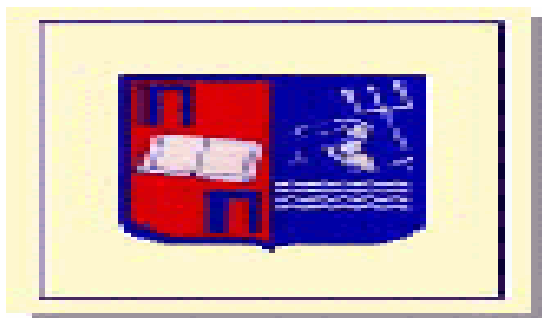


# **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**



***ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ  
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ***

***Π.Μ.Σ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ  
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ***

**ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ**

***ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ*  
*ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ*  
*ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ***

***ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΙΩΑΝΝΗΣ ΜΕΤΑΞΙΩΤΗΣ***

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ευχαριστίες

Εισαγωγή –πρόλογος

*Έννοια –ορισμοί- Ιστορία*

*Συμμετοχή των εργαζομένων στην ιδιοκτησία μέσω της χορήγησης μετοχών στην χώρα μας*

Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>

## ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΙΝΗΤΡΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ

*1.1.Εναλλακτικά συστήματα αμοιβών στην πρόσφατη περίοδο: Η Δυτικό-Ευρωπαϊκή Εμπειρία και οι προοπτικές εφαρμογής των συστημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής στην Ελλάδα*

1.2.Μικροοικονομικές Όψεις της Χρηματοοικονομικής Συμμετοχής των Εργαζομένων

1.3.Μακροοικονομικές Όψεις των Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Συμμετοχής των Εργαζομένων: το Θεωρητικό Υπόδειγμα του Weitzman

*1.4. Η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων στην Ελλάδα*

*1.5.Σύγκριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους με άλλες μορφές χρηματοοικονομικής συμμετοχής.4*

Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>

## ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ EMPLOYEE STOCK OPTIONS PLANS

2.1.Η έννοια της οργάνωσης των stock options

2.2.1.Η οικονομική επίδραση των κερδών των μετοχών.

2.2.2.Μακροοικονομική επίδραση των employee stock options

2.2.3.Αρνητικές επιδράσεις των stock options

2.2.4.Μικροοικονομικές επιδράσεις των stock options  
2.2.5.Επιδράσεις στην Κερδοφορία των επιχειρήσεων

2.2.6. Επίδραση των employee stock options plans στην παραγωγικότητα των επιχειρήσεων

2.2.7.Εισαγωγή-επίδραση της χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων στις εργασιακές σχέσεις μέσω των employee stock options plans(ESOPs)

2.2.8.Λόγοι σύγκρουσης εντός της επιχείρησης με την εισαγωγή των <<employee stock options plans>>

2.2.9.Οργανωτική επίδραση των ESOPs

2.3.Αρνητικές –θετικές επιπτώσεις των ESOPs

2.4.Εκατόν ογδόντα αφορολόγητα εκατομμύρια ευρώ στα χρυσά παιδιά των επιχειρήσεων

Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>

Η ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΗΠΑ.

3.1.Η κατανομή δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ

3.2.Αναλυτικοί πίνακες κατανομής ESOPs στην Ε.Ε.

3.3. Αναλυτικοί πίνακες κατανομής Κατανομή των ESOPs ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>

ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.

4.1. Όροι και προϋποθέσεις διάθεσης των μετοχών στο προσωπικό των Ελληνικών επιχειρήσεων.

4.2. Η νέα νομοθετική ρύθμιση

## Κεφάλαιο 5<sup>ov</sup>

### ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ-ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ- ΣΤΟΧΟΙ- ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΩΝ STOCK OPTIONS

- 5.1. Λογιστική των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους
  - 5.1.2. Λογιστική Ευρωπαϊκού τύπου των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών
  - 5.1.3. Λογιστική Αμερικανικού Τύπου των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών
  - 5.1.4. Πως γίνεται η λογιστική καταχώριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους?
- 5.2. Στόχοι των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών προς εργαζόμενους
- 5.3.1. Προσδιοριστικοί παράγοντες για την υιοθέτηση των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων επί των μετοχών προς εργαζομένους
- 5.4. Χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας
- 5.5. Διαδικασίες αποτίμησης
- 5.6. Το Μοντέλο Black and Scholes
- 5.7. Επιμέτρηση της δίκαιης αξίας των ESOPs

## Κεφάλαιο 6<sup>ov</sup>

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ – ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

- 6.1. Χρηματοοικονομική συμμετοχή-φορολόγηση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς από εργαζομένους.
    - 6.1.1. Φορολογικές συνέπειες για τον εργαζόμενο
  - 6.2.1. Χρόνος επιβολής της φορολογίας
  - 6.2.2. Εκχώρηση του δικαιώματος προαίρεσης
  - 6.2.3. Κατοχύρωση των δικαιωμάτων προαίρεσης
  - 6.2.4. Άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης
  - 6.2.5. Κατοχύρωση των μετοχών
  - 6.2.6. Πώληση των μετοχών
- 6.3. Προαιρετική φορολογία κατά την εκχώρηση ή την άσκηση

- 6.4.1.Μετρίασμός των επιδράσεων των προοδευτικών φορολογικών προγραμμάτων
- 6.4.2.Φορολογία επί κεφαλαιουχικών κερδών
- 6.4.3.Φορολογία εκπτώσεων
- 6.5.Φορολογικές συνέπειες για τον εργοδότη

## Κεφάλαιο 7<sup>ο</sup>

### ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ

- 7.1.Διεθνείς συγκρίσεις των επιπέδων φορολογίας
  - 7.1.2.Γενικές παρατηρήσεις
  - 7.1.3.Συνθήκες ευνοϊκής φορολόγησης μεταχείρισης

## Κεφάλαιο 8<sup>ο</sup>

### ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ

- 8.1. Διεθνής κινητικότητα εργαζομένων και ο κίνδυνος της διπλής φορολογίας
  - 8.1.2.Η περίοδος απασχόλησης με την οποία συνδέονται τα δικαιώματα προαίρεσης.
  - 8.1.3.Ορισμός του τύπου εισοδήματος
  - 8.1.4.Η περίοδος με την οποία συνδέεται το κέρδος από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους
  - 8.1.5.Χρόνος επιβολής της φορολογίας

## Κεφάλαιο 9<sup>ο</sup>

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΩΝ STOCK OPTIONS

- 9.1. Κόστος των παραχωρηθέντων STOCK OPTIONS
- 9.2.Ανασκόπηση Προγραμμάτων Παροχής Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών προς Εργαζομένους στην Ελλάδα
- 9.3.Προγράμματα και σειρές προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης που εκχωρήθηκαν εντός του 2005

9.4.Αριθμός Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στα Πλαίσια των Stock Option Plans στην Ελλάδα για την περίοδο 2000-2006

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Βιβλιογραφία

ΓΑΝΕΠΟΣΤΕΛΜΟΣ ΓΕΡΑΝΑ

# ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών της ΔΕΠ του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς για την πολύτιμη και καταλυτική συνεισφορά τους τόσο στην εξειδικευμένη γνώση που μου παρείχαν όσο και στο άνοιγμα των επιστημονικών και πνευματικών μου οριζώντων .

Για την ολοκλήρωση της αυτής εργασίας ευχαριστώ ιδιαίτερα του καθηγητή Φίλιππα Νικόλαο για την πολύτιμη βοήθεια ,υποστήριξη και καθοδήγηση που μου παρείχε διότι χωρίς την δική του συμβολή δεν θα ήταν δυνατό η περάτωση της διπλωματικής εργασίας;<<ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΦΕΣΗΣ ΑΤΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ>> η οποία αναπτύχθηκε στα πλαίσια του προγράμματος: μεταπτυχιακών σπουδών στην χρηματοοικονομική ανάλυση για στελέχη των επιχειρήσεων του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Επίσης από αυτή την θέση θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ.ο. ΝΙΚΟΛΑΟ ΦΙΛΙΠΠΙΔΑ, για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με αυτό το τόσο σημαντικό ,επίκαιρο,σύγχρονο και ενδιαφέρον θέμα ,καθώς και για την άφορη συνεργασία που είχαμε καθόλη την διάρκεια μέχρι την ολοκλήρωση του.

Σεπτέμβριος 2007

## Εισαγωγή – Πρόλογος

Η συμμετοχή των εργαζομένων τόσο στα κέρδη όσο και στην ιδιοκτησία των επιχειρήσεων αναγνωρίζεται ως μια μεγάλη συμβολή στην επιτυχία των κοινωνικοοικονομικών στόχων της επιχειρηματικότητας και της προσαρμογής των επιχειρήσεων στις ιδιαίτερα ανταγωνιστικές συνθήκες της παγκόσμιας αγοράς.

Διεθνείς μελέτες έχουν επισημάνει ότι η συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη και στην ιδιοκτησία των επιχειρήσεων διαμορφώνει κίνητρα, δημιουργεί αφοσίωση στην επιχείρηση και αυξάνει την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων γενικότερα. Η χρηματοοικονομική συμμετοχή και αντιπροσώπευση αποτελεί ένα βήμα κοινωνικού διαλόγου της προώθησης της ουσιαστικής συμμετοχής των εργαζομένων.

Από τις πιο πρόσφατες δημοσιεύσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η συμμετοχή των εργαζομένων διαμορφώνεται μέσω τριών κατευθύνσεων:

- Συμμετοχή στα κέρδη
- Ιδιοκτησία μετοχών από τους εργαζόμενους
- Παροχή δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών στους εργαζόμενους

Τα σχήματα συμμετοχής των εργαζομένων έχουν συμβάλει στην ανάπτυξη των δημοσίων επιχειρήσεων και οι ιδιωτικοποιήσεις που έχουν γίνει, είναι αποδεκτές από όλους τους ενδιαφερομένους και τους συμμετέχοντες, τους εργαζόμενους, την κυβέρνηση, τους μετόχους και την επιχείρηση. Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι το μέσον για την προώθηση των εργαζομένων στην ιδιοκτησία της επιχείρησης με βασικούς στόχους την παροχή κινήτρων, την αύξηση της αποδοτικότητας τους, την αύξηση της υπεραξίας της επιχείρησης και την προσέλκυση ικανών στελεχών.



Η εφαρμογή των προγραμμάτων των stock options αυξάνει τις πωλήσεις και την αναλογία των πωλήσεων ανά εργαζόμενο κατά 2,4% τον χρόνο σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που δεν εφαρμόζουν τέτοιου είδους προγράμματα (Kruse και Blasi 2000) ,(Hamid Mehran 1999).

Τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν ως στόχο τον προορισμό και την προετοιμασία της συμμετοχής των εργαζομένων στα κεφάλαια και στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων καλλιεργώντας παράλληλα τον συνδυασμό της μετοχικής ιδέας και της μακροπρόθεσμης επένδυσης.

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο το οποίο αντιπροσωπεύει το δικαίωμα αγοράς μετοχών ή πώλησης ενός ορισμένου περιουσιακού στοιχείου. Ο κάτοχος έχει να αποφασίσει εάν επιθυμεί να ασκήσει το δικαίωμα του ή όχι. Υπάρχουν δύο τύποι: αμερικανικού τύπου (American style options ) και ευρωπαϊκού τύπου(European style options).

Στην περίπτωση του αμερικανικού τύπου μπορεί να αποφασίσει να τον ασκήσει σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή εντός της καθορισμένης περιόδου. Στην περίπτωση ευρωπαϊκού τύπου, ο κάτοχος του δικαιώματος πρέπει να περιμένει την λήξη της περιόδου πριν μπορέσει να αποφασίσει εάν το ασκήσει ή όχι.

Τα δικαιώματα αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι τα δικαιώματα προαίρεσης με δικαίωμα αγοράς call options που δίδονται από την επιχείρηση στους εργαζόμενους της ως αμοιβή για την εργασία. Η υποκείμενη μετοχή του δικαιώματος είναι μετοχή της εργοδοτικής εταιρείας ή άλλης στενά συνδεδεμένης επιχείρησης και τα δικαιώματα προαίρεσης συνήθως προορίζονται για την συμμετοχή των εργαζομένων στα κεφάλαια και στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Στις συντριπτική πλειοψηφία των περιπτώσεων ο εργαζόμενος δεν χρειάζεται να πληρώσει για το δικαίωμα. Σε πολλές περιπτώσεις δικαιούχοι είναι τα υψηλόβαθμα στελέχη των επιχειρήσεων όμως τον τελευταίο καιρό κάτοχοι τέτοιων δικαιωμάτων γίνονται και απλοί εργαζόμενοι.

Η βασική χρηματοοικονομική λογική των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι η ίδια με αυτή των κανονικών δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών, υπάρχουν όμως μερικά σημεία διαφορών. Η κυριότερη διαφορά είναι ότι τα δημόσια διαπραγματευόμενα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών είναι συνήθως τυποποιημένα χρηματοοικονομικά μέσα ενώ τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών διέπονται από κανόνες που μπορούν να προσαρμοστούν στις ειδικές ανάγκες της επιχείρησης στο πλαίσιο των αποκαλούμενων <<Προγραμμάτων προαίρεσης Αγοράς μετοχών>>.

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους συνήθως δεν είναι διαπραγματεύσιμα. Τα προγράμματα προβλέπουν δυνατότητα μεταβίβασης μόνο σε ειδικές περιπτώσεις. Επίσης δεν επιτρέπεται στον κάτοχο να προβεί σε συναλλαγές που αποσκοπούν την ελαχιστοποίηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου του δικαιώματος προαίρεσης. Ο λόγος είναι ότι οι επιχειρήσεις επιθυμούν να χρησιμοποιούν το δικαίωμα ως κίνητρο, η επίδραση του οποίου θα μπορούσε να μειωθεί εάν οι εργαζόμενοι μπορούσαν να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των δικαιωμάτων προαίρεσης. Για την αποτίμηση του δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους η απουσία της μεταβατικότητας έχει ως αποτέλεσμα το ότι ο κάτοχος του δικαιώματος δεν μπορεί ποτέ να ρευστοποιήσει την χρονική αξία του δικαιώματος παρά μόνο την θεωρητική αξία.

Η προθεσμία ή η περίοδος ισχύος των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι συνήθως πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη προθεσμία των κανονικών δικαιωμάτων προαίρεσης. Επιπλέον τα δικαιώματα προαίρεσης για εργαζόμενους δεν περιέχονται κατά την εκχώρηση δηλαδή ο εργαζόμενος δεν μπορεί να τα ασκήσει άμεσα αλλά σε πολλές περιπτώσεις πρέπει να περιμένει πολλά χρόνια. Σε πολλές περιπτώσεις το δικαίωμα προαίρεσης κατοχυρώνεται μερικώς διότι αποσκοπείτε κυρίως η ενίσχυση των δεσμών μεταξύ της επιχείρησης και του εργαζόμενου. Η επίδραση αυτή ενισχύεται από το γεγονός και τις διατάξεις οι οποίες προβλέπουν ότι ο εργαζόμενος που αποχωρεί από την επιχείρηση αντίθετα από την επιθυμία του εργοδότη δεν μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης του ή για ορισμένο χρόνο ή σε ορισμένο βαθμό.

Το δικαίωμα άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης εξαρτάται συχνά από την απόδοση της επιχείρησης. Ένας ελάχιστος κοινός όρος είναι η αύξηση της τιμής μετοχής της επιχείρησης. Για να μην εκπληρώνεται αυτός ο όρος λίγο πολύ αυτόματα ως αποτέλεσμα των γενικών μακροπρόθεσμων αυξήσεων των τιμών των μετοχών και για να αποφευχθούν από έκτακτα και μη αναμενόμενα γεγονότα πρέπει να προσδιορίζονται σχετικοί δείκτες καλής απόδοσης.

Ενώ οι δείκτες απόδοσης για το υψηλόβαθμο προσωπικό πρέπει να είναι σχετικά φιλόδοξοι, συχνά δεν συνιστάται το ίδιο στην περίπτωση δικαιωμάτων προαίρεσης που εκχωρούνται σε ευρύτερη βάση, αφού η πλειονότητα του προσωπικού δεν θα διαθέτει άμεσο τρόπο επηρεασμού των τιμών των μετοχών. Σε αυτές τις περιπτώσεις συνιστάται και μπορεί να χρησιμοποιηθεί σύστημα διαίρεσης για τα ανώτερα στελέχη και για τους εργαζόμενους ή διαφορετικό πρόγραμμα δικαιωμάτων προαίρεσης. Ειδικότερα για τα διοικητικά στελέχη ένα καλοσχεδιασμένο πρόγραμμα αποδοχών προβλέπει ότι το δικαίωμα καταβάλλεται επιπλέον του προκαθορισμένου μισθού αλλά αποτελεί ένα σημαντικό αναπόσπαστο μέρος της αμοιβής. Οι επιχειρήσεις πρέπει να μειώνουν τον μερίδιο του κανονικού μισθού και να αυξήσουν την αμοιβή που συνδέεται με την απόδοση. Διαφορετικά, η κινητροδοτική λειτουργία του δικαιώματος προαίρεσης θα είναι αμφίβολη.

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους τείνουν να είναι Αμερικανικού τύπου, δηλαδή μπορεί να εξασκηθούν ανά πάσα στιγμή που θα περιέλθουν. Για τον λόγο να μην μπορούν οι εργαζόμενοι να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής ακριβώς πριν την άσκηση ή να επωφεληθούν από εσωτερική πληροφόρηση, υπάρχουν ορισμένες φορές ειδικές περίοδοι κλειδώματος ή δέσμευσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις η άσκηση του δικαιώματος είναι δυνατή για ορισμένα χρονικά παράθυρα τα οποία προκύπτουν συνήθως λίγο μετά την δημοσίευση – παρουσίαση του ισολογισμού της επιχείρησης στην συνέλευση των μετόχων. Επίσης υπάρχουν διατάξεις οι οποίες δεν επιτρέπουν να πωλήσει μια μετοχή μετά την άσκηση του δικαιώματος, αλλά τον υποχρεώνει να κρατήσει την μετοχή για ένα ορισμένο ελάχιστο χρονικό διαστήματα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών μπορούν να τύχουν ιδιαίτερης φορολογικής μεταχείρισης

## ΕΝΝΟΙΑ -ΟΡΙΣΜΟΙ-ΙΣΤΟΡΙΑ

Οι αγγλοσάξονες<sup>1</sup> ήταν οι πρώτοι που προέβλεψαν την διανομή μετοχών με την μορφή των stock options στους εργαζομένους της εταιρείας όχι μόνο σαν επιπλέον αμοιβή αλλά και σαν αναγνώριση των προσπαθειών των εργαζομένων για την συμβολή τους ,στην ανάπτυξη και την σύνδεση αυτών με την εταιρεία. Αυτό προϋποθέτει όχι μόνο το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο αλλά και την δυνατότητα της ρευστοποίησης. Συνεπώς πρέπει να είναι μετοχές διαπραγματεύσιμες στο χρηματιστήριο.

Ο τρόπος αμοιβής των μελών του διοικητικού συμβουλίου και κυρίως των ανωτάτων στελεχών που γίνεται μέσω της διάθεσης μετοχών ή των μετοχικών δικαιωμάτων προαίρεσης stock options με σκοπό την σύνδεση αμοιβής-απόδοσης είναι πλέον σήμερα ευρέως διαδεδομένη. Η χρησιμοποίηση των προγραμμάτων των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών ξεκίνησε τα τελευταία χρόνια είκοσι χρόνια στην Αμερική στην συνέχεια χρησιμοποιήθηκε και σε άλλες ανεπτυγμένες αγορές και αργότερα στην Ευρώπη με σημαντική καθυστέρηση. Ενδεικτικό αυτού του γεγονότος είναι ότι στην Αμερική ( U.S.A.) ήδη από το 1970 γινόταν μεγάλη χρήση.

Στην ελληνική επιχειρηματική σκηνή κυρίως στις εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α παρατηρείται από το 2000 και μετά μια σταδιακή μετακίνηση από τον κλασσικό τρόπο αμοιβής μελών του Διοικητικού Συμβουλίου και των Διευθυντικών στελεχών δηλαδή με την μορφή τακτικών ή έκτακτων αμοιβών και εξόδων παραστάσεως προς την όλο και πιο δημοφιλή χρήση προγραμμάτων με την μορφή δικαιωμάτων προαίρεσης (stock options plans).

Στην προσπάθεια καλύψεως των πιο πάνω διαδικασιών ο έλληνας νομοθέτης επιτρέπει στις ελληνικές εταιρείες να διανέμουν μετοχές στο προσωπικό τους. Στην προσπάθεια καλύψεως των προγραμμάτων των stock options ψηφίζεται νέος νόμος που επιτρέπει την διανομή μέρους των κερδών των ανωνύμων εταιρειών στο προσωπικό τους που θα προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση των κερδών.

Μετά από μια αλληλουχία νόμων, διατάξεων ο Ν.2741/1999 που δημοσιεύτηκε στις 28 Σεπτεμβρίου 1999 και με μια λιτή διάταξη προσθήκη στο άρθρο 13 του Ν.2190/1920 ρυθμίζει τα της εκτάκτου αυξήσεως του κεφαλαίου τα πρόσφατα θέματα. Η Γενική Συνέλευση σε καταστατική απαρτία και με καταστατική πλειοψηφία θα καθιερώσει πρόγραμμα διαθέσεως μετοχών στο προσωπικό της επιχείρησης στην μορφή δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών(stock options).

Ρυθμίζει θέματα όπως:

Πόσες μετοχές τελικά θα εκδοθούν αν ασκηθούν όλα τα δικαιώματα (δεν μπορεί να είναι πλέον του 1/10 των υφισταμένων μετοχών). Τους όρους διαθέσεως, την τιμή διαθέσεως των μετοχών. Π.χ συμπλήρωση Χ χρόνου στην υπηρεσία της εταιρείας, αύξηση κάποιων δεικτών της εταιρείας, συνέπειες θανάτου, παραιτήσεως κ.τ.λ

Η συνεχιζόμενη εισαγωγή εταιρειών όμως στα διεθνή χρηματιστήρια και η συνεχής διευρυμένη μετοχική βάση αρκετών εταιρειών δημιούργησε την ανάγκη να επανεξεταστούν τα συστήματα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών. Αυτή η ανάγκη προέκυψε από το γεγονός ότι η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο διαμορφώνει τον σταδιακό διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την διοίκηση. Η διοίκηση εξασκείται από μια διευθυντική ομάδα επαγγελματιών στελεχών που συνήθως δεν έχει καμία σχέση με τους αρχικούς ιδιοκτήτες. Αυτός ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από την διοίκηση δημιουργεί σημαντικά προβλήματα συνεργασίας. Τα προβλήματα αυτά είναι άγνωστα σε οικογενειακές επιχειρήσεις προκύπτουν όμως σε πολλές περιπτώσεις υφίστανται κυρίως λόγω των αντιτιθέμενων συμφερόντων ανάμεσα στους ιδιοκτήτες μέτοχους και τα διευθυντικά στελέχη καθιστώντας έτσι αναγκαία την εφαρμογή συστημάτων εναρμόνισης των συμφερόντων τους.

Η οργάνωση της λειτουργίας των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών για εργαζόμενους πρέπει να διαμορφώνεται σε συνάρτηση με την προοπτική ανάπτυξης των κερδών των επιχειρήσεων τα οποία πρέπει να απεικονίζονται στην διαμόρφωση

των τιμών των μετοχών στην αγορά και να μεταφράζονται από ένα αριθμό χαρακτηριστικών και πλεονεκτικών σημείων.

Η εταιρική διακυβέρνηση (corporate Governance) δίνει ιδιαίτερα σημασία στα προβλήματα που ανακύπτουν από τις σχέσεις εντολέα –εντολοδόχου ανάμεσα σε διευθυντικά στελέχη και μετόχους και υποδεικνύει τρόπους επίλυσης τους. Η βιβλιογραφία ξεκινά με την παραδοχή πως τα οικονομικά συμφέροντα των ανωτάτων στελεχών μιας σύγχρονης επιχείρησης με έντονη μετοχική διασπορά και χαμηλή μετοχική συμμετοχή των στελεχών δεν ταυτίζονται πάντοτε με τα αντίστοιχα συμφέροντα των ιδιοκτητών μετόχων (Berle and Means 1932; Jensen and Meckling 1976). Αντίθετα η απουσία μηχανισμών εναρμόνισης- εξομάλυνσης των αντιτιθέμενων συμφερόντων οδηγεί συνήθως τα διευθυντικά στελέχη στην παραβίαση της αρχής της μεγιστοποίησης της εταιρικής αξίας.

Σε οποιοδήποτε σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης υπάρχει ανάγκη παρακολούθησης της δράσης των διευθυντικών στελεχών και εναρμόνισης των δραστηριοτήτων τους με τους στόχους των ιδιοκτητών. Τόσο η παρακολούθηση όσο και η εναρμόνιση αποτελούν δαπανηρές δραστηριότητες που μπορούν να αποφευχθούν εάν οι εταιρείες επινοήσουν ένα κατάλληλο σύστημα αμοιβών των διευθυντικών στελεχών το οποίο τους παρέχει κίνητρα να ενεργούν ως μέτοχοι.

Η ύπαρξη αυτού του κόστους προσφέρει ευκαιρίες στις επιχειρήσεις για εθελοντικές καινοτομίες μακριά από κρατική παρέμβαση στην διαμόρφωση συστημάτων εταιρικής διακυβέρνησης. Υπό αυτή την έννοια οι διεθνείς εξελίξεις την δεκαετία του '80 στην αγορά εργασίας με την εισαγωγή των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών (stock options plans) στο πακέτο αμοιβών των διευθυντικών στελεχών αποτελεί ένα αποτελεσματικό τρόπο ανταπόκρισης των αγορών στις σχετικές αδυναμίες του θεσμικού πλαισίου (Keasey et al. 1997)

Η εναρμόνιση των συμφερόντων των διευθυντικών στελεχών με τα αντίστοιχα συμφέροντα των μετόχων μπορεί να επιτευχθεί με άλλα μέτρα όπως η εφαρμογή συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και η κατάλληλη σύνθεση του Διοικητικού

Συμβουλίου. Και σε αυτή την περίπτωση όπως το κόστος παρακολούθησης και εναρμόνισης συμφερόντων είναι επίσης υψηλό(Τραυλός 1999).

### ***Συμμετοχή των εργαζομένων στην ιδιοκτησία μέσω της χορήγησης μετοχών στην χώρα μας***

Η πρώτη νομοθετική ρύθμιση στη χώρα μας αυτής της μορφής, της συμμετοχής των εργαζομένων στα αποτελέσματα της επιχείρησης συντελέστηκε με το Ν.Δ. 396/1974, με το οποίο θεσπίστηκε ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση της μεταβίβασης μετοχών των εταιριών σε μισθωτούς που εργάζονται σ'αυτές, από κληρονομιά ή δωρεά, εφόσον οι μετοχές παραμένουν δεσμευμένες για πέντε (5) χρόνια από τη μεταβίβασή τους.

Η επόμενη νομοθετική ρύθμιση αφορούσε στην παροχή της δυνατότητας στις ανώνυμες εταιρίες να αποκτούν δικές τους μετοχές, προκειμένου να τις διαθέσουν κατόπιν στο προσωπικό τους, άρθρο 25 του ν. 1682/1987, όπου και καθορίζονται οι προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται.

Με το άρθρο 18 του ν. 1731/1987, όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 12 του ν. 1882/1990, ορίστηκε ότι: «1. Οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες μπορούν να διανέμουν σε κάθε διαχειριστική χρήση, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων, μέρος των ετήσιων καθαρών κερδών, όπως αυτά προσδιορίζονται σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 45 του ν. 2190/1920 με τη μορφή των μετοχών τους στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό. Για τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών που φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου της ανώνυμης εταιρίας αφαιρείται και το ποσό που διανέμεται στους εργαζόμενους με τη μορφή μετοχών. Το ποσό εισοδήματος που λαμβάνουν οι εργαζόμενοι με τη μορφή μετοχών και το οποίο προέρχεται από τη διανομή κερδών της ανώνυμης εταιρίας απαλλάσσεται από το φόρο εισοδήματος, τέλος χαρτοσήμου ή οποιαδήποτε άλλη εισφορά υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου. Επίσης, για το ποσό του εισοδήματος αυτού δεν υπάρχει υποχρέωση καταβολής ασφαλιστικών εισφορών σε οργανισμούς και ταμεία κύριας ή επικουρικής ασφάλισης.

Με προεδρικά διατάγματα που εκδίδονται ύστερα από πρόταση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, Βιομηχανίας, Ενέργειας και Τεχνολογίας και Εμπορίου, ρυθμίζεται το ύψος του ποσού που μπορούν να διανέμουν οι ανώνυμες εταιρίες από τα κέρδη τους στους εργαζόμενους, οι όροι και οι προϋποθέσεις διάθεσης μετοχών και ιδίως θέματα που αφορούν το είδος των μετοχών αυτών, οι προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν στα πρόσωπα των δικαιούχων, ο τρόπος διάθεσης και κατανομής τους, καθώς και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια για την εφαρμογή των διατάξεων του παρόντος άρθρου».

Σε εκτέλεση της παραπάνω παρ. 2 του άρθρου 18 του ν. 1731/1987 εκδόθηκε το Π.Δ. 30/1988 σύμφωνα με το οποίο η χορήγηση μετοχών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό της ανώνυμης εταιρίας είναι δυνατόν να λάβει τις εξής μορφές:

- **Προσφυγή στην αγορά, με την έννοια της αγοράς νέων μετοχών.** Στην περίπτωση αυτή παρέχεται η δυνατότητα χορήγησης και δικαιώματος αγοράς μετοχών (stock option) στους εργαζόμενους, το οποίο μπορεί να ασκηθεί το αργότερα εντός πενταετίας από τη χορήγηση του δικαιώματος της αγοράς, η δε χορήγηση του δικαιώματος αυτού συνυπολογίζεται για την τήρηση του 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας που συνιστά το ανώτατο όριο για την παρούσα μορφή διάθεσης κερδών.
- **Έκδοση νέων μετοχών με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου,** η οποία πραγματοποιείται είτε με μη διατεθέντα κέρδη είτε καλύπτεται από τους μετόχους της εταιρίας. Στην περίπτωση που οι μετοχές χορηγούνται έπειτα από αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας η οποία πραγματοποιείται με την κεφαλαιοποίηση των μη διατεθέντων κερδών, τα εν λόγω χορηγούμενα κέρδη δεν είναι επιτρεπτό να υπερβούν το 20% του συνόλου.

Οι εκδιδόμενες μετοχές είναι ονομαστικές και επί μία τριετία δεν μπορούν να μεταβιβαστούν χωρίς την έγκριση της γενικής συνέλευσης των μετόχων της εταιρίας, μετά όμως την πάροδο της τριετίας οι μετοχές καθίστανται ανώνυμες και ελεύθερα μεταβιβάσιμες.

Τα μερίσματα και οι τόκοι των μετοχών που χορηγούνται στο προσωπικό υπόκεινται σε φόρο εισοδήματος από κινητές αξίες.



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

## ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΚΙΝΗΤΡΟΔΟΤΗΣΗΣ

### *1.1.Εναλλακτικά συστήματα αμοιβών στην πρόσφατη περίοδο: Η Δυτικό-Ευρωπαϊκή Εμπειρία και οι προοπτικές εφαρμογής των συστημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής στην Ελλάδα*

Ανάμεσα στα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) παρατηρείται ποικιλία σε ότι αφορά τα συστήματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής που εφαρμόζονται. Χρησιμοποιούνται συστήματα που στηρίζονται σε μετοχές και άλλες μορφές ετεροχρονισμένης συμμετοχής στα κέρδη, συστήματα κυριότητας μετοχών από τους εργαζόμενους, δωρεάν διανομή μετοχών, προσφορές μετοχών με ευνοϊκούς όρους, δώρα τοις μετρητοίς, πριμοδοτήσεις απόκτησης χρηματικού αποθέματος για τους εργαζόμενους, σχέδια κυριότητας μετοχών και εξαγοράς επιχειρήσεων από τους εργαζόμενους.

Το ενδιαφέρον για την προώθηση της συμμετοχής των εργαζομένων στα κέρδη και στα αποτελέσματα των επιχειρήσεων, έχει οδηγήσει σε πολυάριθμες συζητήσεις ανάμεσα στις εργατικές ενώσεις, στους εργοδότες και στις κυβερνήσεις. Ωστόσο, το νομικό και δημοσιονομικό καθεστώς που διέπει τα συστήματα της χρηματοοικονομικής συμμετοχής στις χώρες της Ε.Ε. είναι ετερογενές.

Στις χώρες της Ε.Ε. έχουν υιοθετηθεί κάποια μέτρα χρηματοοικονομικής συμμετοχής. Ωστόσο τα μέτρα αυτά ήταν ανεπαρκή για κάποιες μορφές συστημάτων, ενώ σε

άλλες ίσχυαν γενικότερες διατάξεις αντί να αποτελέσουν ξεχωριστή νομοθεσία. Σε ορισμένες χώρες Ιταλία, Λουξεμβούργο, Ισπανία δεν υπάρχουν νομικές διατάξεις και κίνητρα για τέτοιες συμμετοχές, αν και κάποιοι γενικοί νόμοι τα αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα στην Ισπανία.

Συγκεκριμένα στη **Δανία**, έγιναν πολλές συζητήσεις για τα εθνικά ταμεία μισθωτών κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 και του '80 αλλά καμία από τις προτάσεις δεν εφαρμόστηκε. Επί του παρόντος, η Δανία δεν διαθέτει νομοθεσία που να ενθαρρύνει τη συμμετοχή στα κέρδη που βασίζεται στην καταβολή μετρητών και η συμμετοχή αυτή είναι σπάνια.

*Υπάρχουν, ωστόσο, τρία συστήματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων για κέρδη και τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων: τα δύο βασίζονται σε μετοχές (SPS) και (ESO) και το άλλο σε ομολογίες (BPS). Όλα τα συστήματα είναι προαιρετικά, δηλαδή εναπόκειται στον εργαζόμενο να αποφασίζει αν θα κάνει αίτηση για την παροχή τους (τα συστήματα συνεπάγονται ορισμένες φοροαπαλλαγές και γι' αυτό πρέπει να εγκριθούν από το αρμόδιο Υπουργείο Οικονομικών.*

Υπάρχουν δύο διαφορετικά συστήματα για την απόκτηση μετοχών από εργαζόμενους:

- *Το πρώτο επιτρέπει στους εργαζόμενους να αγοράσουν μετοχές σε πλεονεκτική τιμή. Ορίζεται ρητώς ότι κάθε εργαζόμενος έχει το δικαίωμα να αγοράσει μετοχές αξίας μέχρι του 10% των αποδοχών του. Οι εργαζόμενοι δεν φορολογούνται επί των μετοχών αυτών αλλά, στην περίπτωση που θα τις διαθέσουν, εφαρμόζεται η ισχύουσα νομοθεσία για τα κέρδη από μετοχές.*
- *Το δεύτερο ορίζεται ότι τα τελευταία έτη, στον κρατικό τομέα συγκροτήθηκαν αρκετές δημόσιες ανώνυμες εταιρείες με μετοχικό κεφάλαιο. Η λειτουργία της κάθε εταιρείας ξεχωριστά υπόκειται στους όρους της αγοράς και η νομοθεσία σύμφωνα με την οποία συστήνονται οι εταιρείες στις οποίες προβλέπεται η δυνατότητα έκδοσης μετοχών στο όνομα των εργαζομένων. Επιπλέον, στον κρατικό τομέα προβλέπεται η δυνατότητα καταβολής μισθών ανάλογα με την απόδοση.*

Στη **Γερμανία** η νομοθεσία δεν προβλέπει κίνητρα για τη συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη. Ωστόσο, υπάρχουν πολλοί κανονισμοί που ενθαρρύνουν την κυριότητα μετοχών από τους εργαζομένους και τη συσσώρευση κεφαλαίου. Η γερμανική κυβέρνηση πρόσφατα έλαβε την πρωτοβουλία να αναπτύξει νομοθετικές ρυθμίσεις βάσει των οποίων επιμέρους συστήματα σε επίπεδο επιχειρήσεων θα μπορούν να προωθηθούν, να αναπτυχθούν, να διαδοθούν και να διατηρηθούν στο πλαίσιο των κεντρικών συμφωνιών μεταξύ των κοινωνικών εταίρων.

Στη **Γαλλία** ως αποτέλεσμα της συνεχούς κυβερνητικής στήριξης της χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων από τα τέλη της δεκαετίας του '50, η νομοθεσία παρέχει ένα νομικό πλαίσιο καθώς και γενναιόδωρα φορολογικά οφέλη σε μία ποικιλία τύπων χρηματοοικονομικής συμμετοχής: *Εθελοντική συμμετοχή στα κέρδη που βασίζεται σε παροχές μετρητών, ετεροχρονισμένη συμμετοχή στα κέρδη, κυριότητα μετοχών από τους εργαζομένους και εταιρικά σχέδια αποταμίευσης.*

Η συναίνεση σε πολιτικό επίπεδο ότι τα συστήματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων στα κέρδη και τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων θα πρέπει να ενθαρρυνθούν περαιτέρω μέσω επίσημων κυβερνητικών πολιτικών έχει οδηγήσει σε νέες νομοθετικές πρωτοβουλίες .

Η συμμετοχή στα κέρδη που βασίζεται σε παροχές μετρητών στη Γαλλία έχει ως στόχο την παροχή ενός ποσού συμπληρωματικού προς τον βασικό μισθό, το οποίο συνδέεται σε κάποιο βαθμό με την οικονομική απόδοση της επιχείρησης. Ο νόμος του 1994 ενίσχυσε και προσαρμοσε ορισμένες από τις προϋποθέσεις που θα πρέπει να πληρούνται για την απολαβή φορολογικής απαλλαγής (συμπεριλαμβανομένων των εισφορών κοινωνικής ασφάλισης), όπως:

- Τον συλλογικό και μεταβλητό χαρακτήρα του συστήματος.
- Την αρχή της μη υποκατάστασης άλλων μορφών αμοιβής.
- Την αύξηση του μέγιστου ποσοστού του συνολικού μικτού ποσού που διανέμεται για τη συμμετοχή στα κέρδη σε 20% (10% από το 1990).
- Την αρχή του ενιαίου υπολογισμού για όλες τις κατηγορίες εργαζομένων.

Η ετεροχρονισμένη συμμετοχή στα κέρδη αποτελεί ένα σημαντικό μέσο χρηματοοικονομικής συμμετοχής στη Γαλλία. Η Γαλλία είναι η μοναδική ευρωπαϊκή χώρα όπου η συμμετοχή στα κέρδη της επιχείρησης είναι υποχρεωτική για εταιρείες ενός συγκεκριμένου μεγέθους. Όλες οι επιχειρήσεις με ελάχιστο εργατικό δυναμικό 50 εργαζομένων (100 το 1990) υποχρεούνται να συστήσουν ένα ταμείο ετεροχρονισμένης συμμετοχής στα κέρδη. Αυτό εξηγεί γιατί η Γαλλία είναι επίσης η ευρωπαϊκή χώρα στην οποία η χρηματοοικονομική συμμετοχή είναι περισσότερο διαδεδομένη. Οι εργαζόμενοι μπορούν να λάβουν στην κατοχή τους τα συσσωρευθέντα ποσά μόνο μετά από 5 (ή 3) έτη. Στη συνέχεια, τα ποσά αυτά απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος αλλά και από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης (εν μέρει).

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο** υπάρχει μακρά παράδοση σε θέματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής. Από το 1978, αυξάνεται η νομοθεσία για τη χορήγηση φορολογικών ελαφρύνσεων σε εγκεκριμένα συστήματα συμμετοχής στα κέρδη και κυριότητας μετοχών από τους εργαζομένους. Η νομοθεσία παρέχει ευελιξία, από την άποψη ότι παρέχει φορολογικά κίνητρα, τα οποία οι εργοδότες και οι εργαζόμενοι μπορούν να χρησιμοποιήσουν σε εθελοντική βάση.

Υπάρχουν διάφοροι τύποι θεσμοθετημένων συστημάτων συμμετοχής στα κέρδη, κυριότητας μετοχών από τους εργαζομένους και δικαιωμάτων επί μετοχών καθώς και μη θεσμοθετημένα συστήματα.

Τα συστήματα Πληρωμών βάσει Κερδών (PRP) συνδέουν ένα τμήμα των αποδοχών των εργαζομένων με τις αλλαγές που σημειώνονται στα κέρδη της επιχείρησης για την οποία εργάζονται.

Τα PRP που καταβάλλονται σε εργαζομένους στα πλαίσια συστήματος καταχωρημένου από το Υπουργείο Οικονομικών είναι επιλέξιμα για φορολογικές ελαφρύνσεις μέχρι του ορίου του 20% της αμοιβής τους.

Υπάρχουν τρεις τύποι εγκεκριμένων συστημάτων κυριότητας μετοχών. Οι πρώτοι δύο προβλέπουν ότι όλοι οι εργαζόμενοι μιας εταιρείας αφού εργαστούν επί πέντε έτη στην εταιρεία αυτή έχουν δυνατότητα συμμετοχής. Το τρίτο σύστημα επιτρέπει σε μία εταιρεία να περιορίζει τη συμμετοχή από επιλεγμένους εργαζομένους. Εάν

επιθυμεί ο εργοδότης, νέοι εργαζόμενοι ή υπάλληλοι με λίγα χρόνια προϋπηρεσίας μπορούν να έχουν το δικαίωμα να συμμετάσχουν επί ίσους όρους.

Γενικά, σήμερα οι κύριες μορφές χρηματοοικονομικής συμμετοχής που ενθαρρύνονται από τις κρατικές πολιτικές με φορολογικές απαλλαγές είναι διάφορες μορφές κυριότητας μετοχών από τους εργαζόμενους και σε μικρότερη έκταση, μορφές ετεροχρονισμένης διανομής των κερδών. Η συμμετοχή στα κέρδη που βασίζεται σε παροχές σε μετρητά προς το παρόν υποστηρίζεται ενεργά μόνο σε λίγες χώρες της Ε.Ε. Σε όλες τις χώρες που υποστηρίζουν τη συμμετοχή απαντώνται διάφοροι τύποι κυριότητας μετοχών από τους εργαζόμενους. Η ετεροχρονισμένη συμμετοχή στα κέρδη, η οποία κυρίως αναφέρεται στη χορήγηση μετοχών της επιχείρησης σε εργαζόμενους που όμως είναι παγωμένες για ορισμένη χρονική περίοδο ή η κατεύθυνση των κερδών σε ταμεία επενδύσεων προς όφελος των εργαζομένων, ενθαρρύνθηκε σε διάφορες χώρες -Δανία, Γαλλία, Γερμανία, Ιρλανδία, Ολλανδία και Μεγ. Βρετανία.

Τέλος, η συμμετοχή στα κέρδη που βασίζεται σε παροχές μετρητών ενθαρρύνθηκε ενεργά με ειδικό νομοθετικό πλαίσιο στη Γαλλία και στη Μεγ. Βρετανία, ενώ σχετική νομοθεσία υπάρχει και στην Ελλάδα και στην Πορτογαλία. Σε άλλες χώρες - Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία- οι επιχειρήσεις που εισάγουν τέτοια συστήματα βαρύνονται με υψηλούς φόρους και συνεισφορές κοινωνικής ασφάλισης. Έτσι, το μεγαλύτερο μέρος των συστημάτων που ενθαρρύνονται μέσω της κρατικής πολιτικής είναι αυτά που επιτρέπουν στους εργαζόμενους να αποκτήσουν μετοχές της επιχείρησης είτε με αυτόματα -συμμετοχή στα κέρδη μέσω μετοχών ή κατανομής μετοχών της εταιρείας, ή με την παρότρυνση της εθελοντικής κυριότητας μετοχών από τους εργαζόμενους-, αγορά εκ μέρους των εργαζομένων μετοχών της επιχείρησης. Ακόμη, λόγω των περιορισμών μεταβίβασης των μετοχών, τα περισσότερα συστήματα που ενθαρρύνονται συνδέονται με την αποταμίευση, είτε με την τοποθέτηση κερδών σε ειδικά ταμεία της επιχείρησης ή με την εθελοντική συνεισφορά των εργαζομένων στο κεφάλαιο.

## **1.2.Μικροοικονομικές Όψεις της Χρηματοοικονομικής Συμμετοχής των Εργαζομένων**

Η διοίκηση μιας επιχείρησης αποφασίζει εφαρμόζει ένα σύστημα σύνδεσης των αποδοχών των μισθωτών με το επίπεδο των κερδών της επιχείρησης (profit sharing scheme) της μορφής και ότι διαπραγματεύσεις γίνονται για τον καθορισμό του «άκαμπτου βασικού μισθού»  $w_b$  και του μεριδίου ( $\lambda$ ) των κερδών που κατανέμεται στους εργαζόμενους. Η απασχόληση όμως,  $L$  καθορίζεται από την επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή το αποτέλεσμα είναι ακριβώς το ίδιο με εκείνο που επιτυγχάνεται σε συνθήκες αποτελεσματικής διαπραγμάτευσης. Με βάση τα παραπάνω θα ανέμενε κανείς η αποτελεσματική διαπραγμάτευση ή και το σύστημα συμμετοχής στα κέρδη να παίρνουν σταδιακά τη θέση της «διαπραγμάτευσης διευθυντικού δικαιώματος» (right to manage bargaining). Το γεγονός ότι αυτό δεν συμβαίνει πιθανόν να οφείλεται στο υψηλότερο κόστος της σύνταξης και εφαρμογής της πιο πολύπλοκων συμβάσεων εργασίας που θα απαιτούνταν.

Όπως είναι γνωστό, οι απεργίες συχνά αναλύονται στο πλαίσιο υποδειγμάτων τα οποία υποθέτουν **ατελή και ασύμμετρη πληροφόρηση** από το ένα ή και τα δύο μέρη των.

*Αν η επιχείρηση γνωρίζει ποια είναι η θέση της καμπύλης ζήτησής της αλλά η εργατική ένωση δεν την γνωρίζει, η αποδοχή ή απόρριψη από την επιχείρηση του προσφερόμενου από την εργατική ένωση μισθού επιτρέπει στην τελευταία να αναθεωρήσει τις προσδοκίες της για την καμπύλη ζήτησης της επιχείρησης. Τα παραπάνω δείχνουν μία άλλη πιθανή επίδραση του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη. Αν οι εργαζόμενοι αμείβονται με βάση ένα σύστημα συμμετοχής στα κέρδη, οι μισθοί τους θα αυξάνονται αυτόματα σε ευνοϊκές συνθήκες ζήτησης και θα μειώνονται όταν οι συνθήκες ζήτησης δεν είναι ευνοϊκές. Κατά συνέπεια η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης θα μειωθεί και η επίπτωση-διάρκεια των απεργιών θα περιορισθεί αντίστοιχα.*

Το επιχείρημα αυτό, όπως και το παραπάνω που αφορά την αποτελεσματικότητα του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη, εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από το χαμηλό κόστος σύνταξης και εφαρμογής των συμφωνιών για συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, η διανομή υψηλών ποσοστών από τα κέρδη στους εργαζόμενους παρέχει στις επιχειρήσεις ένα ισχυρό

κίνητρο «συγκάλυψης» των κερδών τους, πιθανόν μέσω της λεγόμενης «δημιουργικής λογιστικής» (creative accounting).

Όπως και στην περίπτωση της αυτοδιαχείρισης θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη θα έχει θετική υποκινητική επίδραση στους εργαζόμενους σε σύγκριση με το παραδοσιακό σύστημα αμοιβής που στηρίζεται στον «άκαμπτο - παγιωμένο με συμβάσεις - βασικό μισθό». Σε κοινωνίες όπου οι εργαζόμενοι έχουν αποκτήσει διάφορα δικαιώματα διατήρησης της θέσης εργασίας τους ή και όπου η οικονομική πολιτική προάγει την πλήρη απασχόληση, η απειλή της απόλυσης γίνεται όλο και λιγότερο χρήσιμη σαν μέσο για την πειθάρχηση της εργατικής δύναμης.

Έτσι, όλο και περισσότεροι παραγωγικοί συντελεστές πρέπει να αφιερωθούν στη μέτρηση της συνεισφοράς των υπολοίπων εργαζομένων και την καταπολέμηση της «φυγοπονίας» με αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους της εποπτείας. Με τον τρόπο αυτό, η συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη, η οποία ως ένα σημείο ταυτίζει το συμφέρον των εργαζομένων με εκείνο του ιδιοκτήτη - εργοδότη της επιχείρησης αποτελεί ένα πιθανό τρόπο εξοικονόμησης του κόστους εποπτείας της ομαδικής παραγωγής. Ωστόσο, σε όλες εκτός από τις μικρότερες επιχειρήσεις είναι δυνατόν οι επιδράσεις αυτές να είναι αμελητέες, επειδή κάθε εργαζόμενος έχει προφανείς λόγους να λειτουργήσει με τη λογική του «λαθρεπιβάτη» (free rider), να έχει δηλαδή μειωμένη απόδοση με την προσδοκία ότι το κύριο βάρος από την αντίστοιχη μείωση της παραγωγής θα το επωμισθούν τα υπόλοιπα μέλη της ομάδας.

*Τα υποδείγματα αλληλεξαρτωμένων χρησιμοτήτων, της μορφής που αναφέραμε παραπάνω, δείχνουν ότι τα ομαδικά συστήματα κινήτρων, όπως το σύστημα της συμμετοχής των εργαζομένων στα κέρδη, δείχνουν πράγματι τη σημασία που έχουν τα ομαδικά κίνητρα στην προώθηση της μεγαλύτερης προσπάθειας που προσφέρουν οι εργαζόμενοι σε οποιοδήποτε επίπεδο εποπτείας.*

Παρόμοια επιχειρήματα βρίσκουν εφαρμογή και στα συστήματα συμμετοχής μέσω απόκτησης μετοχών από εργαζόμενους (employee share ownership schemes - ESDPs), τα οποία συνδέουν τις συνολικές αποδοχές των εργαζομένων τόσο με την τρέχουσα αποδοτικότητα των επιχειρήσεων μέσω της καταβολής μερισμάτων όσο και με την μελλοντική απόδοσή τους μέσω των κεφαλαιακών κερδών (ή ζημιών). Έχει

*υποστηριχθεί ότι η επιλογή ανάμεσα στην απόκτηση μετοχών και στη «χρηματική» συμμετοχή είναι ένα πολύπλοκο θέμα.*

Ένα από τα πλεονεκτήματα του σχήματος χορήγησης μετοχών στους εργαζόμενους είναι και ότι επιδέχονται λιγότερους διοικητικούς χειρισμούς σε σχέση με τα στοιχεία του λογιστικού κέρδους.

Γενικά, τα σχήματα αυτά έχουν μελλοντική προοπτική παρόλο που αυτό έχει αμφισβητηθεί και κατά συνέπεια θα πρέπει να κάνουν τους εργαζόμενους λιγότερο κοντόφθαλμους.

