την επίτευξη της επιθυμητής αμοιβής, είναι η εξομάλυνση των διακυμάνσεων των λογιστικών κερδών, η προστασία των επιχειρήσεων από πολιτικές συνέπειες και η προστασία του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της επιχείρησης. Ωστόσο, τα εμπειρικά αποτελέσματα των ερευνών, σχετικά με τη χειραγώγηση των κερδών, δεν είναι αρκετά ξεκάθαρα.

Μια έρευνα που προσπαθεί να ρίξει φως στη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις αποφάσεις των managers για τις πραγματικές και τις λογιστικές διαδικασίες καθώς και την πιθανότητα ύπαρξης κινήτρων είναι από τον Healy (1984). Πιστεύει ότι τα συγκεκριμένα αποτελέσματα των προηγούμενων ερευνών οφείλονται σε δυο λόγους : Πρώτον, αγνοούν την οικονομική σημασία των σχεδίων. Τα κέρδη προσδιορίζονται συχνά με τέτοιο τρόπο που συγκεκριμένες λογιστικές αποφάσεις δεν επηρεάζουν τα bonus. Δεύτερον, οι

προηγούμενες μελέτες υποθέτουν ότι η αποζημίωση ενθαρρύνει τους managers μόνο στην επιλογή λογιστικών διαδικασιών που αυξάνουν το εισόδημα, ενώ ο Healy εξετάζει και την περίπτωση της επιλογής διαδικασιών που μειώνουν το εισόδημα. Μια τέτοια τακτική είναι γνωστή και ως “taking a bath”. Η συγκεκριμένη στρατηγική δεν επηρεάζει το τρέχον bonus, αλλά αυξάνει την πιθανότητα επίτευξης των μελλοντικών στόχων κερδοφορίας. Όταν η κερδοφορία είναι τόσο χαμηλή, που οποιαδήποτε λογιστική διαδικασία δε θα αλλάξει την κατάσταση και ο στόχος δε θα επιτευχθεί, οι managers έχουν το κίνητρο να μειώσουν κι άλλο την τρέχουσα κερδοφορία μεταβάλλοντας τα έσοδα ή τις αποσβέσεις. Καταλήγει στο συμπέρασμα ότι από την πλευρά των managers επιλέγονται τόσο στρατηγικές μείωσης όσο και στρατηγικές αύξησης του εισοδήματος και διαπιστώνει ότι κατά ένα μεγάλο ποσοστό παρατηρούνται εθελοντικές αλλαγές στη λογιστική διαδικασία μετά την υιοθέτηση ή αλλαγή ενός bonus plan

Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του Healy, οι Gaver, Gaver και Austin (1995) διαπιστώνουν ότι οι managers επιλέγουν στρατηγικές αύξησης του εισοδήματος, όταν τα κέρδη είναι κάτω από το κατώτερο επίπεδο απόδοσης ενώ δεν πιστεύουν ότι τα ανώτερα διοικητικά στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη με τρόπο που να μεγιστοποιεί την παρούσα αξία των bonus. Οι Holthausen, Larcker και Sloan (1995) εξετάζοντας το βαθμό κατά τον οποίο τα ανώτερα διοικητικά στελέχη χειραγωγούν τα κέρδη για να μεγιστοποιήσουν τα bonus αλλά και κατά πόσο τα συμβόλαια των bonus επηρεάζουν τις επιλογές των διοικητικών στελεχών για πραγματικές επενδυτικές δαπάνες, όπως διαφήμιση, έρευνα και ανάπτυξη και δαπάνες κεφαλαίου καταλήγουν σε ότι οι managers χειραγωγούν τα κέρδη προς τα κάτω όταν έχουν επιτύχει την παροχή του μέγιστου δυνατού bonus, ενώ δε διαπιστώνουν μια προς τα κάτω χειραγωγή των κερδών από τους managers όταν είναι κάτω από το ελάχιστο αναγκαίο επίπεδο για την παροχή bonus.

Η έρευνα των Baber, Kang και Kumar (1999), σχετικά με το πώς επηρεάζουν τόσο το επίπεδο όσο και οι μεταβολές των κερδών των επιχειρήσεων την αποζημίωση των στελεχών, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η επιμονή των κερδών καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τη σχέση αμοιβής και κερδών. Όσο πιο επίμονες οι θετικές μεταβολές των κερδών τόσο αυξάνεται η πιθανότητα να επαναδιαπραγματευτούν τα στελέχη την σύνθεση και το ύψος



της αμοιβής τους. Τα στελέχη, έχοντας γνώση της σχέσης αποζημίωσης – επιμονής των κερδών, καταφεύγουν συχνά σε χρήση των λογιστικών κερδών προς όφελος τους.