Επίσης, έχει υποστηριχθεί ότι, εάν οι εργαζόμενοι μπορούσαν να πεισθούν για την αποδοχή αυτών των μετοχών, καθώς τα συμφέροντά τους στην επιχείρηση ενδυναμώνονται, είναι δυνατόν να αναμένεται ότι θα περιορίσουν τις απαιτήσεις τους για μισθολογικές αυξήσεις. *Από την άλλη πλευρά, ίσως αποτελεί μη ορθή επενδυτική πολιτική να επενδύονται οι αποταμιεύσεις των εργαζομένων στην επιχείρηση στην οποία απασχολούνται.*

Εξάλλου, το εισόδημα που προέρχεται από την κατοχή μετοχών υπόκειται σε διακυμάνσεις πολύ περισσότερο απ' ό,τι το εισόδημα από τη συμμετοχή τους στα κέρδη, και οι περισσότεροι εργαζόμενοι προτιμούν τα «μετρητά» από τις μετοχές, όταν τους δίνεται το δικαίωμα επιλογής.

Τα προγράμματα συμμετοχής των εργαζομένων στην ιδιοκτησία της επιχείρησης (ESOP) γενικά διαφέρουν από άλλα σχήματα διανομής του κέρδους των επιχειρήσεων και δικαιωμάτων αγοράς μετοχών. Ξεκινούν και από την επιθυμία να επεκταθεί η κοινωνική βάση της ιδιοκτησίας της επιχείρησης κατά τρόπο που δεν θα μεταβάλλει όμως το σύστημα της ελεύθερης οικονομίας.

Θεωρούνται ακόμη ως μηχανισμός αναδιανομής του εισοδήματος, παρά ως μεταβιβαστικές πληρωμές που χρηματοδοτούνται από κέρδη και χαρακτηρίζονται από υψηλό ρυθμό συγκέντρωσης.

*Έμφαση ωστόσο, δίνεται, όχι στην αναδιανομή του υπάρχοντος πλούτου, αλλά στην παροχή κινήτρων για τη δημιουργία νέου κεφαλαίου, το οποίο θα χαρακτηρίζεται από ευρεία ιδιοκτησία (βλ. Αλεξάκης κ.α., 1996).*



Η εμπειρία από την εφαρμογή των σχημάτων αυτών δείχνει (π.χ. Δανία) ότι οι εργαζόμενοι έχουν την τάση να έχουν στην κατοχή τους πολύ μικρό αριθμό μετοχών των επιχειρήσεων στις οποίες απασχολούνται με αποτέλεσμα να μην εξασφαλίζουν σημαντική συμμετοχή στη λήψη αποφάσεως της διοίκησης. Επιπλέον, οι διευθύνοντες την επιχείρηση ενεργώντας για λογαριασμό των μετόχων που βασικά δεν είναι εργαζόμενοι φαίνονται πρόθυμοι να προσφέρουν στους εργαζόμενους σημαντικές διευκολύνσεις για να τους πείσουν να αποκτήσουν μετοχές.

Αυτό ως ένα σημείο οφείλεται απλά στα φορολογικά κίνητρα που παρέχονται και είναι διαφόρων μορφών, όπως αποπληρωμή του δανείου του Ταμείου από κέρδη της εταιρείας προ τόκων και εξαίρεση φόρου για τα μερίσματα που συνδέονται με τα προγράμματα αυτά. Ο Grout (1985) υπέδειξε έναν πρόσθετο λόγο στο πλαίσιο ενός υποδείγματος διαπραγματεύσεων παρόμοιου με αυτό του Rubinstein (1982) όπου εναλλακτικά γίνεται μια σειρά από προτάσεις - προσφορές από την εργατική ένωση και τη διοίκηση.

Το υπόδειγμα παρέχει τη δυνατότητα στη διοίκηση να μπορεί να παίρνει (αμετάκλητες) αποφάσεις για επενδύσεις, δηλ. να επιλέγει το άριστο απόθεμα κεφαλαίου της επιχείρησης. Αυτό από μια άποψη διαφοροποιεί σημαντικά το υπόδειγμα του Grout από άλλα υποδείγματα διαπραγματεύσεων. Μία φανερή απόκλιση παρουσιάζεται όταν στο υπόδειγμα εισάγονται οι επενδυτικές αποφάσεις, επειδή οι διαπραγματευόμενοι μισθοί συνδέονται με τις βραχυχρόνιες μάλλον παρά τις μακροχρόνιες αποδόσεις.

Η εισαγωγή ενός σχήματος απόκτησης μετοχών από τους εργαζόμενους μπορεί να μετριάσει κάπως την απόκλιση αυτή. Ο Grout διακρίνει δύο μορφές αγοράς μετοχών: σύμφωνα με την **πρώτη** τα άτομα λαμβάνουν την απόφαση για αγορά ενώ σύμφωνα με τη **δεύτερη** η απόφαση αυτή λαμβάνεται συλλογικά (ίσως από την εργατική ένωση). Επίσης παρέχει την δυνατότητα φοροαπαλλαγών με την έννοια ότι τα οφέλη των εργαζομένων από την συμμετοχή τους στην ιδιοκτησία θεωρούνται ως κεφαλαιακά κέρδη ακόμη και στην περίπτωση που πιθανόν να υποκαθιστούν τους μισθούς.

*Η εισαγωγή των προγραμμάτων συμμετοχής των εργαζομένων μέσω απόκτησης μετοχών (ESOPs) καταλήγει σε όφελος τόσο της διοίκησης όσο και των εργαζομένων στην επιχείρηση σε κάθε περίπτωση με εξαίρεση εκείνη κατά την οποία η συλλογική*

*αγορά μετοχών δεν συνοδεύεται από φορολογικές ελαφρύνσεις. Το αποτέλεσμα αυτό εξαρτάται από την επιτυχία που έχουν οι χρονικοί περιορισμοί που τίθενται στην μεταπώληση των μετοχών. Όπως ήδη έχει αναφερθεί, τέτοιοι περιορισμοί συνήθως επιβάλλονται σε κάθε περίπτωση νομοθετικά.*

Σύμφωνα με την ανάλυση του Grout η εισαγωγή των ESOPs θα τείνει να συμπιέσει προς τα κάτω τον διαπραγματευόμενο μισθό. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης του Grout όσον αφορά τα οφέλη από την εισαγωγή των ESOPs δείχνουν ότι πρέπει να εφαρμόζονται εθελοντικά όταν παρέχονται φορολογικές ελαφρύνσεις και ότι, ακόμη και όταν δεν παρέχονται τέτοιες διευκολύνσεις, η διοίκηση θα πρέπει πάντοτε να είναι πρόθυμη να υιοθετήσει τέτοια προγράμματα όταν είναι σε θέση να γνωρίζει ότι οι αποφάσεις για την αγορά μετοχών θα λαμβάνονται σε ατομικό μάλλον παρά σε συλλογικό επίπεδο.

Έχει ευρύτατα παρατηρηθεί ότι οι διευθύνοντες την επιχείρηση πράγματι προσπαθούν να περιορίσουν την εμπλοκή της εργατικής ένωσης σε οποιοδήποτε πρόγραμμα συμμετοχής των εργαζομένων μέσω απόκτησης μετοχών που πιθανόν επιθυμούν να εφαρμόσουν. Από την άποψη αυτή τέτοια προγράμματα διαφοροποιούνται έντονα από τα συλλογικά ταμεία μισθωτών (wage - earners funds) τα οποία παρέχουν ρητά στην εργατική ένωση την δυνατότητα άσκησης επιρροής σε σημαντικό βαθμό.

Έχουν διατυπωθεί απόψεις που δείχνουν ότι ορισμένες μορφές χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων ωφελούν όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη μέσα στην επιχείρηση και ότι θα πρέπει επομένως να αναμένει κανείς ότι τέτοια συστήματα πρέπει να υιοθετούνται εθελοντικά. Στην πραγματικότητα, όμως, τα συστήματα αυτά τείνουν είτε να επιβάλλονται με νόμο είτε να προωθούνται μέσω φορολογικών ελαφρύνσεων. Η μικροοικονομική θεωρία δεν υποδεικνύει την παρουσία οποιονδήποτε εξωτερικών επιδράσεων (externalities) που θα δικαιολογούσαν τέτοιες διευκολύνσεις και σε πολλές περιπτώσεις η ορθόδοξη οικονομική θεωρία δείχνει ότι απλά προκαλούν στρεβλώσεις.

Υπάρχουν, όμως, πολύ ισχυρά πολιτικά επιχειρήματα τα οποία συμβάλλουν πολύ στην εξήγηση της χρησιμοποίησης τόσο της δια νόμου επιβολής όσον και των

φορολογικών κινήτρων. Και εκτός από αυτό υπάρχουν μακροοικονομικής φύσης επιχειρήματα που δικαιολογούν την ύπαρξη εξωτερικών επιδράσεων, τα οποία θα εξετάσουμε στη συνέχεια.

### **1.3.Μακροοικονομικές Όψεις των Συστημάτων Χρηματοοικονομικής Συμμετοχής των Εργαζομένων: το Θεωρητικό Υπόδειγμα του Weitzman**

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των απόψεων του Καθηγητή Martin Weitzman (1983, 1984, 1985 και 1987) για τις μακροοικονομικές συνέπειες της εφαρμογής του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη (Profit - sharing schemes) είναι σκόπιμο να εξετάσουμε σύντομα μία παλαιότερη αντίληψη για το ίδιο θέμα σύμφωνα με την οποία η συμμετοχή στα κέρδη θα καταστήσει τις συνολικές αποδοχές των εργαζομένων περισσότερο ευέλικτες έτσι ώστε να είναι σε θέση να προσαρμόζονται ταχύτερα στις μακροοικονομικές διαταραχές (βλ. π.χ. Mitchell, 1982). Αν υποθέσουμε ότι οι αυξομειώσεις της ανεργίας οφείλονται στην ακαμψία των μισθών τότε η εφαρμογή του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη ενδέχεται να προκαλέσει μείωση των διακυμάνσεων αυτών.

Σε περιόδους ύφεσης παρατηρείται πτώση των κερδών, αλλά αν μειώνεται επίσης και η αμοιβή της εργασίας τότε η επιχείρηση ενδέχεται να αποφασίσει την διατήρηση των

εργαζομένων που απασχολεί τους οποίους σε διαφορετική περίπτωση θα απέλυε. Σε ακραίες περιπτώσεις η ευελιξία των μισθών ίσως να αποτελούσε εμπόδιο στο κλείσιμο επιχειρήσεων ή την οριστική χρεοκοπία η οποία κάτω από το παραδοσιακό σύστημα καθορισμού των μισθών θα ήταν αναπόφευκτη.

Τέτοιες ρυθμίσεις όσον αφορά τον καθορισμό της αμοιβής της εργασίας δεν πρέπει να απορρίπτονται από τους αποφεύγοντες τον κίνδυνο (risk - averse) εργαζόμενους όταν λαμβάνεται υπόψη η πιθανότητα της μελλοντικής ανεργίας. Στην πράξη, όμως, σε πολύ λίγες περιπτώσεις ο εμπλουτισμός των συμβάσεων εργασίας με σχήματα εξάρτησης των μισθών από τα κέρδη ή τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων επιτρέπει την συμμετοχή των εργαζομένων στα θετικά και τα αρνητικά οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων και τα εργατικά σωματεία γενικά είναι αντίθετα με ρυθμίσεις που θεωρούν ότι αποτελούν απλά μέσα για τη μείωση των μισθών. Και εκτός από αυτό υπάρχουν οι δυσκολίες που αναφέρθηκαν παραπάνω και αφορούν την εφαρμογή των εμπλουτισμένων με σχήματα εξάρτησης των μισθών από τα κέρδη ή τα οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Τέλος, αν, όπως είδαμε παραπάνω, η διαπραγμάτευση είναι αποτελεσματική θα υπάρχει άμεση σύνδεση των μισθών με τα κέρδη, χωρίς να αφήνει περιθώρια για υιοθέτηση τυποποιημένων σχημάτων συμμετοχής στα κέρδη.

Τα επιχειρήματα αυτά για την ευελιξία των μισθών είναι εντελώς διαφορετικά από εκείνα που ανέπτυξε ο Vanek (1965) και ανέλυσε ξανά ο Weitzman (1983, 1984, 1985 και 1987) για τα σταθεροποιητικά μακροοικονομικά αποτελέσματα της συμμετοχής στα κέρδη. Αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι ορισμένα από τα πλεονεκτήματα του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη σε εθνικό επίπεδο αναπτύχθηκαν από τον Keynes (1940), ο οποίος υποστήριζε την εφαρμογή ενός συστήματος προκαθορισμένων αποταμιεύσεων από τους μισθούς.

*Ο Vanek ήταν ο πρώτος που ανέπτυξε τη άποψη για τα σταθεροποιητικά αποτελέσματα συστημάτων συμμετοχής στα κέρδη, που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας, δηλαδή μεγαλύτερη απασχόληση για δεδομένο επίπεδο αμοιβής σε σχέση με το παραδοσιακό σύστημα μισθών, λόγω μικρότερου οριακού κόστους της εργασίας στις επιχειρήσεις που εφαρμόζουν το σύστημα συμμετοχής στα κέρδη.*

Πιο συγκεκριμένα, ο Vanek υποστήριζε ότι η μεγαλύτερη απασχόληση θα οφείλεται στην αύξηση του εθνικού εισοδήματος, στη μείωση του επιπέδου των τιμών λόγω της

αύξησης της παραγωγής, στην αύξηση των εξαγωγών και στην υποκατάσταση των εισαγωγών με εγχώρια προϊόντα - με απροσδιόριστες επιδράσεις στο ισοζύγιο πληρωμών λόγω της εξάρτησής τους από την ελαστικότητα τιμών και την εισοδηματική ελαστικότητα.

Ο Weitzman, έντονα επηρεασμένος από τις αναλύσεις του για τις οικονομίες των χωρών της Ανατολικής Ευρώπης που χαρακτηρίζονται από «στενότητα εργασίας» (labour shortage), υποστήριξε ότι η γενικευμένη εισαγωγή του συστήματος συμμετοχής των εργαζομένων στα κέρδη (ή πιο συγκεκριμένα στα καθαρά έσοδα) θα έχει σαν αποτέλεσμα την εμφάνιση ενός μόνιμου πλεονάσματος ζήτησης εργασίας και επομένως εξάλειψη της ανεργίας. Αυτό βρίσκεται σε έντονη αντίθεση με τη βραχυχρόνια συμπεριφορά της αυτοδιαχειριζόμενης οικονομίας η οποία εμφανίζει βραχυπρόθεσμα τάσεις περιορισμού της απασχόλησης οι οποίες αντιπαρέρχονται μόνο με την είσοδο νέων επιχειρήσεων.

Επιπλέον, σε μία «συμμετοχική οικονομία» (Share Economy) οι περιοριστικές μακροοικονομικές πολιτικές δεν θα έχουν το κόστος της ανεργίας και επομένως οι κυβερνήσεις θα έχουν την ευχέρεια να τις χρησιμοποιήσουν ελεύθερα για την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Κατά συνέπεια ο Weitzman παρέχει την δυνατότητα με μία απλή αλλαγή του συστήματος καθορισμού των αμοιβών να μπορούν να εξαλειφθούν από την καπιταλιστική οικονομία ο πληθωρισμός και η ανεργία.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο Weitzman εκτιμά ότι για να συμβεί αυτό οι εργαζόμενοι δεν θα πρέπει να συμμετέχουν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων, επειδή κάτι τέτοιο θα οδηγήσει σε περιοριστικές πολιτικές απασχόλησης. Η πρότασή του, επομένως, διαφοροποιείται έντονα από την περίπτωση της αυτοδιαχείρισης. Με τα ίδια του τα λόγια (Weitzman, 1984) <<Η προσέγγισή θεωρεί σαν δεδομένο την ατομική ιδιοκτησία των μέσων παραγωγής, όπου οι αποφάσεις για το αν και πόσο θα παραχθεί, αν και πόσοι εργαζόμενοι θα προσληφθούν και για το ποια θα είναι η τιμή του προϊόντος βασικά λαμβάνονται από τους ιδιοκτήτες>>. Η βασική θέση της ανάλυσης του Weitzman είναι αρκετά απλή και βασίζεται στο νεοκλασικό υπόδειγμα του ατελούς ανταγωνισμού. Ας υποθέσουμε ότι η αμοιβή της εργασίας ( $y$ ) στο υπόδειγμα του Weitzman ορίζεται από τη σχέση:  $y = \mu + \lambda (R(L)/L - \mu)$  (10) όπου  $L$  = ο αριθμός των απασχολούμενων και  $R(L)$  τα καθαρά έσοδα της επιχείρησης (δηλ. μείον τα μη - μισθιακά κόστη).

Οι τιμές των παραμέτρων  $\mu$  και  $\lambda$  προσδιορίζουν τις διαφορετικές συμβάσεις εργασίας. Ειδικότερα, όταν  $\lambda = 0$  και  $\mu = w$  τότε έχουμε το απλό μισθιακό σύστημα των «άκαμπτων παγιωμένων με συμβάσεις μισθών (όπου ο μισθός είναι  $w$ ) ενώ όταν  $\mu = 0$  και  $\lambda = 1$ , τότε έχουμε την αντικειμενική συνάρτηση (maximad) του υποδείγματος των Ward - Vanek - Meade.

*Σύμφωνα με τον Weitzman, σε συνθήκες μονοπωλιακού ανταγωνισμού, μια επιχείρηση που εφαρμόζει ένα σύστημα συμμετοχής στα κέρδη θα συνεχίσει να προσλαμβάνει νέους εργαζόμενους, μέχρι το σημείο όπου το οριακό έσοδο από τον τελευταίο προσλαμβανόμενο εργαζόμενο είναι ίσο με το μισθό του, δηλ.  $R'(L) = \mu$ , ενώ στην περίπτωση του παραδοσιακού συστήματος καθορισμού των αμοιβών η αντίστοιχη συνθήκη θα είναι η  $R'(L) = w$ . Από τα παραπάνω συνεπάγεται ότι αν μία επιχείρηση εγκαταλείψει το παραδοσιακό σύστημα του προκαθορισμένου μισθού και εφαρμόσει ένα σύστημα καθορισμού των αμοιβών, σύμφωνα με το οποίο οι εργαζόμενοι εισπράττουν χαμηλότερο βασικό μισθό και ένα μέρος της αμοιβής τους συνδέεται με τα αποτελέσματα (κέρδη ή έσοδα) της επιχείρησης στην οποία εργάζονται στα πλαίσια των συστημάτων συμμετοχής στα κέρδη, τότε η ζήτηση για εργασία της επιχείρησης θα αυξηθεί.*

Με άλλα λόγια, η επιχείρηση θα θέλει να προσλάβει πρόσθετους εργαζόμενους, μέχρις ότου οι οριακές εισπράξεις από την πώληση μιας πρόσθετης μονάδας προϊόντος είναι ίσες με το βασικό μισθό. *Αν το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη», συνεχίζει ο Weitzman, εφαρμοσθεί από όλες γενικά τις επιχειρήσεις τότε είναι δυνατό να δημιουργηθεί μία κατάσταση μόνιμης πλεονάζουσας ζήτησης για εργασία. Και εκτός από αυτό θα παρατηρείται μία μόνιμη έλλειψη προσφοράς εργασίας, επειδή οι επιχειρήσεις αυτές θα ζητούν να προσλάβουν περισσότερους εργαζόμενους. Για το λόγο αυτό ο Weitzman περιέγραψε το σύστημα της συμμετοχής στα κέρδη ως «ηλεκτρική σκούπα», που θα σαρώσει κάθε άνεργο που είναι διαθέσιμος. Έτσι, δεν θα υπάρχει ανάγκη δημιουργίας νέων επιχειρήσεων όπως στην περίπτωση της αυτοδιαχειριζόμενης οικονομίας.*

Αξίζει να σημειωθεί ότι το επιχείρημα αυτό είναι εντελώς ανεξάρτητο από τον βαθμό ελαστικότητας τόσο του  $\lambda$  όσο και του  $\mu$ . Καμιά από τις παραμέτρους αυτές δεν μεταβάλλεται σημαντικά όταν εξετάζονται μορφές συμμετοχικών συστημάτων διαφορετικές από εκείνη της συμμετοχής στα καθαρά έσοδα (όπως π.χ. η συμμετοχή στα κέρδη). Η επιλογή, επομένως, του συστήματος που πρόκειται να εφαρμοσθεί θα

πρέπει ίσως να εξαρτάται από το κόστος σύνταξης και εφαρμογής των σχετικών συμβάσεων. Οι απόψεις του Weitzman προκάλεσαν έντονες συζητήσεις μεταξύ των οικονομολόγων γύρω από τα πιθανά αποτελέσματα των συστημάτων συμμετοχής των εργαζομένων στα κέρδη και τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων και άσκησαν όπως είδαμε σημαντική επίδραση στην κυβερνητική πολιτική αρκετών ευρωπαϊκών χωρών, με αποτέλεσμα την ευνοϊκότερη αντιμετώπιση συγκεκριμένων μορφών χρηματοοικονομικής συμμετοχής, με τη θεσμοθέτηση μέτρων που συμβάλλουν σημαντικά στη συνεχιζόμενη αύξηση του αριθμού των επιχειρήσεων που υιοθετούν και εφαρμόζουν κάποιο χρηματοοικονομικό συμμετοχικό σύστημα (βλ. σχετικά, Weitzman and Kruse, 1990 FitzRoy and Vaughan - Whitehead, 1987 Estrin, Grout and Wadhvani, 1987 Jones and Pliskin, 1988).

Στα πλαίσια της εργασίας αυτής δεν κρίνεται σκόπιμη μία λεπτομερής παρουσίαση της συζήτησης που ακολούθησε τις δημοσιεύσεις του Weitzman και ιδιαίτερα το βιβλίο του «The Share Economy» (1984), αλλά μόνον ορισμένα από τα πιο σημαντικά σημεία της. Κατ' αρχή, τα συμπεράσματα των αναλύσεων του Weitzman εξαρτώνται από το αν το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη» εφαρμόζεται από όλες γενικά τις επιχειρήσεις. *Τότε είναι δυνατόν η οικονομία να μετακινηθεί στο επίπεδο πλήρους απασχόλησης, με την προϋπόθεση βέβαια ότι το ύψος του βασικού μισθού βρίσκεται τουλάχιστον στο ίδιο χαμηλότερο επίπεδο με εκείνο του χρηματικού μισθού.*

Αυτό συμβαίνει διότι η μείωση του επιπέδου των τιμών που προέρχεται από την αύξηση της απασχόλησης και του προϊόντος οδηγεί στην αύξηση της πραγματικής αμοιβής των εργαζομένων. Όταν, όμως, μόνο μία επιχείρηση υιοθετήσει το σύστημα της συμμετοχής στα κέρδη, τότε η επίδραση της εφαρμογής του στο γενικό επίπεδο των τιμών θα είναι αμελητέα. Στην περίπτωση αυτή η συγκεκριμένη επιχείρηση προσπαθεί να επεκτείνει τις δραστηριότητές της σε συνθήκες όπου οι πρόσθετοι εργάτες εξασθενίζουν το δικαίωμα της συμμετοχής των εργαζομένων στην επιχείρηση και είναι δυνατόν να χειροτερεύσει η θέση τους σε σχέση με εκείνη που θα επικρατούσε σε συνθήκες μισθιακής οικονομίας.

Για να είναι πετυχημένη η εφαρμογή και να αποφευχθεί η «αντίδραση» των εργαζομένων, θα πρέπει το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη» να υιοθετηθεί από

όλες γενικά τις επιχειρήσεις. Για να συμβεί, όμως, αυτό θα πρέπει να δοθούν κίνητρα με μέτρα οικονομικής πολιτικής. Η εξωγενής αυτή επίδραση (externality) εξηγεί, γιατί οι επιμέρους επιχειρήσεις δεν έχουν ακόμη υιοθετήσει συνολικά το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη».

Επίσης, αν παραχωρηθούν π.χ. φορολογικά κίνητρα για να γίνει το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη» ελκυστικό, υπάρχει πράγματι ο κίνδυνος οι εργαζόμενοι και οι εργοδότες – επιχειρηματίες να εξαπατήσουν τις φορολογικές αρχές. *Συγκεκριμένα, εάν οι εργαζόμενοι και οι εργοδότες διαπραγματεύονται όπως και πριν για τον καθορισμό της συνολικής αμοιβής, αλλά μετά συμφωνούν να κάνουν μία αυθαίρετη διάκριση μεταξύ βασικού μισθού και μεριδίου στα κέρδη, που προσαρμόζεται ανάλογα, ώστε να δικαιολογήσει την υπάρχουσα διαφορά μεταξύ βασικού μισθού και συνολικής αμοιβής, τότε το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη» έχει καθαρά «διακοσμητικό» χαρακτήρα.* Στην περίπτωση αυτή και τα δύο μέρη μπορούν να μοιραστούν τα οφέλη που προκύπτουν από τα κίνητρα φορολογικών απαλλαγών. Η επιχείρηση, όμως, θα εξακολουθεί να θεωρεί τη συνολική αμοιβή ως το οριακό κόστος της εργασίας και θα λειτουργεί με τον ίδιο τρόπο, όπως και στην περίπτωση του παραδοσιακού συστήματος μισθών.

Εξάλλου, η άποψη ότι ο βασικός μισθός αποτελεί για την επιχείρηση το σχετικό οριακό κόστος της εργασίας προϋποθέτει την ύπαρξη ενός αποθέματος εργατικού δυναμικού. Ωστόσο, το θεωρητικό υπόδειγμα που επινόησε ο Weitzman συγκλίνει προς το επίπεδο της πλήρους απασχόλησης με ταχύ ρυθμό, όπου η ακούσια ανεργία έχει εξαλειφθεί. *Κάτω από αυτές τις συνθήκες, το πιο σημαντικό δεν είναι η ροή εργαζομένων από την ανεργία προς την απασχόληση, αλλά ο ανταγωνισμός των επιχειρήσεων για το δεδομένο απόθεμα εργατικού δυναμικού.* Εάν η επιχείρηση δεν καταβάλει τον ισχύοντα μισθό σε όρους συνολικής αμοιβής, θα χάσει εργαζόμενους που θα μετακινηθούν προς άλλες επιχειρήσεις. Στην περίπτωση αυτή, η συνολική αμοιβή πρέπει να θεωρηθεί ως το οριακό κόστος της εργασίας και τα πλεονεκτήματα του συστήματος της «συμμετοχής στα κέρδη» εξαφανίζονται. Η παρατήρηση αυτή εξηγεί, γιατί η πλήρης απασχόληση αποτελεί σημείο ισορροπίας στο υπόδειγμα του Weitzman.

Παρά το γεγονός ότι υπάρχει πλεονάζουσα ζήτηση για εργασία, όταν ως κόστος θεωρείται ο βασικός μισθός, δεν υπάρχει τάση αύξησης του βασικού μισθού, γιατί η



συνολική αμοιβή του κάθε εργαζομένου, η οποία αποτελεί και το πραγματικό οριακό κόστος της εργασίας, είναι ακριβώς ίση με το οριακό έσοδο του προϊόντος στο επίπεδο της πλήρους απασχόλησης. Τέλος, αν υποθεθεί ότι δεν ισχύει η υπόθεση ότι η παραγωγικότητα της εργασίας είναι εξωγενής και σταθερά, η αμοιβή είναι δυνατόν να επηρεάσει την παραγωγικότητα, όπως συμβαίνει π.χ. στα υποδείγματα μισθών αποτελεσματικότητας (efficiency wage models).

Μία μείωση των μισθών μπορεί να εξουδετερωθεί από μία αύξηση του κόστους που συνδέεται με μεγαλύτερη ανακύκλωση του απασχολούμενου εργατικού δυναμικού ή να οδηγήσει σε σημαντική ποιοτική χειροτέρευση των εργαζομένων στην επιχείρηση, καθώς οι περισσότερο εξειδικευμένοι και ποιοτικά καλύτεροι εργαζόμενοι αποχωρούν. Εν όψει των παραγόντων αυτών, μία επιχείρηση θα επιλέξει ένα άριστο επίπεδο αμοιβής, που δεν θα επηρεάζεται από το σύστημα της «συμμετοχής στα κέρδη». Εάν οι επιχειρήσεις επιθυμούν να δώσουν ένα χρηματικό ποσό στους εργαζόμενους, η συμπεριφορά τους σχετικά με τις προσλήψεις δεν θα μεταβληθεί με την εφαρμογή του συστήματος «συμμετοχής στα κέρδη».

Για να είναι εντελώς πειστικό το υπόδειγμα του Weitzman, θα πρέπει να συμπληρωθεί με μία θεωρία προσδιορισμού των μισθών. Κάτω από αυτές τις συνθήκες θα πρέπει κανείς να συμφωνήσει με την άποψη του Nordhaus (1988) ότι «... σε κατάσταση ισορροπίας, η άποψη ότι υπάρχει πλεονάζουσα ζήτηση για εργασία δεν έχει ακόμα αποδειχθεί».

*Έχει παρατηρηθεί ότι η ανεργία αποτελεί ένα χρήσιμο μέσο για την πειθάρχηση του εργατικού δυναμικού και κατά συνέπεια ένα μέσο για την εξοικονόμηση του κόστους εποπτείας. Αν οι εργαζόμενοι εξασφαλίσουν το δικαίωμα της μονιμότητας της θέσης εργασίας ή επικρατούν συνθήκες πλήρους απασχόλησης, η πειθαρχία αυτή μειώνεται ή ακόμα εξαφανίζεται. Η πιθανότητα ή ανεργία να αποτελεί ενδεχομένως ένα μέσο για την πειθάρχηση του εργατικού δυναμικού είναι ένα βασικό στοιχείο πάνω στο οποίο στηρίζονται τα υποδείγματα «μισθών αποτελεσματικότητας» με ανεργία ισορροπίας (“efficiency wage” mode of equilibrium unemployment) (βλ. π.χ. Haley, 1990). Στα υποδείγματα αυτά ο μισθός ισορροπίας καθορίζεται πάνω από τον μισθό «εκκαθάρισης της αγοράς» έτσι ώστε η ανεργία να λειτουργεί σαν μέσο επιβολής πειθαρχίας.*

Αν στην συμμετοχική οικονομία του Weitzman είχε επιτευχθεί πλήρης απασχόληση οι εργαζόμενοι θα αύξαναν ίσως το επίπεδο της μειωμένης απόδοσής τους. Οι διευθύνοντες την επιχείρηση θα το λάβουν αυτό υπόψη όταν καθορίζουν το ύψος των μισθών και θα προσαρμόζουν ανάλογα το σύστημα καθορισμού της αμοιβής της εργασίας. Αν η εξήγηση που παρέχουν για την ανεργία τα υποδείγματα «μισθών αποτελεσματικότητας» είναι σωστή, τότε είναι δύσκολο να αντιληφθεί κανείς γιατί δεν βρίσκει εφαρμογή σε μία συμμετοχική οικονομία όπως σε μία μισθιακή οικονομία.

Ο Nutti (1985) προτείνει δύο ακόμα λόγους γιατί η συμμετοχική οικονομία πιθανόν να είναι από θεσμική άποψη ασταθής. Ο **πρώτος** λόγος είναι ότι, βραχυπρόθεσμα, τα καθαρά οριακά έσοδα ανά εργαζόμενο σε μία συμμετοχική οικονομία θα διαφέρουν γενικά, παρέχοντας έτσι ένα κίνητρο για συγχωνεύσεις, *οι οποίες θα αυξήσουν σημαντικά τον αριθμό των μονοπωλιακών επιχειρήσεων στην οικονομία και θα καταστήσουν ανίσχυρες τις βασικές υποθέσεις του υποδείγματος του Weitzman.* Ο **δεύτερος** είναι ότι, μεσοπρόθεσμα, υπάρχει η πιθανότητα να εισέλθουν νέες επιχειρήσεις στην οικονομία και να μην εφαρμόζουν ένα συμμετοχικό σύστημα. Οι αποφεύγοντες τον κίνδυνο (risk -averse) εργαζόμενοι θα προτιμούν ένα σταθερό συμβατικό μισθό από τον κίνδυνο να δεχθούν ένα ίδιου επιπέδου μισθό που να καθορίζεται από ένα σύστημα σύνδεσης της αμοιβής με τα κέρδη.

Αν μάλιστα οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις θεωρούνται από τη φύση τους πιο ριψοκίνδυνες απ' ότι οι ήδη υπάρχουσες, το γεγονός αυτό θα μπορούσε εύκολα να υπερακοντίσει κάθε πλεονέκτημα που παρέχεται από τις φορολογικές διευκολύνσεις των συμμετοχικών συστημάτων. *Με δεδομένο ότι στην οικονομία επικρατούν συνθήκες πλήρους απασχόλησης οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις θα πρέπει να συναγωνίζονται με τις ήδη υπάρχουσες για την προσέλκυση εργαζομένων και θα πρέπει να υπάρχει ξεκάθαρα κάποιο ισχυρό κίνητρο γι' αυτές να προσφέρουν συμβατικούς μισθούς αντί για συμβάσεις συμμετοχικών συστημάτων.*

Εξάλλου, η παρουσία φορολογικών κινήτρων θα παρακινήσει επίσης την είσοδο συνεταιριστικών επιχειρήσεων, οι οποίες αμείβουν τους εργαζόμενους αποκλειστικά με ένα συμμετοχικό σύστημα, αλλά σε αντίθεση με τις συμμετοχικές επιχειρήσεις του Weitzman, παρέχουν επίσης στους εργαζόμενους το απόλυτο διευθυντικό δικαίωμα. *Με τις προτάσεις του Weitzm θεωρείται ότι οι εργαζόμενοι ριψοκινδυνεύουν το*

εισόδημά τους χωρίς αντίστοιχα να έχουν κάποιο διευθυντικό δικαίωμα. Όμως, το διευθυντικό δικαίωμα των μετόχων (μέσω των εκπροσώπων τους) παραμένει ένα *quid pro quo* για την εκ μέρους τους ανάληψη του κινδύνου. Και εκτός, βέβαια, από αυτό, οι μέτοχοι μπορούν να περιορίσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν διαφοροποιώντας τα χαρτοφυλάκιά τους.

Στην πράξη, η δυνατότητα αυτή δεν παρέχεται στους περισσότερους εργαζόμενους οι οποίοι, με εξαίρεση τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης γενικά περιορίζονται σε μία μόνο θέση εργασίας. Ο Weitzman δεν πιστεύει ότι μία μόνιμη πλεονάζουσα ζήτηση για εργασία θα βελτιώσει την ποιότητα του εργασιακού βίου. «Υπάρχει», λέει ο Weitzman, «μία άλλη πιο συναρπαστική ωφέλεια της μόνιμης πλεονάζουσας ζήτησης για εργασία. Προσδίδει αξιοπρέπεια στον εργαζόμενο είτε αυτός είναι άνδρας είτε είναι γυναίκα, την αίσθηση ότι είναι ένα χρήσιμο και σημαντικό μέλος της κοινωνίας. Όταν υπάρχει έλλειψη εργατικού δυναμικού και οι εργοδότες χρειάζονται εργαζόμενους, οι συνθήκες εργασίας θα βελτιωθούν ... Όταν είναι προς το οικονομικό συμφέρον του εργοδότη να ευχαριστήσει τους εργαζόμενους που απασχολεί, θα ανακαλύψει πολύ γρήγορα ποιο είναι αυτό που τους κάνει ευτυχισμένους και θα κάνει ότι μπορεί για να τους το παράσχει» (Weitzman, 1984).

Αν ο εργασιακός χώρος είναι δημοκρατικός και μη ιεραρχικός, πράγμα που «κάνει τους εργαζόμενους ευτυχισμένους» η πίεση για συμμετοχή τους στη διοίκηση μπορεί να είναι πολύ πιο μεγάλη απ' αυτή που φαντάζεται ο Weitzman.

Ένα πρόβλημα που υπάρχει σε ορισμένες από τις μελέτες του Weitzman είναι ότι δεν καθορίζεται ακριβώς η δομή της διαπραγμάτευσης. Το πρόβλημα αυτό διατυπώθηκε από τον Holmlund (1990) ο οποίος μελέτησε ένα υπόδειγμα «διευθυντικού δικαιώματος» στο οποίο λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι ο «πλησιέστερος εναλλακτικός μισθός» (the nearest alternative wage) θα εξαρτάται από την αποδοτικότητα των άλλων επιχειρήσεων που λειτουργούν στην οικονομία.

Η υποχρεωτική εισαγωγή συστημάτων συμμετοχής στα κέρδη έχει το γνωστό αποτέλεσμα της παροχής κινήτρων για κατάληξη μιας διαπραγμάτευσης σε συμφωνία με χαμηλότερους μισθούς και υψηλότερη απασχόληση. Αυτό έχει επίσης σαν συνέπεια να ανεβάζει το σημείο απειλής (threat point) της εργατικής ένωσης δηλ. τον

«πλησιέστερα εναλλακτικό μισθό». Αυτό, από μία άποψη, ισχυροποιεί την διαπραγματευτική θέση της εργατικής ένωσης και επομένως τείνει να αυξάνει τους πραγματικούς μισθούς και να μειώνει την απασχόληση. Η ισορροπία ανάμεσα στις δύο αυτές αντίθετες δυνάμεις εξαρτάται από την ελαστικότητα υποκατάστασης κεφαλαίου/εργασίας.

Μόνο στην περίπτωση που η ελαστικότητα αυτή είναι μικρότερη της μονάδας η εφαρμογή του συστήματος της συμμετοχής στα κέρδη θα μειώσει την ανεργία. Όταν η ελαστικότητα αυτή είναι μεγαλύτερη της μονάδας η εφαρμογή ενός συστήματος συμμετοχής στα κέρδη αυξάνει στην πραγματικότητα την ανεργία (βλ. Επίσης σχετικά Heel and Moene, 1988). Τη θεωρητική ανάλυση των Vanek και Weitzman διεύρυνε ο J. Meade (1972, 1982, 1986 και 1989), προτείνοντας ένα σύστημα επιλεκτικής συνεργασίας εργαζομένων - εργοδοτών (discriminating labour - capital parthnership - DLCP).

Στο σύστημα αυτό διανέμονται στους εργαζόμενους τίτλοι εργασιακών μετοχών (labour-share certificates), που αναφέρονται ονομαστικά στον κάθε εργαζόμενο και παραχωρούνται ή ακυρώνονται, όταν ο εργαζόμενος συνταξιοδοτηθεί ή αποχωρήσει οικιοθελώς από την επιχείρηση, ενώ οι επιχειρηματίες - εργοδότες θα έχουν τίτλους μετοχικού κεφαλαίου (capital share certificates), που θα αντιστοιχούν στις ήδη υπάρχουσες κοινές μετοχές της επιχείρησης. Όλες οι μετοχές θα έχουν δικαίωμα για το ίδιο ποσοστό μερίσματος. Οι νεοπροσλαμβανόμενοι (outsiders) θα έχουν μισθό μικρότερο από αυτόν που απολαμβάνουν οι ήδη απασχολούμενοι (insiders) στην επιχείρηση. Επειδή η αμοιβή των ήδη απασχολούμενων δεν θα μειωθεί αυτόματα με την αύξηση της απασχόλησης, μία τέτοια συνεργασία δεν θα περιορίσει την απασχόληση και θα ελαχιστοποιηθεί η σύγκρουση ανάμεσα στους ήδη απασχολούμενους (insiders) και τους άνεργους (outsiders). (Nutti, 1988<sup>a</sup> Wadhvani, 1987, 1988).

Όμως, σχετικά επιχειρήματα κατά των συστημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής συναντώνται επίσης στη βιβλιογραφία και είναι ειδικότερα τα εξής:

α) **Εξασθένιση των δικαιωμάτων περιουσίας.** Οικονομολόγοι της σχολής «Δικαιωμάτων ιδιοκτησίας» (βλ. Alchian and Demsetz, 1972 Furuboth and Pejovich,

1978 Pejovich, 1978 στο Jensen and Meckling, 1979) προέβαλαν το επιχείρημα ότι η νομοθεσία που ενθαρρύνει κάθε μορφή οικονομικής δημοκρατίας αντιπροσωπεύει μία συνεχή διάβρωση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, χρησιμοποιώντας την κρατική εξουσία για τη μεταφορά πλούτου από τους κεφαλαιούχους στους εργαζομένους. Επομένως, η συμμετοχή στα κέρδη θεωρείται ως καθαρά διανεμητικό «σύστημα κατάσχεσης πλούτου», χωρίς αξιόλογα αποτελέσματα δημιουργίας κινήτρων.

Οι οικονομολόγοι αυτοί προβλέπουν σε πλατιά κλίμακα αρνητική σχέση μεταξύ των εργαζομένων και της απόδοσης, λόγω της απώλειας του διευθυντικού ελέγχου και της εξασθένισης της εξουσίας των κεφαλαιούχων, καθώς και των αυξημένων απαιτήσεων σε περιπτώσεις που, επειδή τα εισοδήματα των εργαζομένων περιλαμβάνουν συμμετοχή στα κέρδη, το δυνάμενο να επανεπενδυθεί πλεόνασμα θα είναι χαμηλότερο και επομένως η ανάπτυξη και η μελλοντική απασχόληση θα επηρεαστούν αρνητικά.

**β) Ανεπάρκεια των ομαδικών κινήτρων.** Διατυπώθηκε, επίσης, το επιχείρημα ότι τα ομαδικά κίνητρα δεν είναι αποτελεσματικά, εφόσον τα κίνητρα αποδυναμώνονται μέσα σε μία ομαδική διάταξη, κατά την οποία οι αμοιβές συνδέονται με την ομαδική προσπάθεια. Η κατανομή στα κέρδη παρέχει στον κάθε εργαζόμενο μόνο ένα μικρό μέρος κάθε πρόσθετου κέρδους που οφείλεται στη δική του προσπάθεια επομένως, οι εργαζόμενοι θα μπουν στον πειρασμό να αφήσουν τους άλλους να δουλέψουν γι' αυτούς και θα προκύψουν δυσκολίες στην παρακολούθηση της επιμέρους συνεισφοράς του κάθε εργαζόμενου (βλ. Alchian and Demsetz, 1972 Jensen and Meckling, 1979 Samuelson, 1977).

Το αντίθετο επιχείρημα είναι ότι μία συμπεριφορά που θα διέπεται από πνεύμα μεγαλύτερης συνεργασίας και θα προκύπτει από τη χρηματοοικονομική συμμετοχή (ιδιαίτερα αν συνοδεύεται από συμμετοχή στη λήψη αποφάσεων), θα μπορούσε να αντισταθμίσει αυτά τα ενδεχόμενα αρνητικά αποτελέσματα (βλ. FitzRoy and Mueller, 1984 Weitzman and Kruse, 1990 FitzRoy and Kraft, 1986 και 1987 Putterman and Skillman, 1988).

**γ) Κίνδυνος.** Τα συστήματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής μπορούν επίσης, να εκθέσουν τους εργαζομένους σε απαράδεκτο βαθμό κινδύνου.

Λόγω της πρακτικής αδυναμίας διαφοροποίησης της χρήσης της εργασίας τους σε διάφορους οικονομικούς τομείς και επιχειρήσεις (όπως κάνουν οι κεφαλαιούχοι με το κεφάλαιό τους) και, κατά συνέπεια, «παίζοντας τα όλα για όλα» (putting all eggs in one basket), οι εργαζόμενοι όχι μόνο θα διατρέχουν τον κίνδυνο ανεργίας, αλλά και θα διατρέχουν πρόσθετο κίνδυνο εισοδήματος, ιδιαίτερα αν συμμετέχουν με την απόκτηση «άμεσα ή έμμεσα» μετοχών ή ομολόγων που εκδίδει ο εργοδότης τους (Meade, 1972). Αυτός ο πρόσθετος κίνδυνος μπορεί να αντισταθμιστεί από μεγαλύτερη ασφάλεια της απασχόλησης, την οποία αναμένεται να παράσχει η συμμετοχή στα κέρδη, ενώ η έκθεση στον κίνδυνο μπορεί να περιοριστεί, αν οι εργαζόμενοι αποκλείονται από την πλήρη συμμετοχή σε επιχειρησιακά κέρδη και απώλειες και, σε ορισμένες περιπτώσεις, με τη χρήση διαφόρων μορφών ασφάλισης που θα συμβάλλει στη μείωση των κινδύνων.

Γενικά, η θεωρητική συζήτηση σχετικά με τα συστήματα χρηματοοικονομικής συμμετοχής δεν φαίνεται να παρέχει ακόμη αποφασιστική υποστήριξη των επιχειρημάτων υπέρ ή κατά των συστημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής.

#### ***1.4. Η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων στην Ελλάδα***

Στην Ελλάδα Υπάρχει ένα ειδικό νομικό πλαίσιο για τη συμμετοχή των εργαζομένων τόσο στα κέρδη της επιχείρησης όσο και στα στοιχεία ενεργητικού της.

Οι σχετικές διατάξεις ρυθμίζουν δύο κύριους τύπους συστημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής, δηλαδή τη συμμετοχή στα κέρδη που *βασίζεται σε παροχές μετρητών και τη συμμετοχή στην ιδιοκτησία (χορήγηση μετοχών)*.

Όπως προκύπτει από το νομικό καθεστώς των εργασιακών σχέσεων στην Ελλάδα, η σύναψη διάφορων μορφών σχημάτων παραγωγικότητας ή συμμετοχής των

εργαζομένων στα αποτελέσματα της επιχείρησης όπου απασχολούνται μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους

#### ***1.5. Σύγκριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους με άλλες μορφές χρηματοοικονομικής συμμετοχής.<sup>4</sup>***

Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι και μορφές σχημάτων χρηματοοικονομικής συμμετοχής.:

- *Μετοχοποίηση κέρδους τοις μετρητοίς , ετεροχρονισμένη μετοχοποίηση κέρδους ,αποταμιευτικά σχήματα εργαζομένων ,μετοχικά σχήματα εργαζομένων δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Πολλές μελέτες δείχνουν ότι η χρηματοοικονομική συμμετοχή είναι ενδεχομένως επωφελής για τις*

περισσότερες επιχειρήσεις. Η επιλογή του τύπου ή του συνδυασμού των σχημάτων πρέπει να επιλέγεται ανάλογα με τις εκάστοτε περιστάσεις.

- Στην περίπτωση της άμεσης μετοχοποίησης κέρδους, ένα μέρος του κέρδους της επιχείρησης πρέπει να επιμερίζεται μεταξύ των εργαζομένων.
- Αντίστοιχο με αυτό είναι και το σύστημα των μόνους που απονέμεται με βάση την εταιρική ή την ατομική απόδοση. Τα μόνους αποτελούν μέρος του μισθολογικού κόστους, δηλαδή αφαιρούνται από το κέρδος. Και στις δύο περιπτώσεις, ένα μείζον μειονέκτημα για την επιχείρηση είναι ότι αυτοί οι τύποι αποδοχών αφαιρούν την ρευστότητα της.
- Μπορεί επίσης να γίνει εκχώρηση μετοχών σε εργαζομένους της επιχείρησης ή να τους προταθεί η αγορά μετοχών με έκπτωση.

Για του ήδη υπάρχοντες κατόχους των μετοχών αυτό συνεπάγεται άμεση μείωση του ποσοστού κέρδους των δικών τους μετοχών. Το πλεονέκτημα είναι ότι μέγεθος της εν λόγω μείωσης είναι ακριβώς γνωστό, ενώ στην περίπτωση του δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών θα εξαρτάται από την εξέλιξη της τιμής της μετοχής.

4. UvalicM. (1991) the Pepper Report, Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member States of the European Community, in: Sosial Europe

- Επιπρόσθετα όταν οι εργαζόμενοι πρέπει να πληρώνουν μετοχές θα έχουν πραγματικό μερίδιο στην επιχείρηση και ακόμη εάν πέσει η τιμή της μετοχής της εταιρείας. Σε καταστάσεις κρίσεις, οι μέτοχοι εργαζόμενοι μπορεί να είναι πιο πιστοί στην εταιρεία, από ότι οι κάτοχοι των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών.
- Ένα μειονέκτημα των μετοχών, από την πλευρά των εργαζομένων είναι ότι η δωρεά εκχώρηση μετοχών ή αγορά μετοχών με έκπτωση είναι συνήθως άμεσα φορολογήσιμη ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες καθώς και το



σύνολο των εργαζομένων δεν έχουν δυνατότητα να αγοράσουν μετοχές. Τελικά, η αγορά μετοχών ενός εργοδότη είναι επενδυτική απόφαση που θα συνδέσει στενά τον κίνδυνο της απασχόλησης με το επιχειρηματικό κεφάλαιο.

Τα εικονικά μετοχικά προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους παρουσιάζουν ενδιαφέρον για τις επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Μετά την αποτίμηση της εταιρείας τα προγράμματα εκχωρούν εικονικά δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών στους εργαζομένους. Εάν αυξηθεί η αξία της επιχείρησης και ο εργαζόμενος αποφασίσει να ασκήσει το εικονικό του δικαίωμα, τότε η επιχείρηση θα καταβάλλει ποσό ίσο με το κέρδος που θα είχε με τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών. Το κύριο μειονέκτημα αυτού του σχήματος είναι ίδιο με των μπόνους και της μετοχοποίησης των κερδών δηλαδή απώλεια ρευστότητας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### 2. Ανάλυση των <<employee stock options plans >>

#### 2.1. Η έννοια της οργάνωσης των stock options

Η έννοια της οργάνωσης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από τους εργαζομένους πρέπει να υφίσταται και να λειτουργεί με την όσο δυνατόν μεγαλύτερη ευρύτητα στην κατανόηση της και πρέπει να είναι διαρκώς συνδεδεμένη με την δύναμη της εργασίας. Μέσω αυτής της συνεχούς διαδικασίας ο στόχος πρέπει να είναι να ξεριζωθεί ο μεγάλος, ο διαρκής ανταγωνισμός και η αντίληψη ως λειτουργίες ότι είναι αντίπαλοι στην οργάνωση και στην λειτουργία των επιχειρήσεων το Κεφαλαίο και η Εργασία.

Οι πολιτικές αυτές πρέπει να συνδέονται μέσω μιας διαδικασίας-σύνδεσης ουσιαδώς της ταυτότητας των εργαζομένων με τις επιχειρήσεις στις οποίες εργάζονται με την αύξηση της συμμετοχής των εργαζομένων και την οργάνωση της δημοκρατίας. Αυτές οι συνθετικές έννοιες πρέπει να είναι αναβαθμίζονται διαρκώς σε προχωρημένους όρους ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων.

Τα Κέρδη μετοχών των επιχειρήσεων σε συνάρτηση με τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να αναδεικνύουν και να αποδεικνύουν αυτή την αναβάθμιση διαμέσου της κινητροδότησης, της αυξημένης παρακίνησης και της δέσμευσης της δύναμης της εργασίας για υψηλότερη παραγωγικότητα και για μεγαλύτερη κερδοφορία της επιχείρησης. *Επιπρόσθετα αυτές οι πολιτικές πρέπει να συνδέονται σε ένα ευρύτερο οικονομικό υποκείμενο της μείωσης της ανεργίας και του πληθωρισμού.*

Ως γενική παραδοχή, αυτές οι ποικίλες συμβάσεις -συμφωνίες φαίνονται ότι ευνοούνται από την χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων η οποία πρέπει να εξετασθεί περαιτέρω αναλυτικά. Αλλά, αυτό είναι και το ουσιαδές σημείο έκβασης δηλαδή ότι υπάρχουν αρκετές και ποικίλες πλευρές του φαινομένου, οι επιδράσεις των οποίων πιθανόν να μην είναι ομογενοποιημένες και η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων σε αυτή την διαδικασία είναι ένα αρκετά σύνθετο και πολυδιάστατο φαινόμενο.

*Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών πρέπει μέσα από αυτή τη διαδικασία, της απελευθέρωσης των δυνάμεων της εργασίας οι οποίες υποστηρίζουν την αύξηση των κερδών των μετοχών και την επιτυχία της οργάνωσης των stock options πρέπει να*

*οδηγήσουν περαιτέρω την αποδοχή τους από τις περισσότερες και ποικίλες πλευρές των επιχειρήσεων.*

Η εξέταση των συνεπειών της οργάνωσης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους πρέπει να εξετάζεται σε κάθε επιχείρηση ξεχωριστά. Τα κέρδη μετοχών και των σχημάτων ιδιοκτησίας μετόχων των stock options πρέπει να είναι συνδεδεμένα με ένα αριθμό ποικίλων και επίσημων καταστάσεων της βιομηχανικής οργάνωσης, όπου ως ελάχιστη συμφωνία πρέπει να είναι: *Οι ιδιοκτήτες-κάτοχοι του μετοχικού κεφαλαίου-καθαρής θέσης της επιχείρησης να απαιτούν από τους εργαζομένους ένα μέρος της συνολικής αμοιβής να είναι συνδεδεμένο με την οργάνωση της αύξησης των κερδών ως το επιπρόσθετο στοιχείο ύπαρξης των συμφωνιών-συμβάσεων.*

Θα πρέπει να σημειωθεί επίσης ότι ακόμη και όταν αναπτύσσονται τα Stock Options διαμέσου της μειοψηφίας των εργαζομένων διαμορφώνουν καλύτερες συνθήκες αύξησης των κερδών των μετοχών.

Αυτό έχει παρατηρηθεί ότι λαμβάνει χώρα σε επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού τομέα και στις επιχειρήσεις όπου το management αποδέχεται την ανάπτυξη της συμμετοχής των εργαζομένων. Περισσότερο δε συμβαίνει εάν τα stock options διεγείρονται από φορολογικά κίνητρα.

Η επίδραση των προγραμμάτων της οργάνωσης των stock options στα κέρδη των επιχειρήσεων διαμορφώνει μία ευρύτερη επίδραση ουσιαστικά στην οικονομική ζωή και στην βιομηχανική οργάνωση. Αυτά αναλογικά ενσωματώνονται και ερμηνεύονται σε μία σύνθεση των οικονομικών-κοινωνικών σχέσεων με τις ψυχολογικές ερμηνείες.

*Για τους οικονομολόγους, τα κέρδη των μετοχών εκτιμώνται ως η διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάπτυξης της επιχείρησης, ο έλεγχος του πληθωρισμού, η μείωση της ανεργίας, η αύξηση της απόδοσης του πλούτου και η οικονομική σταθερότητα. Αυτό φαίνεται ότι διαμορφώνει περαιτέρω μία ριζοσπαστική επίδραση στις σχέσεις των εργοδοτών με τους εργαζομένους και τα συνδικάτα, συστήνοντας*

νέες μεθόδους αμοιβής , μείωση της σύγκρουσης και του ανταγωνισμού στον χώρο της εργασίας.

Η επίδραση είναι εμφανής και σε όρους αλλαγής της φύσης των κοινωνικών σχέσεων και των θέσεων στην εργασία. Επιπρόσθετα, αυξάνει το ηθικό και την παρακίνηση της δύναμης της εργασίας ώστε να οραματίζονται αποτελέσματα με υψηλότερη απόδοση και παραγωγικότητα στην επιχείρηση ως σύνολο. Το αποτέλεσμα αυτό ακόμα επιδρά και δημιουργεί μια κατανόηση των συνεπειών για κέρδη των μετοχών και της οργάνωσης των stock options ότι είναι θέματα ζωτικής σημασίας.

### **2.2.1.Η οικονομική επίδραση των κερδών των μετοχών.**

Η οικονομική εκτίμηση των συνεπειών των κερδών των μετοχών και της οργάνωσης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δημιουργεί επιδράσεις στα κέρδη των εταιρειών, στην λειτουργία των επιχειρήσεων αλλά και σε μεγάλα παγκόσμια ζητήματα όπως η ανεργία και ο πληθωρισμός ,τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο.

### **2.2.2.Μακροοικονομική επίδραση των employee stock options**

Η υφιστάμενη επίδραση μέσω των διευθετήσεων-συμβάσεων οι οποίες σχετίζονται με την αμοιβή των εργαζομένων σε μακροοικονομικό επίπεδο διαμορφώνονται έτσι ώστε ότι οι αμοιβές των εργαζομένων να μην είναι ευμετάβλητοι και επομένως αρκετά αποτελεσματικοί.

Στα πλαίσια της λειτουργίας των αγορών του χρήματος και των αγαθών και σε συνάρτηση με το τωρινό επίπεδο αλλά και με το αναμενόμενο επίπεδο τιμών , οι εργαζόμενοι προσαρμόζουν τις προσδοκίες προς το πραγματικό μισθό με χρονική υστέρηση με συνέπεια να υπάρχουν αδυναμίες και στρεβλώσεις της αγοράς .

Κάτω από αυτές τις διαδικασίες, το υπάρχον σύστημα διευθέτησης των αμοιβών τροφοδοτεί έμμεσα την ανεργία και το πληθωρισμό υπό τον όρο ότι δεν χρησιμοποιούνται αποτελεσματικά όλοι οι πόροι και μάλιστα σε όρους πλήρους ανταγωνιστικότητας .

*Τα κέρδη των μετοχών τα οποία είναι διαρκώς συνδεδεμένα με τα σχήματα συμμετοχής στην ιδιοκτησία των επιχειρήσεων και με την οργάνωση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από τους εργαζομένους διαμορφώνουν καταστάσεις για την μείωση της ανεργίας και του πληθωρισμού διότι δημιουργούν αμοιβές οι οποίες αντιπροσωπεύουν τις αλλαγές και τις μεταβολές της οικονομικής διαχείρισης. Αυτό πρέπει να λαμβάνει χώρα σε συνάρτηση με την λειτουργία μίας κλίμακας η οποία πρέπει να συνδέει αναλογικά τις αμοιβές με τα κέρδη των επιχειρήσεων ή με τις πωλήσεις τους.*

Εάν οι πωλήσεις ή τα κέρδη των επιχειρήσεων, μειώνονται η αυξάνονται αυτόματα και οι αμοιβές των εργαζομένων μέσω των stock options αναλογικά θα μειώνονται ή θα αυξάνονται. Περισσότερο δε αυτό πρέπει να είναι προϊόν μιας περαιτέρω ευρύτερης συμφωνίας η οποία θα διαμορφώνει ότι το κόστος της εργασίας θα είναι ανάλογο του συνολικού κόστους. Μέσα από αυτή την διαδικασία το κόστος εργασίας έχει μικρότερη επίδραση επάνω στις τιμές και δημιουργεί μεγαλύτερη ευκαμψία στην ζήτηση για εργασία. Ως άμεση συνέπεια είναι οι εργαζόμενοι δεν θα τους αρέσει να δημιουργούν και να διατηρούν περιττές θέσεις εργασίας

*Για αυτό, μια παγκόσμια ριζοσπαστική μεταρρύθμιση η οποία θα είναι συνδεδεμένη με ένα σύστημα αμοιβών όπου η αναλογία των αμοιβών από την εργασία θα είναι συνδεδεμένη με τα κέρδη των μετοχών ή των πωλήσεων με ένα τρόπο ώστε μέσω των αλληλοεπιδράσεων τους θα μειώνουν την ανεργία και τον πληθωρισμό.*

Επιπρόσθετα ,η οργάνωση των δικαιωμάτων προαίρεσης μετοχών από εργαζόμενους θα αρχίσει να δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες εναντίον της ακαμψίας των αμοιβών της εργασίας και κατ' επέκταση εναντίον της ανεργίας και του πληθωρισμού ,έτσι ώστε να οικοδομηθεί ένα νέο παγκόσμιο σύστημα αμοιβών όπου τα κέρδη των μετοχών θα παίζουν σημαντικότερο ρόλο.

Το νέο σύστημα αμοιβών θα πρέπει να συναποτελείται από δύο βασικά συστατικά:

- Ένα βασικό μισθό στο κατώτερο υπάρχον επίπεδο του συστήματος αμοιβών.
- Μία επιπρόσθετη αμοιβή, ανάλογη των κερδών των επιχειρήσεων σε αναλογία μέσω μιας συνάρτησης η οποία θα εμπεριέχει την επιπρόσθετη αμοιβή συνδεδεμένη με την αύξηση των κερδών της επιχείρησης ή των πωλήσεων και την πορεία της τιμής της μετοχής.

Μέσω αυτών των διαδικασιών του συστήματος αμοιβών, οι εργοδότες θα προσλαμβάνουν περισσότερους εργαζόμενους όταν το επιπρόσθετο σταθερό κόστος του επιπλέον εργαζόμενου θα είναι λιγότερο από το επιπρόσθετο έσοδο, εκείνο που ο ένας εργαζόμενος θα παράγει. Και παρόλο, που η πρόσληψη περισσότερων εργαζομένων θα μειώσει τα κέρδη ανά εργαζόμενο, τα συνολικά κέρδη των επιχειρήσεων θα αυξηθούν.

### 2.2.3. Αρνητικές επιδράσεις των stock options

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους στην διαδικασία οργάνωσης και ολοκλήρωσης τους για το σύνολο της οικονομίας μπορεί να διαμορφώσουν και αρνητικές επιδράσεις:

- Τα κέρδη των σχημάτων των μετοχών μέσω των stock options μπορεί να εκθέσουν τους εργαζόμενους σε μία επιπλέον σημαντική και μη αποδεκτή ποσότητα ανάληψη ρίσκου στο εισόδημα τους. Εφόσον τα μετοχικά κέρδη είναι συσχετισμένα με την πορεία της μετοχής τότε το ρίσκο θα να είναι περισσότερο ουσιώδες από την πτώση της τιμής της και θα οδηγήσει σε απροθυμία τους εργαζομένους για μια πιο ενεργή προσέγγιση με τα στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης. Επιπλέον, αυτό που θα πρέπει να σημειωθεί είναι ότι η πρόσληψη επιπρόσθετων εργαζομένων μπορεί να δημιουργήσει περαιτέρω προβλήματα. Οι εργαζόμενοι και οι ενώσεις τους θα επιθυμούν, θα εύχονται και θα αποτρέπουν την πρόσληψη και άλλων εργαζομένων διότι κάθε

επιπρόσθετος εργαζόμενος θα οδηγεί προς τα κάτω την αμοιβή των εν ενεργεία εργαζομένων.

- Εάν υπάρξει μια μεγάλη ποικιλία του συστήματος των αμοιβών των εργαζομένων ανάμεσα στις επιχειρήσεις ή στους κλάδους των επιχειρήσεων, αυτό θα οδηγήσει σε σύγκρουση μεταξύ των επιχειρήσεων σύμφωνα με την αρχή της ίσης αμοιβής για ίση εργασία. Τότε οι εργοδότες πραγματικά θα προτιμούν ισορροπημένους μισθούς και σταθερότητα για τους εργαζομένους κάτω από συνθήκες πλήρους εργασίας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα ώστε οι εργαζόμενοι θα μην μετακινούνται γρήγορα σε άλλες επιχειρήσεις οι οποίες θα τους προσφέρουν υψηλότερες αμοιβές.
- Μέσω αυτής της διαδικασίας της οργάνωσης των προγραμμάτων stock options θα υπεισέρχονται οι εργοδότες στα συμβόλαια και στις συμβάσεις και θα αποφεύγουν την ευκαμψία των μισθών για να μην διαμορφώνουν ουσιώδη επίδραση στο χρηματοοικονομικό σχέδιο της επιχείρησης και άμεσες αρνητικές επιπτώσεις στην εσωτερική σφαίρα της.
- Επιπρόσθετο στοιχείο των αρνητικών αντιδράσεων των επιχειρήσεων στην προσπάθεια τους θα είναι διαμορφωθούν συνθήκες οι οποίες θα παράγουν μειωμένη ανταγωνιστικότητα σε σχέση όμορες κλαδικές επιχειρήσεις οι οποίες θα έχουν εισάγει τα stock options.
- Μέσω αυτής της διαδικασίας μίας άμεσης αύξησης της απόδοσης των εργαζομένων η οποία θα οδηγήσει σε μία ταχεία άνοδο των κερδών των επιχειρήσεων και των τιμών μετοχών μπορεί να είναι επιζήμια σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα στην αποτελεσματικότητα της οικονομίας διότι θα την υπερθερμάνει και εν συνεχεία θα δημιουργήσει περαιτέρω πληθωριστικές πιέσεις.
- Η αποκόμιση κερδών από τα στελέχη των επιχειρήσεων θα διαμορφώσει σημαντικές πιέσεις στην πορεία των τιμών των μετοχών για αύξηση των μισθών τους μέσω των stock options. Πολύ δε περισσότερο θα γίνεται με το

γεγονός ότι ο πληθωρισμός και οι τιμές των μετοχών είναι έμφυτα ασταθείς

Επιπρόσθετα οι μέτοχοι των επιχειρήσεων δεν θα επιθυμούν την αραίωση της δικής τους συμμετοχής στην επιχείρηση. Μέσω αυτών των απόψεων οι εργοδότες και οι εργαζόμενοι θα έχουν σημαντική αντίθεση σε θεμελιώδεις αλλαγές στο σύστημα αμοιβών.

#### **2.2.4.Μικροοικονομικές επιδράσεις των stock options**

Η οργάνωση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγορά μετοχών εντός της επιχείρησης διαμορφώνει σημαντικές συνέπειες μέσω των μικροοικονομικών επιδράσεων στην λειτουργία της, στα κέρδη της και κατ' επέκταση στα κέρδη των μετοχών. Συνοπτικά, η κερδοφορία της επιχείρησης και η παραγωγικότητα των εργαζόμενων φαίνεται ότι αυξάνονται συνεχώς με την εισαγωγή των κερδοφόρων σχημάτων των stock options των μετοχών.

Μια ευρεία ποικιλία μελετών έχει παρατηρήσει αυτή την θετική σχέση ανάμεσα στα κέρδη των μετοχών, των ESOPs (employee stock options plans) και της επιχείρησης στην οικονομική και την χρηματοοικονομική λειτουργία της.

Οι επιχειρήσεις που έχουν συμβάσεις για έκδοση και λειτουργία των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών έχουν μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή από αυτές που δεν έχουν. Αυτή η έννοια έχει εφαρμογές στα κέρδη ως ποσοστό του καθαρού πλούτου, του εισοδήματος απόδοσης, της μερισματικής απόδοσης και της τιμής της μετοχής. Η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων δημιουργεί σημαντική θετική επίδραση στην χρηματιστηριακή αγορά.

Περισσότερο δε έχει υποστηριχτεί ευρύτερα ότι η οριακή δέσμευση ανάμεσα στα κέρδη μετοχών και των σχημάτων ιδιοκτησίας των stock options αυξάνεται αρκετά καλύτερα και με την οργάνωση της διαχείρισης της επιχείρησης. Περαιτέρω δε υφίσταται μια καθαρή σύνδεση-σχέση ανάμεσα στην επιπρόσθετη υιοθέτηση των ESOPs των επιχειρήσεων και της αποδοτικής λειτουργίας αυτών.



### **2.2.5.Επιδράσεις στην Κερδοφορία των επιχειρήσεων**

Η ανάλυση των συμφωνιών-συμβάσεων για την οργάνωση και την λειτουργία των stock options αναδεικνύει τις επιδράσεις της χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων στην κερδοφορία και στην παραγωγικότητα από έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί.

*Αυτές επισημαίνουν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες έχουν οργανώσει τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών για εργαζόμενους είναι περισσότερο κερδοφόρες από αντίστοιχες σε μέγεθος επιχειρήσεις που δεν έχουν εισάγει αυτήν την διαδικασία των stock options. Αυτές οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη ανάπτυξη των πωλήσεων, και υψηλότερο ROE . Επιπρόσθετα οι επιχειρήσεις που οργανώνουν τα employee stock options plans έχουν αρκετά υψηλότερο ρυθμό επιβίωσης από τις άλλες που δεν έχουν σύμφωνα με τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί.*

Θα πρέπει να επισημανθούν και μερικές αντιφατικότητες στην ανάλυση αυτών των καταστάσεων ώστε να αναδειχθεί η συμμετοχή των εργαζομένων στην αύξηση της κερδοφορίας της δικής τους επιχείρησης η οποία πρέπει να συνυπολογίζεται και σε συνάρτηση με γεγονότα τα οποία είναι έξω από τον δικό τους έλεγχο.

Πράγματι, η επίδραση των εξωτερικών γεγονότων στην κερδοφορία της επιχείρησης μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τα κέρδη μιας τυπικής επιχείρησης ,αναγνωρίζοντας ακόμη τα κίνητρα ή τις επιδράσεις της πλειοψηφίας των εργαζομένων στην λειτουργία της επιχείρησης.

### **2.2.6. Επίδραση των employee stock options plans στην παραγωγικότητα των επιχειρήσεων**

Η επίδραση στην αύξηση της παραγωγικότητας των επιχειρήσεων προέρχεται κυρίως από τα κίνητρα ή από την ποιότητα των κερδών των μετοχών που εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό και από την λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης. Η εισαγωγή των κερδών των επιχειρήσεων ή των κερδών των μετοχών στην οργάνωση και στην λειτουργία των employee stock options plans διαμορφώνει ένα επιπρόσθετο κίνητρο για επιπλέον και σκληρότερη εργασία που στην συνέχεια θα επιδράσει στην αύξηση των κερδών της επιχείρησης.

Τα παραδοσιακά κίνητρα τα οποία συνδέουν τις ατομικές επιδράσεις με την αύξηση της παραγωγικότητας της επιχείρησης ευρίσκονται σε συνάρτηση με τον τρόπο αμοιβής των εργαζομένων. Η οργάνωση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από τους εργαζόμενους και τα κερδοφόρα employee stock options plans είναι ένα συνολικό κίνητρο ώστε οι επιδράσεις όλων των εργαζομένων να συνεισφέρουν στην λειτουργία της επιχείρησης έτσι ώστε η αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων να είναι σε συνάρτηση με την αύξηση των αμοιβών τους. Αυτή η οργανωμένη ομάδα κινήτρων σε ένα οργανισμό ή επιχείρηση έχει βάση και δίνει την δυνατότητα στην <<Διοίκηση-management>> να ενδιαφερθεί ότι πρέπει να αυξήσει και την δικής ενόραση πολύ καλύτερα.

Αυτή η επίδραση στην παραγωγικότητα μπορεί να είναι δυνατή όπου υπάρχει: Ένας οριακός, μετρήσιμος και αναγνωρίσιμος αριθμός εργαζομένων και οι εργαζόμενοι ως οντότητες μπορούν να αυξήσουν την επίδραση στην παραγωγικότητα της επιχείρησης άμεσα και σε συνάρτηση με την διαχείριση των κερδών.

### **2.2.7.Εισαγωγή-επίδραση της χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων στις εργασιακές σχέσεις μέσω των employee stock options plans(ESOPs)**

Η εισαγωγή της χρηματοοικονομικής συμμετοχής των εργαζομένων στην επιχείρηση μέσω των stock options για να είναι αποτελεσματική πρέπει να είναι σε συνάρτηση με την επίδραση:

- *Των σχέσεων της διοίκησης της επιχείρησης με τη ένωση των εργαζομένων.*
- *Τον βαθμό της σύγκρουσης εντός της επιχείρησης (απεργίες , ποσοστό απουσιών, απόδοση εργαζομένων)*

Η αλλαγή της θέσης ενός <<παραδοσιακά εργαζομένου>>σε << εργαζόμενο-μέτοχο>> δημιουργεί σημαντικές συνέπειες στην αλλαγή των εργασιακών σχέσεων εντός της επιχείρησης. Από θέμα αρχής, οι <<εργαζόμενοι-μέτοχοι>> πρέπει να θεωρούνται ότι είναι μια ομογενοποιημένη και ταυτόσημη ομάδα με κοινά ενδιαφέροντα σε όρους δικών τους επενδύσεων στην εταιρεία και στην σχέση τους ως εργαζόμενοι –μέτοχοι με την επιχείρηση η οποία σαφώς διαφέρει από εκείνη που είχαν πριν οι ίδιοι χωρίς την ιδιότητα του μετόχου. Αυτό έχει ως συνέπειες την διαμόρφωση καναλιών επικοινωνίας ,αντιπροσώπευσης και συμμετοχής στις ενώσεις των επιχειρηματιών.

Είναι αρκετά σημαντικό ότι υφίσταται αποτέλεσμα της αύξησης της δικής τους ταύτισης με τους άλλους μετόχους της επιχείρησης και για αυτό οι<< εργαζόμενοι-μέτοχοι>> πρέπει να καταλαμβάνουν μία ελάχιστη εταιρική αντιπροσώπευση στο Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης. Αυτή η θέση εντός της διοίκησης της επιχείρησης ανάμεσα στους <<αρχικά εργαζομένους >>οι οποίοι δεν είναι μέτοχοι και στους <<μετόχους – εργαζόμενους>> μειώνει το παραδοσιακό επίπεδο στην οργάνωση και στην συγκρότησης τους ως ένωση εργαζομένων.

Ωστόσο ακόμη και όταν οι<< μέτοχοι- εργαζόμενοι>> ενδιαφέρονται μόνο για τα δικά τους κοινά ενδιαφέροντα τα οποία είναι σημαντικότερα σε σύγκριση με των <<άλλων εργαζομένων>> είναι αυτοί που οραματίζονται την δική τους ατομική βελτίωση σε συνάρτηση με την εταιρική συμμετοχή στην δημιουργία θετικής απόφασης για την επιχείρηση διάμεσου της ένωσης τους.

Και εάν η πλειοψηφία των εργαζομένων είναι μέτοχοι τότε είναι το υποκείμενο αυτό που θα μπορεί να αλλάξει σημαντικά την παραδοσιακή αντιπαλότητα ή την σύγκρουση των ενώσεων των επιχειρηματιών με τις ενώσεις των εργαζομένων.

#### **2.2.8.Λόγοι σύγκρουσης εντός της επιχείρησης με την εισαγωγή των <<employee stock options plans>>**

Γύρω από την έννοια της επιχειρησιακής σύγκρουσης υπάρχουν σημαντικές διαφωνίες για το ποιες είναι οι κύριες επιδράσεις των employee stock options plans στον τρόπο που οι εργαζόμενοι- μέτοχοι συμβάλλουν στην μείωση της σύγκρουσης εντός του εργασιακού περιβάλλοντος. Μερικοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι μειώνεται η σύγκρουση εντός της επιχείρησης ενώ άλλοι διαφωνούν και υποστηρίζουν ότι τα κέρδη των μετοχών αυξάνουν την σύγκρουση. Ωστόσο παραμένει ασαφές το μέγεθος της επίδρασης της ιδιοκτησίας από πλευράς εργαζομένων στην επιχειρησιακή σύγκρουση.

Έχει υποστηριχτεί ότι βραχυπρόθεσμα η επιχειρησιακή σύγκρουση μειώνεται όταν οι επιδράσεις των εργαζομένων θα κατευθύνονται στο να προστατέψουν τις εργασίες τους ή να αυξήσουν τα κέρδη της επιχείρησης ή και τα δύο.

Η αύξηση της σύγκρουσης όμως σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα γίνεται περισσότερο ταυτόσημη με την μη ικανοποίηση της οικοδόμησης και του ελέγχου της επιχείρησης, για την απόκτηση περισσότερων κερδών των μετοχών και για καλύτερες συμφωνίες-συμβάσεις των μετόχων ιδιοκτησίας stock options.

Αλλά η επιχειρησιακή σύγκρουση από μόνη της είναι ένα πολυδιάστατο φαινόμενο και έχει πολύπλευρες στάσεις και συμπεριφορές. Αυτό που πρέπει να είναι καθαρό είναι ότι ο όποιος υπολογισμός της επίδρασης των κερδών των μετοχών και των <<μετόχων-εργαζομένων>> απαιτεί μία αρκετά λεπτομερή ανάλυση των ποικίλων πλευρών της σύγκρουσης σε θέματα όπως απεργίες, απόδοση εργαζομένου, απουσίες.

Οι <<μέτοχοι- εργαζόμενοι >> είναι αρνητικοί στο να έχουν τις συνέπειες ή τις ευθύνες της άμεσης διοίκησης στην επιχείρηση από την αρχή. Υπό το πρίσμα αυτής της θέσης οι εργαζόμενοι παραχωρούν την μεταβίβαση της εταιρείας στην διοίκηση. Ωστόσο στην πραγματικότητα η αύξηση της διαφοροποίησης των μετόχων ιδιοκτητών δεν είναι αποτελεσματικότερη διότι η θέση των εργαζομένων –μετόχων λίγο διαφέρει από την θέση των μικρών μετόχων-επενδυτών των οποίων η επίδραση στην επιχείρηση είναι αναμφίβολα οριακή. Επομένως, η μικρή πραγματική επίδραση στην καθημερινή διαχείριση της επιχείρησης υφίσταται από την μειοψηφία των μετόχων που την συναποτελούν τα σχήματα των εργαζομένων- μετόχων.

Η θέση από την πλευρά των εργαζομένων-μετόχων για τον έλεγχο της επιχείρησης υπολείπεται όχι μόνο διότι δεν έχουν τις γνώσεις της διαχείρισης της επιχείρησης αλλά και από τα δικαιώματα στην περιουσία δηλαδή το χαμηλό ποσοστό τους στην καθαρή θέση της επιχείρησης. Οι εργαζόμενοι- μέτοχοι αναλογικά επιδρούν σε οριακό επίπεδο στην σχέση της περιουσίας της επιχείρησης που κατέχουν όταν οι ίδιοι αγοράζουν μετοχές της επιχείρησης που εργάζονται . Όπως οι μέτοχοι έτσι και οι εργαζόμενοι-μέτοχοι προσεγγίζουν με επιπρόσθετα χρηματοοικονομικά ενδιαφέροντα τις εταιρείες τους.

Ωστόσο μαζί με τους άλλους μετόχους οι <<εργαζόμενοι- μέτοχοι>> εξουσιοδοτούν για *διαχειριστική υπευθυνότητα την Διοίκηση, για αποτελεσματική διαχείριση της επιχείρησης και αποτελεσματική απόδοση των επενδύσεων τους.* Τα δικαιώματα τους παραμένουν οριακά των υποχρεώσεων και είναι ανάλογα των μετοχών που κατέχουν. Έτσι, πρακτικά σε μεγάλους οργανισμούς ή σε μεγάλες επιχειρήσεις τα δικαιώματα μειοψηφίας έχουν μικρή επίδραση όπως και η μειοψηφία των μετόχων. Οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων ωστόσο παρέχουν τα ίδια δικαιώματα στον <<μέτοχο-εργαζόμενο>> και τις πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση και την συμμετοχή τους στην ετήσια Γενική Συνέλευση, όπως είναι η εκλογή του συμβουλίου των Διευθυντών και το δικαίωμα της χρηματοοικονομικής συμμετοχής .

Υπάρχει σημαντική διαφωνία στο κατά πόσο εργαζόμενοι- μέτοχοι έχουν ισχυρότερη θέση από τους τυπικούς μέτοχους στην μεγάλη επιχείρηση. Οι εργαζόμενοι-μέτοχοι έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση στην πληροφορία και στην γνώση σχετικά με την επιχείρηση διότι εργάζονται εκεί. Επίσης θεωρούνται ότι είναι εντός και επί του

οργανισμού επικεντρωμένοι και όχι διασκορπισμένοι συγκριτικά με τους άλλους μετόχους. Οι εργαζόμενοι-μέτοχοι στην επιχείρηση είναι επομένως ένα δίκαια ομογενοποιημένο group με κοινά ενδιαφέροντα προσδιορισμένα μέσα από την σχέση του εργαζόμενου.

Υποστηρίζεται ότι η εταιρική αντιπροσώπευση των <<μετόχων-εργαζομένων>> είναι σημαντικότερη όπως θα πρέπει να αναζητηθεί κατά πόσο αποτελεσματική θα είναι αυτή η μέτρηση της γνώσης επάνω σε κεντρικά ζητήματα της επιχείρησης είτε διαμέσου των Ινστιτούτων των μετόχων ή διαμέσου της παραδοσιακής αντιπροσώπευσης των εργαζομένων.

### **2.2.9.Οργανωτική επίδραση των ESOPs**

Οι στάσεις των εργαζομένων και οι συμπεριφορές τους επιδρούν περισσότερο με την εισαγωγή των κερδών των μετοχών μέσω των employee stock options plans. Οι επιδράσεις των εργαζομένων στα κέρδη των μετοχών από τα ESOPs δείχνουν ότι υπάρχουν σημαντικά θέματα με σημασία με ανάλογες συνέπειες για τους οργανισμούς:

- 1. Στην συμμετοχή των εργαζομένων*
- 2. Στην οργανωτική ταυτότητα*
- 3. Στην ικανοποίηση των εργαζομένων*
- 4. Στις στάσεις ανάμεσα στην σχέση των εργαζομένων*

Τα προγράμματα οργάνωσης των stock options αρχικά σε συνάρτηση με τις λειτουργίες της διοίκησης για ένα σημαντικό αριθμό λόγων αυξάνουν την παραγωγικότητα των εργαζομένων με την δική τους πιστότητα στην επιχείρηση και το επίπεδο των εργαζομένων με απευθείας συμμετοχή στην επιχείρηση. Έτσι αυτοί θα έχουν το επίσημο μέρος της οριακής στρατηγικής στην επίδραση της λειτουργίας της επιχείρησης.

Ωστόσο, όπως έχει υποστηριχτεί τα κέρδη των μετοχών σε συνάρτηση με τα σχήματα των εργαζομένων-μετόχων συνηγορούν σε μία ποικιλία θετικών σταθερών σημείων. Οι βιομηχανικές σχέσεις και οι οργανωτικές συμβάσεις απαιτούν μια περαιτέρω ταξινόμηση με την εισαγωγή των προγραμμάτων των stock options . Ωστόσο στην επίδραση αυτών των σχημάτων δεν περιέχονται στοιχεία που να προσδιορίζουν ότι μερικές αυξήσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων θα αντλούνται αποκλειστικά και μόνο από την υιοθεσία των σχημάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑΣ

### 2.3.ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ –ΘΕΤΙΚΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ESOPs

Με δεδομένο της κατάχρησης της πρακτικής των stock options πρέπει να τεθούν όρια στον αριθμό των μετοχών και χρονικοί περιορισμοί στην διάθεση τους. Πρέπει να υφίστανται φραγμός στην προνομιακή διάθεση μετοχών στις διοικήσεις και στα στελέχη των επιχειρήσεων. Οι διαχειριστές κεφαλαίων και οι χρηματιστές επισημαίνουν ότι η αλόγιστη χρήση των stock options είχε δημιουργήσει μεγάλη αναστάτωση στις ΗΠΑ εδώ και αρκετά χρόνια προκαλώντας την επέμβαση των εκεί χρηματιστηριακών αρχών.

#### **ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1.**

Μία ακραία συμπεριφορά της εταιρείας ΠΑΪΡΗΣ που αφορά την αγορά του ΧΑΑ. Το 2002 αποφασίστηκε η έκδοση 361000 μετοχών οι οποίες διατέθηκαν σε μέλη της διοίκησης και κάποια στελέχη της εταιρείας. Η διοίκηση της εταιρείας ασκείται από τους βασικούς μετόχους οι οποίοι στην ουσία αντάμειψαν τους εαυτούς τους. Οι κ. Παιρης Δ., Παιρης Α. και Παιρης Ι. είναι οι βασικοί μέτοχοι της εταιρείας και κατέχουν τις θέσεις του Προέδρου, μέλους και Διευθύνοντος Συμβούλου του Διοικητικού Συμβουλίου και ταυτόχρονα είναι και ανώτατα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας.

Καταρχήν η τιμή διάθεσης των μετοχών καθορίστηκε στο ένα(1)ευρώ υποδιπλάσια της τότε τρέχουσας χρηματιστηριακής. Το χειρότερο όλων ήταν ότι οι 361000 μετοχές αποτελούσαν το 9% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας μεταβάλλανε αποφασιστικά υπέρ των βασικών μετόχων την βασική σύνθεση της εταιρείας. Και όλα διαδραματίζονταν υπό το πρίσμα μέτρων επιδόσεων της εταιρείας. Το 2002 παρουσίασε κέρδη 546 χιλιάδες ευρώ σε εταιρικό επίπεδο και ζημιές 84 χιλιάδων ευρώ σε ενοποιημένη βάση.

Ενδεικτικές αναφορές από τις παρατηρήσεις των ορκωτών λογιστών διαπιστώνεται ότι συνδεδεμένη εταιρεία αποτιμάται στα 1,9 εκατομμύρια ευρώ την στιγμή που η λογιστική αξία της διαμορφώνεται μόλις στα 400 εκατομμύρια ευρώ. Το εντυπωσιακό ήταν ότι η Γενική Συνέλευση της εταιρείας αποφάσισε να προχωρήσει σε νέο stock options προς όφελος των στελεχών της εταιρείας μετά το μετοχικό



μπόνους που αντιστοιχούσε στο 10% της εταιρείας. Η αντίδραση των μικρομετόχων ήταν σφοδρή ή άλλων θεσμικών χαρτοφυλακίων( η Domus ήλεγχε το 4% της εταιρείας) αλλά δεν απέδωσε τίποτα. Πρέπει να τονιστεί ότι οι βασικοί μέτοχοι της Παιρης δεν παρανόμησαν. Απλά εκμεταλλεύτηκαν την έλλειψη πλαισίου το οποίο πρέπει να καθορίζει τις οργανωμένες αγορές όπως(υποτίθεται) είναι το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Στις αγορές του Ατλαντικού ,η έκρηξη των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών οδήγησε στην μεγάλη αύξηση του πλούτου πολλών στελεχών προκαλώντας πιθανόν και τον φθόνο εκείνων που δεν επωφελούνταν από αυτή την κατάσταση. Έτσι υπονομεύτηκαν τα ηθικά κριτήρια των εταιρειών των ορκωτών λογιστών ή των επενδυτικών τραπεζών που συμμετείχαν στην σύναψη συμφωνιών από τις οποίες απέρρεαν τα stock options.

Οι εταιρείες που εξέδωσαν δικαιώματα αγοράς μετοχών ανησυχούσαν για το πώς θα εμφανίζονταν στα λογιστικά βιβλία ως μια αυταπάτη. Ως εκ τούτου οι εταιρείες δανείζονταν χρήματα για να προχωρήσουν στην επαναγορά των μετοχών τους.

Τα φορολογικά έσοδα για την κυβέρνηση των ΗΠΑ ήταν αυξημένα. Τα στελέχη των εταιρειών πλήρωναν φόρο εισοδήματος όταν εξαργύρωναν τα πριμ τους που οδήγησε στην αύξηση των κυβερνητικών εσόδων. Η έκταση αυτής της κατάστασης δεν είχε γίνει αντιληπτή εκείνη την εποχή. Οι ειδήμονες επί των ζητημάτων του ομοσπονδιακού προϋπολογισμού επισήμαναν ότι το όφελος των εν λόγω φορολογικών εσόδων αντισταθμίζονται από την μείωση της εταιρικής φορολογίας. Συγκεκριμένα οι εταιρείες ελάμβαναν φορολογικές ελαφρύνσεις για τα δικαιώματα αγοράς μετοχών και έτσι το έλλειμμα δεν επηρεαζόταν. Ωστόσο, μεγάλο μέρος των κερδών αυτών προερχόταν από τα δικαιώματα αγοράς μετοχών μη κερδοφόρων.

Κάτι τέτοιο συνέβαλε στη δημιουργία των ομοσπονδιακών ελλειμμάτων ενώ παράλληλα το σκάσιμο της φούσκας σήμαινε ότι τα προβλεπόμενα πλεονάσματα είχαν εξαφανιστεί προτού προχωρήσει η κυβέρνηση Μπους σε φοροαπαλλαγές.

*Υπήρχε πρόβλημα με τις αμοιβές των στελεχών στις ΗΠΑ?* Ενώ το μέσο εργατικό κόστος συγκροτείται με δυσκολία τα συνολικά πακέτα των αποδοχών των στελεχών είχαν αυξηθεί σημαντικά. Η αύξηση μεταφραζόταν έως 30% τα έτη 2003 και 2004

σύμφωνα με στοιχεία έρευνας της Corporate Library και ενώ οι <<μισθωτοί σκλάβοι >> ανησυχούσαν για τα προβλήματα συνταξιοδότησης τους εξαιτίας του ανταγωνισμού από τις φθηνότερες αγορές εργασίας η αγορά των στελεχών δείχνει εύρωστη και υγιής. Εκείνο που πραγματικά είναι αδικαιολόγητο είναι όταν οι αμοιβές δεν συνδέονται με την απόδοση. Η αμερικανική εταιρική διακυβέρνηση θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της αυτά που συμβαίνουν στο εξωτερικό. Στο Ηνωμένο Βασίλειο τα stock options συνδέονται με αυστηρότερα κριτήρια αποδοτικότητας και λιγότερο με το αυτονόητο δικαίωμα έπειτα από ένα χρονικό διάστημα στην εταιρεία. Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι έτοιμοι να επιμείνουν όσον αφορά τις όσο το δυνατόν πιο ξεκάθαρες αποδείξεις σύνδεσης των αμοιβών με την απόδοση ενώ σε αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να είναι έτοιμοι να <<ταράζουν τα νερά>>.

Όλοι φαίνεται να πιστεύουν στα κίνητρα: Στους εργαζόμενους προσφέρονται προγράμματα συμμετοχής στα κέρδη των εταιρειών. Τα υψηλόβαθμα στελέχη αμείβονται με δικαιώματα αγοράς μετοχών. Οι διαχειριστές εξασφαλίζουν μόνους αν ξεπεράσουν την απόδοση κάποιου δείκτη. Σύμφωνα με John Montier της Dresdner Kleinwort που αναφέρεται σε μελέτες που δείχνουν ότι δεν λειτουργούν πάντα θετικά όταν το κίνητρο είναι πολύ μεγάλο συχνά η ικανότητα του ατόμου να επικεντρωθεί στον στόχο του επηρεάζεται αρνητικά.

Στις χρηματαγορές τα κίνητρα μπορούν να οδηγήσουν σε <<ανορθόδοξες συμπεριφορές>>. Το 1985 μόνο το 1% των συνολικών αποδοχών των Διευθυνόντων Συμβούλων στις ΗΠΑ συνδεόταν με το χρηματιστήριο. Το 2005, το ποσοστό αυτό ανερχόταν στο 60%. Αυτό σε συνδυασμό με την μακροχρόνια ανοδική πορεία των αγορών οδήγησε σε τεράστια μεταβίβαση πλούτου προς τα υψηλόβαθμα στελέχη. Το 1980 οι αποδοχές του 10% των πλέον καλοπληρωμένων στελεχών ήταν 33 φορές μεγαλύτερες από αυτές του μέσου εργάτη. Το 2004 ήταν 350 φορές μεγαλύτερες. Η διαδικασία αυτή οδήγησε τα στελέχη να προσπαθούν να ελέγχουν την πορεία της μετοχής βραχυπρόθεσμα, αντί να διασφαλίσουν την ευρωστία της εταιρείας μακροπρόθεσμα. Μέσω αυτής της διαδικασίας ήρθαν τα εταιρικά σκάνδαλα των τελευταίων ετών.

Στον κόσμο των διαχειριστών κεφαλαίων εξάλλου, οι προμήθειες απόδοσης θεωρήθηκε ότι ευθιγραμίζουν τα συμφέροντα των διαχειριστών και των πελατών τους. Υφίστανται όμως σημαντικά προβλήματα:

*Α) Οι προμήθειες μπορεί να ανταμείβουν τους fund Managers στις περιόδους των <<παχιών αγελάδων>> ενώ οι επενδυτές δεν λαμβάνουν καμία αποζημίωση όταν οι αγελάδες είναι ισχνές.*

*Β) Τα μεγάλα δυνητικά κέρδη μπορεί να ενθαρρύνουν τους διαχειριστές να αναλάβουν υπέρμετρο κίνδυνο.*

*Γ) Όταν οι αποδόσεις είναι φτωχές η απουσία των προμηθειών οδηγεί τους διαχειριστές να περιορίσουν τις προσπάθειες τους.*

Όλα αυτά δεν αποδεικνύουν ότι τα κίνητρα δεν λειτουργούν πάντοτε. Όμως, τα λάθος κίνητρα μπορούν να προκαλέσουν μεγαλύτερη ζημιά από την απουσία οποιουδήποτε κινήτρου.

## **ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2.**

Το ότι μία αμερικάνικη εταιρεία έχει διαθέσει στον αντιπρόεδρο της δικαιώματα αγοράς μετοχών δεν αποτελεί είδηση. Αν ο αντιπρόεδρος έχει πεθάνει προ μερικών ετών αλλά εμφανίζεται για να...αγοράσει μετοχές τότε αυτό είναι εκπληκτικό. Αν η ημερομηνία αλλαχθεί εκ των υστέρων για να καλυφθεί το πρόβλημα με τον...θάνατο του αντιπροέδρου τότε μιλάμε για μία από τις σκηνές στο τελευταίο επεισόδιο του σίριαλ <<επιχειρηματική διαφθορά στις ΗΠΑ>>.

**Η συγκεκριμένη περίπτωση αφορά την εταιρεία Cablevision που δραστηριοποιείται στο χώρο των ΜΜΕ.**

Το πρακτορείο Bloomberg υπολόγισε ότι μόνο από την υποχώρηση της τιμής των μετοχών την επόμενη μέρα του σκανδάλου επενδυτές έχασαν 7,9 \$ δις τους πρώτους 8 μήνες του 2006.

Το δημόσιο χάνει από την πλευρά του από την φοροαποφυγή. Μόνος κερδισμένος, όπως γίνεται κατανοητό, είναι τα ανώτερα διοικητικά στελέχη που σκάρωσαν την απάτη.

Η μέθοδος ήταν απλή. Τα ανώτερα στελέχη αποδεχόταν να λάβουν μέρος της αμοιβής τους σε μετοχές (stock options). Η τακτική αυτή δικαιολογείται ως συμφέρουσα για τους μετόχους. Το επιχείρημα ήταν ότι αυτοί που διοικούν την εταιρεία θα ενδιαφέρονται περισσότερο για την πορεία της τιμής της μετοχής. Η σημαντική λεπτομέρεια που διαφοροποιεί ουσιαστικά την θέση των στελεχών αυτών από εκείνη των απλών μετόχων ήταν η αγορά με ανοικτή ημερομηνία. Τα στελέχη στην ουσία μπορούν να επιλέξουν το πότε έγινε η πράξη. Και λογικό είναι να διαλέξουν την ημερομηνία με την χαμηλότερη τιμή.

Τα στελέχη που λαμβάνουν τα stock options ξέρουν κατά συνέπεια εκ των προτέρων ότι θα έχουν ένα εγγυημένο κέρδος. Με την μικρή συνομωσία κατά των μετόχων αυξάνονται οι αμοιβές τους χωρίς αυτό να καταγράφεται πουθενά στο ισολογισμό της εταιρείας. Το δημόσιο εξαπατάται ως προς τα εισοδήματα των στελεχών που δέχονται τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών και οι επενδυτές ως προς το πραγματικό λειτουργικό κόστος της εταιρείας.

Με αφορμή τα αλληπάλληλα σκάνδαλα, το Bloomberg το 2006 εξέτασε την συμπεριφορά 117 εταιρειών που ανακοίνωσαν έρευνες σχετικές με μεταχρονολογημένα stock options την περίοδο 1/1—31/8. Η τιμή των μετοχών του 70% των εταιρειών αυτών υποχώρησε την επόμενη ημέρα της ανακοίνωσης.

*Κατά μέσο όρο η υποχώρηση της τιμής έφθασε το 2,6% και περιορίζεται μόλις κατά 0,1 μονάδα, αν ληφθεί υπόψη η συμπεριφορά αντίστοιχων εταιρειών την ίδια ημέρα. Η κεφαλαιοποίηση των εταιρειών που συνδέθηκε με σκάνδαλα stock options μειώθηκε κατά 7,9 δις \$ την πρώτη ημέρα μετά το σκάνδαλο. Το πρακτορείο Bloomberg υπολόγισε ότι μόνο από την υποχώρηση της τιμής των μετοχών, την επόμενη ημέρα αποκάλυψης του σκανδάλου, οι επενδυτές έχασαν 7,9 δις \$ τους πρώτους 8 μήνες του 2006.*

## **2.4. ΕΚΑΤΟΝ ΟΓΔΟΝΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΑ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ ΣΤΑ ΧΡΥΣΑ ΠΑΙΔΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Πλουσιότερα κατά αρκετές χιλιάδες ευρώ εμφανίζονται 2000 περίπου υψηλόβαθμα στελέχη επιχειρήσεων τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα μέσω των stock options , δηλαδή των μετοχών που μοιράζονται εν είδη μπόνους αλλά με σημαντική έκπτωση σε σχέση με την τιμή στο ταμπλό του ΧΑΑ

Τα 2000 περίπου στελέχη εισπράττουν αυτά τα εισοδήματα αφορολόγητα και αυτό αποτελεί ένσταση γιατί οι υπόλοιποι εργαζόμενοι δεν τυγχάνουν τέτοιων ευεργετημάτων και ούτε συμβαίνει κάτι τέτοιο σε άλλες χώρες όπου ο θεσμός είναι ευρύτατα διαδεδόμενος.

Η πρακτική αυτή, η οποία είναι γνωστή στην πολιτική ηγεσία εδώ και χρόνια , όχι μόνο δεν αντιμετωπίστηκε αλλά το 2006 εμφανίστηκε να αποτελεί τεράστια πρόκληση διότι επώνυμα στελέχη επικεφαλής των μεγαλύτερων επιχειρήσεων της χώρας εισέπραξαν αμοιβές 5 ή 6 εκατομμύρια ευρώ χωρίς να αποδώσουν ούτε ένα ευρώ σε φόρο εισοδήματος .

Η διαφορετική αντιμετώπιση ανάμεσα στους φορολογουμένους έχει γίνει θεσμός και ελάχιστα είναι τα στελέχη εισηγμένων εταιρειών που έχουν δικαίωμα σε προγράμματα stock options τα οποία έχουν σταματήσει να διαπραγματεύονται αυξήσεις επί των μισθών τους με τους εργοδότες τους αφού έχουν ρίξει το βάρος στα αφορολόγητα μπόνους.

Οι επιχειρήσεις του ευρύτερου Δημόσιου Τομέα των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρησιμοποιούν την μέθοδο αυτή με σκοπό να παρακάμπτουν τα

στελέχη τους την άτυπη οδηγία της κυβέρνησης για αποδοχές που το ύψος τους δεν προκαλεί το δημόσιο αίσθημα.

Στην περίπτωση των εταιρειών στις οποίες μεγάλο μέρος των μετοχών κατέχει το Ελληνικό Δημόσιο τα πράγματα είναι πιο δύσκολα διότι τις αποφάσεις για χορήγηση μόνους λαμβάνουν οι διοικήσεις των δημοσίων οργανισμών οι οποίες είναι οι πρώτοι που επωφελούνται από τα πλεονεκτήματα των μόνους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα στελέχους μεγάλης εταιρείας του ευρύτερου δημοσίου τομέα το οποίο εμφανίζεται να έχει μισθό 15000 ευρώ και να εισπράττει σε ετήσια βάση περίπου 1 εκατ. Ευρώ αφορολόγητα μέσω προγραμμάτων παροχής μετοχών τα οποία έχει διαμορφώσει ο ίδιος. Το ίδιο στέλεχος αποτελεί παράδειγμα για άλλα στελέχη του ευρύτερου δημόσιου τομέα για εφαρμογή αντίστοιχων προγραμμάτων.

Παράλληλα οι αμοιβές τους δεν εμφανίζονται στα έξοδα προσωπικού των επιχειρήσεων, αφού η παροχή τους πραγματοποιείται με κοπή νέων μετοχών μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Έτσι ο επιχειρηματίας και η επιχείρηση δεν πληρώνουν για τις αμοιβές αυτές καμία εργοδοτική εισφορά στα ασφαλιστικά ταμεία και το στέλεχος δεν πληρώνει ούτε ένα ευρώ στο Ελληνικό Δημόσιο.

Αντίθετα ο μόνος που ζημιώνεται στο μεν ιδιωτικό τομέα είναι ο μικρομέτοχος ο οποίος βλέπει να εκδίδονται νέες μετοχές που μειώνουν την επένδυση του ενώ στον δημόσιο τομέα απλώς χρόνο με το χρόνο μειώνεται η αξία των μετοχών που κατέχει το δημόσιο.

Σε κάποιες επιχειρήσεις οι αμοιβές των κορυφαίων στελεχών είναι εξοργιστικά χαμηλές αφού μόλις και μετά βίας φτάνουν τα 2000 ευρώ τον μήνα. Όμως τα αφορολόγητα μόνους που παίρνουν από τις εταιρείες τους αγγίζουν ακόμη και τα 500000 ευρώ σε ετήσια βάση. Εάν εφαρμοζόταν η φορολογία που ισχύει για τους υπόλοιπους εργαζόμενους θα έπρεπε να πληρώνουν φόρο 200000 ευρώ. Η πρακτική αυτή αγγίζει τα όρια της φοροδιαφυγής διότι εάν εφαρμοζόταν τυπικά ο νόμος, θα έπρεπε η ίδια η επιχείρηση να αγόραζε τις μετοχές από το χρηματιστήριο, να εμφάνιζε την δαπάνη στα έξοδα της και εν συνεχεία να έδινε τις μετοχές στα στελέχη

της ,όπου βάσει της ίδιας νομοθεσίας η φορολόγηση τους θα γινόταν με τον υψηλότερο συντελεστή του 40% που ισχύει σήμερα.

Η πρόκληση παίρνει ακόμη μεγαλύτερες διαστάσεις εάν αναλογιστεί κανείς το γεγονός ότι η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση που δεν φορολογεί τα μόνους που δίνονται με την μορφή μετοχών στα μεγαλοστελέχη των επιχειρήσεων.

Αντίθετα σε όλες τις χώρες ακόμη και στις ΗΠΑ η φορολόγηση των μόνους των στελεχών είναι πολύ υψηλή και μπορεί να φτάσει και στο 50% του συνολικού ποσού.

Στο Βέλγιο για παράδειγμα η φορολόγηση των μετοχών γίνεται όταν αυτές δίνονται στο στέλεχος ,ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο το κέρδος από την πώληση των μετοχών φορολογείται με υψηλό συντελεστή.

Στην Γαλλία η φορολόγηση τέτοιου είδους παροχών είναι αυτοτελής και φτάνει το 26%. Άλλωστε στο εξωτερικό η πώληση μετοχών σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα από την στιγμή της απόκτησης τους με οποιονδήποτε τρόπο φορολογείται υπέρογκα.