## 10 Η αποζημίωση στελεχών σε Ευρώπη και Ελλάδα

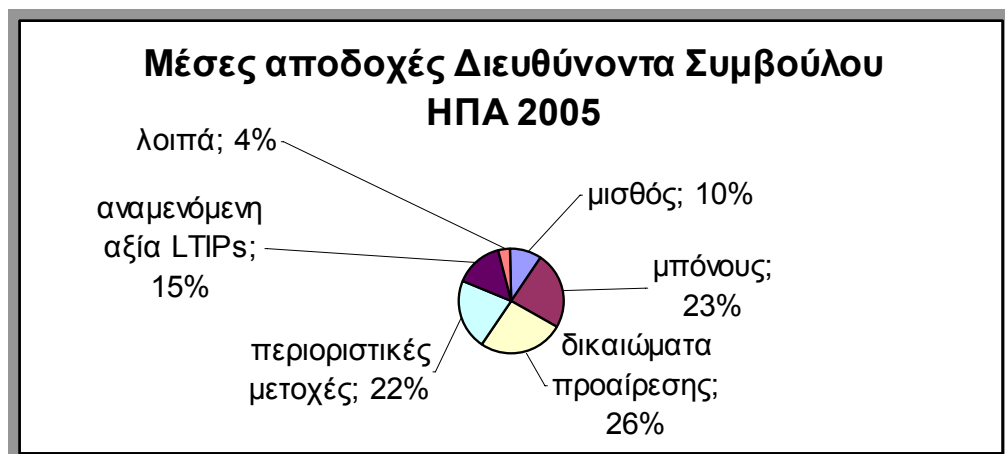
Η εταιρική διακυβέρνηση των επιχειρήσεων γενικότερα και η αμοιβή των στελεχών, πιο συγκεκριμένα, είναι θέματα που απασχολούν την επιχειρηματική κοινότητα τόσο στις ΗΠΑ και στον Καναδά όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η αμοιβή των στελεχών στις ΗΠΑ είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από τα αντίστοιχα επίπεδα στις υπόλοιπες χώρες. Σύμφωνα με τον Murphy (1999), από στοιχεία που προέρχονται από την Έκθεση για την Παγκόσμια Συνολική Αμοιβή των Towers Perrin's<sup>11</sup> για το 1997 και για 23 χώρες, προκύπτει ότι τα στελέχη των Η.Π.Α. αμείβονται περισσότερο από τους μάνατζερς στις υπόλοιπες χώρες. Σύμφωνα με στοιχεία από τους Pore και Young<sup>12</sup>, τα στελέχη στις ΗΠΑ αμείβονται πολύ περισσότερο από τους συναδέλφους τους στην Μεγάλη Βρετανία. Στις ΗΠΑ ο μέσος βασικός μισθός, το μπόνους των διευθύνοντων συμβούλων, το 1997, ανερχόταν σε £317.000 και £270.000, αντίστοιχα, έναντι £240.000 και £91.000 στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η χρήση επιτροπών προσδιορισμού στις FTSE επιχειρήσεις έχει αυξηθεί δραματικά. Μια τυπική βρετανική επιτροπή αμοιβών αποτελείται από τέσσερα μέλη, με τη σύνθεση της επιτροπής να παρουσιάζει διακυμάνσεις ανάλογα με την επιχείρηση. Σύμφωνα με στοιχεία που παραθέτουν οι Financial Times, η αμοιβή 72 διευθύνοντων συμβούλων του FTSE 100 αυξήθηκε από £2.1 το 2005, σε £2.4 εκατομμύρια το 2006 (αύξηση 14%). Οι μέσες αποδοχές 200 διευθύνοντων συμβούλων των ΗΠΑ, όπως προκύπτει από στοιχεία της συμβουλευτικής εταιρίας Pearl Meyer, ανερχόταν το 2005 σε \$8,4 εκατομμύρια και γνώρισε αύξηση 8.4% το 2006 (Σχήματα 3 και 4).

---

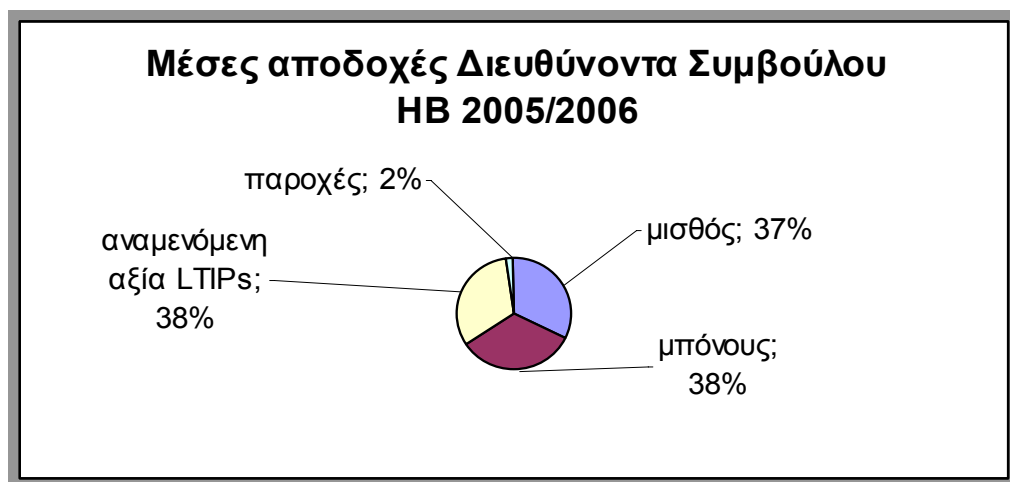
<sup>11</sup> Τα στοιχεία που προκύπτουν από αυτές τις έρευνες αφορούν εκτιμήσεις της εταιρίας Towers Perrin's για την αμοιβή ενός μάνατζερ που εργάζεται σε μια επιχείρηση με ετήσια κέρδη περίπου \$250 εκατομμύρια.

<sup>12</sup> Διαθέσιμο σε [www.manifest.co.uk](http://www.manifest.co.uk)

Σχήμα 3: Αποδοχές Διευθύνοντα Συμβούλου στις ΗΠΑ (Από τις αποδοχές εξαιρούνται οι συντάξεις).



Σχήμα 4: Αποδοχές Διευθύνοντα Συμβούλου στο ΗΒ (Από τις αποδοχές εξαιρούνται οι συντάξεις ενώ στα LTIPs περιλαμβάνονται τα δικαιώματα προαίρεσης και οι περιοριστικές μετοχές).