Έτσι τα στελέχη που λαμβάνουν από τις εταιρείες μετοχές ως μόνους είναι από του πλέον βαριά φορολογούμενους πολίτες .

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι μεγάλη πολυεθνική στο χώρο των αναψυκτικών, εκμεταλλευόμενη την απουσία φορολογικού πλαισίου, πληρώνει τα μόνους εκατοντάδων αλλοδαπών στελεχών της από το ελληνικό σκέλος των δραστηριοτήτων της ώστε να μην φορολογούνται στην χώρα όπου εργάζονται κα ζουν.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1****Τα αφορολόγητα μπόνους του 2006.***Τι έδωσαν οι εταιρείες στα στελέχη τους σε μετοχές.*

ΕΤΑΙΡΕΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΝΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΠΡΟΣ ΣΤΕΛΕΧΗ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΤΕΛΕΧΩΝ	ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ
MARFIN	1508000	88	60320000
COCA COLA 3E	1375914	303	21000000
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1606988	310	19730000
EFG EURO BANK	655000		14385000
INTRALOT	975181	75	13652534
COSMOTE	1094090	243	13128000
ALPHA BANK	336950	48	6065000
TITAN	155080	54	5427800
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	310043	300	5270000
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	770840	1211	4625000
LAMDA DEV	244100	38	2468000
S&B	197355	54	789420
MULTIRAMA	217650	20	744000
INTRAKOM	523853	123	590000
EVEREST	280000	1	476000



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### 3.1.ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΗΠΑ

Η κατανομή των στοιχείων με ακρίβεια δεν υφίστανται λόγω έλλειψης δεδομένων και είναι πολύ δύσκολη η ακριβή σύγκριση της χρήσης των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών στην ΕΕ και τις ΗΠΑ. Είναι όμως σαφές ότι στην Ευρώπη χρησιμοποιούνται αρκετά λιγότερο σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, ακόμη και στο Ηνωμένο Βασίλειο την Γαλλία και την Ιρλανδία όπου είναι σχετικά συνήθη.

Πριν από την απότομη πτώση των χρηματιστηρίων στα τέλη της δεκαετίας του 1990 τα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών φαινόταν να ήταν ένα δυναμικό φαινόμενο ακόμη και όταν το μέγεθος της βάσης με το οποίο αναπτύχθηκε δεν μπορεί να υπολογιστεί με μεγάλη ακρίβεια.

*Οι επιχειρήσεις έχουν αντικειμενικά λόγους για να εισαγάγουν τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών αλλά και οι εργαζόμενοι προκειμένου να αποδεχθούν αυτά ως μέρος της αμοιβής τους. Η ελκυστικότητα των προγραμμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών εξαρτάται και από γενικότερους λόγους, όπως είναι η κατάσταση στην αγορά ή η κατάσταση της οικονομίας. Η μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών ειδικά στην νέα αγορά όπου τα δικαιώματα προαίρεσης χρησιμοποιούνται ευρέως έχει φυσικά υπονομεύσει το ενδιαφέρον για τις αποδοχές αυτής της μορφής ιδιαίτερα στις περιπτώσεις για τα σχήματα ευρείας βάσης που αφορούν όλους τους*

εργαζόμενους. Θα πρέπει δε να ληφθεί υπόψη ότι τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν πολύ μεγάλη χρονική διάρκεια.

Έτσι οι χαμηλές τιμές των μετοχών και το γεγονός ότι ο εργαζόμενος δεν χρειάζεται να καταβάλλει μετρητά για να αποκτήσει τα δικαιώματα προαίρεσης μπορεί να καταστήσουν ενδιαφέρουσα την επένδυση για ορισμένους εργαζόμενους.

2. Pendleton A. Blasi, J Kruse D Poutsma E Sesil J. (2002)

Στην πλειοψηφία των περιπτώσεων, τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους εκχωρούνται σε υψηλά διευθυντικά στελέχη των μεγάλων εταιρειών. Ακόμη και όταν τα δικαιώματα είναι κοινά σπάνια ευρίσκονται σε επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Στις ΗΠΑ σε παλαιότερη έρευνα έδειξε ότι μόνο το 2,1% των επιχειρήσεων με 100 ή λιγότερους εργαζόμενους εφάρμοσαν προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο μόνο το 1% των εν λόγω επιχειρήσεων εφάρμοσαν σχήματα συμμετοχικής κυριότητας. Η κατάσταση εν τούτοις είναι διαφορετική για ΜΜΕ της νέας οικονομίας<sup>2</sup>. Για τις επιχειρήσεις εντάσεως γνώσης στον τομέα αυτό και με δεδομένο ότι χρειάζονται μεγάλα κεφάλαια για τις επενδύσεις τα δικαιώματα προαίρεσης προσδένουν τα σημαντικά στελέχη και εξοικονομούν σημαντική ρευστότητα.

Στις ΗΠΑ τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους έχουν γίνει ένα σημαντικό εργαλείο με μεγάλη ευρύτητα στην χρησιμοποίηση του των αμοιβών των στελεχών. Σχεδόν το 80% από τις 500 πιο μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν. Οι ΜΜΕ ορίζονται ως επιχειρήσεις με λιγότερους από 250 εργαζομένους και ετήσιο κύκλο που δεν υπερβαίνει τα 40 εκατ. Ευρώ ή συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα 27 εκατ. Ευρώ ή συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα 27 εκατ. Ευρώ. Σύσταση της Επιτροπής έχει γίνει για να εισαχθούν στο χρηματιστήριο ώστε να χρησιμοποιούν τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Σύμφωνα με στοιχεία του αμερικάνικου εθνικού κέντρου για την ιδιοκτησία των εργαζομένων (National centre for ownership ,NCEO) στις ΗΠΑ υπάρχουν 3000 προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών ευρείας βάσης για το σύνολο των εργαζομένων. Στα τέλη της δεκαετίας του '90 περίπου 10 εκατομμύρια εργαζόμενοι έλαβαν ετησίως δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών σε σύγκριση με τις αρχές της δεκαετίας που ήταν 1 εκατομμύριο περίπου.

Σύμφωνα με έρευνα του Watson Wyatt Worldwide στις ΗΠΑ το 86% των εργοδοτών προσφέρουν προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών στους εργαζόμενους. Το 2000 το 19% όλων των εργαζομένων ήταν επιλέξιμοι για τα προγράμματα σε σύγκριση με το 12% το 1988.

3. Οι ΜΜΕ ορίζονται ως επιχειρήσεις με λιγότερους από 250 εργαζόμενους και ετήσιο κύκλο εργασιών πολύ δεν υπερβαίνει τα 40 εκατ. Ευρώ ή συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει 27 εκατ. Ευρώ. Σύσταση της Επιτροπής 96/280/ΕΚ της 3<sup>ης</sup> Απριλίου 1996

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών αποτελούν ένα μεγαλύτερο μέρος της αμοιβής στα διευθυντικά στελέχη στις ΗΠΑ σε σύγκριση με άλλες χώρες. Το 1998 η αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών αντιστοιχούσε στο 40% της συνολικής αμοιβής των 500 διευθυντικών στελεχών του SP 500 σε σύγκριση με 25% του 1992.

Στο Βέλγιο τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών ήταν πιο ελκυστικά όταν η φορολογία διευθετήθηκε το 1999. Από τότε 75000 εργαζόμενοι συμμετέχουν σε αυτά τα προγράμματα. Σήμερα οι 20 μεγαλύτερες επιχειρήσεις εφαρμόζουν προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης. Πάνω από το 40% των εταιρειών με 50 και πάνω εργαζόμενους εφαρμόζουν τέτοια προγράμματα.

Στην Δανία το 20% των 500 μεγαλύτερων επιχειρήσεων εφαρμόζουν προγράμματα προαίρεσης. Το 1/3 των επιχειρήσεων που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης έχουν εισάγει αντίστοιχα προγράμματα. Με την εισαγωγή ευνοϊκότερης φορολογίας αναμένεται τα προγράμματα προαίρεσης να αποκτήσουν μεγαλύτερη ευρύτητα

Στην Γερμανία η εισαγωγή μεγαλύτερης ευελιξίας στον σχεδιασμό των προγραμμάτων προαίρεσης μέσω ενός νόμου περί ελέγχου και διαφάνειας στον εταιρικό τομέα έχει ως αποτέλεσμα την σημαντική αύξηση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών το 1998. Ενώ το 1997 είχαν εισαχθεί 10 προγράμματα προαίρεσης το 1998 δημιουργήθηκαν 27 νέα προγράμματα. Στις ημέρες μας το 2/3 των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στον χρηματιστηριακό δείκτη DAX εφαρμόζουν αντίστοιχα προγράμματα. Η μερίδα των εργαζομένων που επωφελείται από αντίστοιχα προγράμματα είναι τα διευθυντικά στελέχη σε συντριπτικό ποσοστό με τους άλλους εργαζόμενους.

Στην Ισπανία υπάρχουν 40 επιχειρήσεις που έχουν εισαγάγει αντίστοιχα προγράμματα. Το 50% αυτών απαρτίζουν τον χρηματιστηριακό δείκτη IBEX 35.

Στην Γαλλία το 50% των εισηγμένων επιχειρήσεων και το 95% των μεγάλων επιχειρήσεων εφαρμόζουν τέτοια προγράμματα. Το 82% αφορούν την ανώτερη διοίκηση ενώ το 57% περιλαμβάνουν και τα μεσαία στελέχη. Αν και η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων είναι ευρύτατα διαδεδομένη τα προγράμματα προαίρεσης συνδέονται με το κέρδος. Η Γαλλία μαζί με το Ηνωμένο Βασίλειο έχει μακρά παράδοση με τα προγράμματα προαίρεσης. Τα πρώτα προγράμματα εισήχθησαν με νόμο το 1970 αλλά μόνο στις εισηγμένες επιχειρήσεις.

Στην Ιρλανδία υφίστανται αρκετά ειδικά προγράμματα. Τα τελευταία χρόνια τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι αρκετά δημοφιλή γεγονός που οφείλεται στο ευνοϊκό εταιρικό φορολογικό κλίμα που προσέλκυσε σημαντικές επενδύσεις πολυεθνικών εταιρειών από άλλες ευρωπαϊκές χώρες και από τις ΗΠΑ.

Στην Ιταλία τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών δεν έχουν εφαρμογή σε εκτεταμένη κλίμακα. Με την εισαγωγή ευνοϊκής εταιρικής φορολογίας αναμένεται να έχουν ευρύτατη εφαρμογή.

Στην Ολλανδία τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν καταστεί ένα συνηθισμένο χαρακτηριστικό μέρους των αποδοχών. Σήμερα όλες οι μεγάλες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Άμστερνταμ και το 80% των εισηγμένων εφαρμόζουν προγράμματα προαίρεσης. Στον τομέα της τεχνολογίας των πληροφοριών και επικοινωνιών τα σχήματα δικαιωμάτων προαίρεσης φαίνεται ότι είναι ευρέως διαδεδομένα. Σε σύγκρισή με άλλες χώρες τα προγράμματα προαίρεσης χρησιμοποιούνται πιο εκτεταμένα σε όλους τους εργαζόμενους με στόχο την ευρεία συμμετοχή τους.

Στην Αυστρία τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν έχουν μεγάλη χρήση διότι δεν υπήρχαν πολλές δημοσίως εισηγμένες και ότι πολλές

επιχειρήσεις αποτελούσαν ιδιοκτησία εν μέρει ή εξ ολοκλήρου του κράτους. Τα τελευταία χρόνια με την εισαγωγή ευνοϊκότερης φορολογίας για τα δικαιώματα προαίρεσης ο αριθμός των επιχειρήσεων που κάνει χρήση αυτών των προγραμμάτων έχει αυξηθεί σημαντικά.

Στην Πορτογαλία από ένα σύνολο 60 επιχειρήσεων που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο της Λισαβόνας EURO NEXT το 20% εφαρμόζουν προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους.

Στην Φιλανδία το 84% των εταιρειών οι οποίες έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο του Ελσίνκι εφαρμόζουν προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Το 94% των επιχειρήσεων στην νέα αγορά έχουν εισαγάγει προγράμματα προαίρεσης.

Στην Σουηδία τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους αποκτούν όλο και περισσότερη ευρύτητα στην συντριπτική πλειοψηφία των εργαζομένων.

Στο Ηνωμένο Βασίλειο έχουν εισαχθεί ειδικά προγράμματα μέσω φορολογικών νόμων για την προώθηση της μετοχικής ιδιοκτησίας των εργαζομένων. Το κίνητρο για την διοίκηση των επιχειρήσεων (EMI) είναι το πρόγραμμα δικαιωμάτων προαίρεσης επί εταιρικών μετοχών (CSOP) και τα προγράμματα αποταμίευσης με παρακράτηση μισθού.

Το EMI στα στελέχη των μικρότερων επιχειρήσεων. Τα προγράμματα αυτά τα κάνουν χρήση πάνω 3000 επιχειρήσεις. Σήμερα υφίστανται πάνω από 3500 προγράμματα CSOP και 1400 προγράμματα SAYE. Η χρήση των προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών για εργαζόμενους που δεν επωφελούνται από ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση είναι αρκετά διαδεδομένη.

Στην Νορβηγία το 2000, 4000 εργαζόμενοι κατείχαν το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών με την μεταβολή της φορολογίας από την άσκηση στην εκχώρηση το 1995 ο αριθμός των εργαζομένων μειώθηκε σημαντικά από 19600 το 1995 σε μόνο 10000

το 1998. από τότε που επανεμφανίστηκε η φορολόγηση κατά την άσκηση το 1999 , ο αριθμός αυτός έχει αρχίσει να αυξάνεται.

Σε χώρες όπως η Τσέχικη Δημοκρατία, η Ουγγαρία ,η Λετονία και η Τουρκία τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι ένα μάλλον νέο και αναπτυσσόμενο εργαλείο αποδοχών των εργαζομένων. Εν τούτοις μερικά λίγα προγράμματα έχουν εισαχθεί από πολυεθνικές αλλοδαπές εταιρείες σύμφωνα με τους κανόνες των πατρίδων τους.

### **3.2.ΑΝΑΛΥΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΩΝ STOCK OPTIONS ΣΤΗΝ Ε.Ε.**



2.200 companies  
1.500 fully analysed  
1.000 Largest  
= 1.000 companies whose capitalisation  
> 1.000 millions €

#### CA PC100AP 100 – 2006 Capitalisation held by employees

8.4 millions Employees  
if 4 people/family  
= 34 millions people  
= 10% European population  
105 billions Euro equity held by EO  
(3,02% employee-owned)  
12.500 Euro per employee in average  
EUROPE EMP

1.000 Largest European companies (capitalisation)  
26 millions employees  
If 4 people/family  
= 100 millions people  
= 25% European population  
142 billions Euro equity held by EO  
5.700 Euro per employee in average  
(Compared with 12.500 Euro in the Top100 companies)  
IMPACT OF EMPLOYEE OWNERSHIP  
ON CORPORATE PERFORMANCE  
+2% annual growth  
(Average)

#### PARTICIPATION Classification

Up to 1% insignificant or embryonic  
1 to 6% significant

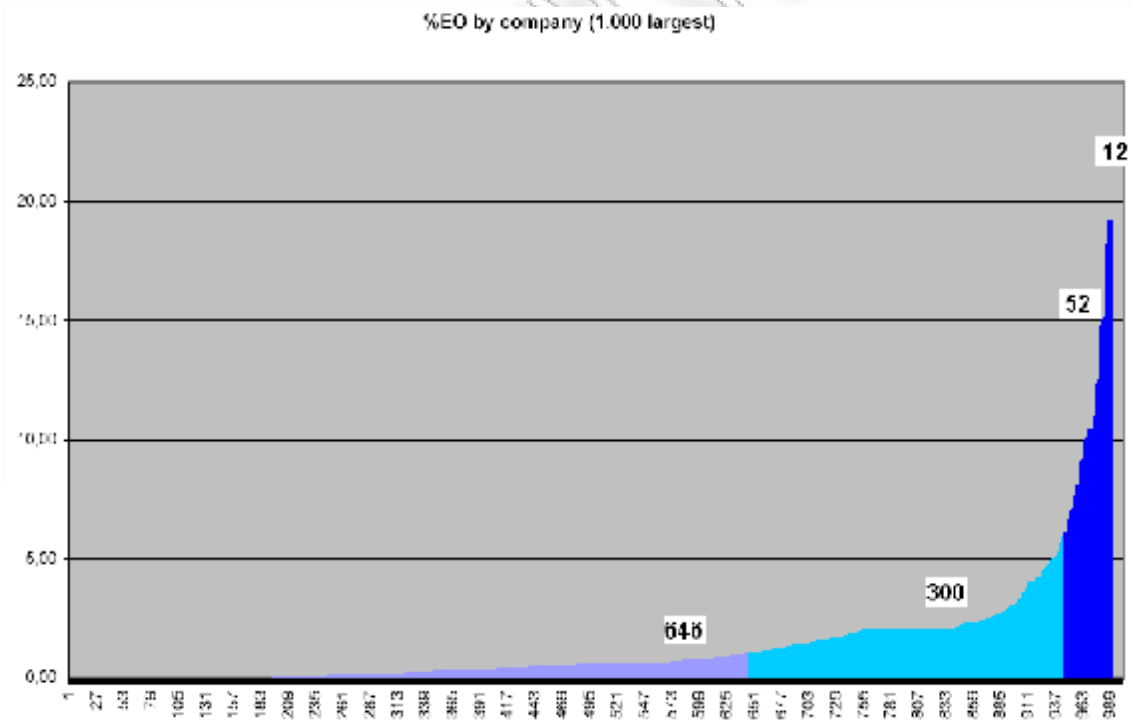
6 to 20% strategic  
 20 to 50% determining  
 More than 50% controlling

- Employment +7,4% in 2006
- 350.000 employees
- Top 100 = from 78.000 to 2000
- SMEs or federations SMEs
- 170 companies on 203 = 100% employee owned

<b>TOP 10 - CAPITALISATION HELD BY EMPLOYEES</b>			
<b>EO held cap. (millions €)</b>			
1	<a href="#">UBS</a>	8.040,7 €	Banques CH
2	<a href="#">Total</a>	5.356,0 €	Pétrole & gaz intégré FR
3	<a href="#">Novartis</a>	4.385,2 €	Fabrication de produits pharmaceutiques CH
4	<a href="#">Mondragon Corporación Cooperativa</a>	4.226,0 €	all industries, distribution, financial services ES
5	<a href="#">Deutsche Bank</a>	3.885,8 €	Banques DE
6	<a href="#">Société Générale</a>	3.827,9 €	Banques FR
7	<a href="#">BNP Paribas</a>	3.251,4 €	Banques FR
8	<a href="#">Crédit Agricole</a>	2.973,7 €	Banques FR
9	<a href="#">Axa</a>	2.973,6 €	Assurance-vie FR
10	<a href="#">Bouygues</a>	2.630,2 €	Construction lourde FR



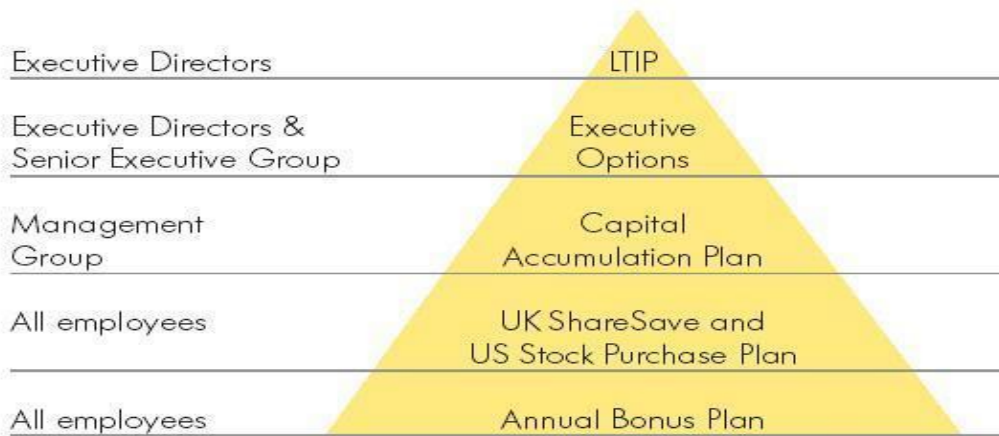
TOP 10 - EMPLOYEES IN MAJORITY EMPLOYEE OWNED COMPANIES			
Employees			
1	<a href="#">Mondragon Corporación Cooperativa</a>	78.455	all industries, distribution, financial services ES
2	<a href="#">John Lewis Partnership</a>	64.000	department stores and supermarkets UK
3	<a href="#">Consorzio Cooperative Costruzioni</a>	20.000	domestic building IT
4	<a href="#">Coveco - Consorzio Veneto Cooperativo</a>	17.000	building, civil engineering IT
5	<a href="#">Conscoop</a>	12.500	building, civil engineering IT
6	<a href="#">Manutencoop</a>	12.000	facility management IT
7	<a href="#">Unipart</a>	10.000	logistics UK
8	<a href="#">Arcadis</a>	9.200	ingénierie & services architecturaux NL
9	<a href="#">Mott MacDonald</a>	9.000	management, engineering, development consultancy UK
10	<a href="#">Team Service</a>	8.000	cleaning services IT



**EURO CAP 100 – 2006 Capitalisation held by employees**

## Remuneration structure 2005/2006

(UK)

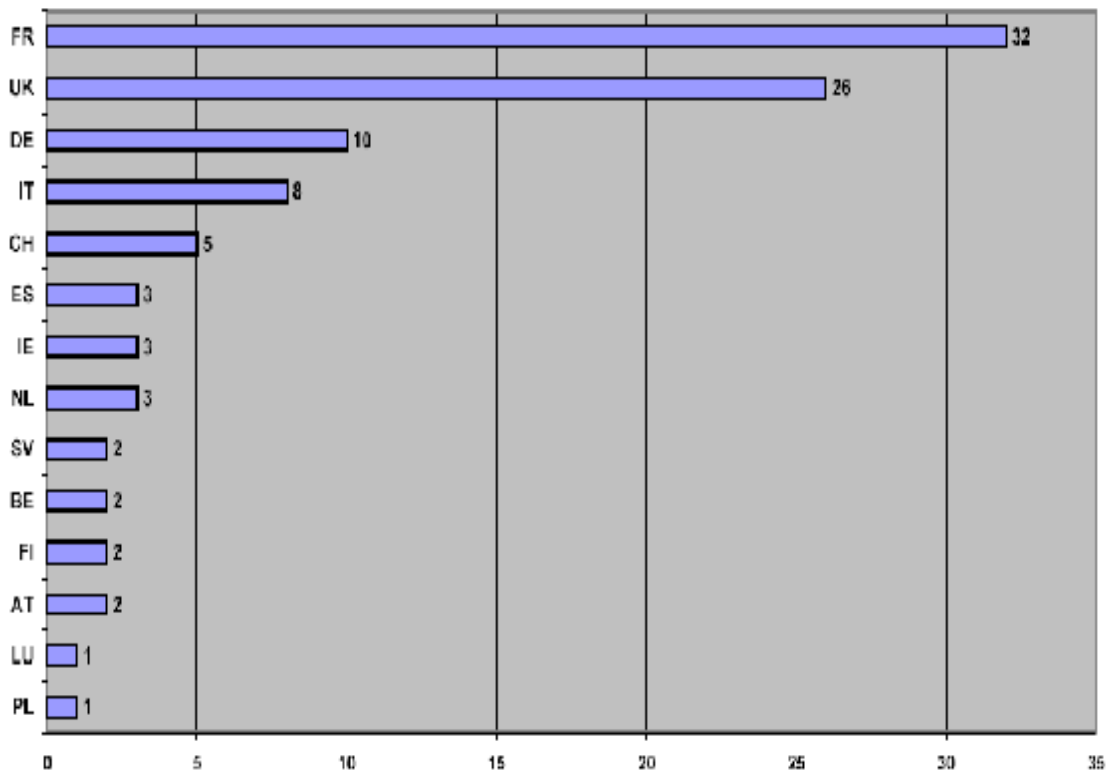


**Executive Directors: Deferred Bonus Plan 2004, LTIP 2003 awarding performance shares;**  
**Executive Directors and Senior Executive Group: Senior Manager Incentive Plan, Executive SOS 2003;**  
**Management: Capital Accumulation Plan 2004;**  
**All-employees: UK SAYE Scheme 2003, US ESPP 2003**

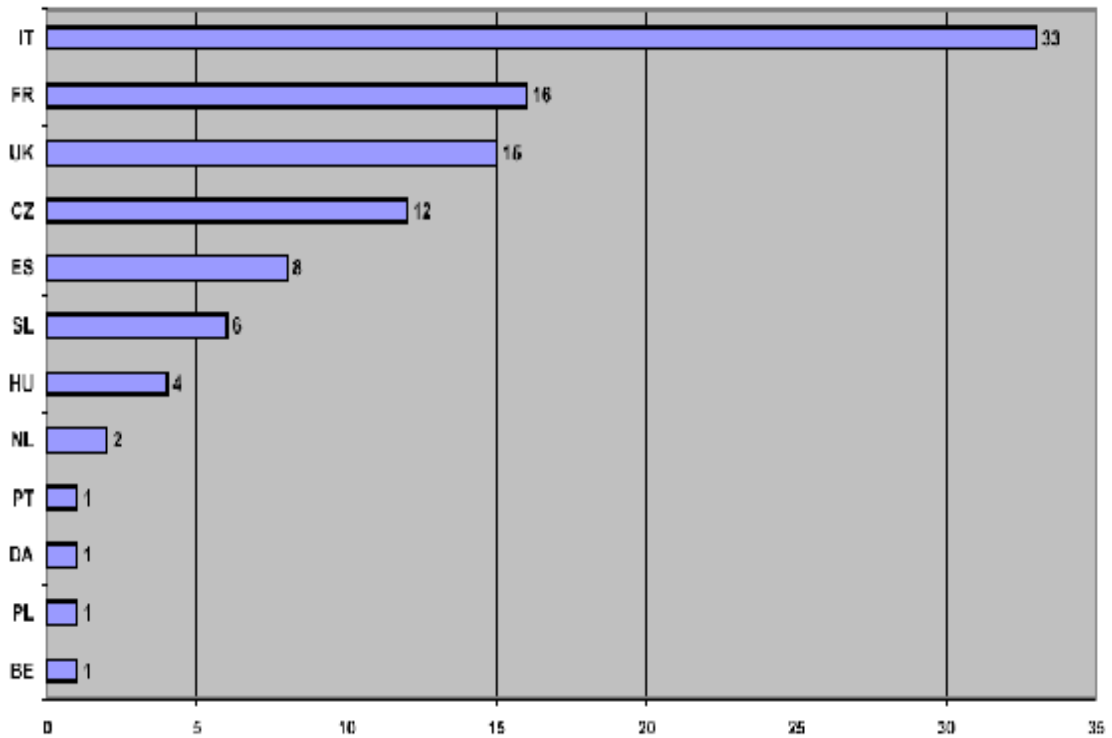
PANETZAHM

	Company	EQ held up	Capitalization	%Employee	Q public	COUNTRY	Employees	LTM	Current Branches
		millions €	millions €	Current	by cap?		(numbers)	(directed)	
1	<a href="#">UBS</a>	6,040.7€	100,073.5€	6.00	N	CH	69,309	-	Banques
2	<a href="#">Lloyds</a>	5,396.0€	130,046.3€	4.10	Y	UK	117,617	-	Prête à gaz mixte
3	<a href="#">Cassaletto</a>	4,386.0€	127,111.3€	3.57	N	CH	40,494	-	Fabrication de crédits (domestiques)
4	<a href="#">Mitsubishi Consumer Services</a>	4,236.0€	4,236.0€	100.00	Y	ES	73,465	NL	all industries distributor, financial services
5	<a href="#">Credito Italiano</a>	3,100.0€	40,110.3€	11.00	Y	IT	111,197	-	Banques
9	<a href="#">Société Générale</a>	3,027.0€	51,595.5€	7.42	Y	FR	103,188	-	Banques
7	<a href="#">BNP Paribas</a>	3,021.1€	60,390.2€	5.00	Y	FR	109,700	-	Banques
6	<a href="#">Crédit Agricole</a>	2,810.0€	40,361.4€	8.10	Y	FR	87,117	-	Banques
9	<a href="#">AXA</a>	2,973.0€	32,510.0€	5.02	Y	FR	110,347	-	Assurance-vie
10	<a href="#">Parqueo</a>	2,830.0€	16,028.9€	17.00	Y	FR	119,411	-	Construction lourde
11	<a href="#">Royal Bank of Scotland</a>	2,212.4€	70,313.5€	2.77	N	UK	137,000	-	Banques
12	<a href="#">John Lewis Partnership</a>	2,080.0€	2,080.0€	100.00	Y	UK	14,113	NI	department stores and supermarkets
13	<a href="#">HSBC</a>	1,770.0€	60,168.0€	1.10	N	UK	284,370	-	Banques
14	<a href="#">Vodafone</a>	1,756.0€	12,001.0€	1.00	N	UK	57,442	-	Opérateurs de télécommunications divers
15	<a href="#">Lloyds Bank Group</a>	1,610.0€	47,000.0€	4.08	N	UK	40,113	-	Banques
16	<a href="#">Suze</a>	1,616.0€	38,487.0€	4.20	Y	FR	84,002	-	Services public diversifié
17	<a href="#">BP</a>	1,570.0€	141,513.0€	1.10	N	UK	40,113	-	Prête à gaz mixte
18	<a href="#">EDF</a>	1,500.0€	70,448.0€	1.00	Y	FR	181,580	-	Services public diversifié
19	<a href="#">Banca di Napoli</a>	1,460.0€	36,380.0€	2.00	Y	ES	61,001	-	bank
20	<a href="#">Cassa di Risparmio</a>	1,450.0€	134,130.0€	1.10	N	UK	39,913	-	Fabrication de crédits (domestiques)
21	<a href="#">Sagem</a>	1,401.0€	7,000.0€	19.10	Y	FR	60,000	-	Équipements de télécommunications
22	<a href="#">Skanska Scandinavia</a>	1,360.0€	14,400.0€	9.40	Y	SE	9,400	-	Banques
23	<a href="#">TomTom</a>	1,200.0€	3,300.0€	37.40	N	NL	435	-	Services de communication sans fil
24	<a href="#">Vinci</a>	1,410.0€	16,160.0€	8.10	Y	FR	110,113	-	Construction lourde
25	<a href="#">Bunzl</a>	1,300.0€	61,380.0€	2.20	N	UK	118,000	-	Banques d'investissement & courtage
26	<a href="#">France Telecom</a>	1,210.0€	40,000.0€	2.61	Y	FR	200,000	-	Opérateurs de télécommunications divers
27	<a href="#">Santander</a>	1,187.0€	107,444.0€	1.20	Y	FR	37,121	-	Fabrication de crédits (domestiques)
28	<a href="#">Hutchinson</a>	1,110.0€	50,000.0€	2.20	N	UK	47,000	-	Banques
29	<a href="#">Fibrex</a>	1,100.0€	5,000.0€	22.00	Y	FR	60,000	-	Construction lourde
30	<a href="#">Lyon</a>	1,100.0€	20,000.0€	4.50	Y	IT	24,110	-	Banques
31	<a href="#">Saint-Gobain</a>	1,145.0€	10,000.0€	6.00	Y	FR	100,000	-	Matériaux et équipements de construction
32	<a href="#">Tesco</a>	1,080.0€	24,000.0€	3.10	N	UK	309,000	-	Grands magasins
33	<a href="#">HSBC Bank India</a>	1,050.0€	10,100.0€	10.45	Y	IN	30,410	-	bank
34	<a href="#">Sanyo</a>	990.0€	62,000.0€	1.00	N	DE	400,000	-	Vente et équipement électronique
35	<a href="#">Renault</a>	970.0€	26,400.0€	3.61	Y	FR	126,194	-	Fabrication automobile
36	<a href="#">B-P Elips</a>	860.0€	30,000.0€	2.18	N	UK	33,184	-	Industrie et services diversifiés
37	<a href="#">Auchan</a>	1,000.0€	5,000.0€	15.00	Y	FR	141,000	NI	supermarchés
38	<a href="#">EADS</a>	800.0€	22,000.0€	3.65	Y	NL	110,000	-	Aérospatiale/défense - très diversifié
39	<a href="#">Carrefour</a>	770.0€	4,000.0€	10.11	Y	DE	15,000	-	Vente au détail / dépannerie
40	<a href="#">Mitsubishi</a>	740.0€	10,140.0€	5.80	N	IT	300	-	Banques d'investissement & courtage
41	<a href="#">FBS International</a>	700.0€	3,440.0€	21.00	Y	CH	1,000	-	Banques
42	<a href="#">L'Oréal</a>	650.0€	38,100.0€	1.70	Y	IT	85,400	-	Services de beauté diversifiés

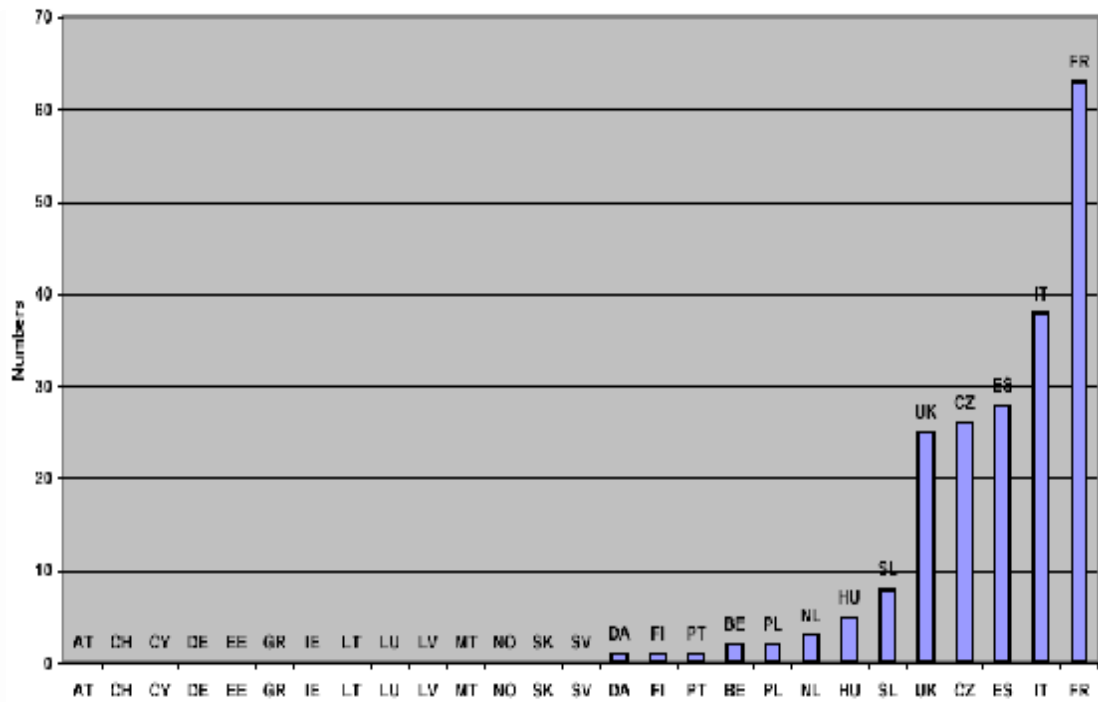
EUROPEAN EMPLOYEE OWNED COMPANIES 2006 - EUROPE CAP 100  
 (100 LARGEST EUROPEAN COMPANIES BY CAPITALISATION HELD BY EMPLOYEES)



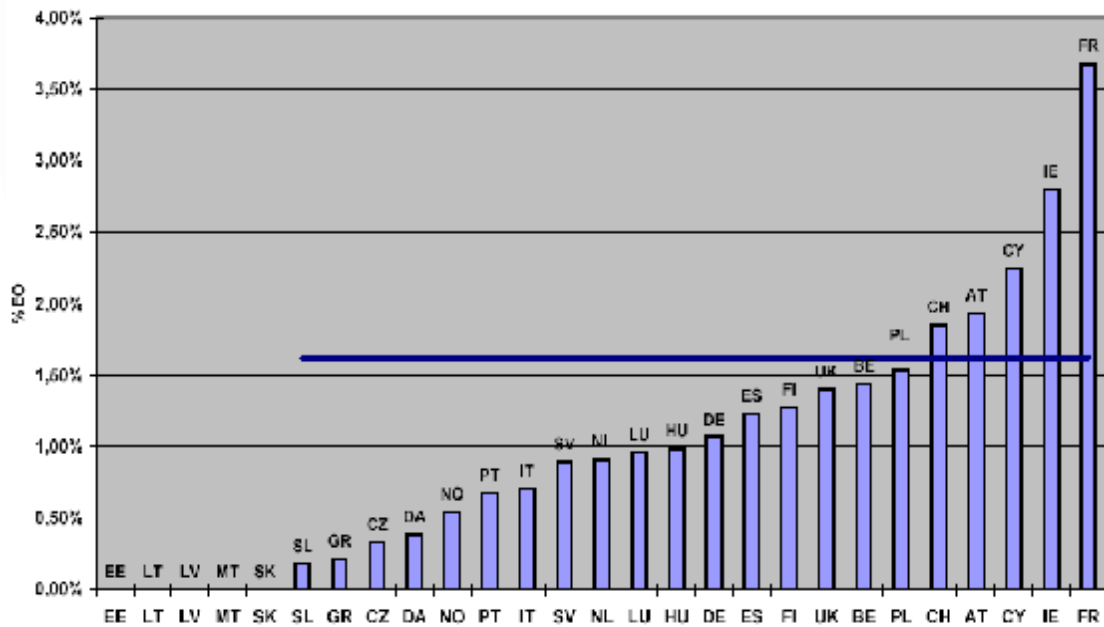
EUROPEAN EMPLOYEE OWNED COMPANIES 2006 - EUROPE EMP 100  
 (100 LARGEST MAJORITY EMPLOYEE OWNED COMPANIES, BY NUMBER OF EMPLOYEES)



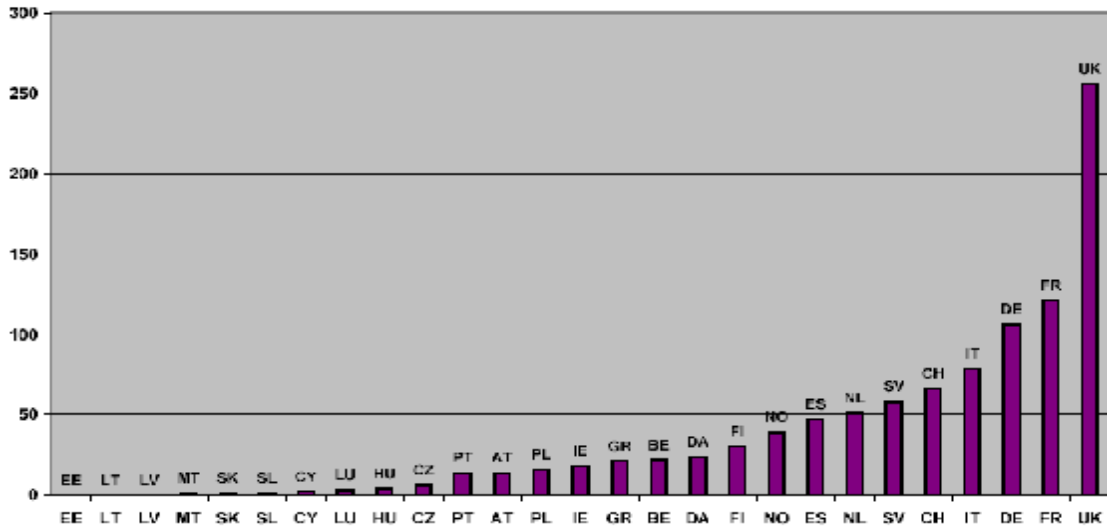
MAJORITY EMPLOYEE OWNED COMPANIES  
Numbers by country (203 largest companies)



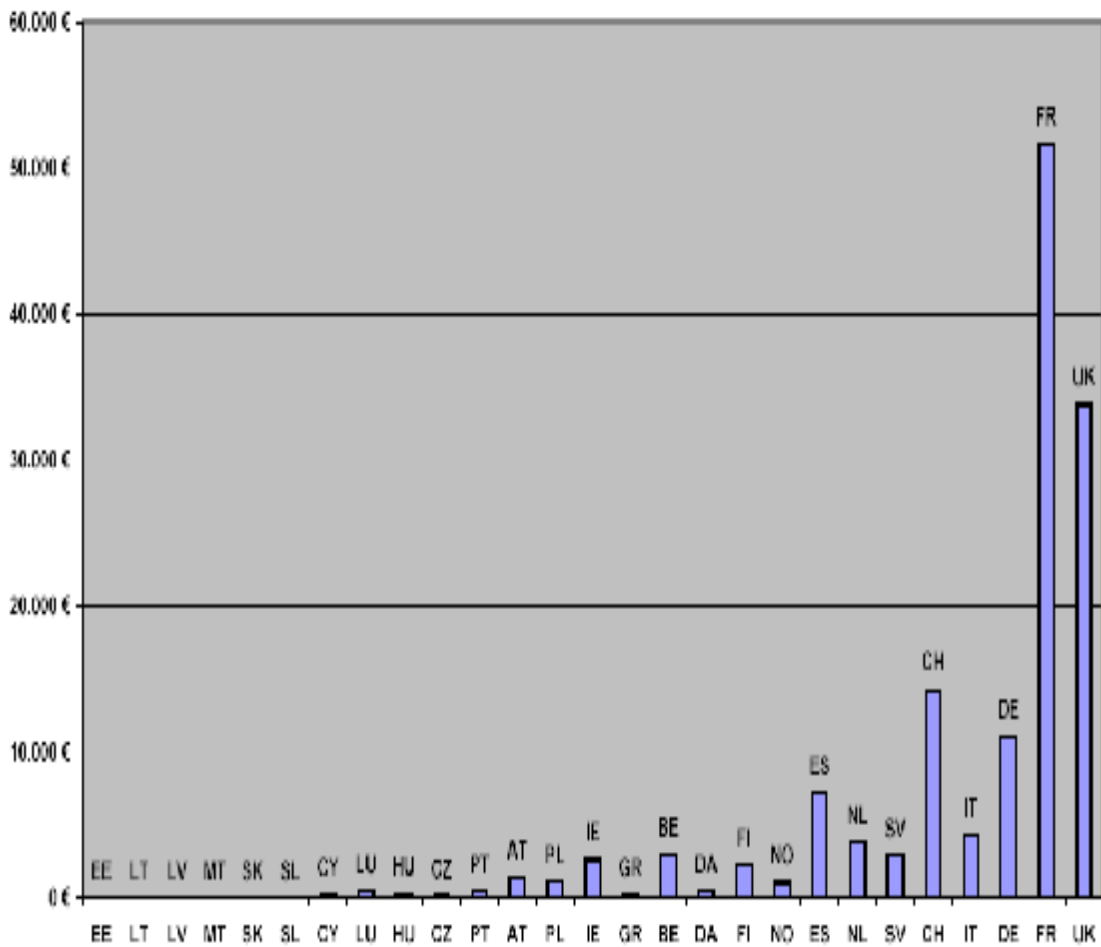
% EO by country  
(1,000 largest companies)



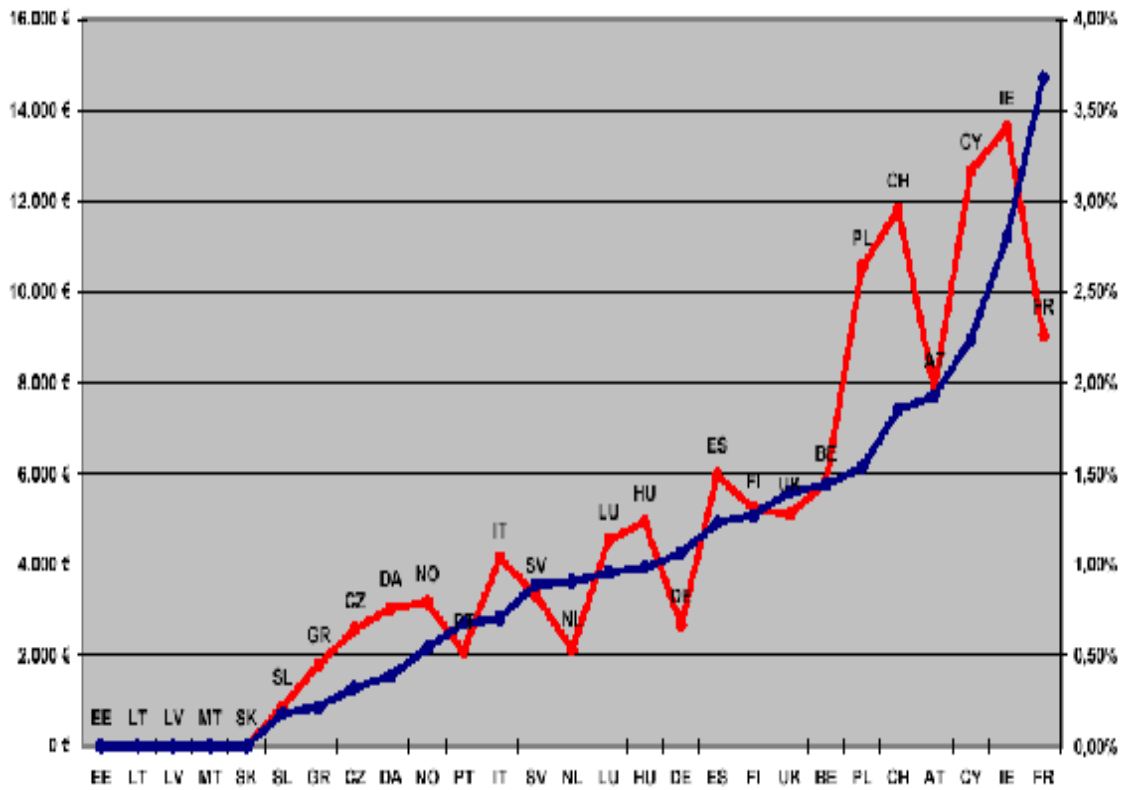
Number of companies by country  
(amongst 1,000 largest)



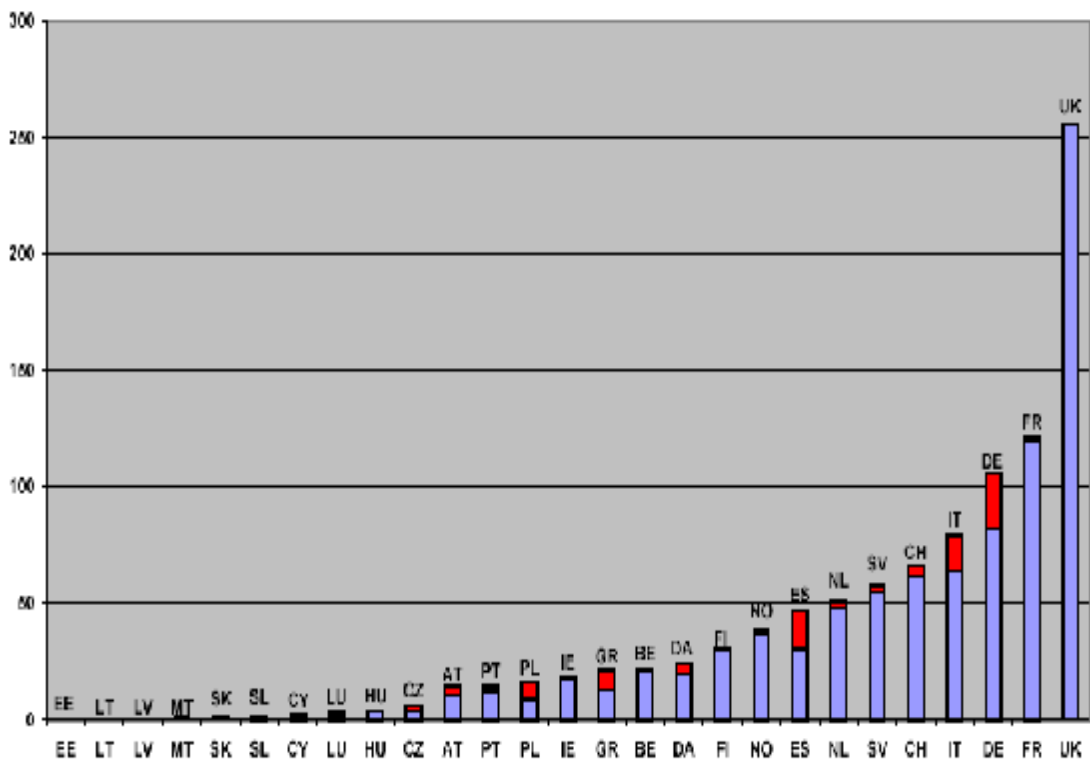
Capitalisation EO held by country in millions Euro, total being 142.071 millions Euro  
(1,000 largest companies)



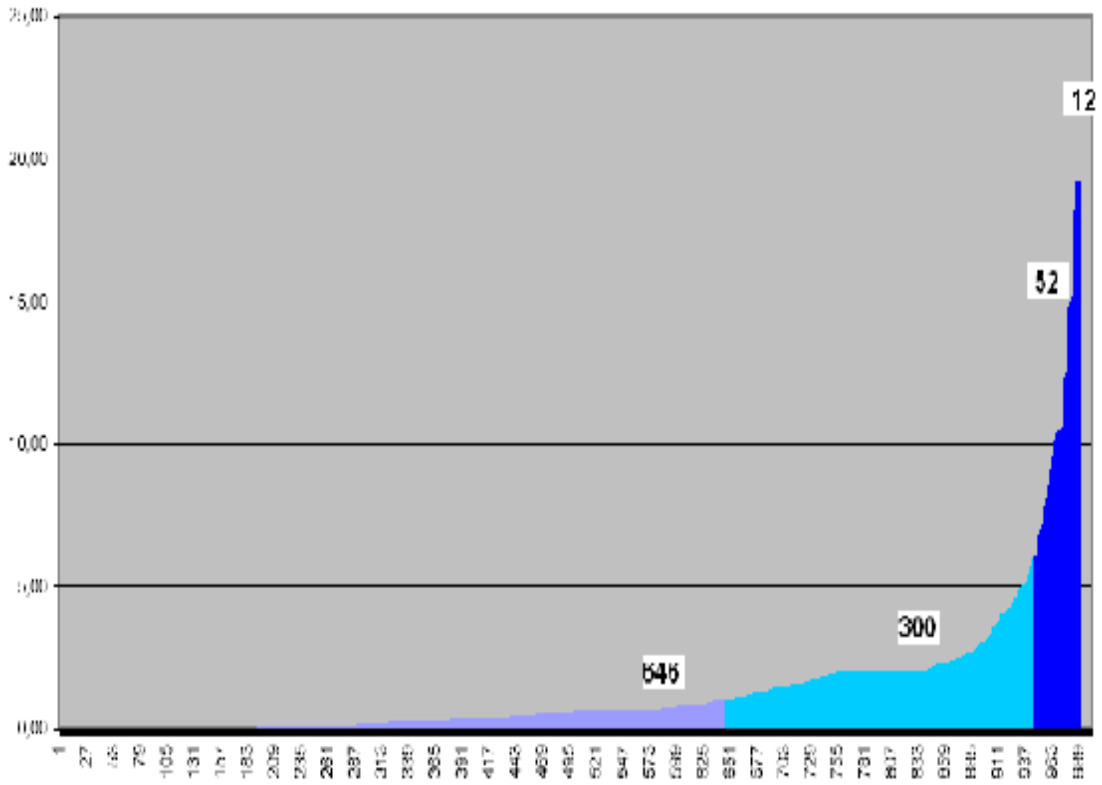
% EO by country - amounts held by employee  
(1.000 largest companies)



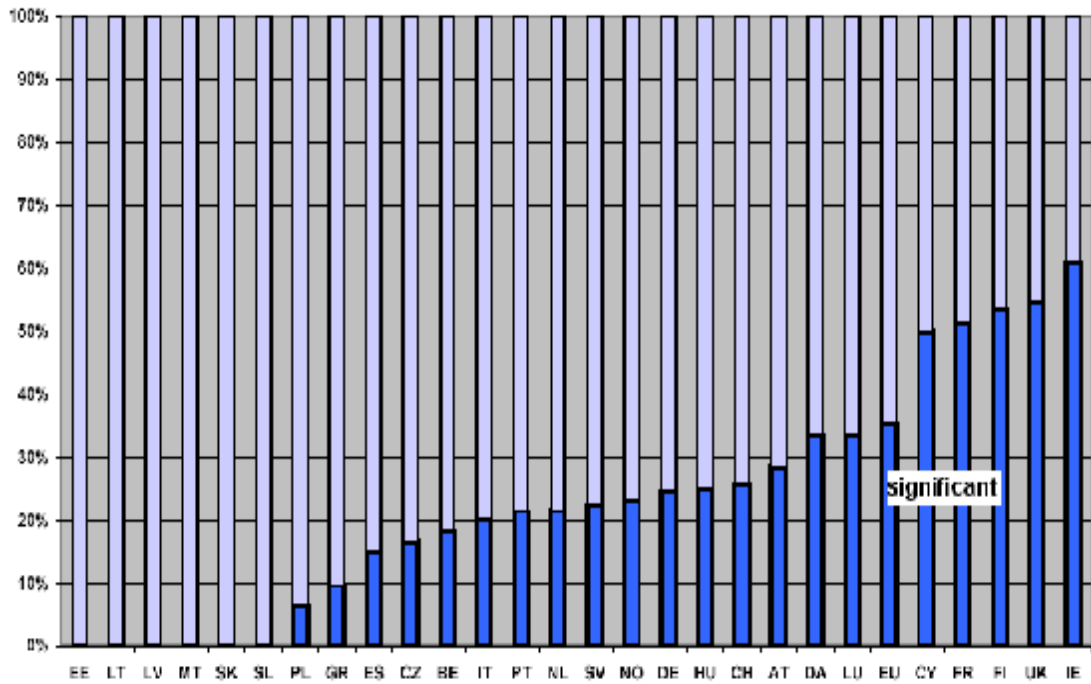
Numbers of companies having EO or not, by country  
(amongst 1.000 largest)



%EO by company (1.000 largest)

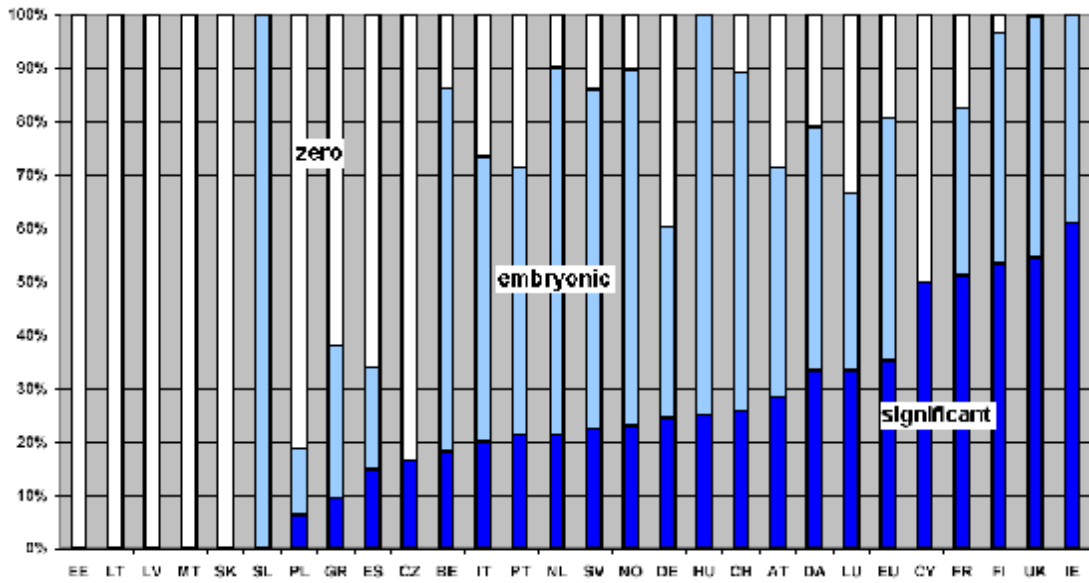


%EO significant or not, by country (amongst 1.000 largest companies)

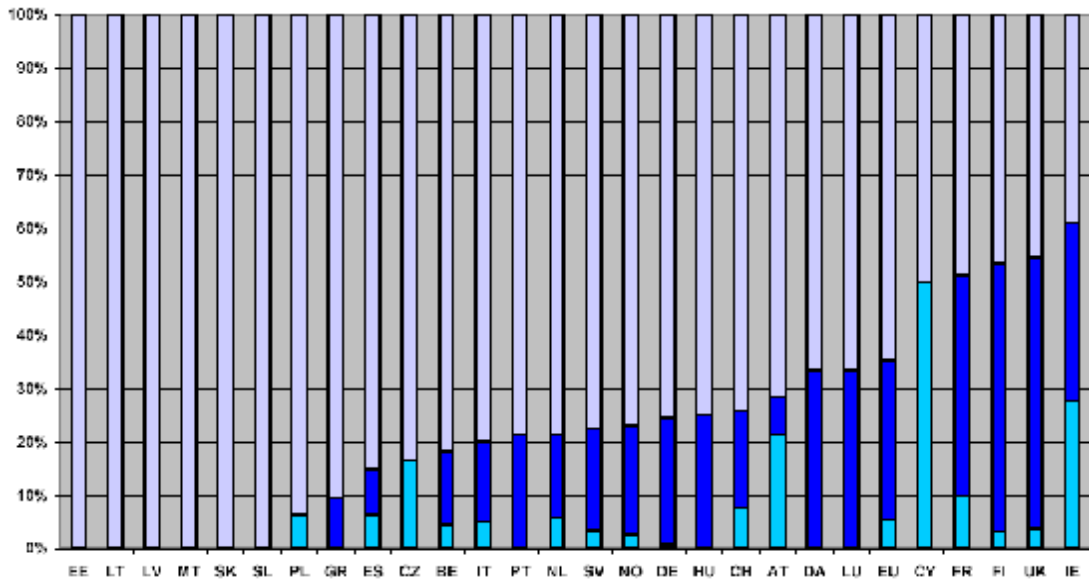




%EO significant, embryonic or zero, by country  
(amongst 1.000 largest companies)



%EO significant or strategic, by country  
(amongst 1.000 largest)



	%EO	EO held cap millions €	Employees (numbers)	Country
<a href="#">Mondragon Corporación Cooperativa</a>	100,00	4.226,0 €	78.455	ES
<a href="#">John Lewis Partnership</a>	100,00	2.093,0 €	64.000	UK
<a href="#">Petrofac</a>	40,07	620,7 €	6.598	UK
<a href="#">TemTem</a>	37,40	1.423,9 €	435	NL
<a href="#">Kudelski</a>	27,20	258,2 €	1.618	CH
<a href="#">Independent News &amp; Media</a>	26,80	466,5 €	10.400	IE
<a href="#">Altran</a>	26,15	319,0 €	16.446	FR
<a href="#">Eiffage</a>	22,70	1.195,5 €	50.500	FR
<a href="#">Azimut Holding</a>	22,60	310,1 €	188	IT
<a href="#">Eircom</a>	21,89	353,5 €	7.275	IE
<a href="#">EFG International</a>	21,33	735,5 €	1.053	CH
<a href="#">Betandwin AG</a>	20,00	642,0 €	295	AT
<a href="#">Safran</a>	19,10	1.461,6 €	58.850	FR
<a href="#">Colruyt</a>	18,11	776,0 €	16.599	BE
<a href="#">Bouygues</a>	17,50	2.630,2 €	115.441	FR
<a href="#">Auchan</a>	15,00	836,1 €	174.600	FR
<a href="#">Aalberts</a>	15,00	218,9 €	8.017	NL
<a href="#">Aer Lingus</a>	14,90	168,4 €	3.475	IE
<a href="#">Air France - KLM</a>	14,70	710,8 €	102.422	FR
<a href="#">Nexity</a>	14,70	238,6 €	1.813	FR
<a href="#">Mediolanum</a>	13,24	594,2 €	1.614	IT
<a href="#">Benfield Group</a>	12,42	158,6 €	1.807	UK
<a href="#">Logitech</a>	12,42	383,6 €	6.898	CH
<a href="#">Actelion</a>	12,21	265,6 €	1.028	CH
<a href="#">Geox</a>	10,84	299,4 €	491	IT
<a href="#">PKO Bank Polski</a>	10,45	1.062,8 €	33.479	PL
<a href="#">Voestalpine AG</a>	10,30	402,6 €	24.000	AT
<a href="#">Savills</a>	10,30	122,8 €	14.516	UK
<a href="#">Flughafen Wien AG</a>	10,00	94,2 €	3.581	AT
<a href="#">Svenska Handelsbanken</a>	9,90	1.446,1 €	9.956	SV
<a href="#">Grafton Group plc</a>	9,45	237,9 €	10.300	IE
<a href="#">Gruppo Editoriale l'Espresso S.p.A.</a>	9,02	166,6 €	3.397	IT
<a href="#">Vinci</a>	9,00	1.418,8 €	133.513	FR
<a href="#">Essilor</a>	8,50	682,9 €	26.534	FR
<a href="#">Cyprus Popular Bank</a>	8,46	122,2 €	3.578	CY
<a href="#">Deutsche Bank</a>	8,00	3.885,8 €	63.427	DE
<a href="#">Eugro</a>	8,00	185,1 €	8.534	NL
<a href="#">Capital &amp; Regional</a>	7,72	73,4 €	669	UK
<a href="#">Carnegie &amp; Co</a>	7,50	85,1 €	741	SV
<a href="#">Société Générale</a>	7,42	3.827,9 €	100.186	FR
<a href="#">Ryanair Holdings</a>	7,10	363,0 €	2.604	IE
<a href="#">Altadis</a>	7,00	712,4 €	28.817	ES
<a href="#">Kesko</a>	6,85	189,5 €	26.900	FI
<a href="#">Fast Search &amp; Transfer</a>	6,67	64,7 €	482	NO
<a href="#">Zentiva</a>	6,50	107,3 €	4.237	CZ
<a href="#">UBS</a>	6,00	6.040,7 €	69.569	CH
<a href="#">Crédit Agricole</a>	6,00	2.973,7 €	62.112	FR
<a href="#">Saint Gobain</a>	6,00	1.145,6 €	199.630	FR
<a href="#">NH Hoteles</a>	6,00	101,8 €	14.000	ES

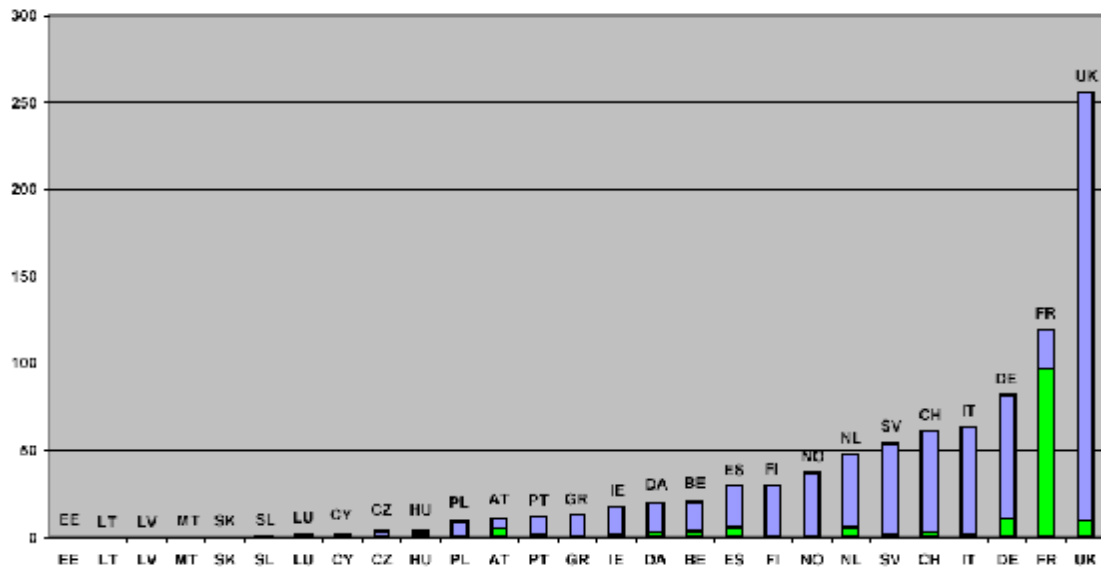
### Top 100

6% and more 35 companies

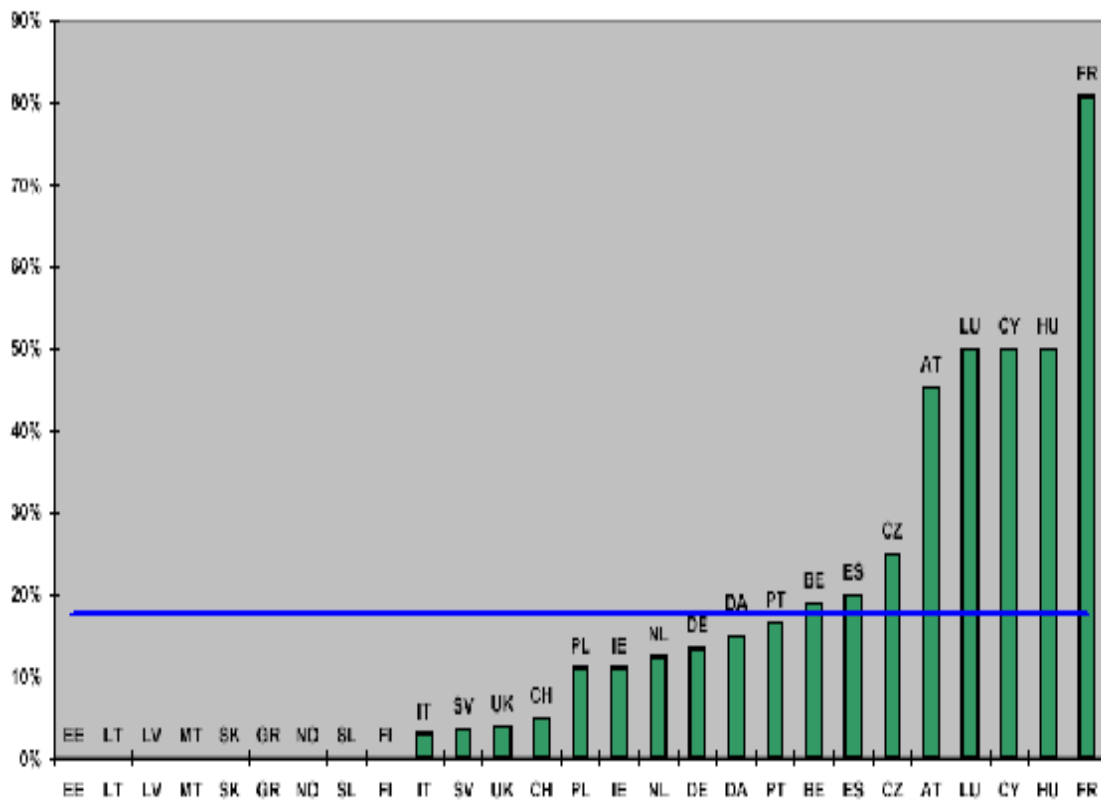
3% and more 52 companies

1% and more 87 companies

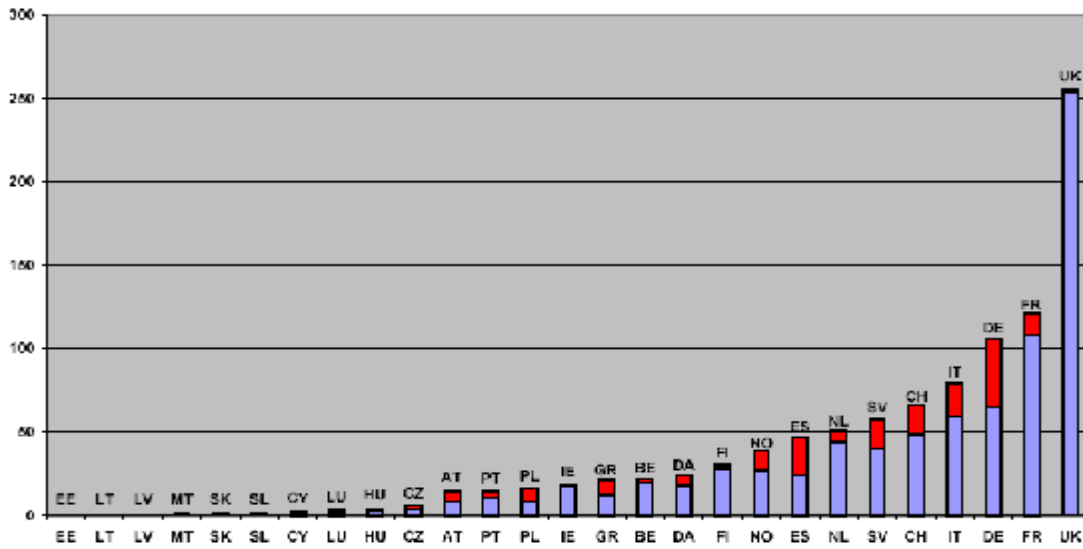
Numbers of companies having EO, publishing or not, by country  
(amongst 1.000 largest)



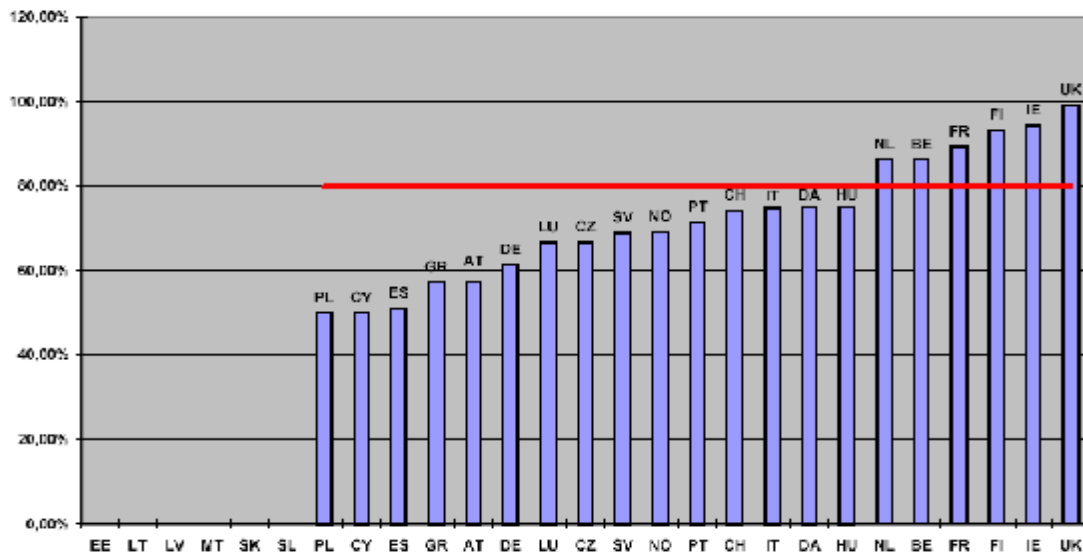
% companies publishing EO by country  
(amongst 1.000 largest)



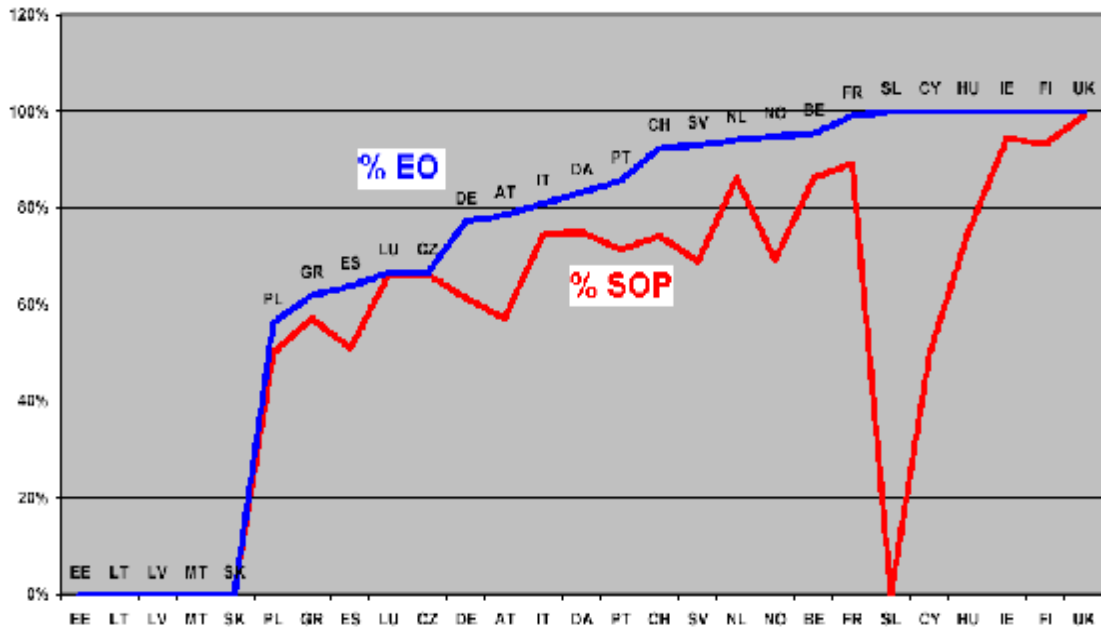
Numbers of companies having Stock Options or not, by country  
(amongst 1.000 largest)



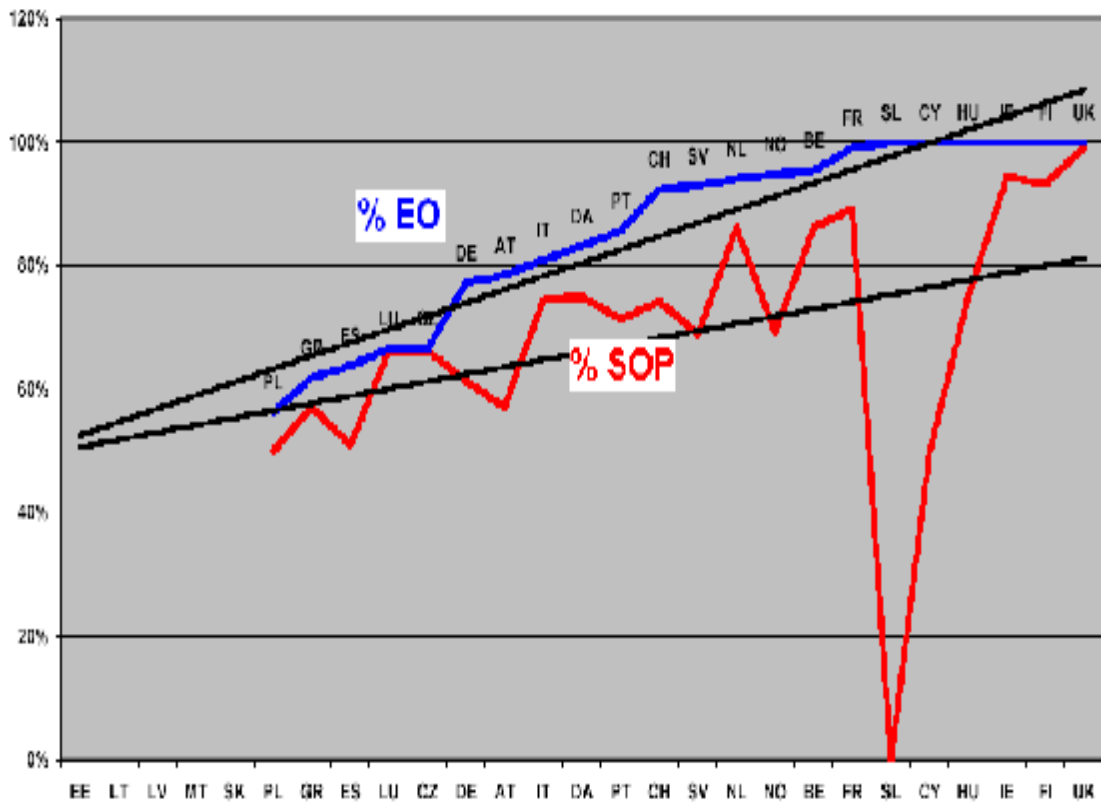
% companies having stock options by country  
(amongst 1.000 largest)



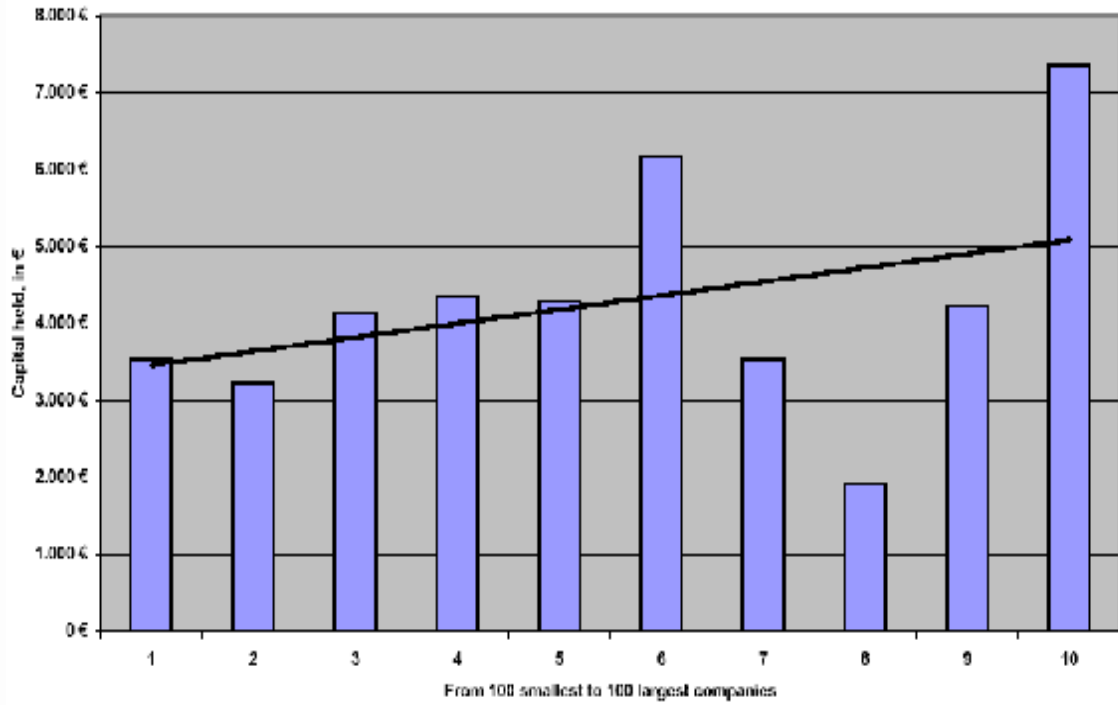
% companies having EO - % companies having stock options, by country  
(amongst 1,000 largest)



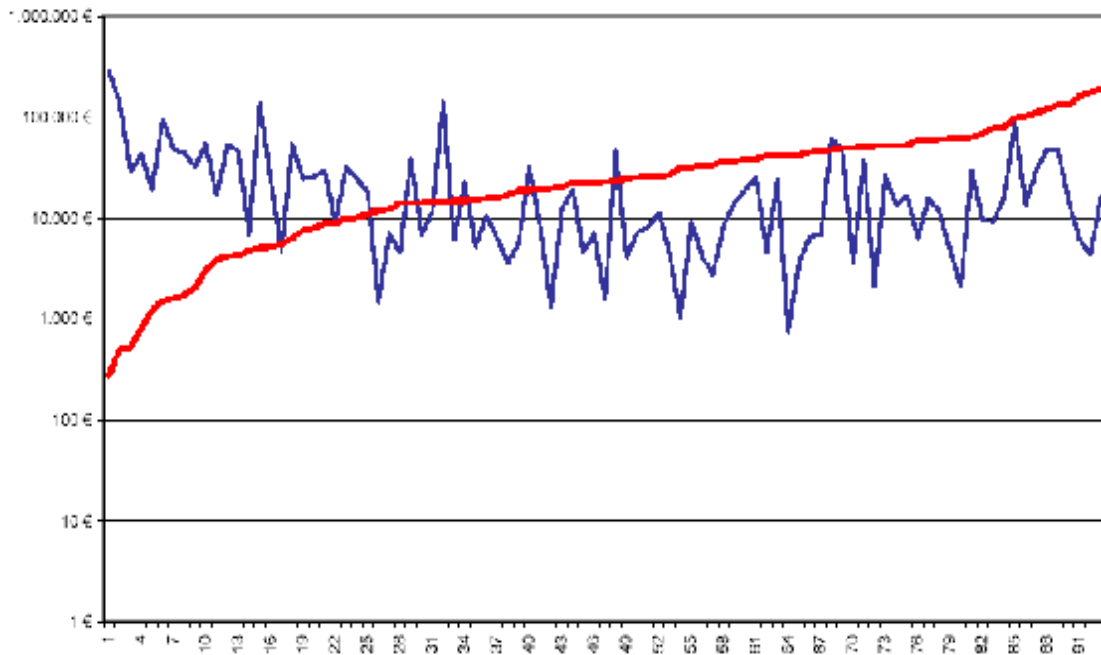
% companies having EO - % companies having stock options, by country  
(amongst 1,000 largest)



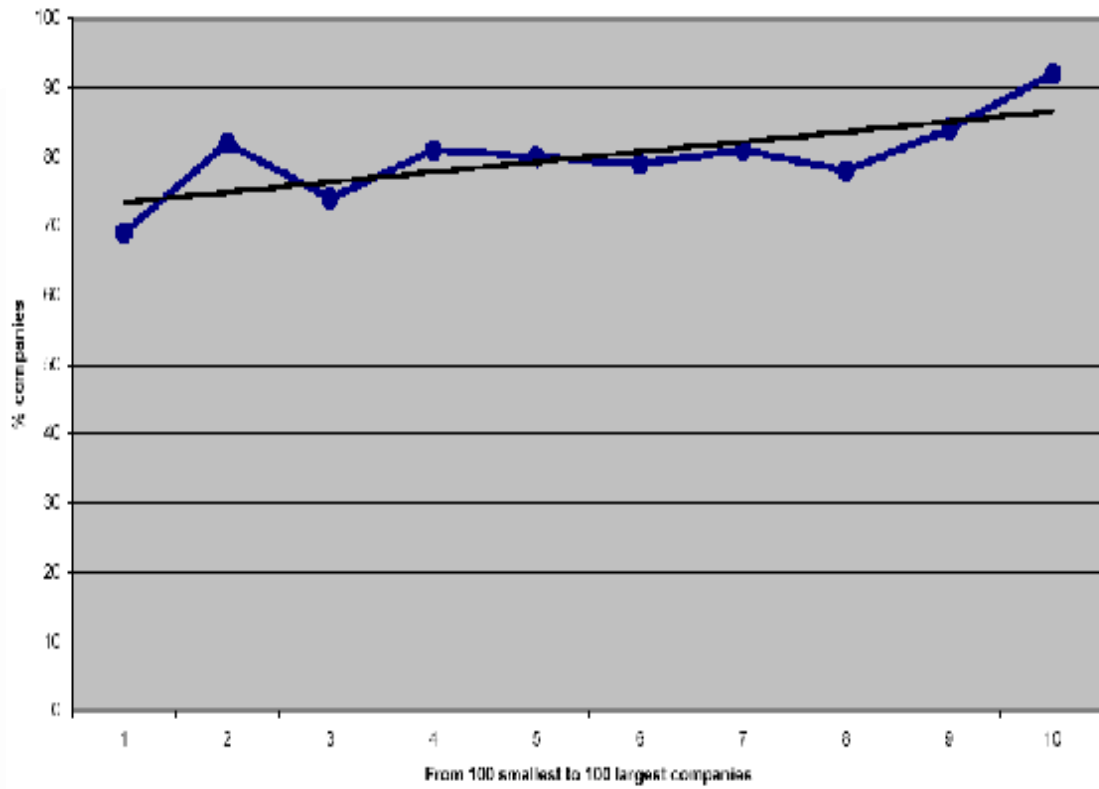
Capital held by employee in 1.000 largest European companies  
(from 100 smallest to 100 largest)



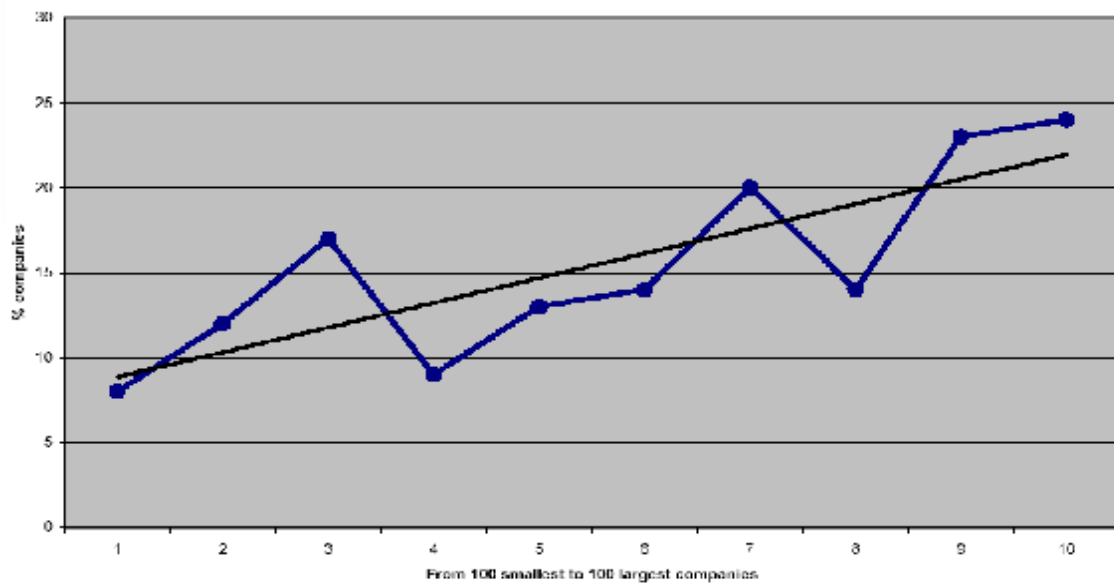
Amount held by employee, companies being ranked from smallest to largest (top 100 companies)



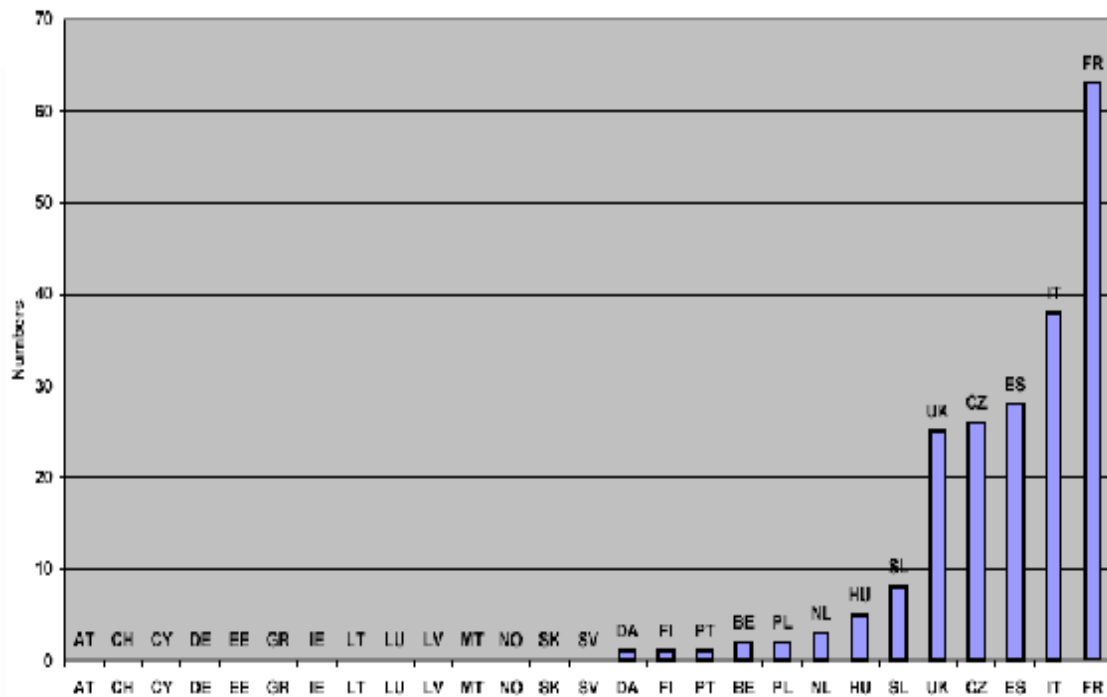
% of 1,000 largest companies using stock options



% 1,000 largest European companies publishing their %EO rate



MAJORITY EMPLOYEE OWNED COMPANIES  
Numbers by country (203 largest companies)



<b>EMPLOYEE OWNED CAP 100</b>				
<b>Numbers</b>			<b>EO held cap</b>	<b>Branch</b>
<b>UK</b>	<b>26</b>			
11	<a href="#">Royal Bank of Scotland</a>	2.212,4 €	Banques	
12	<a href="#">John Lewis Partnership</a>	2.093,0 €	department stores and supermarkets	
13	<a href="#">HSBC</a>	1.779,9 €	Banques	
14	<a href="#">Vodafone</a>	1.756,6 €	Opérateurs de télécommunications divers	
15	<a href="#">Lloyds TSB Group</a>	1.705,3 €	Banques	
17	<a href="#">BP</a>	1.576,1 €	Pétrole & gaz intégré	
20	<a href="#">GlaxoSmithKline</a>	1.465,8 €	Fabrication de produits pharmaceutiques	
25	<a href="#">Barclays</a>	1.399,0 €	Banque d'investissement & courtage	
28	<a href="#">HBOS</a>	1.216,7 €	Banques	
32	<a href="#">Tesco</a>	1.093,4 €	Grands magasins	
36	<a href="#">BHP Billiton</a>	856,9 €	Industrie et services d'extraction	
48	<a href="#">Petrofac</a>	620,7 €	Services pétrole & gaz	
52	<a href="#">WPP Group</a>	534,9 €	Publicité	
55	<a href="#">Royal Dutch Shell</a>	483,9 €	Pétrole & gaz intégré	
57	<a href="#">Anglo American</a>	472,6 €	Extraction de minéraux - autres	
59	<a href="#">British Telecom</a>	466,1 €	Opérateurs de télécommunications divers	
67	<a href="#">GUS Group</a>	388,9 €	Autres denrées périssables	
69	<a href="#">Marks &amp; Spencer</a>	384,2 €	Vente au détail d'habillement et de chaussures	
71	<a href="#">National Grid</a>	381,6 €	Service public électrique	
72	<a href="#">Cadbury Schweppes</a>	379,7 €	Boissons	
75	<a href="#">British American Tobacco</a>	362,0 €	Produits tabagiques	
76	<a href="#">Standard Chartered Group</a>	359,1 €	Banques	
83	<a href="#">Unilever plc</a>	331,4 €	Aliments diversifiés	
86	<a href="#">Diageo</a>	322,5 €	Boissons	
87	<a href="#">Amvescap</a>	320,8 €	Gestion d'actifs	
93	<a href="#">Unipart</a>	293,3 €		



<b>EMPLOYEE OWNED CAP 100</b>				
<b>Numbers</b>			<b>EO held cap</b>	<b>Branch</b>
<b>DE</b>	<b>10</b>			
	5	<a href="#">Deutsche Bank</a>	3.885,8 €	Banques
	34	<a href="#">Siemens</a>	989,7 €	Matériel et équipement électronique
	42	<a href="#">RWE</a>	735,1 €	Service public diversifié
	56	<a href="#">SAP</a>	483,0 €	Software - autres
	61	<a href="#">Volkswagen</a>	447,1 €	Fabricants automobiles
	63	<a href="#">Commerzbank</a>	412,7 €	Banques
	68	<a href="#">E.ON</a>	384,8 €	Service public diversifié
	73	<a href="#">Allianz</a>	375,6 €	Assurances et autres
	81	<a href="#">BASF</a>	339,2 €	Chimie diversifiée
	97	<a href="#">DaimlerChrysler</a>	283,7 €	Fabricants automobiles

<b>EMPLOYEE OWNED CAP 100</b>				
<b>Numbers</b>			<b>EO held cap</b>	<b>Branch</b>
<b>IT</b>	<b>8</b>			
	40	<a href="#">Mediobanca</a>	774,2 €	Banque d'investissement & courtage
	50	<a href="#">Mediolanum</a>	594,2 €	Assurance-vie
	53	<a href="#">Sacmi</a>	505,0 €	ceramics, packaging, processing, plastics
	82	<a href="#">Capitalia</a>	332,6 €	Banques
	89	<a href="#">Azimut Hld.</a>	310,1 €	Autres services bancaires et financiers
	92	<a href="#">Geox</a>	299,4 €	Habillement et chaussures
	94	<a href="#">Enel</a>	293,0 €	Service public électrique
	100	<a href="#">CPL Concordia</a>	277,0 €	water, gas, electricity, energy

PANELZAM

<b>EMPLOYEE OWNED CAP 100</b>				
<b>Numbers</b>			<b>EO held cap</b>	<b>Branch</b>
<b>CH</b>	<b>5</b>			
	1	<a href="#">UBS</a>	6.040,7 €	Banques
	3	<a href="#">Novartis</a>	4.385,2 €	Fabrication de produits pharmaceutiques
	41	<a href="#">EFG International</a>	735,5 €	Banques
	64	<a href="#">Crédit Suisse Group</a>	406,6 €	Banques
	70	<a href="#">Logitech</a>	383,6 €	Périphériques d'ordinateur
<b>NL</b>	<b>3</b>			
	23	<a href="#">TomTom</a>	1.423,9 €	Services de communication sans fil
	38	<a href="#">EADS</a>	808,7 €	Aérospatiale/défense - très diversifié
	66	<a href="#">Arcadis</a>	402,5 €	Ingénierie & services architecturaux
<b>IE</b>	<b>3</b>			
	58	<a href="#">Independent News &amp; Media</a>	466,5 €	Édition et publication
	74	<a href="#">Ryanair Holdings</a>	363,0 €	Compagnies aériennes
	80	<a href="#">Eircom</a>	353,5 €	Opérateurs de télécommunications divers

<b>EMPLOYEE OWNED CAP 100</b>				
<b>Numbers</b>			<b>EO held cap</b>	<b>Branch</b>
<b>ES</b>	<b>3</b>			
	4	<a href="#">Mondragon Corporación Cooperativa</a>	4.226,0 €	all industries, distribution, financial services
	19	<a href="#">Banco Bilbao Vizcaya</a>	1.498,8 €	bank
	44	<a href="#">Altadis</a>	712,4 €	Produits tabagiques
<b>AT</b>	<b>2</b>			
	47	<a href="#">Betandwin AG</a>	642,0 €	Games
	65	<a href="#">Voestalpine AG</a>	402,6 €	Steel
<b>FI</b>	<b>2</b>			
	51	<a href="#">Nokia</a>	570,6 €	Équipements de télécommunications
	79	<a href="#">Sampo</a>	353,7 €	Banques
<b>BE</b>	<b>2</b>			
	30	<a href="#">Dexia</a>	1.170,4 €	Banques
	39	<a href="#">Colruyt</a>	776,0 €	Vente au détail épicerie
<b>SV</b>	<b>2</b>			
	22	<a href="#">Svenska Handelsbanken</a>	1.446,1 €	Banques
	99	<a href="#">Förenings Sparbanken</a>	281,9 €	Banques
<b>PL</b>	<b>1</b>			
	33	<a href="#">PKO Bank Polski</a>	1.062,8 €	Bank
<b>LU</b>	<b>1</b>			
	62	<a href="#">Arcelor</a>	441,2 €	Production d'acier

<b>EMPLOYEE OWNED EMP 100</b>				
<b>Numbers</b>		<b>Employees</b>		<b>Branch</b>
<b>FR</b>	<b>16</b>			
	13	<a href="#">Socié Batignolles</a>	6.000 Paris	MBO+Pla building, civil engineering
	19	<a href="#">Samsé</a>	3.600 Paris	Vente au détail d'articles pour la maison et le jardin
	23	<a href="#">Les Relais</a>	1.816 Eruay	Coop renewal
	51	<a href="#">Acome</a>	1.010 Paris	Coop systems for telecoms, electric equipment and building
	28	<a href="#">L'Audacibus</a>	698 Paris	Coop drawing
	40	<a href="#">Gecomp</a>	817 Paris	Coop taxi drivers
	43	<a href="#">LTD</a>	541 Paris	Coop building equipments
	50	<a href="#">ANER</a>	516 Paris	Coop cleaning
	60	<a href="#">ECE GER CA</a>	347 La Croche	Coop drivers training
	71	<a href="#">Pomex</a>	313 Paris	Coop taxi drivers
	72	<a href="#">Scolnet</a>	511 Paris	Coop cleaning
	80	<a href="#">Le Chiqueur Cifouret</a>	278 Paris	Coop unclean sweaters and gift to cars
	63	<a href="#">Le Courrier Picard</a>	225 Amiens	Coop press
	90	<a href="#">Imcervau</a>	217 Valreés	Coop cases and boxes
	92	<a href="#">L'Yonne Républicaine</a>	207 Auxerre	Coop press
	65	<a href="#">Ardip</a>	200 Marseille	Coop training

<b>EMPLOYEE OWNED EMP 100</b>				
<b>Numbers</b>		<b>Employees</b>		<b>Branch</b>
<b>CZ</b>	<b>12</b>			
	43	<a href="#">Snezka Náchod</a>	650 Náchod	Coop leather products
	51	<a href="#">Orana</a>	500 Turnov	Coop jewellery
	55	<a href="#">SML Pízen</a>	470 Pízen	Coop clothing, assembling, gaskets, cables
	57	<a href="#">Hornácké kovodružstvo Třebíč</a>	460 Třebíč	Coop metalworking
	58	<a href="#">Itasa</a>	450 Vsetín	Coop christmas ornaments, plastic products, etc.
	68	<a href="#">Olejar</a>	380 Zlín	Coop electrical, metal and plastic products
	66	<a href="#">Olava</a>	370 Písek	Coop brushes
	75	<a href="#">Dlora</a>	300 Praha	Coop manufacturing of bunched cables, car devices, cartonnage...
	78	<a href="#">Dlevo</a>	300 Prostějov	Coop wood products
	85	<a href="#">Vývoj Trest</a>	250 Trest	Coop clothing manufacturer
	86	<a href="#">Eko</a>	250 Nový Knín	Coop electrical machines, metal working
	88	<a href="#">Mechanika Prostějov</a>	200 Prostějov	Coop metal products for building, cars, advertising

EMPLOYEE OWNED EMP 100						
Numbers		Employees			Branch	
IT	33					
	3	<a href="#">Consorzio Cooperati ve Costruzioni</a>	20 000	Reggio	Coop	domestic building
	4	<a href="#">Coveco - Consorzio Veneto Cooperati ve Costruzioni</a>	17 000	Venezie	Coop	building, civil engineering
	5	<a href="#">Coopcoop</a>	12 600	Forlì	Coop	building, civil engineering
	8	<a href="#">Manutenztop</a>	12 000	Reggio	Coop	facility management
	10	<a href="#">Team Service</a>	3 000	Rome	Coop	cleaning services
	12	<a href="#">CIR Forlì - Coop Italiani di Ristorazione</a>	8 667	Reggio Emilia	Coop	collective catering
	14	<a href="#">Cercostuzioni</a>	5 500	Bologna	Coop	building, civil engineering
	15	<a href="#">CMMC - Cooperativa Muratori e Cementisti</a>	5 183	Ravenna	Coop	building, civil engineering
	18	<a href="#">Eni Catering</a>	5 000	Rome	Coop	collective catering
	20	<a href="#">Sacom</a>	3 500	Viola	Coop	ceramics, packaging, processing, plastics
	24	<a href="#">Colfax</a>	1 800	Parma	Coop	health and security services
	25	<a href="#">Celle</a>	1 515	Viola	Coop	store fittings, finishing systems, plants, medical equipment
	25	<a href="#">L'Ucciosa</a>	1 500	Bologna	Coop	cleaning and security
	27	<a href="#">Conest</a>	1 500	Dresden	Coop	environment, security at work
	28	<a href="#">Cooperativa Ceramica di Viola</a>	1 300	Viola	Coop	ceramics
	29	<a href="#">COPI</a>	1 305	Reggio Emilia	Coop	packaging, energy, building products
	30	<a href="#">Unico</a>	1 000	Reggio Emilia	Coop	building and civil engineering (railways)
	37	<a href="#">CPI Concordia</a>	643	Modena	Coop	water, gas, electricity, energy
	36	<a href="#">Coccosette</a>	912	Castelnuovo	Coop	building, doors, railway superstructures, office furnishing
	38	<a href="#">CMB - Coop Muratori e Precursori di Co</a>	800	Carpi	Coop	building, civil engineering
	40	<a href="#">ITER</a>	624	Ravenna	Coop	building
	50	<a href="#">Cooperativa di Costruzioni</a>	500	Modena	Coop	building
	50	<a href="#">Coop Costruzioni</a>	428	Reggio	Coop	building
	61	<a href="#">Edili Atellano</a>	420	Casapiove	Coop	building, restoration, archaeology
	62	<a href="#">Mediamente Servizi</a>	400	Bari	Coop	security and maintenance services
	64	<a href="#">L'Anchora</a>	400	Brindisi	Coop	logistics for enterprises
	70	<a href="#">Consorzio Etruria</a>	320	Firenze	Coop	building, civil engineering
	76	<a href="#">Essavi</a>	300	Milano	Coop	transport and maintenance for enterprises
	81	<a href="#">Celle Le _avoratore del _egno</a>	267	Modena	Coop	doors and windows manufacturer
	83	<a href="#">Sarceva</a>	260	Argenta	Coop	biological agriculture, agribusiness
	84	<a href="#">Cisapast</a>	260	Ancone	Coop	services for enterprises, management consultancy
	89	<a href="#">ICCL</a>	220	Lugo	Coop	electric cable
	90	<a href="#">SACA - Servizio Autotecnico con Auto</a>	203	Reggio	Coop	transport

EMPLOYEE OWNED EMP 100						
Numbers		Employees			Branch	
ES	B					
	1	<a href="#">Mondragon Cooperacion Cooperativa</a>	78 466	Leizorugar	Coop	all industries, distribution, financial services
	60	<a href="#">ITWA</a>	500	Ilbarro	SAL Plan	clothing
	60	<a href="#">Grup La Pau</a>	400	Carce ona	Coop	ambulances
	73	<a href="#">Puertas Roma</a>	307	Villacanas	SAL Plan	doors manufacturer
	74	<a href="#">Puertas Vial</a>	300	Villacanas	SAL Plan	doors manufacturer
	67	<a href="#">Detsalde</a>	246	Clorio	SAL Plan	iron manufacturing
	81	<a href="#">Textils Mara S.A.L</a>	202		SAL	TEXTIL
	67	<a href="#">Vitrinox</a>	200	Guizco	SAL Plan	non-silk cookware manufacturer

<b>EMPLOYEE OWNED EMP 100</b>					
<b>Numbers</b>		<b>Employees</b>		<b>Branch</b>	
<b>SL</b>	<b>6</b>				
	51	<a href="#">ETI Elektroelement</a>	1.224 Ljubljana	P an	electrotechnical products and ceramics, equipments, plastics
	33	<a href="#">Kovoplastika</a>	1.198 Ljuz	Plan	plastic products, windows, kitchen appliances, tools
	40	<a href="#">Domel</a>	900 Zalesniki	P an	electromotors and household devices
	46	<a href="#">Kovotvar Kuty</a>	600 Kuty	Coop	metal products, insulating glass windows
	59	<a href="#">KPI</a>	496 Ljubljana	P an	infrastructure building, roads construction and horticulture
<b>HU</b>	<b>4</b>				
	55	<a href="#">Herend Manufactory</a>	1.000 Herend	ESCP	porcelain manufactory
	44	<a href="#">Erdier</a>	650 Budapest	ESCP	wood trading
	77	<a href="#">Mocord</a>	500 Budapest	ESCP	trading and components for road vehicles
	91	<a href="#">Livster</a>	210 Budapest	ESCP	engineering consultancy
<b>NL</b>	<b>2</b>				
	3	<a href="#">Arcadis</a>	9.208 Amsterdam	Trust	ingénierie & services architecturaux
	60	<a href="#">Holland Colours</a>	435 Apeldoorn	P an	colouring solutions for plastics and coatings
<b>BE</b>	<b>1</b>				
	21	<a href="#">Mantelruuk</a>	2.000 Liège	MBO	textileworking
<b>PL</b>	<b>1</b>				
	51	<a href="#">Tarnowska Cdzierz</a>	500 Tarnow	Coop	clothing manufacturer
<b>DA</b>	<b>1</b>				
	47	<a href="#">Lindemans</a>	685 Sunds	P an	manufacturer in optimized tooling solutions
<b>PT</b>	<b>1</b>				
	30	<a href="#">Novatrava, SGPS</a>	1.300 Lisboa		

PANAMA

### 3.3.ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΤΩΝ STOCK OPTIONS ΣΤΙΣ ΗΠΙΣΤΑΝΑΛΥΤΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ

#### **Estimated Number of Plans and Employees; Value of Plan Assets**

Type of Plan	Number of Plans (as of 2007)	Number of Participants (as of 2007)	Value of Plan Assets (as of 2007)
ESOPs, stock bonus plans, & profit sharing plans primarily invested in employer stock	9,650	10.5 million	\$675 billion+
401(k) plans primarily invested in employer stock	2,200	4 million	\$75 billion+
Broad-based stock option plans	4,000	10 million	(several hundred billion; not realistic to estimate)
Stock purchase plans	4,000	12 million	(not realistic to estimate)

Year	Number of Plans	Number of Participants
1990	\$133 billion	
1994	\$184 billion	
1995	\$226 billion	
1998	\$350 billion	
2001	\$400 billion	
2005	\$600 billion	
2006	\$675 billion	
2006	9,650	10,500,000
2005	9,225	10,150,000
2004	9,115	10,030,000
2003	8,875	9,600,000
2002	8,450	9,300,000
2001	8,050	8,885,000

The above table is based on data released by the U.S. Department of Labor, with updated NCEO estimates. As above, the figure for 2005 is for the end of the year and applies to early 2006 as well.