Και οι δύο αυτές χώρες έχουν αυξημένες απαιτήσεις όσον αφορά στην γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με τις αποδοχές των διευθυντικών στελεχών. Ωστόσο σύμφωνα με τον Sudhakar (2006), το ΗΒ έχει προχωρήσει στη δημοσίευση πληροφοριών όπως το όνομα της συμβουλευτικής εταιρίας και της ομότιμης ομάδας βάσει της οποίας καθορίζεται η αμοιβή των στελεχών. Λόγω της μεγάλης σημασίας που δίνει το ΗΒ στο θέμα των αμοιβών, και δεδομένου ότι ήταν η πρώτη ευρωπαϊκή χώρα που υιοθέτησε κάποιο κατευθυντήριο γραμμή σχετικά με τη γνωστοποίηση πληροφοριών σχετικά με τη σχέση αμοιβής – επίδοσης, υπάρχει πλήθος μελετών που αφορά τη

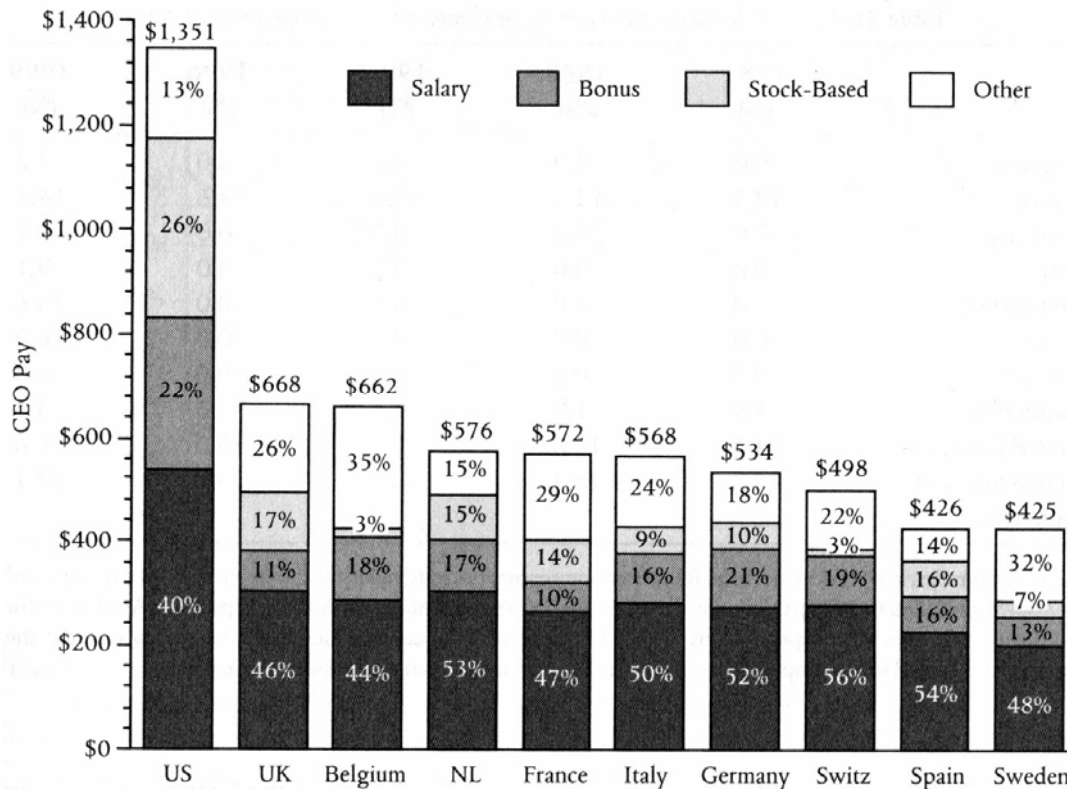
συγκεκριμένη περιοχή. Η έκθεση του Greenbury (1995), στοχεύοντας στη σύνδεση αμοιβής – επίδοσης προτείνει τα μακροπρόθεσμα σχέδια αποζημίωσης να υπόκεινται σε κριτήρια επίδοσης και παροτρύνει τη χρήση των LTIPs έναντι των δικαιωμάτων προαίρεσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης γενικά δεν αφαιρούνται από το φορολογούμενο εισόδημα των επιχειρήσεων στο ΗΒ σε αντίθεση με τα LTIPs.

Σύμφωνα με τους Gregg, Jewel και Tonks (2005) η αύξηση της αποζημίωσης με τη μορφή μετρητών στο ΗΒ, κατά την περίοδο 1994-2002, είναι δραματική, ενώ η συσχέτιση μεταξύ αμοιβής και επίδοσης είναι ελάχιστη. Κάτι τέτοιο έρχεται σε αντίθεση με τις όποιες απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης. Δεδομένου ότι το ύψος των αμοιβών στις ΗΠΑ είναι μεγαλύτερο απ' ό,τι στο ΗΒ, οι μεγάλες βρετανικές επιχειρήσεις θα πρέπει να πληρώσουν περισσότερο προκειμένου να προσελκύσουν μάντζερς σε μια διεθνή αγορά. Προκύπτει ότι όταν αυξάνεται το ποσοστό των μη εκτελεστικών μελών, η αμοιβή μειώνεται.

Η έρευνα των Conyon και Murphy<sup>13</sup> για την αμοιβή των διευθύνοντων συμβούλων στις ΗΠΑ και σε εννέα ευρωπαϊκές χώρες καταλήγει κι αυτή στο συμπέρασμα ότι τα στελέχη στις ΗΠΑ αμείβονται περισσότερο, σχεδόν το διπλάσιο, συγκριτικά με τους συναδέλφους τους στην Ευρώπη (Σχήμα 5). Η δομή της αποζημίωσης στις ΗΠΑ διαφέρει από την Ευρώπη. Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης παρατηρεί σταθερή άνοδο στον Ευρωπαϊκό χώρο, μέχρι το 1999 όλες οι υπό εξέταση χώρες χρησιμοποίησαν τα δικαιώματα προαίρεσης.