### **Percentage of Company Stock Owned by Employee Ownership Plans**

<b>Category</b>	<b>0-10%</b>	<b>11-30%</b>	<b>31-50%</b>	<b>51-100%</b>
Private co. ESOPs	20%	20%	30%	30%
Public co. ESOPs	62%	34%	3%	1%
401(k) plans	85%	10%	5%	0%
Stock options <sup>1</sup>	32%	65%	3%	0%

<sup>1</sup> Percentage is for overhang from options (outstanding, unexercised options plus shares available for future grants, divided by common shares outstanding).

### **Basic Characteristics of ESOPs**

Mean Number of Employees, Private Companies	1,460
Median Number of Employees, Public Companies	2,100
Mean Number of Participants, Public Companies	13,984
Percentage of ESOPs That Are in Public Companies	5%
Mean Allocation to Accounts, as a % of Payroll (Public Companies)	4-6%
Median Number of Employees, Private Companies	125

Data for this table were compiled from Ohio and Michigan studies, NCEO databases, and studies by Michael Conte at the University of Baltimore.

## The Employee Ownership 100

### America's Largest Majority Employee-Owned Companies

May 2007

Companies must be at least 50% owned by current and former employees through a broad-based employee ownership plan, either a qualified plan or a non-qualified plan in which most employees participate. Employment data are from most recent published sources available or information provided by the company.

#### Key to Plan Types:

ESOP: Employee Stock Ownership Plan

PS: Profit Sharing Trust

SP: Stock Purchase Plan

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Publix Supermarkets</i>	<i>Lakeland</i>	<i>FL</i>	<i>ESOP, SP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>143,000</i>
<i>Hy-Vee</i>	<i>W. Des Moines</i>	<i>IA</i>	<i>PS</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>46,000</i>
<i>SAIC</i>	<i>San Diego</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP/others</i>	<i>R&amp;D &amp; computer systems</i>	<i>44,000</i>
<i>Price Chopper dba Golub Corp.</i>	<i>Schenectady</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>22,000</i>
<i>Tribune Co.*</i>	<i>Chicago</i>	<i>IL</i>	<i>ESOP</i>	<i>Media</i>	<i>21,000</i>
<i>CH2M Hill, Inc.</i>	<i>Denver</i>	<i>CO</i>	<i>SP</i>	<i>engineering,</i>	<i>19,089</i>



<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
				<i>construction</i>	
<i>Lifetouch</i>	<i>Minneapolis</i>	<i>MN</i>	<i>ESOP</i>	<i>photography studios</i>	<i>18,000</i>
<i>Nypro</i>	<i>Clinton</i>	<i>MA</i>	<i>ESOP</i>	<i>plastics manufacturer</i>	<i>15,000</i>
<i>Houchens Industries</i>	<i>Bowling Green</i>	<i>KY</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>11,487</i>
<i>Parsons Corp.</i>	<i>Pasadena</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>engineering, construction</i>	<i>10,000</i>
<i>Amsted Industries</i>	<i>Chicago</i>	<i>IL</i>	<i>ESOP</i>	<i>industrial manufacturer</i>	<i>9,233</i>
<i>Black &amp; Veatch</i>	<i>Kansas City</i>	<i>MO</i>	<i>PS/401(k) plan</i>	<i>Engineering</i>	<i>8,500</i>
<i>WinCo Foods</i>	<i>Boise</i>	<i>ID</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>8,100</i>
<i>W.L. Gore Associates</i>	<i>Newark</i>	<i>DE</i>	<i>ESOP</i>	<i>manufacturing (Gore-Tex)</i>	<i>8,000</i>
<i>Graybar Electric</i>	<i>St. Louis</i>	<i>MO</i>	<i>SP</i>	<i>electrical equipment wholesaler</i>	<i>8,000</i>
<i>Tharaldson Lodging</i>	<i>Fargo</i>	<i>ND</i>	<i>ESOP</i>	<i>hotel management</i>	<i>7,000</i>
<i>Austin Industries</i>	<i>Dallas</i>	<i>TX</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>6,733</i>
<i>MWH Americas</i>	<i>Bloomfield</i>	<i>CO</i>	<i>SP</i>	<i>Engineering</i>	<i>6,100</i>
<i>Davey Tree Expert Co.</i>	<i>Kent</i>	<i>OH</i>	<i>ESOP</i>	<i>tree service</i>	<i>6,000</i>
<i>Brookshire Brothers</i>	<i>Lufkin</i>	<i>TX</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>5,800</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Journal Communications</i>	<i>Milwaukee</i>	<i>WI</i>	<i>SP</i>	<i>newspapers &amp; communications</i>	<i>5,700</i>
<i>Performance Contracting Group</i>	<i>Lenexa</i>	<i>KS</i>	<i>ESOP</i>	<i>specialty contractor</i>	<i>5,700</i>
<i>HDR, Inc.</i>	<i>Omaha</i>	<i>NE</i>	<i>ESOP</i>	<i>architecture &amp; engineering</i>	<i>5,000</i>
<i>Schreiber Foods</i>	<i>Green Bay</i>	<i>WI</i>	<i>ESOP</i>	<i>cheese manufacturer</i>	<i>5,000</i>
<i>Guckenheimer Enterprises</i>	<i>Redwood City</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>food distribution</i>	<i>5,000</i>
<i>KI</i>	<i>Green Bay</i>	<i>WI</i>	<i>PS</i>	<i>furniture manufacturer</i>	<i>4,100</i>
<i>Herff Jones</i>	<i>Indianapolis</i>	<i>IN</i>	<i>ESOP</i>	<i>manufacturer of awards &amp; gifts</i>	<i>4,000</i>
<i>Piggly Wiggly Carolina</i>	<i>Charleston</i>	<i>SC</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>4,000</i>
<i>Ferrellgas Partners</i>	<i>Liberty</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>gas distribution</i>	<i>3,750</i>
<i>Vance International</i>	<i>Oakton</i>	<i>VA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Security</i>	<i>3,700</i>
<i>Alion Science and Technology</i>	<i>McLean</i>	<i>VA</i>	<i>ESOP</i>	<i>technology services</i>	<i>3,700</i>
<i>Columbia Forest Products</i>	<i>Portland</i>	<i>OR</i>	<i>ESOP</i>	<i>Plywood</i>	<i>3,500</i>
<i>American Cast Iron Pipe</i>	<i>Birmingham</i>	<i>AL</i>	<i>stock trust</i>	<i>Manufacturer</i>	<i>3,100</i>
<i>Appleton</i>	<i>Appleton</i>	<i>WI</i>	<i>ESOP</i>	<i>paper</i>	<i>3,100</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
				<i>manufacturer</i>	
<i>HNTB</i>	<i>Kansas City</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>architecture &amp; engineering</i>	<i>3,100</i>
<i>Round Table Pizza</i>	<i>Walnut Creek</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Franchiser</i>	<i>3,000</i>
<i>Harps Food Stores, Inc.</i>	<i>Springdale</i>	<i>AR</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>3,000</i>
<i>Bi-Mart</i>	<i>Eugene</i>	<i>OR</i>	<i>ESOP</i>	<i>discount stores</i>	<i>3,000</i>
<i>Miller's Health Systems</i>	<i>Warsaw</i>	<i>IN</i>	<i>ESOP</i>	<i>nursing homes</i>	<i>3,000</i>
<i>Terracon</i>	<i>Lenexa</i>	<i>KS</i>	<i>ESOP</i>	<i>engineering &amp; consulting</i>	<i>2,715</i>
<i>Scheels All Sport</i>	<i>Fargo</i>	<i>ND</i>	<i>ESOP</i>	<i>retail sporting goods</i>	<i>2,700</i>
<i>Hensel Phelps Construction Co.</i>	<i>Greeley</i>	<i>CO</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>2,500</i>
<i>Medicalodges</i>	<i>Coffeyville</i>	<i>KS</i>	<i>ESOP</i>	<i>nursing homes</i>	<i>2,500</i>
<i>McCarthy Building Companies</i>	<i>St. Louis</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>2,500</i>
<i>Lewis Tree Service</i>	<i>Rochester</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>tree service</i>	<i>2,500</i>
<i>Burns &amp; McDonnell Engr. Co.</i>	<i>Kansas City</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>architecture &amp; engineering</i>	<i>2,400</i>
<i>Omaha World-Herald Company</i>	<i>Omaha</i>	<i>NE</i>	<i>SP</i>	<i>Newspaper</i>	<i>2,323</i>
<i>Gensler</i>	<i>San Francisco</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Architecture</i>	<i>2,300</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Norcal Waste Systems</i>	<i>San Francisco</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>waste disposal</i>	<i>2,267</i>
<i>National Spinning Company</i>	<i>New York</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>Textiles</i>	<i>2,250</i>
<i>U.S. Sugar</i>	<i>Clewiston</i>	<i>FL</i>	<i>ESOP</i>	<i>Sugar</i>	<i>2,200</i>
<i>Cianbro Corp.</i>	<i>Pittsfield</i>	<i>ME</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>2,100</i>
<i>Stiefel Labs</i>	<i>Coral Gables</i>	<i>FL</i>	<i>ESOP</i>	<i>pharmaceuticals</i>	<i>2,000</i>
<i>Kleinfelder</i>	<i>San Diego</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Engineering</i>	<i>2,000</i>
<i>Centimark Corp.</i>	<i>Canonsburg</i>	<i>PA</i>	<i>ESOP</i>	<i>roof repair</i>	<i>2,000</i>
<i>Kinney Drugs</i>	<i>Gouverneur</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>drug stores</i>	<i>2,000</i>
<i>Woodman's Food Market</i>	<i>Janesville</i>	<i>WI</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>1,950</i>
<i>Osmose Holdings, Inc.</i>	<i>Buffalo</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>wood preservatives &amp; utility services</i>	<i>1,942</i>
<i>Crucible Materials</i>	<i>Syracuse</i>	<i>NY</i>	<i>ESOP</i>	<i>steel manufacturer</i>	<i>1,900</i>
<i>Weston Solutions</i>	<i>West Chester</i>	<i>PA</i>	<i>ESOP</i>	<i>environmental engineering.</i>	<i>1,900</i>
<i>Dunn-Edwards</i>	<i>Los Angeles</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>paint manufacturer</i>	<i>1,810</i>
<i>Martin &amp; Bayley</i>	<i>Carmi</i>	<i>IL</i>	<i>ESOP</i>	<i>convenience stores</i>	<i>1,800</i>
<i>Bureau of National Affairs</i>	<i>Washington</i>	<i>DC</i>	<i>SP</i>	<i>Publisher</i>	<i>1,728</i>
<i>Ramey Price Cutter Stores</i>	<i>Springfield</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>1,710</i>
<i>Acadian Ambulance</i>	<i>Lafayette</i>	<i>LA</i>	<i>ESOP</i>	<i>ambulance services</i>	<i>1,600</i>
<i>Greenheck Fan</i>	<i>Schofield</i>	<i>WI</i>	<i>ESOP</i>	<i>industrial fans</i>	<i>1,600</i>
<i>The Sundt</i>	<i>Tucson</i>	<i>AZ</i>	<i>ESOP</i>	<i>construction</i>	<i>1,575</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Companies</i>					
<i>DeRosa Corporation</i>	<i>Eau Claire</i>	<i>WI</i>	<i>ESOP</i>	<i>Restaurants</i>	<i>1,550</i>
<i>TDIndustries, Inc.</i>	<i>Dallas</i>	<i>TX</i>	<i>ESOP</i>	<i>HVAC supplies</i>	<i>1,500</i>
<i>Brown and Caldwell</i>	<i>Walnut Creek</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Engineering</i>	<i>1,500</i>
<i>STV Group</i>	<i>Douglassville</i>	<i>PA</i>	<i>ESOP</i>	<i>engineering &amp; architecture</i>	<i>1,500</i>
<i>Rosendin Electric</i>	<i>San Jose</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>electrical work</i>	<i>1,500</i>
<i>Pinnacle Builders</i>	<i>W. Sacramento</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Framing</i>	<i>1,500</i>
<i>FBG Service Corporation</i>	<i>Omaha</i>	<i>NE</i>	<i>ESOP</i>	<i>facilities mgt</i>	<i>1,420</i>
<i>Hot-Dog-on-a-Stick</i>	<i>Carlsbad</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>fast food outlets</i>	<i>1,400</i>
<i>American Systems Corp.</i>	<i>Chantilly</i>	<i>VA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Engineering</i>	<i>1,335</i>
<i>Charles Machine Works</i>	<i>Perry</i>	<i>OK</i>	<i>ESOP</i>	<i>Backhoes</i>	<i>1,315</i>
<i>Camber Corp.</i>	<i>Huntsville</i>	<i>AL</i>	<i>ESOP</i>	<i>technology services</i>	<i>1,300</i>
<i>Thrifty White Drug Stores</i>	<i>Maple Grove</i>	<i>MN</i>	<i>ESOP</i>	<i>drug stores</i>	<i>1,300</i>
<i>Swinerton</i>	<i>San Francisco</i>	<i>CA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>1,300</i>
<i>Bradford White</i>	<i>Ambler</i>	<i>PA</i>	<i>ESOP</i>	<i>water heaters</i>	<i>1,219</i>
<i>Border States Electric</i>	<i>Fargo</i>	<i>ND</i>	<i>ESOP</i>	<i>wholesale electrical supplies</i>	<i>1,300</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Fred Weber</i>	<i>Maryland Hts.</i>	<i>MO</i>	<i>ESOP</i>	<i>Contractor</i>	<i>1,200</i>
<i>Branch Group</i>	<i>Roanoke</i>	<i>VA</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>1,200</i>
<i>Zandex</i>	<i>Zanesville</i>	<i>OH</i>	<i>ESOP</i>	<i>nursing homes</i>	<i>1,200</i>
<i>Ebby Halliday Realtors</i>	<i>Dallas</i>	<i>TX</i>	<i>ESOP</i>	<i>real estate</i>	<i>1,200</i>
<i>Bollman Hat</i>	<i>Adamstown</i>	<i>PA</i>	<i>ESOP</i>	<i>hat maker</i>	<i>1,200</i>
<i>Scitor Corporation</i>	<i>Herndon</i>	<i>VA</i>	<i>ESOP</i>	<i>aerospace/systems engineering</i>	<i>1,200</i>
<i>Riesbeck Food Markets</i>	<i>St. Clairsville</i>	<i>OH</i>	<i>ESOP</i>	<i>Supermarkets</i>	<i>1,200</i>
<i>Anson Industries</i>	<i>Melrose Park</i>	<i>IL</i>	<i>SP</i>	<i>Construction</i>	<i>1,200</i>
<i>Pizzagalli Construction</i>	<i>S. Burlington</i>	<i>VT</i>	<i>ESOP</i>	<i>Construction</i>	<i>1,200</i>
<i>Yoke's Foods, Inc.</i>	<i>Spokane Valley</i>	<i>WA</i>	<i>ESOP</i>	<i>grocery stores</i>	<i>1,200</i>
<i>Edwards and Kelcey</i>	<i>Morristown</i>	<i>NJ</i>	<i>ESOP</i>	<i>Engineering</i>	<i>1,110</i>
<i>Besser Co.</i>	<i>Alpena</i>	<i>MI</i>	<i>ESOP</i>	<i>concrete manufacturer</i>	<i>1,100</i>
<i>Cooperative Home Care Associates</i>	<i>Bronx</i>	<i>NY</i>	<i>Cooperative</i>	<i>health care</i>	<i>1,100</i>
<i>Abt Associates</i>	<i>Cambridge</i>	<i>MA</i>	<i>ESOP</i>	<i>consulting and research</i>	<i>1,050</i>
<i>Wilbur Smith Associates</i>	<i>Columbia</i>	<i>SC</i>	<i>ESOP</i>	<i>professional services</i>	<i>1,050</i>
<i>David Evans &amp;</i>	<i>Portland</i>	<i>OR</i>	<i>ESOP</i>	<i>engineering</i>	<i>1,050</i>

<i>Company</i>	<i>City</i>	<i>State</i>	<i>Plan</i>	<i>Industry</i>	<i>No. of Emp's</i>
<i>Associates</i>					
<i>Walman Optical</i>	<i>Minneapolis</i>	<i>MN</i>	<i>ESOP</i>	<i>optical supplies</i>	<i>1,000</i>
<i>Somerset Tire Services</i>	<i>Bound Brook</i>	<i>NJ</i>	<i>ESOP</i>	<i>tire and auto services</i>	<i>900</i>

\*\*Pending regulatory approval.

PANELZIMO PERAZ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### 4.1.ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ο θεσμός της διάθεσης των μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή άλλης συνδεδεμένης εταιρείας προβλέφθηκε με την προσθήκη από το άρθρο 2 του Ν 1682/87 νέας περίπτωσης με αριθ. στ στο άρθρο 16 του ΚΝ 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών .

Τον τελευταίο καιρό όλο και περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις επιδιώκουν με παροχές προς τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και προς τα υψηλόβαθμα στελέχη είτε της επιχείρησης είτε των συνδεδεμένων με αυτές επιχειρήσεις με σκοπό να εξασφαλίσουν την διατήρηση στελεχών με ικανότητες και προσόντα και για να επιτύχουν την μέγιστη απόδοση των στελεχών αυτών. Τα κριτήρια επιλογής είναι:

- *Η θέση τους στην εταιρεία*
- *Οι ετήσιες αποδοχές τους*
- *Οι προοπτικές του ρόλου τους συνολικά στον Όμιλο*
- *Άλλα στοιχεία των οποίων η τεκμηρίωση περιλαμβάνεται σε μελέτη που εκπονήθηκε ανεξάρτητο οργανισμό για λογαριασμό της εταιρείας.*

Οι τρόποι που διαθέτει μια ανώνυμη εταιρεία στην Ελλάδα για να επιτύχει για την επίτευξη του στόχου της για την επαύξηση της απόδοσης των στελεχών είναι:



A) η απευθείας διανομή προς τα στελέχη μετοχών της σύμφωνα είτε με το άρθρο 16 παρ. 2 περ. στ του Κ.Ν. 2190/1920 είτε με το άρθρο 18 παρ. 1 του Ν 1731/1987.

B) η παροχή προς τα στελέχη δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών <<stock options>> σύμφωνα είτε με το άρθρο 13 παρ.9 κ.ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με το άρθρο 1 παρ. 2 του ΠΔ 30/1988.

Γ) Παροχή δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών (stock options) σύμφωνα με το άρθρο 13 παρ. του Ν 2190/1920.

Με το άρθρο 13 του ΚΝ 2190/1920 προβλέφθηκε στην χώρα μας η διαδικασία παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών σε μέλη του ΔΣ και του προσωπικού της ανώνυμης εταιρείας. Στην συνέχεια η ανωτέρω διάταξη αντικαταστάθηκε με μια νέα διάταξη αυτή του άρθρου 16 παρ.2 του Ν 2919/2001. Η βασικότερη ρύθμιση που εισήγαγε η νέα διάταξη ήταν η επέκταση της δυνατότητας παροχής <<stock options>> και στο προσωπικό εταιρειών συνδεδεμένων με τη εκδότρια ανώνυμη εταιρεία.

Ειδικότερα σύμφωνα με την διάταξη, όπως αυτή σήμερα ισχύει για την υλοποίηση προγράμματος παροχής δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών εκδόσεως ανώνυμης εταιρείας απαιτείται η προβλεπόμενη από τις διατάξεις των άρθρων 29 παρ.3,4 και 31 παρ.2 ΚΝ 2190/1920 αυξημένη απαρτία και πλειοψηφία.

Περίληψη της απόφασης αυτής υπόκειται στις διατυπώσεις δημοσιότητας του άρθρου 7β του ΚΝ 2190/1920 δηλαδή α) καταχωρείται στο Μητρώο Ανωνύμων εταιρειών που τηρείται από την οικεία Εποπτεύουσα Αρχή (Νομαρχία υπουργείο Ανάπτυξης) και β) η ανακοίνωση της υπό α) καταχώρησης δημοσιεύεται στο ΦΕΚ τ. ΑΕ και ΕΠΕ.

Φορείς του σχετικού δικαιώματος σύμφωνα με τους όρους που θέτει η απόφαση της ΓΣ μπορεί να είναι τα μέλη του Δ.Σ. της εταιρείας, καθώς και τα μέλη του προσωπικού της τελευταίας η συνδεδεμένης επιχείρησης με την έννοια του άρθρου 42<sup>ε</sup> παρ.5 του ΚΝ 2190/1920. Η παραπάνω απόφαση της Γ.Σ. πρέπει ιδίως να ορίζει.

A) το είδος των υπό έκδοση μετοχών και των ανώτατο αριθμό τους , ο οποίος δεν μπορεί να υπερβαίνει το 1/10 των υφισταμένων μετοχών σε περίπτωση που οι δικαιούχοι ασκήσουν το δικαίωμα (option) αγοράς μετοχών.

B) την τιμή και του όρους διάθεσης των μετοχών στους δικαιούχους δηλαδή ενδεικτικά:

*1. Την χρονική διάρκεια του προγράμματος.*

*2. Τις προϋποθέσεις συμμετοχής στο πρόγραμμα όπως π.χ. την επίτευξη ορισμένου επιπέδου παραγωγής ή κερδοφορίας ,συγκεκριμένης χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών η άλλων οικονομικών στόχων.*

*3. Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο ο δικαιούχος μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα προαίρεσης που του χορηγήθηκε.*

*4. Τις διαλυτικές αιρέσεις , υπό τις οποίες τελεί χορήγηση του δικαιώματος όπως η απόλεια του λόγω αποχώρησης του δικαιούχου από την εταιρεία η λόγω της εκ μέρους της εταιρείας καταγγελίας της σύμβασης εργασίας εξαιτίας παραπτώματος του δικαιούχου.*

Επιπλέον με την παραπάνω απόφαση της Γ.Σ. είναι δυνατό να χορηγηθεί η δυνατότητα στο δικαιούχο να ασκεί το σχετικό δικαίωμα του για ορισμένο αριθμό μετοχών ανά τακτά χρονικά διαστήματα ανάλογα και με τον προβλεπόμενο χρόνο διάρκειας του προγράμματος.

Περαιτέρω το ΔΣ της εταιρείας:

*1. Ρυθμίζει κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια που η υλοποίηση του συγκεκριμένου προγράμματος που δεν ρυθμίζεται διαφορετικά από την ΓΣ.*

*2. Εκδίδει τα πιστοποιητικά του δικαιώματος αγοράς μετοχών. Στα πιστοποιητικά αυτά αναγράφεται το όνομα του δικαιούχου, ο αριθμός των μετοχών που*

*δικαιούται να αποκτήσει ο τελευταίος και τέλος η περίοδος άσκησης του δικαιώματος '*

Εν συνεχεία κατά τον μήνα Δεκέμβριο έκαστου έτους το ΔΣ της εταιρείας :

*α. Εκδίδει μετοχές για τα πρόσωπα που άσκησαν το δικαίωμα τους.*

*β. Προβαίνει σε αντίστοιχη αύξηση και πιστοποίηση ( άρθρο 11 του ΚΝ 2190/1920) του μετοχικού κεφαλαίου. Η εν λόγω αύξηση δεν αποτελεί τροποποίηση του καταστατικού και επ' αυτής δεν εφαρμόζεται το προβλεπόμενο από το άρθρο 13 παρ. 5 του ΚΝ 2190/1920 δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετοχών.*

Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία 12 μηνών από την αγορά τους μετά την πάροδο αυτή, οι εν λόγω μετοχές αν δεν διανεμηθούν θα πρέπει να πωληθούν μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα που δεν μπορεί να υπερβαίνει τον 1 χρόνο.

#### **4.2.Η ΝΕΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ**

Η νέα διάταξη που καθιερώνει ο Ν. 2741/99 και η οποία αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης , επεκτείνει τον θεσμό της διάθεσης μετοχών με την μορφή δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών και στις μη εισηγμένες εταιρείες και διευρύνει τον κύκλο των υποψηφίων δικαιούχων , συμπεριλαμβάνοντας τα μέλη του ΔΣ και τον Διευθύνοντα Σύμβουλο ορίζοντας ότι οι μετοχές που θα διατεθούν θα προέλθουν αποκλειστικά και μόνο από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας που θα καλυφθεί από τους δικαιούχους προαίρεσης που θα ασκήσουν το δικαίωμα τους.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

## ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ-ΣΤΟΧΟΙ-ΠΡΟΣΔΟΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ- ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ STOCK OPTIONS

### 5.1.ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ

#### 5.1.2.Λογιστική Ευρωπαϊκού τύπου των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών

Ως συνέπεια της αυξημένης χρήσης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών ,οι σχετικές με αυτά λογιστικές διατάξεις αποκτούν όλο και μεγαλύτερη βαρύτητα επειδή οι διαφορετικοί υπολογισμοί μέσω των διαφόρων ισχυουσών κανόνων θα οδηγούσαν σε διαφορετικές παρουσιάσεις των εταιρικών αποτελεσμάτων. Επιπρόσθετα, οι κανόνες της λογιστικής θα έχουν επιπτώσεις στις υποχρεώσεις της επιχείρησης για φορολογία. Προς το παρόν υφίστανται ρητοί κανόνες για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους στους ευρωπαϊκούς εθνικούς κώδικες.<sup>13</sup> Θα ήταν χρήσιμο να εξετασθεί σε συντομία μία προσέγγιση στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Το 2002 το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο<sup>14</sup>και το Συμβούλιο υιοθέτησαν κανονισμό σχετικό με την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων(International accounting Standards , IAS International Financial Reporting Standards IFRS) για τους ενοποιημένους ισολογισμούς όλων των εισηγμένων εταιρειών από το 2005.<sup>15</sup>

13. International Accounting Standards Board (2001)

14.Κεφάλαιο 9 Pricewaterhousecoopers(2002)

Προς το παρόν δεν υφίστανται πρότυπα IFRS για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Εν τούτοις το Διεθνές Συμβούλιο Λογιστικών Προτύπων (IASB) θα εκδώσει πρότυπο που θα αφορά τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους.

Τα IAS /IRRS θα προβλέπουν ότι:

*Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους μαζί με τις άλλες μορφές αποδοχών βασιζόμενων σε μετοχές πρέπει να καταγράφονται λογιστικά ως δαπάνες κατά την ημερομηνία εκχώρησης. Για συναλλαγές πληρωμών οι οποίες βασίζονται σε μετοχές και καταβλητέες σε μετοχικό κεφάλαιο το κόστος αποζημίωσης θα μετράτε σε μετοχικό κεφάλαιο, το κόστος αποζημίωσης θα μετράτε κατά την ημερομηνία εκχώρησης επί εύλογης αξίας του εκχωρούμενου αντικειμένου στην ίδια ημερομηνία αλλά αυτό θα αναγνωριστεί κατά την περίοδο εξυπηρέτησης, μεταξύ της ημερομηνίας εκχώρησης και κατοχύρωσης.*

Για συναλλαγές πληρωμών βασιζόμενες σε μετοχές και καταβλητέες σε ρευστό η επιβάρυνση θα επανυπολογιστεί σε κάθε ημερομηνία αναφοράς και μια πρόβλεψη θα αθροιστεί κατά την διάρκεια της περιόδου εξυπηρέτησης έτσι ώστε κατά την στιγμή της ενδεχόμενης πληρωμής το ποσό της υποχρέωσης θα πρέπει να ισούται με το ποσό της πληρωμής.

### **5.1.3.Λογιστική Αμερικανικού Τύπου των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών.**

Από το 1948 δημοσιεύτηκαν στις ΗΠΑ οι πρώτοι κανόνες λογιστικής για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους και σήμερα θεωρείται η χώρα με τους πιο μελετημένους κανόνες λογιστικής για αυτό τον τύπο των αποδοχών. Προς το παρόν ισχύουν δύο σύνολα κανόνων: Η γνωμοδότηση Νο 25 (Accounting Principles Board, ARB 25) του Συμβουλίου Αρχών Λογιστικής του

1972 και η δήλωση Νο 123 του Συμβουλίου Προτύπων Χρηματοοικονομικής Λογιστικής του 1995(SFAS 123).

Σύμφωνα με αμφότερα τα πρότυπα , τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να θεωρούνται ως δαπάνες προσωπικού για την περίοδο μεταξύ της εκχώρησης και της κατοχύρωσης των δικαιωμάτων. Η αξία των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών πρέπει να κατανέμεται αναλογικά στην περίοδο αυτή και το αντίτιμο της δαπάνης πρέπει να καταχωρείται στο καταβεβλημένο κεφάλαιο.

#### **5.1.4.Πως γίνεται η λογιστική καταχώριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους?**

Το πρώτο και το σημαντικότερο ερώτημα που πρέπει να απαντήσει είναι εάν τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να καταχωρούνται ως δαπάνες προσωπικού σε λογαριασμό κερδών και ζημιών.

Εάν η επιχείρηση πρέπει να αγοράσει υφιστάμενες μετοχές από την αγορά σε τιμή υψηλότερη από την τιμή άσκησης που καταβάλλει ο εργαζόμενος που ασκεί το δικαίωμα του, η διαφορά αποτελεί σαφώς ένα κόστος το οποίο πρέπει να καταχωριστεί. Όμως στις περισσότερες περιπτώσεις οι μετοχές οι οποίες παρέχονται είναι νεοεκδιδόμενες. Έτσι δεν υπάρχουν άμεσες πληρωμές για την επιχείρηση και κατεπέκταση δεν υφίσταται κόστος για την επιχείρηση αλλά το κόστος βαρύνει τους μετόχους. Όμως τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους εκχωρούνται από μία επιχείρηση στους εργαζόμενους της ως αντάλλαγμα αποτιμήσιμων υπηρεσιών. Η λήψη και η κατανάλωση των υπηρεσιών αυτών είναι μια σημαντική συναλλαγή και ένα οικονομικό σημαντικό γεγονός που θα μπορούσε να απαιτεί λογιστική καταχώριση όπως θα έπρεπε να καταχωριστεί ένα χρηματικό έμβασμα ή ένα αποτιμήσιμο αγαθό.

Ο συνυπολογισμός των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους στο λογαριασμό κερδών και ζημιών είναι μια διαδικασία η οποία είναι ανακόλουθη με το πλαίσιο των κανόνων της λογιστικής αφού τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν αποτελούν δαπάνη. Αλλά

σύμφωνα με το IASB δεν ισχύει διότι κάθε μείωση του ενεργητικού αποτελεί δαπάνη. Ο όρος ενεργητικό να μην περιορίζεται σε στοιχεία που θα μπορούσαν να κατοχυρωθούν στον ισολογισμό. Με την ευρύτερη έννοια τα στοιχεία του ενεργητικού αποτελούν επίσης πόροι υπό μορφή υπηρεσιών που παρέχονται από εργαζόμενους που καταναλώνονται μόλις ληφθούν.

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι ένα φαινόμενο που δεν είχε προβλεφθεί όταν συντάχθηκαν τα λογιστικά πρότυπα και ως εκ τούτου δεν μπορεί να αναμένεται ότι ο τρόπος αντιμετώπισης μπορεί εύκολα εξαχθεί από τα υφιστάμενα πρότυπα.

Η λογική η οποία αντιτάσσεται στην καταχώριση των δικαιωμάτων ως έξοδα υποστηρίζει ότι είναι επιζήμια για την οικονομική ανάπτυξη διότι τα παρουσιαζόμενα κέρδη θα είναι χαμηλότερα. Εμπειρικά δεν υφίστανται επιχειρήσεις που μετέβαλλαν τις λογιστικές τους καταστάσεις και καταχώρισαν τα δικαιώματα ως έξοδα υπέφεραν.

Επιπρόσθετα δεν είναι αποδεκτό να προωθούνται τεχνητά οι τιμές των μετοχών από ατελείς πληροφορίες προς τους μετόχους. Ο αριθμός και η ποσότητα των εκχωρηθέντων ή εκκρεμούντων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους και η αντίστοιχη τιμή άσκησης τους είναι σημαντικές πληροφορίες για τους επενδυτές. Πρέπει να έχουν την δυνατότητα πληροφόρησης για τις μετοχές τις οποίες κατέχουν ή θέλουν να αγοράσουν. Συνεπώς οι επιχειρήσεις πρέπει να υποχρεούνται να παρέχουν την πληροφορία αυτή υπό κάποια μορφή και ότι η πληροφορία αυτή πρέπει να είναι σωστή και ολοκληρωμένη.

Επιπρόσθετα, λόγω της εμβέλειας και των συνεπειών που μπορούν να έχουν τα πρότυπα ως αποτέλεσμα του κανονισμού του 2002 είναι σημαντικό να συμμορφώνονται τα πρότυπα με μια ευρέως αποδεκτή ομοφωνία. Η ανάπτυξη μια τέτοιας ομοφωνίας χρήζει περαιτέρω θεώρησης και συζήτησης. Οι πληροφορίες για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι ζωτικής σημασίας για υγιείς επενδυτικές αποφάσεις.

## 5.2.Στόχοι των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών προς εργαζόμενους

Τα προγράμματα των stock options έχουν ως στόχους :

- Την επικέντρωση των στελεχών και των εργαζομένων στην επίτευξη να σχετίζονται με την εταιρεία, την αύξηση της αξίας της εταιρείας και όχι μόνο την βελτίωση των αποτελεσμάτων της εταιρείας.
- Την δέσμευση και την ταύτιση των στελεχών και των εργαζομένων με την εταιρεία με την δημιουργία κουλτούρας <<εργαζομένων μετόχων>> και αντίστοιχα για την καταβολή και ανάπτυξη της αναγκαίας προσπάθειας της ανάπτυξης της εταιρείας.
- Την παρακίνηση και την δέσμευση των στελεχών για να διακρατήσει τα στελέχη στην εταιρεία και να μειώσει τις αποχωρήσεις με την υπόθεση ότι απολαμβάνουν τα οφέλη τα οποία αυξάνονται σημαντικά με τα χρόνια ώστε να παραμείνουν στην εταιρεία.
- Να οργανώσει την απόδοση μέσω της συμμετοχής των εργαζομένων και να αναπτυχθεί η λειτουργική ευελιξία.
- Να βελτιώσει την εικόνα της εταιρεία στους επενδυτές ώστε η κατοχή αριθμού μετοχών από εργαζομένους προβάλλει ως θετικό μήνυμα καθώς συμβάλει στην μακροπρόθεσμη δέσμευση τους με την επιχείρηση

Σε μελέτη των Weeden, Rosen, Carbery και Rodrick σε δείγμα 247 εταιρειών στις ΗΠΑ ο σημαντικότερος ως στόχος για την υιοθέτηση των Stock options plans σε ευρεία βάση είναι η προσέλκυση νέων ικανών εργαζομένων και η συγκράτηση τους στην εταιρεία



Στον πίνακα 2 παρουσιάζονται οι στόχοι των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης σε εργαζομένους σύμφωνα με την έρευνα και βαθμολογούνται με κλίμακα 1-5 ως προς τη σημαντικότητά τους.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

### Βαθμός ανταπόκρισης στους στόχους.

Στόχος	Βαθμός Ανταπόκρισης				Μέσος όρος
	1 (καθόλου)	2 (αρκετά)	3 (πλήρως)	4 (πέρα από το αναμενόμεν ενο) 11%	
Προσέλκυση εργαζομένων	3%	36%	49%	11%	2,68
Επιβράβευση της ατομικής επίδοσης	3%	38%	49%	10%	2,66
Συγκράτηση βασικών εργαζομένων	3%	46%	39%	11%	2,62
Αύξηση της ιδιοκτησίας των εργαζομένων	9%	31%	53%	7%	2,56
Αντιστοιχία με τα προγράμματα των ανταγωνιστών	6%	49%	38%	6%	2,49
Δημιουργία κουλτούρας ιδιοκτησίας στους εργαζομένους	11%	41%	36%	12%	2,49
Εστίαση των εργαζομένων σε βασικά εταιρικά γεγονότα	4%	51%	37%	8%	2,48
Μείωση του ρυθμού αλλαγής των εργαζομένων	13%	47%	30%	10%	2,39
Εναρμόνιση των συμφερόντων των εργαζομένων με αυτά των μετόχων	5%	56%	36%	3%	2,38
Εστίαση των εργαζομένων στους βασικούς χρηματοοικονομικούς στόχους	12%	47%	35%	6%	2,37
Αύξηση της συμμετοχής των εργαζομένων σε ομάδες	7%	54%	35%	4%	2,35
Μείωση των ανισοτήτων στις αμοιβές	0%	73%	27%	0%	2,26

### **5.3.1. Προσδιοριστικοί παράγοντες για την υιοθέτηση των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων επί των μετοχών προς εργαζομένους**

Στην δεκαετία του 1990 τα stock options ήταν αρκετά δημοφιλή μέθοδος ως αμοιβή των εργαζομένων σε πολλές χώρες παρά το γεγονός ότι αρχικά είχαν συνδεθεί με την αμοιβή με ανώτερα στελέχη αλλά αυτό στη πορεία μεταβλήθηκε αφού όλο και περισσότερες χώρες ξεκίνησαν την παροχή των stock options plans.

Οι Jones, Kalmi και Makinen εντόπισαν τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες που οδηγούν την εταιρία στο να πραγματοποιήσει ένα πρόγραμμα παροχής δικαιωμάτων προαίρεσης. Αυτό το πρόγραμμα μπορεί να είναι με επιλογή εργαζομένους ή να απευθύνεται σε ευρύτερη βάση στην πλειοψηφία των εργαζομένων.

- **Η πορεία της τιμής της μετοχής**

Οι εργαζόμενοι έχουν θετικές προσδοκίες για την μελλοντική τιμή όταν η πορεία της τιμής της μετοχής είναι ανοδική σε σχέση με άλλους επενδυτές. ( Bergman & Jenter 2005)

- **Η χρηματιστηριακή αξία ανά εργαζόμενο**

Επιχειρήσεις με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία αναλογικά για κάθε εργαζόμενο είναι περισσότερο πιθανό να χρησιμοποιήσουν τα stock options με δεδομένο ότι σε θέση να δίνουν κίνητρα στους εργαζόμενους με χαμηλότερο κόστος. Ο Kalmi (2006) έδειξε ότι εταιρείες με υψηλή χρηματιστηριακή αξία ανά εργαζόμενο είναι πιθανότερο να χρησιμοποιήσουν τα stock options και μάλιστα για την πλειοψηφία των εργαζομένων.

- **Ο κίνδυνος για τους εργαζόμενους**

Σύμφωνα με το Prendergast(2002) υφίσταται θετική συσχέτιση μεταξύ του κινδύνου και κινητροδότησης των εργαζομένων. Οι εταιρείες που βρίσκονται σε μεγάλο κίνδυνο είναι πιθανό να μεταβιβάσουν μέρος του στους εργαζόμενους(Kroumova &Sesil 2006). Επιπλέον, σύμφωνα με τον Oyer (2004) όταν η αβεβαιότητα είναι μεγάλη τα σταθερά συμβόλαια με τους εργαζόμενους χρειάζονται συχνή αναθεώρηση με απαγορευτικό κόστος. Για την εταιρεία. Συνεπώς για να διατηρήσει η εταιρεία τους καλύτερους εργαζόμενους είναι προτιμότερο να συνδέσει τις αποδοχές τους με την πορεία της εταιρείας. Οι Oyer και Schaefer (2005) παρατηρούν μια θετική συσχέτιση μεταξύ της επικινδυνότητας της εταιρείας και της παροχής των stock options plans.

- **Το μέγεθος της εταιρείας**

Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι ενώ αυξάνεται η εταιρεία και ο αριθμός των εργαζομένων αυξάνεται και η πιθανότητα παροχής των stock options(Jones, Kato & Plskin 1997, Sesil , Kruse & Blasi 2003, Kroumova &Sesil 2006).

- **Η σημασία της εργασίας**

Όταν η παραγωγή είναι εντάσεως εργασίας ο έλεγχος των εργαζομένων γίνεται εξαιρετικά δύσκολος και δαπανηρός. Σε αυτές τις περιπτώσεις καθίσταται αναγκαίο μέσω της εισαγωγής των stock options η κινητροδότηση των εργαζομένων( Core &Cuay 2001). Παράλληλα η ύπαρξη ειδικευμένου επιστημονικού προσωπικού το οποίο έχει αναπτυχθεί εντός της εταιρείας κρίνει αναγκαίο την εισαγωγή των employee stock options plans διότι η εργασία είναι το μοναδικό περιουσιακό στοιχείο για την εταιρεία.

- **Η περιορισμένη ρευστότητα**

Σύμφωνα με τους (Core and Guay 2001) εταιρείες με περιορισμένη ρευστότητα μπορούν να υποκαταστήσουν τις αμοιβές με την εισαγωγή των stock options. Ενώ σύμφωνα με τους (Bergan and Jenter 2007) εταιρείες με μεγάλη

ρευστότητα διαμορφώνουν κατάλληλους ρόλους για τους εργαζομένους δίνοντας αισιοδοξία για την πορεία της εταιρείας και τα ESOPs καθίστανται κατάλληλα εργαλεία. Αυτό εξηγεί τις παρατηρήσεις των (Fama and French's 2005) ότι αρκετές αναπτυσσόμενες και κερδοφόρες εταιρείες εκδίδουν μετοχές για τους εργαζομένους κάθε χρόνο.

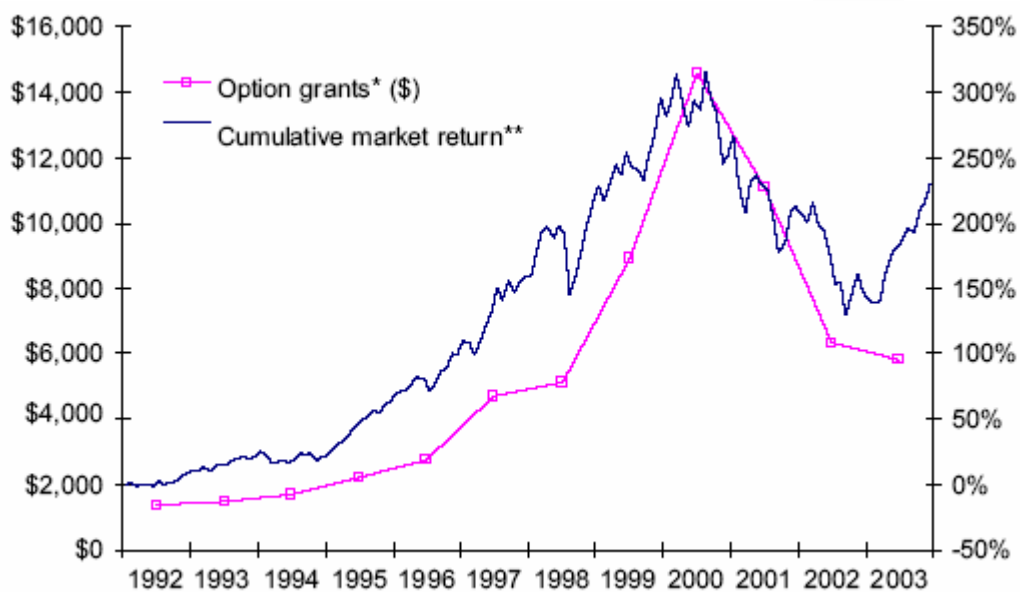
- **Η Ιδιοκτησία**

Με δεδομένο την μεγάλη διασπορά των μετόχων της εταιρείας, τα προγράμματα παροχής των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών παρέχουν λύσεις στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης της ιδιοκτησίας με την οποία δημιουργείται θετική συσχέτιση και αυξάνεται η πιθανότητα διενέργειας των employee stock options plans. Ενώ η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας σε μικρό αριθμό μετόχων δίνει λύσεις στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης και εφαρμόζονται αποτελεσματικότερα ο έλεγχος της εταιρείας διαμορφώνει αρνητική συσχέτιση για την εισαγωγή των προγραμμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών.

- **Employee sentiment**

Σύμφωνα με τους Bergman και Jenter(2007) η γνώμη των εργαζομένων αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την πραγματοποίηση των ESOPs και προτείνεται όταν οι εργαζόμενοι είναι αισιόδοξοι για την πορεία και την ανάπτυξη της επιχείρησης επιθυμούν stock options έναντι των μετοχών. Ως συνέπεια των ανωτέρω είναι η θετική συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών της απόκτησης των ESOPs και της παροχής τους σε ανοδικές χρηματιστηριακές περιόδους.

- *Η διαχρονική πορεία των χρηματιστηριακών αγορών και η χορήγηση stock options σε εργαζομένους*



\*Η μέση αξία των χορηγούμενων stock options που δεν απευθύνονται στα ανώτατα στελέχη κατά τη διάρκεια του έτους (σε εταιρείες που έχουν πάνω από 1.000 εργαζομένους)  
 \*\* Value-weighted NYSE/AMEX/NASDAQ Index

πηγή: Employee sentiment and stock option compensation, Journal of Financial Economics Bergman και Jenter (2007)

Σύμφωνα με έρευνα των Weeden et al (1998) σε δείγμα 1250 επιχειρήσεων παγκοσμίως το 33% προσέφεραν ESOPs σε όλους τους εργαζόμενους και το 11% σχεδίαζαν να εφαρμόσουν stock options σε ευρεία βάση.

Η Eisenhardt (1998) λέει ότι η θεωρία της αντιπροσώπευσης παρέχει ένα θεωρητικό πλαίσιο για την επιλογή της κατάλληλης αμοιβής για τους εργαζόμενους. Η θεωρία συσχετίζει την δυσκολία παρατήρησης των συμπεριφορών των εργαζομένων και της απόδοσης τους κινδύνου. Εάν οι managers είχαν πλήρη πληροφόρηση σχετικά με τις δραστηριότητες των εργαζομένων θα είχαν την δυνατότητα να σχεδιάσουν ένα συμβόλαιο που θα καθόριζε την ενεργή συμμετοχή των εργαζομένων ανάλογα με την κατάσταση. (Milgrom & Roberts 1992). Η δράση των εργαζομένων δεν είναι γνωστή στους Managers, επομένως δεν γνωρίζουν τις κατάλληλες ενέργειες που θα αυξήσουν

την τιμή της μετοχής. Η παροχή των ESOPs σε ευρύτερη βάση στους εργαζομένους τους κινητοποιεί για την μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας.