---

<sup>13</sup> Διαθέσιμο σε McCahery, Moerland, Raaijmakers & Renneboog (2002)



Σχήμα 5: Επίπεδα αμοιβών και δομή 1999 (στοιχεία από την Έκθεση για την Παγκόσμια Συνολική Αμοιβή των Towers Perrin's). Ο μισθός (salaries) περιλαμβάνει τον βασικό μισθό και άλλες τακτικές αμοιβές, στα bonus περιλαμβάνονται οι χρηματικές αμοιβές που σχετίζονται με επίτευξη στόχων ενώ οι λοιπές μορφές (others) περιλαμβάνουν λοιπές εθελοντικές ή υποχρεωτικές παροχές της επιχείρησης.

Όσον αφορά στην Ελλάδα σύμφωνα με έρευνα αποδοχών που διεξήχθη από την ICAP σε δείγμα εκατό επιχειρήσεων της Βόρειας Ελλάδας για το έτος 2005, παρατηρείται κάποια αύξηση του ποσοστού των εταιριών που δίνουν κάποια μορφή μπόνους στο προσωπικό. Η χρήση σταθερού μπόνους μειώνεται σε αντίθεση με τη χρήση μεταβλητού μπόνους ή κάποιου συνδυασμού μεταβλητού και σταθερού μπόνους από τις επιχειρήσεις. Επίσης παρατηρήθηκε αύξηση του ποσοστού των επιχειρήσεων που παρέχουν κινητό τηλέφωνο σε όλες τις βαθμίδες του προσωπικού και παρέχουν πρόσθετες ασφαλιστικές καλύψεις και συνταξιοδοτικά προγράμματα. Από τις επιχειρήσεις που απάντησαν, μόλις το 9% των εταιριών παρέχουν μετοχές άμεσα ή μέσω δικαιωμάτων προαίρεσης με διάρκεια από τρία ως πέντε έτη

ενώ μόνο το 4% των επιχειρήσεων προχωρούν σε διανομή κερδών στο προσωπικό.

Συγκεκριμένα το 98% του δείγματος παρέχουν κινητό τηλέφωνο στο γενικό διευθυντή, 55% παρέχουν πιστωτική κάρτα, 52% προσφέρουν κάποια ασφάλεια ζωής και 19% παρέχουν κάποιο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Τα αντίστοιχα ποσοστά για τα ανώτατα στελέχη είναι 93%, 24%, 49% και 16%. Το 47% του δείγματος παρέχει μπόνους στο γενικό διευθυντή. Το 15% των επιχειρήσεων που παρέχουν μπόνους δίνει κάποιο σταθερό μπόνους, το 57% κάποια μορφή μεταβλητού μπόνους ενώ το 28% παρέχει συνδυασμό σταθερού και μεταβλητού μπόνους. Στα ανώτατα στελέχη δίνεται μπόνους σε ποσοστό 62%, με τα ίδια ποσοστά σταθερού και μεταβλητού μπόνους. Οι μέσες ετήσιες αποδοχές του γενικού διευθυντή αγγίζουν τις 94.142 ευρώ. Οι μέσες σταθερές ετήσιες αποδοχές φτάνουν τις 88.836 ευρώ ενώ το μέσο μεταβλητό μπόνους αποτελεί περίπου το 15% των ετήσιων αποδοχών (14.301 ευρώ).

Σύμφωνα με τον νόμο 3016/2002 περί εταιρικής διακυβέρνησης, στην Ελλάδα «θέματα που αφορούν τις κάθε είδους αμοιβές που καταβάλλονται στα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας, τους εσωτερικούς ελεγκτές αυτής και τη γενικότερη πολιτική αμοιβών της εταιρίας αποφασίζονται από το διοικητικό συμβούλιο». Η αμοιβή και οι τυχόν λοιπές αποζημιώσεις των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου καθορίζονται σύμφωνα με τον νόμο 2190/1920 και είναι ανάλογες με το χρόνο που διαθέτουν για τις συνεδριάσεις του και την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους ανατίθενται σύμφωνα με το νόμο αυτόν. Το σύνολο των αμοιβών και των τυχόν αποζημιώσεων των μη εκτελεστικών μελών του διοικητικού συμβουλίου αναφέρονται σε χωριστή κατηγορία στο προσάρτημα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Επίσης στο προσάρτημα περιλαμβάνονται οι αμοιβές μελών και όργανα της διοίκησης και διεύθυνσης της επιχείρησης που βαρύνουν την χρήση (νόμος 2190/1920).

Οι γνωστοποιήσεις που αφορούν την αμοιβή των στελεχών στην πλειοψηφία των ευρωπαϊκών χωρών περιορίζεται σε επιφανειακά στοιχεία με ελλιπή ή και καθόλου στοιχεία σχετικά με δικαιώματα προαίρεσης (Crespi, Gispert & Renneboog<sup>14</sup>). Οι κώδικες εταιρικής διακυβέρνησης μόνο

---

<sup>14</sup> Διαθέσιμο σε McCahery, Moerland, Raaijmakers & Renneboog (2002)

ορισμένων χωρών .όπως είναι η Γερμανία, η Ολλανδία και το Βέλγιο προτείνουν πιο εκτεταμένη δημοσίευση πληροφοριών αποζημιώσεων στελεχών. Σύμφωνα με μελέτη των Ferrarini και Moloney (2005) για τις αποζημιώσεις στελεχών εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο βαθμός της εκλεπτυσμένης ρυθμιστικής παρέμβασης και ο βαθμός υιοθέτησης προτρεπτικών σχεδίων βάσει μετοχών καθορίζεται από το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης της εκάστοτε χώρας. Δεδομένου ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς είναι διαφορετικό μεταξύ των κρατών μελών η έντονη παρέμβαση σε θέματα αμοιβών στελεχών μπορεί να πλήξει τα συμφέροντα των μετόχων σε χώρες όπου κυριαρχεί η διασκορπισμένη ιδιοκτησία. Η ευελιξία είναι σημαντικός παράγοντας για την Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου ο ρόλος των συμβολαίων, η φύση των συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ στελεχών και μετόχων, τα συστήματα διακυβέρνησης και η σύνθεση του Διοικητικού Συμβουλίου διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Η Ευρωπαϊκή Ένωση εξέδωσε το 2004 σύσταση για την προώθηση κατάλληλου καθεστώτος αποδοχών διοικητικών στελεχών, προκειμένου να προστατέψει τους μετόχους. Η γνωστοποίηση πληροφοριών περί της αμοιβής των στελεχών αναδύεται ως ήπιος μηχανισμός παρέμβασης που θα αμβλύνει τις διαφορές των συστημάτων διακυβέρνησης αλλά και τις διαφορές της κουλτούρας μεταξύ των κρατών – μελών.

Η αντίληψη των κρατών μελών σχετικά με τη δημοσίευση και γνωστοποίηση πληροφοριών για θέματα αμοιβών, διαφέρει. Οι Ferrarini και Moloney (2005) εντοπίζουν δύο διαφορετικά «στρατόπεδα». Ορισμένες χώρες (Ηνωμένο Βασίλειο, Ιρλανδία, Γαλλία, Ιταλία, Ολλανδία και Σουηδία) θεωρούν ότι είναι προς όφελος τους η μέγιστη διαφάνεια και η παροχή όσο το δυνατό λεπτομερέστερων πληροφοριών όχι μόνο για τη σύνθεση των αποδοχών των στελεχών αλλά και για τη σύνδεση τους με την επίδοση της επιχείρησης. Η Ελλάδα κατατάσσεται στη δεύτερη ομάδα μαζί με τη Γερμανία, την Αυστρία, την Ισπανία, το Βέλγιο, το Λουξεμβούργο, τη Δανία, τη Φινλανδία και την Πορτογαλία. Σε αυτή τη συνομοταξία η γνωστοποίηση περιορίζεται κατά κύριο λόγο μόνο σε πληροφορίες σχετικά με το συνολικό ύψος των αμοιβών. Με εξαίρεση το Βέλγιο, που απαιτεί, σε ένα πλαίσιο «συμμόρφωσης ή αιτιολόγησης» (comply or explain) τη δημοσίευση της αμοιβής του Διευθύνοντα Συμβούλου, διαιρεμένη σε σταθερή και μεταβλητή

αποζημίωση, και τη Γερμανία, που πάλι σε μια βάση συμμόρφωσης ή εξήγησης, απαιτεί τη συγκεκριμενοποίηση των συστατικών μερών της αμοιβής, οι υπόλοιπες χώρες αυτής της ομάδας αρκούνται στη γνωστοποίηση μόνο της συνολικής αμοιβής.

Η σύσταση ειδικής επιτροπής για τον προσδιορισμό των αμοιβών των στελεχών απαιτείται στο ΗΒ, προτείνεται στη Γαλλία, την Ιταλία, την Ισπανία, το Βέλγιο ενώ στην Ολλανδία προτείνεται όταν το εποπτικό συμβούλιο αποτελείται από περισσότερα από τέσσερα μέλη. Στην Αυστρία ο ρόλος του καθορισμού των αμοιβών των στελεχών, έχει ανατεθεί στην επιτροπή ανθρωπίνου δυναμικού του εποπτικού συμβουλίου ενώ στην Γερμανία η σύσταση επιτροπής προσδιορισμού αμοιβών, όπως αναφέρεται στον κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, αποτελεί μια «καλή πρακτική». Ο ρόλος της επιτροπής αμοιβών και η δύναμη της διαφέρει ακόμα και μεταξύ των κρατών που την προτείνουν. Στο ΗΒ αποτελείται αποκλειστικά από ανεξάρτητα μη εκτελεστικά μέλη, στη Γαλλία και την Ισπανία αποτελείται από μη εκτελεστικά αλλά όχι από ανεξάρτητα στελέχη, στην Ιταλία και το Βέλγιο αρκεί η πλειοψηφία των μελών να είναι μη εκτελεστικά.

Οι διαφορές σχετικά με τη δημοσίευση και τις πρακτικές που ακολουθούνται σε θέματα αμοιβών, καθιστά δύσκολη τη σύγκριση. Η γνωστοποίηση πληροφοριών στις χώρες της πρώτης ομάδας μας βοηθάει να βγάλουμε ορισμένα συμπεράσματα σχετικά με τη τάση που επικρατεί σε θέματα αμοιβών στελεχών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ο μισθός και τα μπόνους κυμαίνονται από 1,9 εκατομμύρια ευρώ, στη Γαλλία, ως 0,9 εκατομμύρια ευρώ στη Φινλανδία. Το μεταβλητό μπόνους που δίνεται τοις μετρητοίς αποτελεί από 27%, στη Φινλανδία, ως 47% της συνολικής αμοιβής, στη Γαλλία. Η συνολική μεταβλητή αμοιβή, συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων προαίρεσης και των LTIPs, κυμαίνεται από 60%, στη Γαλλία, ως 78%, στο ΗΒ. Η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης, ως τρόπος αμοιβής και επιβράβευσης των στελεχών, ακολουθεί αυξητική τάση. Ωστόσο αυτή η τάση παρουσιάζεται μικρότερη από τη τάση χρησιμοποίησης προγραμμάτων κινήτρων που συνδέονται με τη συνολική απόδοση των μετόχων όπως τα performance shares.