- Η σκέψη που αντιλαμβάνονται τα ανώτερα στελέχη την χρησιμότητα των ESOPs είναι σημαντικής σημασίας για την πραγματοποίησή τους. Τα αποτελέσματα της έρευνας των St-Onge, Magnan, Thorne και Raymond(2001) με τις απόψεις των στελεχών για την χρήση των ESOPs καταγράφονται στο παρακάτω πίνακα 3.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**

<b>Οι απόψεις 18 ανωτάτων στελεχών Από τον Καναδά</b>	<b>ESOPS ως.....</b>
Τα SOPs υιοθετούνται για την αντιμετώπιση του προβλήματος αντιπροσώπευσης	...μέσο κινητοποίησης των εργαζομένων
Η χορήγηση δικαιωμάτων καθορίζεται από τις συνθήκες της αγοράς	...μέσο προσέλκυσης και διατήρησης των εργαζομένων
Τα SOPs παρέχονται ανεξάρτητα από τη χρησιμότητά τους επειδή χορηγούνται και από τις υπόλοιπες εταιρείες	...μέσο ισότιμης αντιμετώπισης εργαζομένων
Τα SOPs είναι επιτυχημένα όταν υπάρχει πιθανότητα σημαντικών χρηματικών ροών ή προσφέρονται σε εργαζομένους που μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής με την εργασίας τους	...μέσο αμοιβής

- Από έρευνες των Crimel και Schildkraut(2001) απορρέουν ότι τα βασικά κριτήρια της επιλογής των ESOPs. Το ύψος του μισθού είναι ο πρωταρχικός

παράγοντας με ποσοστό 52,4% και επόμενη είναι η ατομική απόδοση κάθε εργαζόμενο σε ποσοστό 14%. Όταν τα stock options αφορούν ανώτερα στελέχη το πρωταρχικό κριτήριο είναι η απόδοση τους με ποσοστό 50%. Τα αποτελέσματα της έρευνας συνοψίζονται στον κάτωθι πίνακα 4:

<b>ΠΙΝΑΚΑΣ 4</b>				
<b>Κριτήρια για τον καθορισμό του αριθμού των δικαιωμάτων που θα χορηγηθούν σε κάθε εργαζόμενο*</b>				
<b>Χαρακτηριστικό</b>	<b>Ατομική απόδοση</b>	<b>Μισθός</b>	<b>Είδος εργασίας</b>	<b>Άλλο κριτήριο*</b>
Όλοι οι εργαζόμενοι	14,4%	52,4%	7,9%	25,3%
<b>Μισθολογική ομάδα</b>				
Ανώτατα στελέχη	49,8%	22,7%	12,2%	15,3%
Όλοι οι εργαζόμενοι εκτός των ανώτατων στελεχών	11,7%	54,6%	7,5%	26,1%
< \$35.000	-	74,5%	1,3%	9,3%***
\$35.000-\$49.999	4,9%	61,9%	9,3%	24,0%
\$50.000-\$74.999	9,1%	45,0%	8,1%	37,8%
>\$75.000	14,7%	36,3%	12,5%	36,5%
<b>Αριθμός εργαζομένων</b>				
<100	-	48,9%	10,2%	13,4%
>100	8,6%	53,9%	6,8%	30,7%
* Δείγμα: περισσότερες από 2.000 εταιρείες των Η.Π.Α. για το έτος 1999				
** Σύνολο κριτηρίων όπως είναι η απόδοση της εταιρείας κ.λ.π.				
***Τα ποσοστά μπορεί να μην αθροίζουν στο 100% για λόγους στρογγυλοποίησης, μη απάντησης ή εμπιστευτικών απαντήσεων που δεν μπορούν να δημοσιευθούν.				

- **Αποδοτικότητα της εταιρείας**

Οι Kruse και Blasi(2000) σε έρευνα τους ανέπτυξαν ότι τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους στις ιδιωτικές εταιρείες οδηγούν σε αύξηση των πωλήσεων, της απασχόλησης και των πωλήσεων ανά εργαζόμενο κατά 2,4% περίπου το χρόνο σε σχέση με επιχειρήσεις που δεν εφαρμόζουν τέτοιου είδους προγράμματα. Από έρευνα του Hamid Mehran(1999) τα ESOPs σε δείγμα 382 δημοσίων επιχειρήσεων αύξησαν την απόδοση του ενεργητικού τους (ROA) κατά 2,7%.

- **The 1999 Rutgers Study**

Αυτή η έρευνα έκανε σύγκριση μεταξύ των εταιρειών που προσέφεραν τα ESOPs στην πλειοψηφία ή στο σύνολο των εργαζομένων με την απόδοση των ομοειδών εταιρειών που δεν προσέφεραν τέτοιου είδους προγράμματα. Η ανάλυση έγινε σε δείγμα 490 εταιρειών: 105 με ευρείας βάσης παροχής stock options και 385 ευρείας βάσης για την πλειοψηφία των πλήρως απασχολούμενων εργαζομένων σε σύγκριση με όλες τις υπόλοιπες εταιρείες των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Τα κριτήρια απόδοσης ήταν η παραγωγικότητα, η ετήσια και η σωρευτική απόδοση της μετοχής για την περίοδο 1992-1997, το Tobin's q(χρηματιστηριακή αξία προς κόστος αντικατάστασης κεφαλαίου), η αποδοτικότητα του ενεργητικού και σταθερή αμοιβή ανά εργαζόμενο. Από την έρευνα προκύπτει ότι εταιρείες με ευρείας βάσης ESOPs επιτυγχάνουν καλύτερη απόδοση ως προς την παραγωγικότητα, την ετήσια και σωρευτική απόδοση της μετοχής το Tobin's και την αποδοτικότητα του ενεργητικού. Υπάρχει στατιστικά σημαντική ένδειξη ότι αυτές οι εταιρείες είχαν υψηλότερα επίπεδα παραγωγικότητας και υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης.



- **The Rutgers New Economy Study**

Αυτή η έρευνα έκανε σύγκριση στην απόδοση 229 επιχειρήσεων της <<Νέας Οικονομίας>>(φαρμακευτικές, τηλεπικοινωνίες, υπολογιστές) στο δείγμα δεν συμπεριλαμβάνονται εταιρείες Internet ή ηλεκτρονικού εμπορίου. Η επιλογή του δείγματος έχει καθοριστική σημασία καθώς συγκεκριμένες εταιρείες έχουν σημαντικά έξοδα έρευνας και ανάπτυξης και εξαιρετικά εξειδικευμένο προσωπικό. Από τα αποτελέσματα της έρευνας προκύπτει ότι οι επενδυτές που έχουν διαμορφώσει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών εταιρειών με ευρείας βάσης ESOPs είχαν σωρευτική απόδοση για την περίοδο 1992-1997. Τα ίδια συμπεράσματα προκύπτουν χρησιμοποιώντας το Economic Value Added(EVA). Το εύρημα αυτό είναι ιδιαίτερης σημασίας καθώς το EVA είναι ένα άμεσο μέτρο της συνεισφοράς του ανθρώπινου κεφαλαίου στην παραγωγή.

### **European studies**

Η Meihuizen(2000) χρησιμοποιώντας δεδομένα από την περίοδο 1992-1997 στην αγορά του Άμστερνταμ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι εταιρείες με ευρύ παροχή των ESOPs επέτυχαν μεγαλύτερες αποδόσεις του μέσου όρου στους μετόχους σε σύγκριση με εταιρείες που παρείχαν stock options σε ανώτερα στελέχη τους δεν σημείωσαν υψηλότερες αποδόσεις.

- **European studies**

Η Meihuizen(2000) χρησιμοποιώντας δεδομένα της χρηματιστηριακής αγοράς του Άμστερνταμ για την περίοδο 1992-1998 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα ESOPs αυξάνουν την παραγωγικότητα όταν δίνονται στην πλειοψηφία των εργαζομένων με τα αποτελέσματα να είναι περισσότερο άμεσα παρατηρήσιμα στο τομέα των υπηρεσιών.

- Οι Conyon and Freeman(2000) πραγματοποίησαν μια μελέτη για την σχέση της παραγωγικότητας και παροχής ESOPs στο Ηνωμένο Βασίλειο

επιβεβαιώνοντας και πάλι τη θετική τους σχέση μεταξύ των stock options και της αυξημένης παραγωγικότητας.

#### 5.4. Χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας

- Η αρθρογραφία σχετικά με την επίδραση των προγραμμάτων παροχής ESOPs αφορά κυρίως τις ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα στην χρηματιστηριακή αγορά χωρίζονται σε δύο αποτελέσματα:
- *Το αποτέλεσμα της μεταβλητότητας και της τιμής. Το αποτέλεσμα της τιμής έχει σχέση με την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των ESOPs και το αποτέλεσμα της μεταβλητότητας με την τιμή της μετοχής.* Αρχικά αναμένεται θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής λόγω των κινήτρων που παρέχονται στους εργαζόμενους και λόγω της αναμενόμενης αύξησης της παραγωγικότητας τους. *Οι μέτοχοι προβληματίζονται με την εξάσκηση των stock options* διότι θα αυξηθεί το σύνολο των μετοχών, αποστρέφονται τον κίνδυνο και ανησυχούν για τις ριψοκίνδυνες επιχειρηματικές επιλογές των managers που θέτουν σε κίνδυνο την εταιρεία για να εξασφαλίσουν προσωπικό κέρδος. *Για το λόγο αυτό αυξάνεται η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής.*
- Επιπρόσθετα το αποτέλεσμα της τιμής αφορά την άμεση αντίδραση της αγοράς ενώ το αποτέλεσμα της μεταβλητότητας αφορά συνήθως ολόκληρη τη διάρκεια ζωής του δικαιώματος.
- Από έρευνα του Abody (1996) (δείγμα 478 εταιρειών για την περίοδο 1980-1990) οι επενδυτές ενσωματώνουν την αξία του δικαιώματος όταν αποτιμούν μια εταιρεία. *Επιπρόσθετα καταλήγει ότι η θετική σχέση μεταξύ της τιμής της μετοχής και της ανακοίνωσης της παροχής ESOPs αντισταθμίζεται πλήρως από το αρνητικό αποτέλεσμα του dilution effect.* Παρόλο αυτά η πλειοψηφία

των μελετών(DeFusco & Johnson& Zorn1990, Ding &Sum 2001) έχει ως συμπέρασμα ότι υφίσταται θετική επίπτωση της ανακοίνωσης στην τιμή της μετοχής και στην αύξηση της μεταβλητότητας.

### 5.5.Διαδικασίες αποτίμησης

Τα ESOPs που χορηγούνται στο προσωπικό της εταιρείας και σε τρίτους εξομοιωμένους με αυτό, σε αρκετές περιπτώσεις δεν υπάρχουν τιμές αγοράς για αυτά λόγω του όταν εκχωρούνται υπό όρους και προϋποθέσεις. Κάτι που δεν ισχύει στα εμπορεύσιμα Stock options. Σε αυτή την περίπτωση η εύλογη αξία των stock options θα πρέπει να υπολογιστεί με την χρήση ενός μοντέλου αποτίμησης.

Στην επιλογή του μοντέλου αποτίμησης θα πρέπει να ληφθούν υπόψη όλοι οι παράγοντες που θα λάμβαναν υπόψη του όλοι οι καλά οι πληροφορημένοι συμμετέχοντες στην αγορά

Σύμφωνα με το IFRS 2 σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης θα πρέπει να ληφθούν οι κάτωθι παράγοντες:

- **Η τιμή εξάσκησης των ESOPs**
- **Η διάρκεια ζωής των ESOPs**
- **Η τρέχουσα τιμή της υποκείμενης μετοχής**
- **Η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής**
- **Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου**

**Τα αναμενόμενα μερίσματα**

## 5.6. Το Μοντέλο Black and Scholes

Τα προγράμματα ESOPs έχουν ομοιότητες με τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα αγοράς (Call options) και για αυτό η αποτίμηση τους γίνεται με βάση παρόμοιους μαθηματικούς τύπους με εκείνους που εφαρμόζονται για την αποτίμηση των Call options. Ένα μοντέλο είναι το Black and Scholes.

Σύμφωνα με αυτό η τιμή ενός Call options European style που δεν πληρώνει μερίσματα δίνεται από τους πιο κάτω τύπους

Δίκαιη τιμή ενός Δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών = C

Όπου  $C = S_0 N(d_1) - X e^{-rt} N(d_2)$

Στην περίπτωση όμως που το υποκείμενο αγαθό (μετοχή) πληρώνει μερίσματα (y) ενώ τα options είναι χωρίς δικαιώματα στο μέρισμα προκειμένου να συνυπολογιστεί αυτή η αρνητική επίδραση στην αξία των Call Options η πιο πάνω φόρμουλα τιμολόγησης προσαρμόζεται και γίνεται:

- $C = S_0 e^{-yt} N(d_1) - X e^{-rt} N(d_2)$

Όπου:

- $S_0$  Spot price τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μετοχής
- $X$  strike price/exercise price Τιμή εξάσκησης δικαιώματος
- $R$  risk free rate επιτόκιο μηδενικού κινδύνου

- $y$  *Divided yield* μερισματική απόδοση
- $T$  *Time to maturity* περίοδος έως την λήξη/περίοδο εξάσκησης
- $\Sigma$  *stock price volatility(per anon)* εκτίμηση της ετησίας διακύμανσης της μετοχής
- $N(x)$  η συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας της μεταβλητής  $x$  που κατανέμεται κανονικά με μέσο μηδέν(0) και διακύμανση (1) τυποποιημένη κανονική κατανομή.
- Με  $d1 = \ln(S_0/x) + (r - y + \sigma^2/2)T/\sigma$
- Με  $d2 = \ln(S_0/x) + (r - y - \sigma^2/2)T/\sigma$

Από την συνάρτηση παρατηρείται ότι η αξία των stock options είναι τόσο μεγαλύτερη όσο:

- (+) η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή είναι υψηλή
- (-) η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλή
- (+) το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο είναι υψηλό
- (+) η περίοδος εξάσκησης είναι μακρά
- (+) η διακύμανση της απόδοσης της μετοχής είναι υψηλή
- (-) η μερισματική απόδοση της μετοχής είναι χαμηλή

## 5.7.Επιμέτρηση της δίκαιης αξίας των ESOPs

Σύμφωνα με τις γνωστοποιήσεις που παρείχαν οι Ελληνικές εταιρείες μέσω των οικονομικών καταστάσεων κατά την αποτίμηση της δίκαιης τιμής των ESOPs η πλειοψηφία των επιχειρήσεων χρησιμοποίησε το model Black and Scholes λαμβάνοντας υπόψη τους παράγοντες:

A) Την δίκαιη τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία παραχώρησης (τιμή κλεισίματος)

B) Την προσδοκώμενη διακύμανση της τιμής της μετοχής.

- Για την προσδοκώμενη διακύμανση είχε λάβει υπόψη χρονικό διάστημα ανάλογα με την εταιρεία χρονικό διάστημα από τρεις μήνες , (ένα)1 έτος και ανάλογα των περιπτώσεων τρία(3) χρόνια.

Γ) Την τιμή εξάσκησης

Δ) Το ετήσιο επιτόκιο άνευ κινδύνου το οποίο στην πλειοψηφία των εταιρειών προσδιορίστηκε μεταξύ 2,7% και 2,8%

Ε) Την μερισματική απόδοση της εταιρείας

**Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η EFG Eurobank Ergasias προσδιόρισε την δίκαιη τιμή των ESOPs με την μέθοδο <<Monte Carlo>> η οποία εξομοιώνει την τιμή της μετοχής κάτω από τις συνθήκες που παραχωρήθηκε το δικαίωμα. Ο παράγοντας της εύλογης αξίας βασίζεται στην παραδοχή ότι όλα τα δικαιώματα αναμένεται να εξασκηθούν από τους εργαζομένους στην πρώτη δυνατή περίπτωση που θα είναι επωφελή για του υπαλλήλους.**

Οι παράμετροι του μοντέλου ήταν: Η τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία παραχώρησης , η τιμή εξάσκησης , η ετήσια μερισματική απόδοση , η αναμενόμενη

διάρκειά ζωής του δικαιώματος και το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ίσο με το επιτόκιο 3τους συμβολαίου Swap

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### 6.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ -ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΑΠΟ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ

#### 6.1.1.Φορολογικές συνέπειες για τον εργαζόμενο

Για τον εργαζόμενο δύο είναι οι πτυχές της φορολογίας των δικαιωμάτων προαίρεσης που παρουσιάζουν μεγάλο ενδιαφέρον:

*Ποιον τύπο φόρου πρέπει να καταβάλλει?*

*Πότε θα είναι πληρωτέοι αυτοί οι φόροι?*

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες ή από κεφαλαιουχικά κέρδη?

Το ποιοι φόροι θα καταβληθούν στα δικαιώματα προαίρεσης εξαρτάται εάν τα κέρδη θεωρούνται εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες ή αν αποτελούν κεφαλαιουχικά κέρδη. Το εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες υπόκειται σε προσωπική φορολογία και σε εισφορές κοινωνικής ασφάλισης. Οι φόροι αυτοί είναι αρκετά υψηλότεροι από τους φόρους των κεφαλαιακών κερδών. Είναι επίσης σημαντικό ότι οι εν λόγω φόροι πρέπει να καταβληθούν.

Συνήθως, το εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες ορίζεται ως το εισόδημα που δίδεται σε κάποιον ως αμοιβή για την δουλειά του από την σύμβαση εργασίας. Το εάν το εισόδημα δίδεται σε ρευστό ή σε είδος δεν έχει σημασία στο πλαίσιο αυτό. Αφού τα

δικαιώματα προαίρεσης εκχωρούνται με σύμβαση εργασίας και συνδέονται με διάφορες μορφές απασχόλησης τα δικαιώματα προαίρεσης εμπίπτουν στον ορισμό του εισοδήματος από απασχόληση.

Από την άλλη πλευρά τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι ειδικής φύσεως , αφού η αποδοχή των δικαιωμάτων αντί μισθού είναι επίσης μια επενδυτική απόφαση εκ μέρους των εργαζόμενων. Κάτω από αυτό το πρίσμα τα κέρδη από δικαιώματα προαίρεσης θα μπορούσαν καταρχήν να θεωρηθούν ως κεφαλαιουχικά κέρδη.

Παρά την ασαφή φύση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους από τα περισσότερα φορολογικά συστήματα θεωρούνται ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες. *Θεωρούνται ως κεφαλαιουχικά κέρδη μόνο εάν πληρούνται ορισμένοι παράμετροι(πρόγραμμα ευρείας βάσης,ελάχιστες περίοδοι κατοχύρωσης δικαιώματος) ,η διευθέτηση των κερδών από δικαιώματα προαίρεσης αγορά μετοχών από εργαζόμενους ως κεφαλαιουχικά κέρδη αποτελούν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση που εκχωρείται σε επιχειρήσεις τους δίνει την δυνατότητα να σχεδιάσουν προκειμένου να σχεδιάσουν τα προγράμματα των stock options με τον τρόπο που επιθυμεί το κράτος.*

Η φορολογία των δικαιωμάτων προαίρεσης πρέπει να είναι διακριτή από τα κέρδη των μετοχών που δεν αποκτώνται μέσω των δικαιωμάτων προαίρεσης. Οι μετοχές που αποκτώνται είναι μια επενδυτική απόφαση και στην περίπτωση αυτή κάθε περαιτέρω κέρδος από μια αύξηση της τιμής της μετοχής είναι κεφαλαιουχικό κέρδος και επομένως φορολογείται ως κεφαλαιουχικό κέρδος. Η βάση για την φορολογία είναι η διαφορά μεταξύ της αξίας που πραγματοποιείται στην πώληση των μετοχών και της αξίας των μετοχών κατά την άσκηση.

### **6.2.1.Χρόνος επιβολής της φορολογίας**

Το εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες φορολογείται σύμφωνα με την αρχή των μετρητών την στιγμή που ο εργαζόμενος το λαμβάνει ή το ρευστοποιεί. Ενώ το εισόδημα σε ρευστό μπορεί εύκολα να ταυτιστεί, το δικαίωμα προαίρεσης με πέντε (5) κύκλους μπορεί να ανακύψει μέσω της υποχρέωσης της καταβολής φόρου:



- *Εκχώρηση*
- *Κατοχύρωση*
- *Άσκηση του δικαιωμάτων προαίρεσης*
- *Κατοχύρωσης μετοχών*
- *Πώληση μετοχών.*

### **6.2.2.Εκχώρηση του δικαιώματος προαίρεσης**

Πολλές χώρες φορολογούν ένα διαπραγματεύσιμο δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να αποτιμηθεί χωρίς πολλά προβλήματα κατά την εκχώρηση. Αυτό εγγυάται την δικαιοσύνη του φορολογικού συστήματος. Υπάρχουν όμως σημαντικές διαφορές με τα κριτήρια που μπορεί να αποφασιστεί κατά πόσο τα δικαιώματα προαίρεσης είναι διαπραγματεύσιμα και μπορούν να αποτιμηθούν. Θα ήταν περισσότερο σαφές εάν υφίστανται αγορά για τα δικαιώματα προαίρεσης και εάν ο εργαζόμενος έχει το δικαίωμα να μπορεί να τα πουλήσει.

Γενικά, τα δικαιώματα προαίρεσης δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Στη περίπτωση των μη διαπραγματεύσιμων δικαιωμάτων προαίρεσης είναι δύσκολο να αποτιμηθούν. Ένα μη διαπραγματεύσιμο δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους μοιάζει περισσότερο με υπόσχεση από τον εργοδότη για κάποια μελλοντικά κέρδη με την προϋπόθεση ότι η τιμή της μετοχής της εταιρείας εξελίσσεται ομαλά. Η φορολογία των μη διαπραγματεύσιμων δικαιωμάτων προαίρεσης επί των μετοχών εισάγει μια σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο μορφών αποδοχών.

Η φορολογία κατά την **εκχώρηση** εισάγει ένα επιπρόσθετο στοιχείο κινδύνου για τον εργαζόμενο. Εάν τα δικαιώματα προαίρεσης καταποντιστούν ο φόρος που καταβλήθηκε κατά εκχώρηση γενικώς δεν επιστρέφεται. Ο κίνδυνος για τις καλά

οργανωμένες επιχειρήσεις πιθανό να μην ισχύει με δεδομένο ότι τα δικαιώματα προαίρεσης ισχύουν για μεγάλο χρονικό διάστημα και κατ' επέκταση με κέρδος. Για τις νέες επιχειρήσεις ή για τις αναπτυσσόμενες εταιρείες υφίσταται κίνδυνος αποτυχίας. Αυτό θα έχει επίδραση στους κινδυνόφοβους εργαζόμενους και κατεπέκταση η φορολογία κατά την εκχώρηση θα μεταβάλλει την αντίληψη των δικαιωμάτων προαίρεσης με ένα αρνητικά ριζικό τρόπο.

Επίσης ο κίνδυνος κατά την εκχώρηση για την φορολογία θα μεταβληθεί αρνητικά με δεδομένο ότι οι περισσότεροι εργαζόμενοι είναι κινδυνόφοβοι. Αυτό θα μπορούσε να αντιμετωπιστεί εάν τα κέρδη από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών ήταν αφορολόγητα. Σε περιπτώσεις άνθησης των χρηματιστηρίων θα δημιουργηθούν πολιτικές ανησυχίες σχετικά με την δικαιοσύνη της κατανομής και πολιτικά δεν θα είναι αποδεκτό.

Από την άλλη πλευρά η φορολογία κατά την εκχώρηση μπορεί είναι κατάλληλη για να καλλιεργήσει την νοοτροπία της ενδοεπιχειρηματικότητας. Έτσι ο δεσμός μεταξύ της εταιρείας και του εργαζόμενου που ήδη έχει καταβάλει τον φόρο για τα δικαιώματα του θα μπορούσε να είναι ισχυρότερος από τις περιπτώσεις όπου ο εργαζόμενος δεν έχει πληρώσει τίποτα και η υποχρέωση για πληρωμή μπορεί να μην έχει προκύψει ποτέ.

Η φορολογία κατά την εκχώρηση ενισχύει την σηματοδοτική λειτουργία του προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης. Οι εργαζόμενοι οι οποίοι αποδέχονται να πληρώσουν φόρο στέλνουν ηχηρό μήνυμα εμπιστοσύνης για την ανάπτυξη της εταιρείας σε άλλους ενδεχόμενους επενδυτές. Για τους ίδιους λόγους αυτή η λειτουργία μπορεί να στείλει αρνητικό σήμα στην αγορά εάν μια επιχείρηση προσφέρει δικαιώματα προαίρεσης και οι εργαζόμενοι της είχαν αρνητική στάση σύμφωνα με την έννοια ότι η γνώμη των εργαζομένων αναφορικά με την επιχείρηση τους είναι καλύτερη από την άποψη του μέσου επενδυτή.

Η φορολογία κατά την εκχώρηση συνεπάγεται και πρόβλημα ρευστότητας αφού τα δικαιώματα συνήθως δεν μπορούν να πωληθούν και η ρευστότητα πρέπει να προέλθει από άλλη πηγή.

### 6.2.3. Κατοχύρωση των δικαιωμάτων προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν περιέχονται κατά την εκχώρηση αλλά σταδιακά. Εκτός από την απλή πάροδο του χρόνου τα δικαιώματα άσκησης υπόκεινται και σε συνθήκες επίτευξης ορισμένων δεικτών επιτυχίας. Η κατοχύρωση σημαίνει ότι ο εργαζόμενος μπορεί να χρησιμοποιήσει τα δικαιώματα προαίρεσης για να αποκτήσει μετοχές και ο εργοδότης δεν έχει κανένα νομικό ή συμβατικό δικαίωμα για να τον εμποδίσει. Η κατοχύρωση επίσης σημαίνει ότι ο εργαζόμενος μπορεί να τα ασκήσει εάν συνεχίσει να απασχολείται στην επιχείρηση που του εκχώρησε τα δικαιώματα προαίρεσης.

Για λόγους όμως φορολογίας και σε συνάρτηση με το γεγονός ότι θα μπορούσε να ασκήσει τα δικαιώματα προαίρεσης και να τα ρευστοποιήσει είναι επαρκές να υποστηριχθεί ότι τα δικαιώματα προαίρεσης κατοχυρώθηκαν. Ενώ ένα δικαίωμα προαίρεσης μη διαπραγματεύσιμο αντιστοιχεί με μια ευκαιρία για μελλοντικά κέρδη, ένα κατοχυρωμένο δικαίωμα προαίρεσης αποτελεί ένα οικονομικό πλεονέκτημα. Μπορεί να ασκηθεί εάν οι μετοχές μπορούν να πουληθούν άμεσα και το κατοχυρωμένο δικαίωμα μπορεί ταχέως να μετατραπεί σε ρευστό. Παρόλο αυτά σχετικά με το πρόβλημα της αποτίμησης η φορολογία κατά την κατοχύρωση πλήττεται από παρόμοια προβλήματα με την φορολογία κατά την εκχώρηση.

5. Υπάρχει επίσης η δυνατότητα ότι ένα δικαίωμα προαίρεσης μπορεί να ενδεχομένως να χρησιμοποιηθεί σε συναλλαγή αλλά όχι για την απόκτηση μετοχών, για παράδειγμα θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως ενέχυρο. Κάτι τέτοιο θα μπορούσε να προκύψει για παράδειγμα αν ο εργαζόμενος λάβει πίστωση από τον εργοδότη του και του επιτραπεί να χρησιμοποιήσει τα ακατοχύρωτα δικαιώματα του ως εγγύηση. Στην περίπτωση αυτή, τα ακατοχύρωτα δικαιώματα καταστώνται κάτι από

παραπάνω από μία απλή ευκαιρία μελλοντικών κερδών και καταρχήν, μια τέτοια μετατροπή θα μπορούσε να επισύρει την επιβολή φόρου.

#### 6.2.4. Άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης

Στις περισσότερες χώρες τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους φορολογούνται όταν ασκούνται δηλαδή όταν καταβάλλεται η τιμή άσκησης και αποκτάται η μετοχή. Το φορολογούμενο ποσό ισούται με την διαφορά μεταξύ της αγοραίας τιμής της μετοχής και του κόστους απόκτησης της, δηλαδή η καταβληθείσα τιμή άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης συν ένα ποσό που ο εργαζόμενος μπορεί να καταβάλει για να αποκτήσει το δικαίωμα.

Για τον εργαζόμενο το κύριο πλεονέκτημα της φορολογίας κατά την άσκηση είναι ότι το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους παραμένει μια ακίνδυνη επένδυση. Οι φόροι είναι πληρωτέοι εάν τα δικαιώματα αποδεχθούν κερδοφόρα.

Η αναβολή της φορολογίας για την εταιρεία διατρέχει τον ίδιο οικονομικό κίνδυνο με τον εργαζόμενο. Εάν τα δικαιώματα καταποντιστούν δεν θα προκύψει κανένα φορολογικό κέρδος. Αφετέρου, όμως εάν η μετοχή εξελιχθεί καλά, συνήθως κατά την άσκηση θα αποδώσει υψηλότερη φορολογία από την εκχώρηση. Με αυτό τον τρόπο αποζημιώνεται και το δημόσιο για την λήψη του κινδύνου. Επιπρόσθετα πρέπει να ληφθεί υπόψη η φορολογική κλίμακα. Η υψηλότερη βάση θα καταλήξει σε υψηλότερο φορολογικό συντελεστή λόγω των προοδευτικών φορολογικών συντελεστών εισοδήματος. Έτσι η αναβολή της φορολογίας μέχρι την στιγμή της άσκησης δεν προσφέρει αθέμιτο πλεονέκτημα στους κατόχους δικαιωμάτων προαίρεσης σε σύγκριση με τους κατόχους ενός άλλου χρηματοοικονομικού αγαθού.

Η φορολογία των κερδών κατά την άσκηση ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες συχνά προκαλεί την επιβολή φόρου παρακράτησης και την ανάγκη να καταβληθούν ασφαλιστικές εισφορές. Εντούτοις την στιγμή αυτή ο εργαζόμενος δεν έχει ακόμα καθόλου κέρδη από μετρητά. Το πρόβλημα ρευστότητας επιλύεται μέσω της άμεσης

πώλησης των μετοχών ή μέρους αυτών. Το πρόβλημα που προέρχεται είναι υπεύθυνο γιατί οι εργαζόμενοι δεν κρατούν μετοχές μετά την άσκηση. Ο κάτοχος του δικαιώματος προαίρεσης αποφασίζει να το ασκήσει διότι φοβάται ότι ο υποκείμενος τίτλος θα χάσει την αξία του στο μέλλον και θα πουλήσει τις μετοχές γρήγορα πριν πέσει η αξία τους. Εάν όμως αναμένει άνοδο της τιμής της μετοχής τότε δεν θα ασκήσει το δικαίωμα διότι η αγορά των μετοχών δεν θα αύξανε το μικτό κέρδος αλλά θα δαπανήσει ποσά που θα μπορούσαν να επενδυθούν αλλού.

Γενικά, το κόστος ευκαιρίας δεν ευνοεί την πρόωπη άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης. Ο εργαζόμενος θα ασκούσε το δικαίωμα προαίρεσης εάν η φορολογία κεφαλαιουχικών κερδών είναι σημαντικά μικρότερη από τον φόρο των μισθωτών υπηρεσιών. Έτσι ο εργαζόμενος θα ασκούσε το δικαίωμα προαίρεσης και στην συνέχεια θα κρατούσε τις μετοχές με δεδομένο ότι τα κεφαλαιουχικά κέρδη είναι σαφώς χαμηλότερα. Ένα τέτοιο σενάριο είναι ορθολογικό εάν ο εργαζόμενος αναμένει απόδοση άνω του μέσου όρου. Διαφορετικά θα προχωρήσει στην διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του. Ο κίνδυνος απασχόλησης και μισθού είναι ήδη συνδεδεμένα με την εταιρεία του και θα ήταν συνετό να επενδύσει το νομισματικό του κεφάλαιο αλλού.

#### **6.2.5.Κατοχύρωση των μετοχών**

Ορισμένα προγράμματα προαίρεσης επί μετοχών προβλέπουν μια περίοδο κλειδώματος των μετοχών που αποκτά ο εργαζόμενος στην άσκηση των δικαιωμάτων του. Αυτό σημαίνει ότι η μετοχή δεν μπορεί να πουληθεί για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Τέτοιες ρήτρες χρησιμοποιούνται για να προστατεύσουν τους επενδυτές για την χειραγώγηση της τιμής της μετοχής από την διεύθυνση.

Αν οι μετοχές δεν έχουν κατοχυρωθεί κατά την άσκηση η φορολογία αυτή την χρονική στιγμή θα προκαλέσει σοβαρά προβλήματα ρευστότητας διότι ο εργαζόμενος δεν μπορεί να πουλήσει τις μετοχές για να καλύψει τον φόρο. Η αναβολή της φορολογίας σε αυτές τις περιπτώσεις είναι ορθή.

Στην κατοχύρωση των μετοχών δύο τρόποι υπολογισμού υπάρχουν:

- Το φορολογικό κέρδος θα μπορούσε να είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης και της τιμής της μετοχής κατά την άσκηση.
- Το φορολογικό κέρδος μπορεί να ισούται με την διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης και της τιμής της μετοχής κατά την κατοχύρωση.<sup>5</sup>

#### **6.2.6. Πώληση των μετοχών**

Η μετοχή που αποκτήθηκε μέσω δικαιώματος προαίρεσης όταν πουληθεί τότε θα προκύψει και η υποχρέωση καταβολής φόρου. Θα υπάρξουν δύο υπολογισμοί :

*Στο εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες και του κεφαλαιουχικού κέρδους.* Θα υπάρχει φορολογία του κέρδους από απασχόληση που απλώς μετατίθεται μέχρι να πραγματοποιηθεί το και το κεφαλαιουχικό κέρδος. Και θα μπορούσε να φορολογηθεί στο σύνολο του κέρδους σύμφωνα με τους κανόνες φορολογίας κεφαλαίου. Η πρώτη από τις δύο αυτές μεθόδους φαίνεται να έχει το πλεονέκτημα της αναβολής του φόρου μισθωτών υπηρεσιών. Έχει όμως τον κίνδυνο της πτώσης της τιμής της μετοχής μεταξύ της άσκησης του δικαιώματος προαίρεσης και της πώλησης των μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση ο εργαζόμενος ίσως να μην πραγματοποιήσει αρκετό κέρδος ικανό για να πληρώσει φόρους επί των προηγούμενων λογιστικών κερδών.

#### **6.3. Προαιρετική φορολογία κατά την εκχώρηση ή την άσκηση**

Δεδομένο ότι όλες οι μορφές φορολογίας έχουν τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα θα μπορούσε να γίνει εκχώρηση στους εργαζόμενους του δικαιώματος επιλογής της στιγμής της φορολόγησης ή εναλλακτικά ο φορολογικός νόμος θα μπορούσε να προσφέρει διαφορετικές στιγμές επιβολής του φόρου.<sup>6</sup>

5. Να σημειωθεί ότι ορισμένα φορολογικά συστήματα δεν προβλέπουν την φορολόγηση ιδιωτικών κεφαλαιουχικών κερδών, τουλάχιστον όχι γενικώς. Ορισμένες φορές τα συστήματα αυτά επιβάλλουν φορολογία επί των βραχυπρόθεσμων κερδών από συμμετοχές

6. Townsend

Το κύριο πλεονέκτημα ενός συστήματος που προσφέρει την δυνατότητα επιλογής μεταξύ της φορολογίας κατά την εκχώρηση ή της φορολογίας κατά την άσκηση σε σύγκριση με ένα σύστημα όπου η φορολογία κατά την άσκηση είναι ο μόνος κανόνας είναι ότι ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι εργαζόμενοι θα μπορούσε να ανταμειφθεί καλύτερα. Εάν οι μετοχές μιας επιχείρησης εξελιχθούν καλά η φορολογία κατά την εκχώρηση μπορεί να καταλήξει σε ένα σχετικά χαμηλό φορολογικό συντελεστή. Επιπρόσθετα δε να υπάρχει συνδυασμός με απαλλαγή από τις ασφαλιστικές εισφορές, οι εργαζόμενοι που πιστεύουν στην δυναμική ανάπτυξη της επιχείρησης θα μπορούσαν να ανταμειφθούν με χαμηλότερους φόρους για την προθυμία τους να αναλάβουν τον κίνδυνο της καταβολής φόρου εκ των προτέρων. Έτσι θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ένα σύστημα εναλλακτικής φορολογίας κατά την εκχώρηση ως καταλύτης για περισσότερη επιχειρηματικότητα.<sup>7</sup>

Ταυτόχρονα, η καταβολή του φόρου θα δημιουργήσει στενότερο δεσμό μεταξύ των εργαζομένων και της επιχείρησης. Οι εργαζόμενοι που έχουν ήδη επενδύσει στην καταβολή του φόρου στα δικαιώματα προαίρεσης έχουν μεγαλύτερο κίνητρο και συμφέρον για την ανάπτυξη της επιχείρησης από ότι οι εργαζόμενοι οι οποίοι θα φορολογηθούν κατά την άσκηση, δηλαδή εάν προκύψει κέρδος.

6. Για παράδειγμα Deutscher Industrie-und Handelstag(2000)

7. Η Ολλανδία μπορεί να εκληφθεί ως εξαίρεση. Αφού η φορολογία επιβάλλεται είτε για κατοχύρωση είτε κατά την άσκηση, η εκχώρηση κατοχυρωμένων μετοχών θα μπορούσε στην πράξη να θεσπίσει την επιλογή μεταξύ φορολογίας κατά την εκχώρηση και φορολογίας κατά την άσκηση.

#### **6.4.1.Μετριασμός των επιδράσεων των προοδευτικών φορολογικών προγραμμάτων**

Στην περίπτωση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους το κέρδος που φορολογείται ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες αθροίζεται για περίοδο μεγαλύτερη από την συνήθη φορολογική περίοδο. Επειδή τα προγράμματα φορολογίας είναι προοδευτικά, η μέση φορολογική επιβάρυνση επί των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών θα ήταν αρκετά πιο υψηλή από τα εισοδήματα από μισθούς.

Ο τρόπος για την αποφυγή τέτοιων καταστάσεων είναι:

*Η φορολογία κατά την εκχώρηση με την χρήση της μεθόδου αποτίμησης του τύπου Black scholes που καταλήγει σε μειωμένη προσδοκώμενη αξία. Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη ότι το κέρδος σωρεύεται σε χρονική διάρκεια μεγαλύτερου διαστήματος και έτσι μετριάξει την επίδραση των φορολογικών κλιμάκων. Μειονέκτημα της ότι αντιμετωπίζεται όχι ως ευμενής τρόπος φορολόγησης.*

#### **6.4.2.Φορολογία επί κεφαλαιουχικών κερδών**

Η φορολογία επί κεφαλαιουχικών κερδών είναι χαμηλότερη από την φορολογία του εισοδήματος από μισθωτές υπηρεσίες.

*Κανόνες για τον προσδιορισμό του μέσου εισοδήματος. Η λογική αυτής της μεθόδου είναι ότι το σωρευμένο εισόδημα διαιρείται με τον αριθμό των ετών ή με ένα φορολογικό συντελεστή. Στην συνέχεια υπολογίζεται ένας φορολογικός συντελεστής για αυτό το τμήμα του εισοδήματος συν το κανονικό εισόδημα.*



### 6.4.3.Φορολογία εκπτώσεων

Στην πλειοψηφεία των περιπτώσεων τα δικαιώματα προαίρεσης εκχωρούνται σε ρευστό. Μερικές φορές τα δικαιώματα προαίρεσης εκχωρούνται με έκπτωση δηλαδή η τιμή άσκησης είναι χαμηλότερη από την αγοραία τιμή του υποκειμένου κατά την εκχώρηση. Η έκπτωση αποτελεί όφελος για τον εργαζόμενο και αυτό αυξάνει το δικαίωμα προαίρεσης του. Στις περιπτώσεις που υφίσταται έκπτωση η φορολόγηση είναι λιγότερο ευνοϊκή για τον εργαζόμενο.

Από την πλευρά των κινητροδοτικών επιδράσεων ενός δικαιώματος προαίρεσης που χορηγείται στην ίδια αξία ο εργαζόμενος πιθανόν να ανάμενε υψηλή διακύμανση της υποκείμενης μετοχής διότι πιθανό αυτό να του έδινε την ευκαιρία για άσκηση με αξιόλογο κέρδος. Ενώ εάν υφίσταται έκπτωση η υψηλή διακύμανση θα εμφάνιζε τον κίνδυνο απώλειας της έκπτωσης.

### 6.5.Φορολογικές συνέπειες για τον εργοδότη

Το κόστος που επιβαρύνει τον εργοδότη για την οργάνωση και εφαρμογή του προγράμματος προαίρεσης αγοράς μετοχών θεωρείται δαπάνη και εκπίπτει φορολογικά. Το κόστος των δικαιωμάτων προαίρεσης για τον εργοδότη μπορεί να προκύψει μέσω:

- *Επαναγορά μετοχών*
- *Έκδοσή μετοχών*

*Εφόσον η επαναγορά γίνει για την άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης του εργαζομένου τότε στην εκχωρούσα εταιρεία υφίσταται κόστος. Ακόμη και εάν η εταιρεία είχε επαναγοράσει μετοχές κατά την εκχώρηση τότε υπάρχει κόστος ευκαιρίας.*

Εάν η εταιρεία επιλέξει την έκδοση μετοχών δεν υπάρχει άμεσο κόστος για την επιχείρηση αλλά έμμεσο κόστος για τους ιδιοκτήτες αφού τα δικαιώματα τους θα μετριασθούν.

Η πιο κοινή πρακτική είναι η επαναγορά αφού το κόστος επαναγοράς των μετοχών εκπίπτει φορολογικά ενώ δεν υπάρχει φορολογική έκπτωση για τις νεοεκδοθείσες μετοχές.

Στο τομέα των ασφαλιστικών εισφορών η κατάσταση διαφέρει. Στην πλειοψηφία των χωρών, οι εργοδοτικές ασφαλιστικές εισφορές είναι πληρωτέες κατά κανόνα όταν το εισόδημα από τα δικαιώματα προαίρεσης μετοχών θεωρείται εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες.

Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τα προβλήματα της αποτίμησης και της ρευστότητας όπως οι εργαζόμενοι και αρκετές φορές σημαντικότερα. Η επιχείρηση δεν μπορεί να γνωρίζει πότε θα ασκηθούν τα δικαιώματα προαίρεσης και κατεπέκταση είναι δύσκολο να προγραμματίσει την φορολογική της υποχρέωση με άμεσο αντίκτυπο στην ρευστότητα της.

Ενώ οι εργαζόμενοι θα πουλήσουν μέρος των μετοχών τους για την άντληση του ποσού της φορολογικής υποχρέωσης, οι επιχειρήσεις δεν έχουν αυτό το δικαίωμα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η επιχείρηση αντλεί κάποια ρευστότητα από την εισροή κεφαλαίου από τους εργαζόμενους για την άσκηση των δικαιωμάτων τους.

Γενικά οι επιχειρήσεις έχουν την υποχρέωση παρακράτησης σε ότι αφορά την καταβολή του φόρου εισοδήματος του εργαζόμενου. Εν τούτοις η διαφανόμενη μείωση της ρευστότητας μπορεί να μετακυλιστεί στον εργαζόμενο. Γεγονός που φαίνεται εύκολο στην περίπτωση της άσκησης να καταβάλλουν οι εργαζόμενοι μαζί με την τιμή άσκησης και την καταβολή του φόρου. Προβλήματα μπορεί να προκύψουν όταν η φορολογία γίνεται κατά την εκχώρηση ή κατά την κατοχύρωση. Οι εργαζόμενοι δεν θα έχουν την ρευστότητα και η επιχείρηση ενδεχομένως θα πρέπει να προκαταβάλει τα χρήματα ή να τα αφαιρέσει από την μισθοδοσία η οποία πιθανόν να μην είναι επαρκής.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### 7.1.ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΣΥΓΚΡΙΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΠΕΔΩΝ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ

#### 7.1.2.Γενικές παρατηρήσεις

Τα γενικά επίπεδα φορολογίας διαφέρουν μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ και μεταξύ της ΕΕ και άλλων χωρών.<sup>10</sup> Η φορολόγηση στα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους γίνεται σε συνάρτηση με το επίπεδο φορολογίας του προσωπικού εισοδήματος, της φορολογίας των κεφαλαιουχικών κερδών καθώς και του πλαισίου του γενικού επιπέδου των δημοσίων δαπανών. Τα δικαιώματα προαίρεσης λόγω των πλεονεκτημάτων που προσφέρουν δεν πρέπει να αντιμετωπίζονται με δυσμένεια συγκριτικά με το εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες. Όταν συγκρίνουμε την φορολογική αντιστοιχία των δικαιωμάτων προαίρεσης από εργαζόμενους θα πρέπει να έχουμε υπόψη ότι αφορούν το πιο κινητικό κομμάτι του εργατικού στελεχικού δυναμικού. Οι υψηλοί φόροι αδυνατίζουν την προσέλκυση και στρατολόγηση ικανού στελεχικού δυναμικού. Στο μέτρο του δυνατού που τα προγράμματα των δικαιωμάτων προαίρεσης λειτουργούν για να προσελκύσουν αυτό το δυναμικό οι διαφορές στην φορολογία καθιστούν αυτή την διαδικασία προβληματική. Σε γενικές γραμμές υφίστανται διαφορετικοί φόροι που επιβάλλονται στις αποδόσεις των δικαιωμάτων προαίρεσης

#### 7.1.3.Συνθήκες ευνοϊκής φορολόγησης μεταχείρισης

Η πλειοψηφία των κρατών μελών της Ε.Ε. έχουν ειδικά φορολογικά προγράμματα ευεργετούμενα από την εφορία και προσφέρουν πιο ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους όταν το εταιρικό πρόγραμμα πληρεί ορισμένες συνθήκες.

10 ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ,Δομές των Φορολογικών Συστημάτων στην ΕΕ 1995-2001

*Το ευεργέτημα μπορεί να είναι η αναβολή της καταβολής του φόρου στην άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης με πιο μειωμένο φορολογικό συντελεστή, επιβολή του συντελεστή φόρου των κεφαλαιουχικών κερδών στο εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες ή σε πιο ευνοϊκές μεθόδους αποτίμησης του φορολογητέου κέρδους. Τα προγράμματα για να τύχουν ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης πρέπει να πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις:*

- *Προσδιορισμός των δικαιωμάτων προαίρεσης και του προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης. Τα προγράμματα πρέπει να αναφέρουν την τιμή άσκησης και συνήθως δεν επιτρέπονται μεταβολές.*
- *Η περίοδος του δικαιώματος προαίρεσης δεν πρέπει να υπερβαίνει ορισμένα όρια. Με τις δικλείδες αυτές οι αρχές τοποθετούν περιορισμούς για να μην γίνονται καταχρήσεις των δικαιωμάτων προαίρεσης και για να ελέγξουν τις πιθανές απώλειες εισοδημάτων.*
- *Σαφής δεσμός μεταξύ επιχείρησης και εργαζόμενου. Η ευνοϊκή αντιμετώπιση είναι μόνο για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών της επιχείρησης ή των στενά συνδεδεμένων εταιρειών. Στα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών δεν επιτρέπεται η αντιστάθμιση, δεν διαπραγματεύονται και δεν μεταβιβάζονται.*
- *Μέγεθος της εκχώρησης δικαιωμάτων προαίρεσης. Το μέγεθος της εκχώρησης περιορίζεται μόνο για την συγκεκριμένη εκχώρηση ή περιορίζεται γενικώς.*

- *Ο περιορισμός του μεγέθους της εκχώρησης των δικαιωμάτων προαίρεσης προστατεύει τους μετόχους από τον κίνδυνο της υπερβολικής μείωσης της αξίας των μετοχών τους.*
- *Κάλυψη του προγράμματος. Τα προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών τα οποία είναι φορολογικώς ευεργετούμενα πρέπει να αφορούν το σύνολο των εργαζομένων της επιχείρησης ή το μεγαλύτερο κομμάτι αυτής.*
- *Επιλεξιμότητα κατόχων δικαιωμάτων προαίρεσης. Πρέπει να εφαρμόζονται ορισμένοι περιορισμοί ως προς το ποιος μπορεί να επωφεληθεί από ένα φορολογικώς ευεργετούμενο πρόγραμμα.*

***Περιορισμοί για τις μετοχές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν:***

- *Οι μετοχές να είναι κανονικές, χωρίς ειδικούς περιορισμούς και να είναι πλήρως καταβεβλημένες. Τα προγράμματα των δικαιωμάτων προαίρεσης πρέπει να αποκτήσουν μια ομογενοποίηση ως αφορά την φορολογική αντιμετώπιση για να μην είναι ένα πρόσθετο εμπόδιο στην κινητικότητα μεταξύ των εργαζομένων.*
- *Παράλληλα πρέπει να θέτουν περιορισμούς του κέρδους των αποδεκτών υψηλών εισοδημάτων και να είναι ευρείας βάσης. Τα προγράμματα προαίρεσης όταν μπορούν να καταλήξουν σε απώλεια του φορολογικού ευεργετήματος αποτελούν εμπόδιο στην κινητροδότηση των εργαζομένων να αποδεχθούν τα δικαιώματα προαίρεσης.*
- *Πρέπει να υπάρξει ένας κατάλογος από ενιαίες προϋποθέσεις για να δίνεται η δυνατότητα ομογενοποιημένου σχεδιασμού στις επιχειρήσεις που είναι διαρθρωμένες με θυγατρικές να έχουν ομοιόμορφα προγράμματα για όλες τις χώρες που δραστηριοποιούνται. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κόστους των προγραμμάτων προαίρεσης, θα αυξήσει την χρήση τους και την χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων. Οι ενιαίες προϋποθέσεις είναι ιδιαίτερα ωφέλιμες για τις επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας των*

μικρότερων κρατών οι οποίες λόγω του μεγέθους και των περιορισμών των εγχώριων αγορών τους δραστηριοποιούνται διεθνώς.

- Αφενός, η ύπαρξη ενός καταλόγου με ενιαίες προϋποθέσεις για όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ δεν καθιστά καμία χώρα υποχρεωμένη φορολογικά ευεργετήματα στα προγράμματα των δικαιωμάτων προαίρεσης. Εκείνες οι χώρες που δεν εκχωρούν φορολογικά πλεονεκτήματα δεν καθίστανται υποχρεωμένες να κάνουν ένα εταιρικό πρόγραμμα για να πληροί τα κοινά κριτήρια.
- Αφετέρου, τα ομογενοποιημένα προγράμματα των δικαιωμάτων προαίρεσης θα ήταν άχρηστα εφόσον καμία χώρα δεν εκχωρούσε κανένα φορολογικό πλεονέκτημα. Οι χώρες που εκχωρούν ευνοϊκή φορολογία στα προγράμματα προαίρεσης θα ήτα ωφέλιμο να εξετάσουν την δυνατότητα εκχώρησης εάν πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις.
- Κάθε κράτος που είναι πρόθυμο να εκχωρήσει φορολογικό ευεργέτημα στα ομογενοποιημένα προγράμματα των δικαιωμάτων προαίρεσης θα πρέπει να εξετάσει την φύση του κόστους και της ωφέλειας. Θα πρέπει να εξετάσει εναλλακτικά την μείωση του φορολογικού συντελεστή, την άρση των ασφαλιστικών εισφορών, την αναβολή του φόρου. Το μέγεθος του φορολογικού ευεργετήματος θα πρέπει να είναι σε συνάρτηση και ανάλογο με την δημοσιονομική τους κατάσταση και πόσο έντονα θέλουν να προωθήσουν την χρηματοοικονομική συμμετοχή.
- Η ύπαρξη ενιαίου σχήματος για τα πρόγραμμα προαίρεσης των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών δεν εμποδίζει τα κράτη- μέλη να χρησιμοποιήσουν διαφοροποιημένα προγράμματα. Οι διαφορετικές πολιτικές ή διαφορετικοί στόχοι οδηγεί στην εισαγωγή διαφορετικών προγραμμάτων ή παράλληλη χρήση με τα ομογενοποιημένα προγράμματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8<sup>ο</sup>

### 8.1.ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΙΝΗΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΤΗΣ ΔΙΠΛΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ

Οι διαφορετικοί εθνικοί κανόνες φορολογίας των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους προκαλούν δυσκολίες στις διασυνοριακές περιπτώσεις. Τα βασικά προβλήματα υψίστης σημασίας είναι:

*Η ταξινόμηση του εισοδήματος που προκύπτει από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι:*

- Από μισθωτές υπηρεσίες
- Από κεφαλαιουχικά κέρδη.