Η σύσταση που εξέδωσε η Ευρωπαϊκή Ένωση (2004/913/EK) για την προώθηση κατάλληλου καθεστώτος αποδοχών των διοικητικών στελεχών



των εισηγμένων εταιρειών, προκειμένου να προφυλάξει τα συμφέροντα των μετόχων, στοχεύει στην διευκόλυνση της διεκπεραίωσης των ενδεδειγμένων ελέγχων διακυβέρνησης μέσω της ενίσχυσης του δικαιώματος των μετόχων για επαρκή πληροφόρηση. Η σύσταση αυτή θα έπρεπε να έχει ληφθεί υπόψη στο σχεδιασμό των κατάλληλων μέτρων μέχρι τις 30 Ιουνίου 2006. Σύμφωνα με αυτή τη σύσταση, οι εισηγμένες εταιρείες σε κάποιο χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, θα πρέπει να εκδίδουν κάποια δήλωση για την πολιτική αποδοχών που ακολουθεί. Στη δήλωση αποδοχών, μεταξύ άλλων, θα πρέπει να περιλαμβάνονται στοιχεία όπως:

- Το συνολικό ύψος αποδοχών των διοικητικών στελεχών
- Οι αποδοχές που καταβάλλονται με τη μορφή μεριδίων στα κέρδη ή/και πρόσθετων πληρωμών (περιλαμβάνεται ο αριθμός των δικαιωμάτων προαίρεσης που χορηγήθηκαν και ασκήθηκαν)
- Κάθε σημαντική πρόσθετη παροχή και η συνολική αξία των μη χρηματικών οφελών
- Το ποσό που καταβάλλεται σε περίπτωση λήξης της συνεργασίας

Η δήλωση αποδοχών θα πρέπει να κατατίθεται προς έγκριση στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων. Η ψήφος δεν θα πρέπει να υποκαθιστά το ρόλο και την οργάνωση της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών αλλά θα πρέπει να έχει μάλλον συμβουλευτικό χαρακτήρα.

## 11 Επίλογος

Η βιβλιογραφική ανασκόπηση που προηγήθηκε, έρχεται να ενισχύσει την άποψη ότι η αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών είναι ένα σύνθετο ζήτημα. Τα πακέτα αποζημίωσης είναι το πρωταρχικό μέσο κινητοποίησης των στελεχών ώστε να εργαστούν προς όφελος της επιχείρησης και εν συνεχεία των μετόχων. Το πώς θα επιδράσει η αποζημίωση στην κινητοποίηση των στελεχών, εξαρτάται από το τι είναι αυτό που υποκινεί τον κάθε άνθρωπο ξεχωριστά.

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι αποδοχές των στελεχών χρησιμοποιούνται για να γεφυρώσουν το χάσμα που υπάρχει ανάμεσα στα συμφέροντα των δύο αυτών πλευρών, για αυτό και πρέπει να σχεδιάζονται με σκοπό να ταυτίσουν αυτά τα αντικρουόμενα πολλές φορές συμφέροντα χωρίς όμως να αγνοούν και τις οικονομικές αλλά και ψυχολογικές ανάγκες των στελεχών οι οποίες πρέπει να ικανοποιούνται σε κάθε περίπτωση. Εντούτοις η χρήση της αποζημίωσης, ως μέσο άμβλυνσης του προβλήματος της αντιπροσώπευσης, υποστηρίζεται από μερικούς ερευνητές ενώ απορρίπτεται από άλλους που θεωρούν ότι τα στελέχη χρησιμοποιούν την αμοιβή για να επωμιστούν όσο το δυνατό μεγαλύτερα προσωπικά οφέλη, λόγω του πλεονεκτήματος που διαθέτουν στην πληροφόρηση έναντι των μετόχων.

Για την επιλογή του κατάλληλου πακέτου αμοιβών, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ποικίλοι παράγοντες. Οι δυνάμεις της αγοράς και η δύναμη τόσο των στελεχών όσο και των μετόχων στη διαπραγματευτική διαδικασία, μπορούν να καθορίσουν αν θα επιτευχθεί ο πρωταρχικός σκοπός της αποζημίωσης, η ευθυγράμμιση των συμφερόντων των στελεχών με των μετόχων. Η δύναμη των μετόχων πηγάζει από την ανεξαρτησία των μελών που συμμετέχουν στις επιτροπές προσδιορισμού των αμοιβών. Οι επιτροπές αυτές είναι υπεύθυνες για τον προσδιορισμό τόσο του επιπέδου όσο και της σύνθεσης των πακέτων αποδοχών. Δηλαδή είναι αυτές που αναλαμβάνουν ένα σημαντικό ρόλο στην προσέλκυση και διατήρηση των κατάλληλων για την επιχείρηση στελεχών, ενώ έμμεσα επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και την επίδοση της

επιχείρησης. Σε μια τέτοια διαδικασία θα πρέπει να εντοπιστούν εκείνες οι μορφές αμοιβών, που αρμόζουν στους στόχους της επιχείρησης και κατόπιν να προσδιοριστεί το ποσοστό συμμετοχής κάθε τύπου στο συνολικό πακέτο.

Η υποχρεωτική δημοσίευση πληροφοριών, σχετικών με αμοιβές υψηλόβαθμων στελεχών, προτείνεται ως μέσο ενίσχυσης της ανεξαρτησίας των μελών της επιτροπής προσδιορισμού των αμοιβών και διευκολύνει τους μετόχους να καταλάβουν αν και σε τι βαθμό η διοίκηση της επιχείρησης εργάζεται προς το συμφέρον τους. Η γνωστοποίηση των αμοιβών, ενισχύει την εμπιστοσύνη των μετόχων και κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις που δεν έχουν να κρύψουν κάτι, θα πρέπει να υποστηρίζουν τη διαφάνεια έναντι των μετόχων. Δεν θα πρέπει να προχωρούν όμως σε αλόγιστη δημοσίευση πληροφοριών, καθώς υπάρχει ο κίνδυνος κοινοποίησης, μεταξύ άλλων, και ευαίσθητων επαγγελματικών πληροφοριών που μπορούν να αποδειχτούν ζημιογόνες για τη στρατηγική θέση της επιχείρησης.

Οι συνέπειες της αποζημίωσης στην επίδοση της επιχείρησης δεν είναι σαφώς καθορισμένη. Τα αποτελέσματα των ερευνών διαφέρουν ανάλογα με τον τύπο της αποζημίωσης που χρησιμοποιείται αλλά και ανάλογα με τον τρόπο που μετριέται η επίδοση. Άλλωστε, τα συμβόλαια αποζημίωσης επιδρούν σημαντικά στις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται από τα στελέχη, οι οποίες τελικά καθορίζουν την επίδοση της επιχείρησης αλλά και τις προοπτικές ανάπτυξης και βιωσιμότητας. Η πλειοψηφία των ερευνών καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η χρήση βραχυπρόθεσμων προτρεπτικών σχεδίων οδηγεί σε μωυπική επενδυτική συμπεριφορά και πιο συγκεκριμένα υποεπένδυση σε μακροχρόνια επενδυτικά σχέδια. Για τον προσδιορισμό της επίδρασης της αμοιβής στις επενδυτικές αποφάσεις των στελεχών, σημαντικές παράμετροι είναι η πληροφόρηση των μετόχων και η διάθεση των στελεχών να αναλάβουν κάποιο ρίσκο.

Η Ευρωπαϊκή Ένωση αναγνωρίζει ότι οι αποδοχές των στελεχών μπορούν να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη μελλοντική πορεία των επιχειρήσεων, και στοχεύοντας να ενισχύσει και να προφυλάξει τους μετόχους από καταχρήσεις των στελεχών, δουλεύει προς την κατεύθυνση της ενίσχυσης του κατάλληλου καθεστώτος σε θέματα αποδοχών. Στην προσπάθεια αυτή θα πρέπει να λάβει υπόψη τόσο την πολυπλοκότητα του

θέματος των αμοιβών όσο και την πολυμορφία των εταιρικών συστημάτων διακυβέρνησης που αντανακλούν τη διαφορετικότητα των κρατών μελών.

## 12 Πηγές

- Abowd M. John, (1990), "Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?", *Industrial And Labor Relations Review*, Vol.43, No 3, Special Issue: Do Compensation Policies Matter? (Feb.), p. 52S – 73S.
- Abowd M. John, Kaplan S. David, (1999), "Executive Compensation: Six Questions That Need Answering", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.13, No 4, p.145-168.
- Baber R. William, Kang Sok-Hyon, Kumar R. Krishna, (1999), The Explanatory Power of Earnings Levels vs. Earnings Changes in the Context of Executive Compensation", *The Accounting Review*, Vol.74, No 4 (Oct.), p.459-472.
- Bebchuck A. Lucian, Stole A. Lars, (1993), "Do Short-Term Objectives Lead to Under- or Overinvestment in Long-Term Projects?", *The Journal of Finance*, Vol.48, No 2 (Jun.), p.719-729.
- Bebchuck A. Lucian, Fried Jesse, (2003), "Executive Compensation as an Agency Problem", *CEPR, Working Paper*, No. 3961 (Jul.), διαθέσιμο σε [www.cepr.org/pubs/dps/DP3961.asp](http://www.cepr.org/pubs/dps/DP3961.asp).
- Beller L. Allan, (2004), "From The Podium", *Insights*, Vol.18, No 12 (Dec), p.20-25.
- Bertrand Marianne, Mullainathan Sendhil, (2000), "Agents With and Without Principals", *American Economic Review*, 204.
- Bushee J. Brian, (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *The Accounting Review*, Vol.73, No 3 (Jul.), p. 305-333.
- Coakley Jerry, Iliopoulou Stavroula, (2006), "Bidder CEO and Other Executive Compensation in UK M&As", *European Financial Management*, Vol.12, No 4, p.609-631.
- Commission, (2004), "Recommendation on Fostering an Appropriate Regime for the Remuneration of Directors", Brussels, European Commission, Internal Market Directorate General.

- Canyon J. Martin, Peck I. Simon, (1998), "Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation", *Academy of Management Journal*, Vol.41, No 2, p. 146-157.
- Core E. John, Holthausen W. Robert, Larcker F. David, (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.51, p. 371-406.
- Core E. John, Guay R. Wayne, Larcker F. David, (2003), "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey", *Economic Policy Review*, (Apr.), p. 27-50.
- Desmond P. Thomas, Torain W. Ernest, Zachary K. Jason, (2005), "Executive Compensation Disclosure: A Roadmap", *Wall Street Lawer*, Vol. 8, No12.
- Dyl A. Edward, (1988), "Corporate Control and Management Compensation: Evidence on the Agency Problem", *Managerial and Decision Economics*, Vol.9, No 1 (Mar.), p. 21-25.
- Ferrarini Guidro, Moloney Niamh, (2005), "Executive Remuneration In The EU: The Context For Reform", *Oxford Review Of Economic Policy*, Vol.21, No 2.
- Finkelstein Sidney, Hambrick C. Donald, (1988), "Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation", *Strategic Management Journal*, Vol.9, No 6 (Nov.-Dec.), p. 543-558.
- Garvey T. Gerald, Grant Simon, King P. Stephen, (1999), "Myopic Corporate Behaviour with Optimal Management Incentives", *The Journal of Industrial Economics*, Vol.47, No 2 (Jun.), p.231-250.
- Gaver J. Jennifer, Gaver M. Kenneth, Austin R. Jeffrey, (1995), "Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.19, p. 3-28.
- Gordon N. Jeffrey, (2006), "Executive Compensation: If There's a Problem, What's the Remedy? The Case for Compensation Discussion and Analysis", *Columbia Law School, Working Paper No.273*, διαθέσιμο σε [http://www.law.columbia.edu/center\\_program/law\\_economics](http://www.law.columbia.edu/center_program/law_economics).
- Graighead A. Jane, Magnan L. Michel, Thorne Linda, (2004), "The Impact of Mandated Disclosure on Performance-Based CEO Compensation", *Contemporary Accounting Research*, Vol.21, No 2 (Summer), p.369

- Gregg Paul, Jewell Sarah, Tonks Ian (2005), "Executive Pay and Performance in the UK 1994-2002", *CMPO Working Paper Series*, No05/122.
- Hall J. Brian, Murphy J. Kevin, (2003), "The Trouble with Stock Options", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.17, No.3 (Summer), p. 49-70.
- Hall J. Brian, Liebman B. Jeffrey, (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.111, No 3 (Aug.), p. 653-691.
- Healy M. Pauly, (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p. 85-107.
- Holthausen W. Robert, Larcker F. David, Sloan G. Richard, (1995), "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, p. 29 – 74.
- Jensen C. Michael, Murphy J. Kevin, (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No2 (Apr.), p. 225-264.
- Jensen C. Michael, Murphy J. Kevin, (2004), "Remuneration: Where We've Been, How We Got To Here, What Are The Problems and How to Fix Them", *Finance Working Paper*, No 44/2004 (Jul.).
- Koumanakos Evangelos, Siriopoulos Costas, Georgopoulos Antonios, (2005), "Firm Acquisitions and Earnings Management: Evidence from Greece", *Managerial Auditing Journal*, Vol.20, No 7, p.663-678.
- Koufopoulos N. Dimitrios, (2002), "Executives' Predisposition for Planning in an Emerging Country Environment", *Management Decision*, Vol.40, No6, p. 584-595.
- Lewellen Wilbur, Loderer Claudio , Martin Kenneth, (1987) "Executive compensation and executive incentive problems", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.9, p. 287 – 310.
- Masson T. Robert, (1971), "Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance", *The Journal of Political Economy*, Vol. 79, No.6 (Nov.-Dec), p.1278-1292.
- McDonough J. William, (2002), "Issues in Corporate Governance", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol.8, No 8 (Sep.- Oct.).

- Murphy J. Kevin, (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, p. 11-42.
- Murphy J. Kevin, (1999), "Executive Compensation", in ed. Orley Ashenfelter and David Card, *Handbook of Labor Economics*, 3: North Holland
- Murphy J. Kevin, (2001), "Performance Standards in Incentive Contracts", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.30, p. 245-278.
- Narayanan P. M., (1985), "Managerial Incentives for Short-Term Results", *The Journal of Finance*, Vol.40, No 5 (Dec.), p. 1469-1484.
- Narayanan P. M., (1996), "Form of Compensation and Managerial Decision Horizon", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No 4 (Dec.), p. 467-491.
- Noe H. Thomas, Rebello J. Michael, (1997), "Renegotiation , Investment Horizons, and managerial Discretion", *The Journal of Business*, Vol. 70, No. 3, (July), pp. 385-407
- Pope Peter, Young Steven, (2006), "Executive Remuneration: An Investor's Guide", διαθέσιμο σε [www.manifest.co.uk](http://www.manifest.co.uk).
- Pope Peter, Φλώρου Αννίτα, (2003), "Η Διαφάνεια των Αμοιβών των Στελεχών", *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Τεύχος 50, σελ.63
- Stein C. Jeremy, (1988), "Takeover Threats and Managerial Myopia", *The Journal of Political Economy*, Vol.96, No 1 (Feb.), p. 61-80.
- Sudhakar V. Balachandran, (2006), "Calculating Compensation", *Financial Times*, April 6.
- Ungson R. Gerardo, Steers M. Richard, (1984), "Motivation and Politics in Executive Compensation", *The Academy of Management Review*, Vol.9, No 2 (Apr.), p. 313-323.
- Chew H. Donald, (1997), "Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: a Comparison of the U.S., Japan and Europe", Oxford University Press, New York.
- Henderson I. Richard, (2000), "Compensation Management in a Knowledge-based World", Prentice Hall inc., New Jersey.
- ICAP A.E., (2005), "Έρευνα Αποδοχών 2005: Θεσσαλονίκη, Βόρεια Ελλάδα", ICAP, Θεσσαλονίκη.



Martocchio J. Joseph, (1998), "Strategic Compensation: A Human Resource Management Approach", Prentice Hall, Upper Saddle River.

McCahery A. Joseph, Moerland Piet, Raaijmakers Theo, Renneboog Luc, (2002), "Corporate Governance Regimes", Oxford University Press, New York.

Monks A.G. Robert, Minow Nell, (2004), "Corporate Governance", Blackwell Business, 3<sup>rd</sup> ed., Malden.

Snape Ed, Redman Tom, Bamber J. Greg, (1994), "Managing Manager: Strategies and Techniques for Human Resource Management", Blackwell Business, Oxford.

Thorpe Richard, Homan Gill, (2000), "Strategic Reward Systems", Prentice Hall Inc., Harlow.

Μέκος Ζ. Κωνσταντίνος, (2003), "Η Εταιρική Διακυβέρνηση: Όψεις του Προβλήματος και Πιθανές Απαντήσεις", Εκδοτ. Οίκος Αντ. Σταμούλη.

[www.answers.com](http://www.answers.com)

[www.compensationresources.com](http://www.compensationresources.com)

[www.forbes.com](http://www.forbes.com)

[www.ft.com](http://www.ft.com)

[www.manifest.com](http://www.manifest.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.towersperrin.com](http://www.towersperrin.com)