#### 8.1.2.Η περίοδος απασχόλησης με την οποία συνδέονται τα δικαιώματα προαίρεσης.

Είναι γεγονός ότι οι χώρες φορολογούν το εισόδημα από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους σε διαφορετικές χρονικές στιγμές.

Τα ζητήματα που αφορούν την διασυνοριακή φορολογία διευθετούνται μέσω ενός συστήματος συμβάσεων για την αποφυγή της διπλής φορολογίας μεταξύ των χωρών. Οι διμερείς αυτές συμβάσεις βασίζονται στο υπόδειγμα φορολογικής σύμβασης του ΟΑΣΑ<sup>11</sup>

#### 8.1.3.Ορισμός του τύπου εισοδήματος

Το υπόδειγμα σύμβασης του ΟΑΣΑ κάνει την διάκριση μεταξύ των διάφορων τύπων εισοδήματος που οδηγούν σε διαφορετική φορολογική μεταχείριση. Όσον αφορά για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών δύο τύποι εισοδήματος παρουσιάζουν ενδιαφέρον:

11.ΟΟΑΣΑ Θέματα Διασυνοριακής Φορολογίας Εισοδήματος που προκύπτουν από τα Προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους.Προσχέδιο Εγγράφου Δημόσιας Συζήτησης Παρίσι

- *Εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες*<sup>12</sup>

- *Εισόδημα από κεφαλαιουχικά στοιχεία*

Σύμφωνα με το υπόδειγμα σύμβασης του ΟΑΣΑ το προσωπικό εισόδημα κατ' αρχήν φορολογείται από το κράτος διαμονής και αναλόγως των κεφαλαιουχικών κερδών. Το άρθρο 15 σε συσχέτιση με το άρθρο 23 προβλέπει εν τούτοις ότι σε διασυνοριακές περιπτώσεις ,το κράτος απασχόλησης έχει το δικαίωμα της επιβολής φόρου στις αποδοχές από μισθωτές υπηρεσίες. Για την αποφυγή της διπλής φορολογίας η χώρα διαμονής ή θα φοροαπαλλάξει το εισόδημα ή θα προβεί στην μείωση φόρου για τους φόρους που καταβλήθηκαν στην χώρα απασχόλησης.

Υπάρχει μια γενική συμφωνία ότι το εισόδημα από εξαρτημένη απασχόληση αποτελεί αποδοχές που το άτομο λαμβάνει ως αμοιβή από ένα εργοδότη στην επιχείρηση του οποίου είναι ενταγμένο και από το οποίο λαμβάνει εντολές. Για να αποφασιστεί εάν ένα ορισμένο κέρδος είναι εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες, σημαντική είναι η λειτουργική σχέση μεταξύ του κέρδους και της υπηρεσίας που παράσχει. Δεν έχει σημασία η μορφή υπό την οποία σωρεύεται το κέρδος. Το κέρδος που απορρέει από μια σχέση απασχόλησης θα δίνεται σε ένα εργαζόμενο μετά την ολοκλήρωση της εργασίας του ή εναλλακτικά πριν την ανάληψη της εργασίας.

Κάθε χώρα θέτει την διαχωριστική γραμμή μεταξύ του εισοδήματος από μισθωτές υπηρεσίες και των κεφαλαιουχικών κερδών σε διαφορετικές στιγμές του κύκλου ζωής ενός δικαιώματος προαίρεσης. Εξαιτίας του γεγονότος αυτού μπορεί να ανακύψουν προβλήματα στο διεθνές συγκείμενο.

Δύο παραδείγματα:



12.Τουλάχιστον καταρχήν. Μόνο κατ'εξάιρεση επιβάλλονται φόροι από το κράτος διαμονής του εργαζόμενου δηλαδή στην κλασική περίπτωση της βραχυχρόνιας απόσπασης. Οι περιπτώσεις αυτές δεν θα συζητηθούν στο παρόν.

- Ο εργαζόμενος E ο οποίος απασχολείται σε μία εταιρεία στην χώρα A λαμβάνει δικαιώματα προαίρεσης υπό το πλαίσιο ειδικού προγράμματος που πληροί ορισμένα κριτήρια. Κάτω από αυτή την θέση η χώρα A φορολογεί τα δικαιώματα προαίρεσης μόνο κατά την πώληση των μετοχών ως κεφαλαιουχικά κέρδη. Ο εργαζόμενος E αποσπάται για τρία χρόνια στην χώρα B που φορολογεί όλα τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους κατά την άσκηση. Ενώ βρίσκεται στην χώρα B, ο εργαζόμενος E ασκεί τα δικαιώματα και πληρώνει φόρους επί του κέρδους κατά την άσκηση. Μετά την επιστροφή του ο εργαζόμενος E πουλά τις μετοχές. Η χώρα A θέλει να φορολογήσει το συνολικό κέρδος από το δικαίωμα προαίρεσης ως κεφαλαιουχικό κέρδος και δεν αναγνωρίζει το δικαίωμα της χώρα B να φορολογήσει το κέρδος ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες.
- Ο εργαζόμενος E είναι κάτοικος του κράτους A αλλά δουλεύει προς το παρόν στο κράτος B όπου του εκχωρείται δικαίωμα προαίρεσης. Η χώρα A αποδέχεται ότι η εκχώρηση είναι καταβολή αποδοχών από μισθωτές υπηρεσίες στην χώρα B που δεν είναι φορολογητέα στην A αλλά θεωρεί κάθε κέρδος του που έπεται του κεφαλαιουχικού κέρδους από δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών, επί του οποίου επιβάλλει φόρους ως κράτος διαμονής.
- Λόγω του γεγονότος ,ένα ακατοχύρωτο και υπό προϋποθέσεις δικαίωμα προαίρεσης είναι μόνο μια υπόσχεση μελλοντικού κέρδους. Κάτω από το πρίσμα αυτό υπάρχουν σημαντικά προβλήματα στην αποτίμηση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Η υφιστάμενη φορολογία των συνολικών κερδών των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών ως κεφαλαιουχικό κέρδος δεν συμβαίνει για λόγους αρχής αλλά ως

απλή μέθοδος ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης. Η πλειονοψφία των χωρών θεωρεί την άσκηση ενός δικαιώματος προαίρεσης ως αποφασιστική στιγμή για την διάκριση μεταξύ κερδών από απασχόληση και κεφαλαιουχικών κερδών.

- Είναι φυσικά πρόσφορο να επιλεγεί η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης ως το γεγονός που να σηματοδοτεί την αλλαγή από τις μισθωτές υπηρεσίες σε κεφαλαιουχικά κέρδη στο διεθνές πλαίσιο. Αν και οι εθνικοί και διεθνείς κανόνες θα μπορούσαν καταρχήν να είναι διαφορετικοί τα δύο σύνολα κανόνων πρέπει να είναι συμβατά. Έτσι αν σε εθνικό επίπεδο η φορολογία κατά την άσκηση είναι προτιμητέα λύση, η φορολογία κατά την εκχώρηση ή την κατοχύρωση δεν πρέπει να προβλέπεται για διασυνοριακές περιπτώσεις αφού κατά την εκχώρηση συχνά δεν μπορεί να προβλεφθεί εάν θα προκύψει κάποια διασυνοριακή περίπτωση.

#### **8.1.4. Η περίοδος με την οποία συνδέεται το κέρδος από τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους**

Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους εκχωρούνται λόγω κινητροδοτικών τους επιδράσεων δηλαδή είναι προσανατολισμένα στο μέλλον. Σε περιπτώσεις όπου τα δικαιώματα προαίρεσης εκχωρούνται για υπηρεσίες που έχουν παρασχεθεί στο παρελθόν αποτελούν κατά ένα μέρος μίγματος κινήτρων προσανατολισμένα στο παρελθόν και μέρος κινήτρων στο μέλλον. *Εάν τα εκχωρούμενα δικαιώματα προαίρεσης εξαρτώνται από δείκτες μέτρησης της απόδοσης του παρελθόντος τότε είναι αμοιβή για παρασχεθείσες υπηρεσίες στο παρελθόν. Εάν η εκχώρηση των δικαιωμάτων γίνεται σε κάποιον κατά την είσοδο του στην επιχείρηση τότε έχουν σαφώς κινητροδοτικό χαρακτήρα.* Εάν δύο φορολογικές δικαιοδοσίες ορίζουν την περίοδο με την οποία συνδέονται τα δικαιώματα με διαφορετικό τρόπο θα συμβαίνουν επικαλύψεις με διπλή φορολογία.

Η πιο πρακτική διαχωριστική γραμμή μεταξύ εισοδήματος από μισθωτές υπηρεσίες και κεφαλαιουχικών κερδών είναι η στιγμή της άσκησης και η υπόθεση ότι τα

δικαιώματα προαίρεσης αποτελούν αποδοχές για την απασχόληση μεταξύ της εκχώρησης και άσκησης.

Ο εργαζόμενος Ε λαμβάνει δικαιώματα προαίρεσης όσο διάστημα εργάζεται στην χώρα Α. Μετά από τρία χρόνια συνταξιοδοτείται και επιστρέφει από την χώρα Α στην χώρα διαμονής. Μετά από δύο χρόνια, ασκεί το δικαίωμα του. Η χώρα Α θα πρέπει να έχει το αποκλειστικό δικαίωμα φορολόγησης διότι το χρονικό διάστημα στην χώρα Β δεν δύναται να θεωρηθεί ότι συνδέεται με την απασχόληση.

Για την επίλυση αυτών των προβλημάτων, η περίοδος απασχόλησης με την οποία συνδέονται τα δικαιώματα προαίρεσης θα πρέπει καταρχήν να είναι ο χρόνος μεταξύ της εκχώρησης και κατοχύρωσης του δικαιώματος. Όταν ο εργαζόμενος εργάζεται σε περισσότερες από μία χώρα κατά την περίοδο μεταξύ της εκχώρησης και της κατοχύρωσης των δικαιωμάτων προαίρεσης η φορολογική βάση πρέπει να διαιρείται μεταξύ των χωρών αναλογικά.

#### **8.1.5.Χρόνος επιβολής της φορολογίας**

Όταν υφίστανται διαφορετικές αρχές που αφορούν την φορολογία των δικαιωμάτων προαίρεσης και τα κριτήρια διαχωρισμού του εισοδήματος από μισθωτές υπηρεσίες και κεφαλαιουχικών κερδών τότε θεωρητικά οι διάφορες χρονικές στιγμές φορολογίας δεν πρέπει να οδηγούν σε διπλή φορολογία ή καθόλου φορολογία.

*Υφίστανται εντούτοις ακόμα πρακτικά προβλήματα.*

- Ο εργαζόμενος Ε λαμβάνει δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών στην χώρα Α της οποίας είναι κάτοικος. Η χώρα Α φορολογεί τα δικαιώματα προαίρεσης κατά την εκχώρηση. Λίγο μετά ο Ε μετακινείται στην χώρα Β για να εργαστεί εκεί. Στην χώρα Β τα δικαιώματα προαίρεσης περιέχονται και ασκούνται. Συνολικά ο Ε δαπανά το 90% του χρόνου μεταξύ εκχώρησης και κατοχύρωσης στην χώρα Β και μόνο το 10% του χρόνου στην χώρα Α όπου φορολογήθηκε κατά την εκχώρηση.

- Επειδή δεν υπάρχει κοινός κανόνας υπολογισμού της φορολογικής βάσης για τους σκοπούς της φορολογίας ιδιωτικού εισοδήματος δεν υφίσταται από κοινού φορολογική βάση η οποία θα μπορούσε να εφαρμοστεί. Κατεπέκταση η κάθε χώρα θα πρέπει να εφαρμόσει τα ποσοστά επί της φορολογητέας βάσης που υπολογίστηκε σύμφωνα με τους δικούς της κανόνες. Για την χώρα Α αυτό θα σήμαινε ότι θα είχε το δικαίωμα φορολογίας στο 10% της βάσης που υπολογίστηκε κατά την εκχώρηση και για την χώρα Β ότι θα έχει δικαίωμα φορολογίας στο 90% του κέρδους κατά την άσκηση. Αυτό θα σήμαινε επίσης ότι η χώρα που φορολογεί κατά την εκχώρηση θα έπρεπε να επιστρέψει ήδη καταβληθέντες φόρους.
- Η κινητικότητα των εργαζομένων διαρκώς αυξάνει και θα είναι αρκετά σύννηθες ένας εργαζόμενος να αποσπάται προσωρινά στις θυγατρικές του εργοδότη σε άλλες χώρες. Ως εκ τούτου αποτελεί αναγκαίο η ανάγκη εύρεσης λύσεων για τις δυσκολίες και τα εμπόδια που θα ανακύψουν ως αποτέλεσμα των διαφορών στην φορολογία των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Οι αρχές οι οποίες αναπτύχθηκαν και η δημιουργία και η χρήση συμβάσεων για την αποφυγή της διπλής φορολογίας που βασίζονται στο υπόδειγμα σύμβασης του ΟΑΣΑ θα επέλυαν τα προβλήματα της διπλής και της μηδενικής φορολογίας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9<sup>ο</sup>

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΩΝ STOCK OPTIONS

#### 9.1.ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΠΑΡΑΧΩΡΗΘΕΝΤΩΝ STOCK OPTIONS

Σύμφωνα με το IFRS το κόστος των stock options που παραχωρούνται στο προσωπικό των Ελληνικών επιχειρήσεων αναγνωρίζεται ως δαπάνη στα αποτελέσματα της εταιρείας, σύμφωνα με στοιχεία που έχουν γνωστοποιηθεί μέσω των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων για την χρήση του 2005 των υπό εξέταση εταιρειών προκύπτει ότι το συνολικό κόστος όσον αφορά τα ESOPs ανήλθε σε 21.574,9 χιλιάδες ευρώ το οποίο αντιστοιχεί σε 1,4% περίπου των κερδών που αναλογούν στους μετόχους μετά την αφαίρεση των φόρων και των δικαιωμάτων της μειοψηφίας.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 5

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	ΑΝΑΛΟΓΟΥΝΤΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΤΑ ΦΟΡΟΥΣ	%
1	Marfin financial Group	153	29222	0,5
2	INTRACOM AE	1392	3226	43,1

3	COCA COLA E.E.E. A.E	2300	308100	0,7
4	MULTIRAMA AEBE	254,5	-2282,7	M/E
5	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε	2751,5	63061	4,4
6	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	6179	210128	2,94
7	EFG EUROBANK ERGASIAS AE	6700	504000	1,32
8	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε	166,2	3070	5,4
9	COSMOTE –ΑΕ	904	339921	0,3
10	S & B ΑΕ	236,7	23960	1
11	LAMDA DEVELOPMENT AE	149,4	80604	0,2
12	FORTHNET Α.Ε.	397,6	-1125,5	M/E
	ΣΥΝΟΛΟ	21583,9	1561883,8	1,4

Από τα ανωτέρω στοιχεία διαπιστώνεται ότι υπάρχει σημαντική διαφοροποίηση όσο αφορά το κόστος των παραχωρηθέντων stock options ως ποσοστό επί των αναλογούντων κερδών των μετοχών στις επιμέρους εταιρείες.

Αναφορικά οι περιπτώσεις :

- MULTIRAMA ΑΕ και FORTHNET ΑΕ οι οποίες αν και εμφάνισαν ζημιογόνα αποτελέσματα εν τούτοις εξέδωσαν ESOPs το κόστος των οποίων επιβάρυνε περισσότερο τις αναλογούσες στους μετόχους ζημίες και της εταιρείας.
- INTRAKOM HOLDING ΑΕ στην οποία το κόστος των stock options που εκχώρησε ανήλθε στο 43,1% των αναλογούντων στους μετόχους κερδών κρίνεται επίσης το κόστος των παραχωρηθέντων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών στις περιπτώσεις των εταιρειών
- ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε
- ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΕΒΕ

- TITAN AE

Ενώ χαμηλότερου ύψους επιδράσεις υπήρξαν στις υπόλοιπες εταιρείες.

Η διεύρυνση των εταιρειών που έχει ανακοινωθεί ότι θα εκδώσει προγράμματα προαίρεσης αγοράς μετοχών στα επόμενα χρόνια καθώς και η βελτίωση των παρεχόμενων πληροφοριών θα επιτρέψουν συστηματικότερη ανάλυση μέσω της οποίας εκτιμάται θα είναι δυνατό η εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων όσον αφορά την αξιολόγηση του θεσμού των ESOPs από τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών.

## 9.2.Ανασκόπηση Προγραμμάτων Παροχής Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών προς Εργαζομένους στην Ελλάδα.

Από στοιχεία που αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1998-2006 η χρησιμοποίηση των ESOPs είναι πολύ πρόσφατος. Τα stock options άρχισαν ουσιαστικά το 2000 με την λήψη αντίστοιχων αποφάσεων από τις εταιρείες Info-Quest A.E.B.E. και EFG Eurobank Ergasias. Τα επόμενα χρόνια τα ESOPs παρουσίασαν άνθηση και αποτελούν πλέον από τις συνήθειες πρακτικές των επιχειρήσεων για την κινητροδότηση των εργαζομένων τους. Είναι αξιοσημείωτο ότι κανένα από τα ESOPs δεν αφορούσε το σύνολο των εργαζόμενων της κάθε επιχείρησης αλλά υψηλόβαθμα στελέχη και μέλη του Δ.Σ των εταιρειών.

- *Αποκόμισαν πάνω από 70 εκατομμύρια όσοι αγόρασαν μετοχές που τους προσέφεραν οι εταιρείες τους και 1634 στελέχη τους έδρεψαν υπεραξίες από μετοχές που απέκτησαν το δίμηνο Δεκέμβριο 2005 –Ιανουάριο 2006 μέσω της άσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών. Το παραπάνω ποσό που δεν ήταν το μόνο προκύπτει από την διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής των μετοχών στο χρηματιστήριο και της τιμής στην οποία αγόρασαν τα στελέχη τις μετοχές που διέθεσαν οι εταιρείες το 2005.*

Τα στελέχη είδαν ισχυρή άνοδο των τιμών των μετοχών και απόλαυσαν το μέγλωμα των περιουσιών τους. Ενδεικτικές αναφορές:

- *Ένα στέλεχος εταιρείας η αμοιβή του οποίου ετήσια ήταν 180 χιλιάδες ευρώ ανακάλυψε πως η περιουσία του είχε εκτοξευτεί στα 5 εκατομμύρια ευρώ ποσό*



που θα κέρδιζε στα επόμενα 28 χρόνια αντίστοιχα δηλαδή σε μία ολόκληρη ζωή.

- Πιο πλούσιοι αισθάνονται 38 ανώτερα στελέχη της Marfin που έγιναν δικαιούχοι 992000 μετοχών της εταιρείας ασκώντας δικαιώματα αγοράς μετοχών με τιμή διάθεσης στα 8,7 ευρώ ανά μετοχή. Το μέσο κέρδος ανά εργαζόμενο ανά εργαζόμενο (με βάση την τιμή της μετοχής στα 21,76 ευρώ στις 31/01/2006) ανέρχεται σε 352160 χιλιάδες ευρώ. Στην πράξη για άλλους είναι μεγαλύτερο, για άλλους μικρότερο, καθώς άλλοι πήραν περισσότερες και άλλοι περισσότερες μετοχές. Το συνολικό κέρδος ανέρχεται εφόσον ρευστοποιηθούν οι μετοχές ανέρχεται σε 13,382 εκατομμύρια ευρώ.
- Τα στελέχη της COCA-COLA απόλαυσαν γενναίες παροχές. Συνολικά άσκησαν τα δικαιώματα αγοράς μετοχών 355 εργαζόμενοι, αλλά περίπου 21 στελέχη πήραν τη μερίδα του λέοντος. Απέκτησαν 233020 μετοχών με τιμή 12.95 ευρώ έκαστος και έχουν υπεραξίες 130000 ευρώ ο καθένας. Το σύνολο των κερδών των 355 εργαζομένων ανέρχεται στα 23,314 εκατομμύρια ευρώ.

Δ) Σε υψηλή οικονομική θέση ευρίσκονται τα στελέχη της TITAN της μοναδικής ελληνικής τσιμεντοβιομηχανίας. Συνολικά 41 στελέχη μοιράστηκαν 200900 μετοχές προς 14,68 ευρώ ανά μετοχή. Το κέρδος ανά εργαζόμενο ανέρχεται σε 105000 ευρώ και το συνολικό σε 4,32 εκατομμύρια ευρώ.

Ε) Στην Eurobank οι λίγοι παίρνουν πολλά. Αριθμός ανωτάτων στελεχών έχει υπεραξίες της τάξης των 2,6 εκατομμύρια ευρώ. Το μέσο κέρδος ανέρχεται σε περίπου 71000 ευρώ.

Στ) Στην COSMOTE 11,301 εκατομμύρια ευρώ έχουν 243 ανώτατα και ανώτερα στελέχη. Απέκτησαν μετοχές σε διάφορες τιμές από 8,96 μέχρι 13,46 ευρώ και είδαν την τιμή της μετοχής στα 19 ευρώ.

Ζ) Στην INTRALOT 15 στελέχη μεταξύ των 1921 εργαζομένων έλαβαν 70610 μετοχές καταβάλλοντας 2,935 ευρώ ανά μετοχή. Εάν ρευστοποιήσουν τις μετοχές σε τρέχουσα τιμή τα 18,08 ευρώ(516%) τότε το συνολικό κέρδος υπολογίζεται σε 1,069 εκατομμύρια ευρώ με μέσο κέρδος στις 71293 ευρώ.

### 9.3. Προγράμματα και σειρές προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης που εκχωρήθηκαν εντός του 2005

Εντός της χρήσης 2005 προγράμματα stock options εκχώρησαν 21 εισηγμένες εταιρείες. Η έκδοση αφορά προγράμματα τα οποία αποφασίστηκαν από τις γενικές συνελεύσεις των εν λόγω εταιρειών εντός της χρήσης του 2005 και σειρές δικαιωμάτων προαίρεσης από τα προγράμματα που είχαν αποφασιστεί σε προηγούμενα χρόνια και η περίοδος ωρίμανσης τους έγινε εντός του 2005. χαρακτηριστικά αναφέρονται οι περιπτώσεις των εταιρειών Multirama AEBE ,EFG Eurobank A.E., Cosmote A.E. S @ B AE TITAN AE INTRACOM AE Coca Cola EEE AE οι οποίες εφάρμοζαν διάφορα προγράμματα Stock options τα οποία είχαν εγκριθεί από τις ΓΣ τους σε προηγούμενα χρόνια και η περίοδος ωρίμανσης έγινε εντός του 2005 Οι αναφερόμενες εταιρείες εξέδωσαν εντός του 2005. Εκ του γεγονότος αυτού οι αναφερόμενες εταιρείες εξέδωσαν εντός του 2005 διαφορετικές σειρές δικαιωμάτων προαίρεσης.

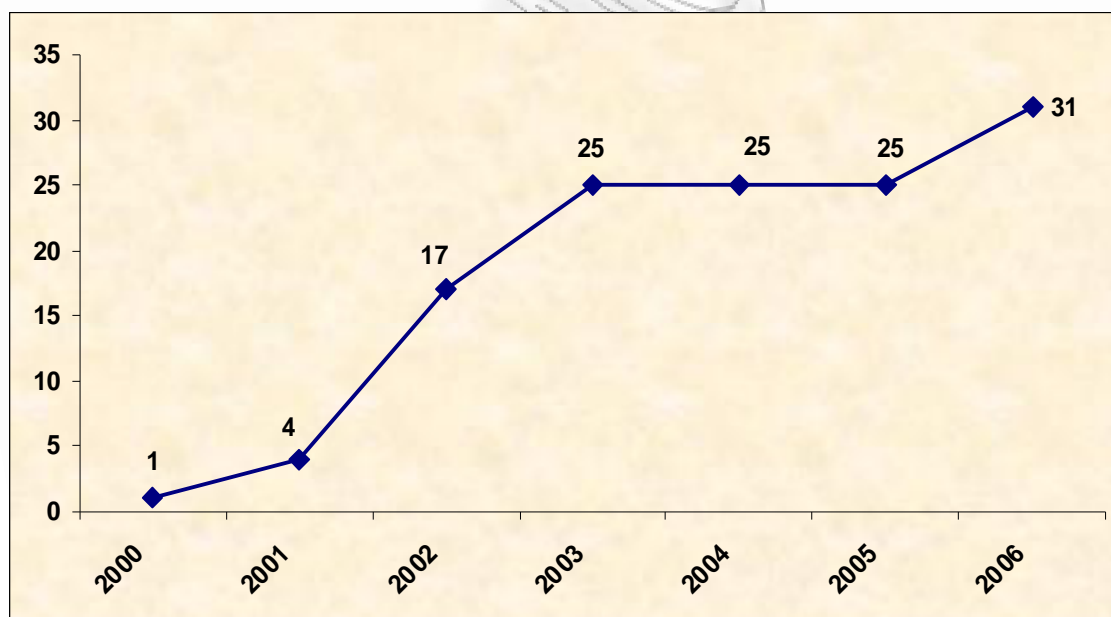
**ΠΙΝΑΚΑΣ 6**

α/α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΔΙΚΤΟΣ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	ΧΡΟΝΙΚΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΠΡ/ΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΡΧΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΟΥΧΩΝ	ΔΙΚΑΙΟΥΧΩΝ	ΝΕΕΣ ΜΕΤ/ΧΕΣ ΠΟΥ ΕΚΔ/ΚΑΝ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
1	Marfin Financial Group	14/1/2005	5 ΕΤΗ	38	28	992000	1,98%

2	Autohellas AE	22/5/2005	3 ETH	8	8	120000	0,33%
3	NTIONIK	15/5/2002 &18/7/2003	4 ETH	98	56	320.052	1,74%
4	M.I. ΜΑΪΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	23/6/2000&6/6/20 02	5 ETH	10	10	179225	0,25%
5	INTRAKOM A.E.	28/6/2000& 18/7/2001	5 ETH	337	137	129270	
		12/6/2002	5 ETH	110	72	1024541	0,88%
6	COCA COLA E.E.E. A.E.	22/11/2001& 6/6/2003 & 31/10/2003	7 ETH	177	3	7915	1,02%
				4	1	7894	
				238	119	214963	
				167	94	931799	
				181	90	708890	
				28	21	233020	
				28	19	244928	
				33	8	82464	
		20/6/2003 &30/6/2005	3 ETH	16	9	36850	
7	MULTIRAMA ΑΕΒΕ	30/6/2005	3 ETH	16	7	15000	0,80%
8	ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	18/12/2001	3 ETH	70	67	600500	0,74%
				13	12	17590	
9	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	3/1/2000&11/6/02 &14/4/03	2 ETH	13	12	91230	0,04%
10	ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	5/7/2000&19/6/20 02&24/5/2004	6 ETH	48	41	200900	0,26%
11	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ER- GASIAS AE	19/5/2003	3 ETH		3	1176	0,01%
		5/4/2004& 29/11/2004	4 ETH		14	46167	0,01%

12	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	23/5/2003	3 ΕΤΗ	269	256	98000	0,49%	
13	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2005	1 ΕΤΟΣ	112	77	279250	1,01%	
14	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	28/2/2001 & 27/8/2001	5 ΕΤΗ	24	16	70610	0,09%	
15	COSMOTE-ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΕΣ Α.Ε.	6/9/2000		24	16	112490		
		12/5/2001				86450		
		21/2/2002				92050		
		.....	5 ΕΤΗ	227	225	145320	0,37%	
16	LANNET ΑΕ	27/12/2002 & 30/6/2005	3 ΕΤΗ	136	22	321086	0,61%	
17	ASPIS BANK	4/9/2002	3 ΕΤΗ	45	36	183643	0,38%	
18	S&B Α.Ε.	28/2/2001 & 27/9/2003	5 ΕΤΗ		33	29	67990	0,52%
					33	29	52470	
				33	33	29700		
				33	25	6780		
		22/6/2005		38	5	40600		
19	LAMDA DEVELOPMENT ΑΕ	7/6/2002 & 19/6/2003	3 ΕΤΗ	38	37	244100	0,65%	
20	CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΑΕ	8/7/2005	1 ΕΤΟΣ	4	4	267700	2,63%	
21	FORTHNET Α.Ε.	30/6/2005	3 ΕΤΗ	290	290	277497	1,65%	

#### 9.4.Αριθμός Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στα Πλαίσια των Stock Option Plans στην Ελλάδα για την περίοδο 2000-2006



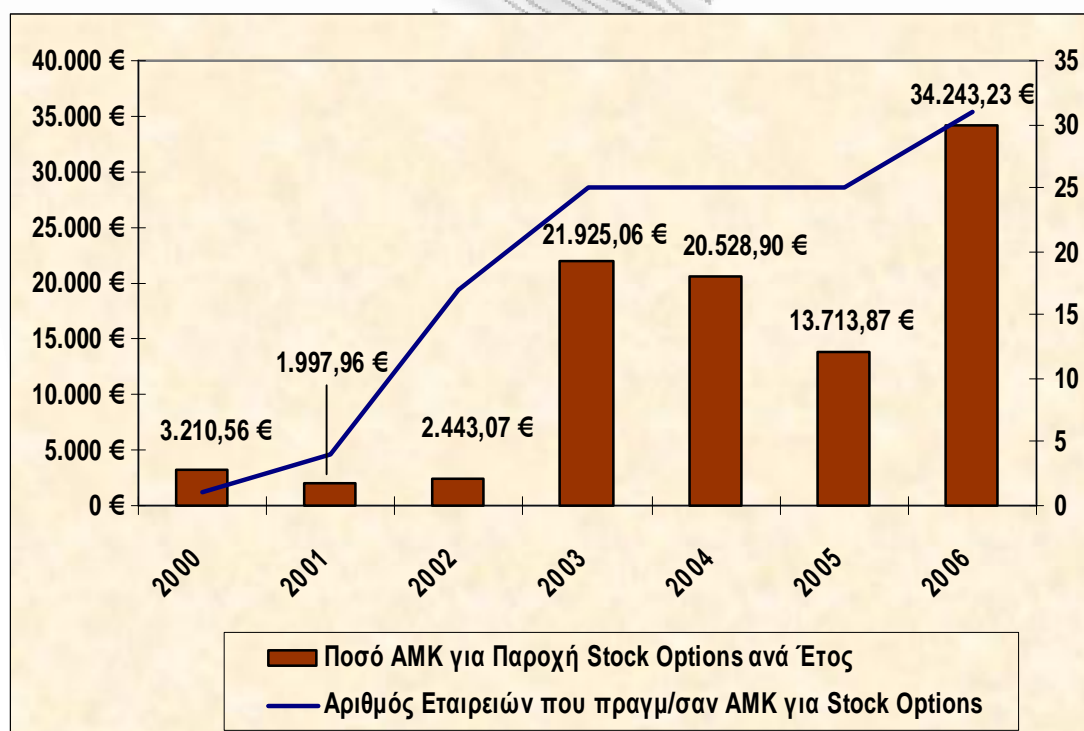
Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Για τα έτη πριν του 2005 είναι λίγα τα στοιχεία σε συσχέτιση με τον αριθμό των δικαιούχων για κάθε εταιρεία με δεδομένο ότι δεν υφίστανται διατάξεις και έντυπα για την παροχή των πληροφοριών προς τους επενδυτές. Όμως είναι γνωστό ότι τα stock options παρέχονταν μόνο στα υψηλόβαθμα στελέχη ενώ στους υπόλοιπους

εργαζόμενους δίνονταν μόνο δωρεάν μετοχές της επιχείρησης. Σήμερα λόγω των πλεονεκτημάτων ο αριθμός των εταιρειών που παρέχει ESOPs αυξάνεται.

Άλλο σημαντικό σημείο που αναδεικνύει την εδραίωση του θεσμού είναι οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου με σκοπό την παροχή των δικαιωμάτων προαίρεσης. Τα κεφάλαια αυτά αυξήθηκαν σε σύγκριση το 2006 σε σύγκριση με το 2002 κατά 14 φορές ενώ ο αριθμός των εταιρειών σχεδόν διπλασιάστηκε. Τα στοιχεία αναδεικνύουν την σημαντικότητα της παροχής των κινήτρων προς τους εργαζόμενους και ανταμοιβή αυτών στο σύγχρονο ανταγωνιστικό περιβάλλον και την επιδίωξη των εταιρειών για αύξηση της παραγωγικότητας των κερδών των πωλήσεων και στήριξη της τιμής της μετοχής τους κινητροδοτώντας τους εργαζόμενους υπό μορφή ESOPs.

Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η εξέλιξη των κεφαλαίων που προορίζονταν για διανομή μετοχών προς τους εργαζόμενους



Πηγή: Χρηματιστήριο Αθηνών

Το μεγαλύτερο ποσοστό κεφαλαίων που προορίζονταν για ESOPs δίνεται κυρίως από τις μεγάλες τράπεζες προς τα στελέχη τους με σκοπό την αύξηση του βαθμού

της πιστότητας προς την επιχείρηση λόγω του υψηλού ανταγωνισμού που επικρατεί στον τραπεζικό κλάδο.

Κατά την διάρκεια των οικονομικών ετών 2005 -2006 τριάντα πέντε(35) εταιρείες ενέκριναν στις Γενικές Συνελεύσεις των μετοχών τους δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από στελέχη και εργαζόμενους τους. Οι εταιρείες αυτές είτε ενέκριναν τις παροχές αυτές για πρώτη φορά είτε ανανέωσαν τις παροχές αυτές προς τους εργαζόμενους τους. Οι εταιρείες αυτές εντός των χρήσεων 2005 και 2006 εξέδωσαν ESOPs με διαφορετικές τιμές εξάσκησης και διαφορετικό αριθμό δικαιούχων. Οι αποφάσεις του 2005 καθώς και οι προηγούμενες παρουσιάζονται στον πίνακα Α καθώς και οι αποφάσεις προηγούμενων ετών. Στο πίνακα Β παρουσιάζονται η μέση χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών των εν λόγω εταιρειών, η τιμή διάθεσης των δικαιωμάτων, η διαφορά τους καθώς και το ποσοστό έκπτωσης που είχαν οι δικαιούχοι για την άσκηση των ESOPs.

#### ΠΙΝΑΚΕΣ 7&8

Α/Α	Επωνυμία	Εφαρμογή Δικαιώματος	Χρονική Διάρκεια	Αριθμός Αρχικών Δικαιούχων	Αριθμός Δικαιούχων που άσκησαν το δικαίωμα	Νέες μετοχές που εκδόθηκαν	Ποσοστό Μετοχικού Κεφαλαίου
	Εταιρείας	Προαίρεσης Μετοχών					
1	Marfin F.G.	22/11/2004	5 έτη	38	28	992.000	1,98%
		23/3/2005		81	N/A	1.508.000	1,84%
2	Autohellas A.E.	22/5/2005	3 έτη	8	8	120.000	0,33%
3	Dionic A.E.	15/5/2002 και 18/7/2003	4 έτη	98	56	320.052	1,74%
4	M.I. Μαύλης A.E.B.E.	23/6/2000 και 6/6/2002	5 έτη	10	10	179.225	0,25%
5	Intracom A.E.	28/6/2000 και 18/7/2001	5 έτη	337	137	129.270	
		12/6/2002	5 έτη	110	72	1.024.541	0,88%
6	Coca-Cola 3E A.E.	22/11/2001, 6/6/2003 και 31/10/2003	7 έτη	177	3	7.915	1,02%
		4		1	7.894		
		238		119	214.963		
		167		94	931.799		

				181	90	708.890	
				28	21	233.020	
				28	19	244.928	
				33	8	82.464	
7	Multirama A.E.B.E.	20/6/2003 και 30/6/2005	3 έτη	16	9	36.850	
		30/6/2005	3 έτη	16	7	15.000	0,80%
8	Γερμανός A.E.B.E.	18/12/2001	3 έτη	70	67	600.500	0,74%
9	Ελληνικά Πετρέλαια A.E.	3/1/2000, 11/6/2002 και 14/4/2003	2 έτη	13	12	17.590	0,04%
		για το 2006	N/A	9	4	12.940	0,00%
10	TITAN A.E.	5/7/2000, 19/6/2002 και 24/5/2004	6 έτη	48	41	200.900	0,26%
A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Εφαρμογή Δικαιώματος Προαίρεσης Μετοχών	Χρονική Διάρκεια	Αριθμός Αρχικών Δικαιούχων	Αριθμός Δικαιούχων που άσκησαν το δικαίωμα	Νέες μετοχές που εκδόθηκαν	Ποσοστό Μετοχικού Κεφαλαίου
11	EFG Eurobank A.E.	19/5/2003 5/4/2004 και 29/11/2004	3 έτη 4 έτη	N/A	3 14	1.176 46.167	0,01%
12	Inform Π.Λύκος A.E.	23/5/2003	3 έτη	269	256	98.800	0,49%
13	Αγρ. Οικ. Σπύρου A.E.B.E.	29/6/2005	1 έτος	112	77	279.250	1,01%
14	Ιντραλότ A.E.	28/2/2001 και 27/9/2001 4/5/2005	5 έτη	24	16	70.610	0,09%
15	Cosmote A.E.	6/9/2000 12/6/2001 21/2/2002 - 27/1/2006	5 έτη	227	225	112.490 864.750 92.050 145.320 69.990	0,37%
16	Lannet A.E.	27/12/2002 και 30/6/2005	3 έτη	136	22	321.086	0,61%
17	Aspis Bank	4/9/2002	3 έτη	45	36	183.643	0,38%
18	S&B A.E.	28/2/2001 και 27/9/2003 22/6/2005 -	5 έτη	33 33 33	29 29 33	67.990 52.470 29.700	0,52%



		-		33	25	6.780	
		1/6/2006	1 έτος	75	54	10.990	0,36%
19	Lamda Development A.E.	7/6/2002 και 19/6/2003	3 έτη	38 38	5 37	40.600 244.100	0,65%
20	Centric A.E.	8/7/2005	1 έτη	4	4	267.700	2,63%
21	Forthnet A.E.	30/6/2005	3 έτη	290	290	277.497	1,65%
22	Τράπεζα Κύπρου	19/4/2000	X έτη	608	608	406.147	0,07%
23	Alpha Bank	11/3/2000 και 9/3/2001	5 έτη	48	48	336.950	0,30%
24	Εθνική Τράπεζα	22/6/2005	5 έτη	371	N/A	2.992.620	0,63%
25	EVEREST A.E.	21/12/2004 20/12/2005 21/12/2006	3 έτη	1	1	280.000	0,99%
26	SingularLogic A.E.	25/5/2006 και 18/9/2006	3 έτη	82	38	251.595	1,08%
27	MLS Πληροφορική A.E.	29/6/2006	4 έτη	30	20	191.500	2,09%
28	Νυρεύς Ιχθυοκαλ. A.E.	5/6/2006	3 έτη	35	N/A	560.000	1,39%
29	Profile ΑΕΒΕΠ	6/6/2006 και 25/10/2006	3 έτη	22	22	157.500	1,34%
30	Unibrain A.E.	7/8/2006	2 έτη	13	N/A	100.000	2,19%
31	Ναυτιλιακή Εταιρεία Λέσβου	12/3/2006	2 έτη	10	N/A	1.828.000	5,80%
32	Ελληνικά Χρηματοστήρια A.E.	25/4/2005	3 έτη	18	18	41.000	0,58%
33	Σιδενόρ A.E.	26/6/2002	5 έτη	9	9	500.207	0,52%
34	Πετζετάκης A.E.	29/7/2004 και 27/4/2006	4 έτη	26	10	1.180.000	4,90%
35	Τράπεζα Πειραιώς	16/5/2005 15/5/2006	4 έτη 5 έτη	228 236	228 236	1.066.588 540.400	0,40% 0,20%

A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Εφαρμογή Δικαιώματος Προαίρεσης	Μέση Χρημ/κή Τιμή κατά τη διάρκεια της προαίρεσης	Τιμή Διάθεσης Νέων Μετοχών	Διαφορά Τιμής Έκδοσης από Μέση Χρημ/κή Τιμή	Ποσοστιαία Διαφορά (%)
1	Marfin F.G.	22/11/2004	19	8,27%	10,73	-56,47%
		23/3/2005	19	7,9	11,1	
2	Autohellas A.E.	22/5/2005	3,58	8	1,58	-44,13%
3	Dionic A.E.	15/5/2002 και	0,64	0,3	0,34	-53,13%
		18/7/2003				
4	M.I. Μαΐλης A.E.B.E.	23/6/2000 και	3,48	1	2,48	-71,26%
		6/6/2002				
5	Intracom A.E.	28/6/2000 και	5,03	2,61	2,42	-48,11%
		18/7/2001				
6	Coca-Cola 3E A.E.	12/6/2002	5,03	2,93	2,1	-25,06%
		22/11/2001, 6/6/2003	23,72	23,32	0,4	-1,69%
		και 31/10/2003	23,72	20,97	2,75	-11,59%
			23,72	17,06	6,66	-28,08%
			23,72	14,68	9,04	-38,11%
			23,72	14,53	9,19	-38,74%
			23,72	12,95	10,77	-45,40%
			23,72	16,76	6,96	-29,34%
7	Multirama A.E.B.E.	20/6/2003 και	6,24	3,5	2,74	-43,91%
		30/6/2005				
		30/6/2005				
8	Γερμανός A.E.B.E.	18/12/2001	13,41	9	4,41	-32,89%
9	Ελληνικά Πετρέλαια A.E.	3/1/2000, 11/6/2002	11,88	9,68	2,2	-18,52%
		και 14/4/2003				
10	TITAN A.E.	5/7/2000, 19/6/2002	32,7	14,68	18,02	-55,11%
		και 24/5/2004				
A/A	Επωνυμία Εταιρείας	Εφαρμογή Δικαιώματος Προαίρεσης	Μέση Χρημ/κή Τιμή κατά τη διάρκεια της προαίρεσης	Τιμή Διάθεσης Νέων Μετοχών	Διαφορά Τιμής Έκδοσης από Μέση Χρημ/κή Τιμή	Ποσοστιαία Διαφορά (%)

Μετοχών

11	EFG Eurobank A.E.	19/5/2003	27,05	5,51	21,54	-79,63%
		5/4/2004 και				
		29/11/2004	27,05	8,98	18,07	-66,80%
12	Inform Π.Λύκος A.E.	23/5/2003	4,67	0,84	3,83	-82,01%
13	Αγρ. Οικ. Σπύρου	29/6/2005	1,16	0,47	0,69	-59,48%
14	A.E.B.E. Ιντραλότ A.E.	28/2/2001 και				
		27/9/2001	13,82	2,94	10,89	-78,76%
15	Cosmote A.E.	6/9/2000	18,66	8,88	9,78	-47,59%
		12/6/2001	18,66	9,7	9,16	-51,98%
		21/2/2002	18,66	10,23	8,43	-47,59%
		-	18,66	13,46	5,2	-45,18%
			18,66	15,95	2,71	
16	Lannet A.E.	27/12/2002 και				
		30/6/2005	1,19	1,14	0,05	-4,20%
17	Aspis Bank	4/9/2002	3,63	2,94	0,69	-19,01%
18	S&B A.E.	28/2/2001 και				
		27/9/2003	8,02	6,19	1,83	-22,82%
		22/6/2005	8,02	6,11	1,91	-23,82%
		-	8,02	5,48	2,54	-31,67%
		-	8,02	5,35	2,67	-33,29%
19	Lamda Development A.E.	7/6/2002 και	5,53	1,8	3,73	-67,45%
		19/6/2003	5,53	2	3,53	-63,83%
20	Centric A.E.	8/7/2005	0,54	0,3	0,24	-44,44%
21	Forthnet A.E.	30/6/2005	7,72	3,3	4,42	-57,25%
22	Τράπεζα Κύπρου	19/3/2000	10,29	5,65	4,64	-45,09%
23	Alpha Bank	11/3/2000 και 9/3/2001	25,2	3,9	21,3	-84,52%
24	Εθνική Τράπεζα	22/6/2005	34	23,8	10,2	-30,00%
25	EVEREST A.E.	21/12/2006	2,29	1	1,29	-51,97%
26	SingularLogic A.E.	25/5/2006 και				
		18/9/2006	3,1	2,9	0,2	-6,45%
27	MLS Πληροφορική	29/6/2006	0,74	0,5	0,24	-32,43%

	A.E.					
28	Νυρεύς Ιχθυοκαλ. Α.Ε.	5/6/2006	3,63	1,25	2,38	-65,56%
29	Profile ΑΕΒΕΠ	6/6/2006 και 25/10/2006	1,86	1,53	0,33	-17,74%
30	Unibrain Α.Ε.	7/8/2006	3,56	2,14	1,42	-60,00%
31	Ναυτιλιακή Εταιρεία Λέσβου	12/3/2006	1,8	0,54	1,26	-30,00%
32	Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.	25/4/2005	12,39	6	6,39	-51,57%
		(2005 δεν δόθηκαν)				
		Για το 2006				
33	Σιδενόρ Α.Ε.	26/6/2002	3,51	3,55	0,04	-1,39%
34	Πετζετάκης Α.Ε.	29/7/2004 και 27/4/2006	2,37	1	1,37	-57,81%
35	Τράπεζα Πειραιώς	16/5/2005	20,59	9,76	10,83	-52,60%
		15/5/2006	20,59	17,25	3,34	-16,22%

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Τα ESOPs ως συστατικά στοιχεία συνδέουν την αμοιβή με την μακροπρόθεσμη παραγωγικότητα και με την χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής. Αντιμετωπίζουν σε ένα μεγάλο βαθμό την δυσαρμονία των συμφερόντων ανάμεσα σε διοίκηση και σε ιδιοκτησία.
- Στην χώρα μας το θεσμικό πλαίσιο που προβλέπει την παροχή των ESOPs , με την λογιστική αντιμετώπιση τους να εξαντλείται στην απεικόνιση μιας συνηθισμένης αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με την καταβολή μετρητών.
- Η εφαρμογή του προτύπου όμως ,επέφερε σημαντικές μεταβολές στον τρόπο σύνταξης, στα μεγέθη των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και επηρέασε σημαντικά την κερδοφορία των εισηγμένων στο ΧΑ επιχειρήσεων.
- Από τα στοιχεία και πληροφορίες που δημοσίευσαν 12 εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες διαπιστώθηκε ότι επήλθε συνολικά μείωση σε ποσοστό 1,4% περίπου των διανεμημένων κερδών στους μετόχους γεγονός που είχε επίδραση στους δείκτες της κερδοφορίας των κερδών ανά μετοχή.

- Με την υιοθέτηση του I.FR.S -2 <<πληρωμή σε συνάρτηση με μετοχές>> στην περίπτωση των προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών είναι πλέον γεγονός ότι:
- Τα ESOPs αποτελούν για την επιχείρηση δαπάνη ανεξάρτητα από εάν προκύπτει κέρδος για του δικαιούχους.
- Επιτυγχάνεται ενιαίος λογιστικός χειρισμός.
- Επιτυγχάνεται διαφάνεια και καλύτερο επίπεδο πληροφόρησης
- Η εφαρμογή του προτύπου συμβάλει στην βελτίωση σε σημαντικό βαθμό το επίπεδο της παρεχόμενης πληροφόρησης προς τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.
- Συμβάλει σημαντικά στην εξάλειψη μειονεκτημάτων που εντοπίζονται ως συστήματα αμοιβών της μορφής ESOPs.
- Ενισχύει την διαφάνεια των αποφάσεων των διοικήσεων περιορίζοντας σημαντικά φαινόμενα χειραγώγησης των μετοχών και δημιουργία πρακτικών τύπου δημιουργικής λογιστικής.
- Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να συμβάλουν στην προώθηση της επιχειρηματικότητας. Οι αποφάσεις πολιτικής για την αντιμετώπιση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να λαμβάνουν υπόψη ένα ευρύ φάσμα παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχείρησης σχετικά με την χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους.
- Η εταιρική χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους επηρεάζεται από ένα πολύ μεγάλο αριθμό παραγόντων :
- Οικονομικό κλίμα.
- Ενημερότητα και κατανόηση των υπέρ και των κατά της χρήσης δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους.
- Διαθεσιμότητα αγορών για διαπραγματεύσιμες μετοχές, χρηματιστηριακή εισαγωγή μετοχής.

- Οικονομική και οργανωτική δομή της εταιρείας.
- Στρατηγικές διαχείρισης των ανθρωπίνων πόρων.
- Στρατηγική διάσταση της πληρωμής έναντι της προτίμησης για ad hoc αποκρισιμότητα στις εργασιακές και πιέσεις της αγοράς.
- Επίπτωση του κόστους στην εγκατάσταση και διατήρηση προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών στην επιχείρηση.
- Βαθμός προθυμίας των ιδιοκτητών να μοιραστούν τον έλεγχο με εργαζόμενους και να ρισκάρουν την μείωση του ελέγχου αυτού.
- Τα μέτρα προώθησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους *θα είναι επωφελή στο μέγιστο αν αποτελούν μέρος συνεπών εθνικών προσεγγίσεων της συμμετοχής των εργαζομένων. Το νομικό και διοικητικό περιβάλλον για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους πρέπει να είναι δομημένο κατά τέτοιο τρόπο ώστε να ενθαρρύνει με συνέπεια την επιχειρηματικότητα και να επιτρέπει στους εργοδότες να λαμβάνουν αποφάσεις στον τομέα αυτό βασιζόμενοι σε θεμελιώδεις εμπορικές θεωρήσεις.*
- *Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους την κατάσταση της επιχείρησης για να είναι αποτελεσματικά. Για τις νέες επιχειρήσεις με περιορισμούς ρευστότητας και υψηλές φιλοδοξίες για ανάπτυξη, τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών μπορούν να αποτελέσουν ένα ιδανικό μέσο προσέλκυσης πολύ σημαντικού προσωπικού και να προστατεύουν την επένδυση με ανθρώπινο κεφάλαιο.*
- *Το νομικό και διοικητικό περιβάλλον των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους έχει σημαντική επίδραση στις εταιρικές αποφάσεις για την εισαγωγή ή όχι κάποιας μορφής χρηματοοικονομικής συμμετοχής. Οι κανόνες για τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους πρέπει ως εκ τούτου να αποτελούν μέρος μιας συνεκτικής προσέγγισης της προώθησης της επιχειρηματικότητας και της συμμετοχής των εργαζομένων γενικότερα. Δεν πρέπει να επηρεάζουν άσκοπα την επιλογή και τον σχεδιασμό των εν λόγω σχημάτων από τις επιχειρήσεις και έτσι οδηγούν σε κακή κατανομή πόρων.*

- Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους αποτελούν εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες η φορολογία κατά την εκχώρηση θα πρέπει να προβλέπεται μόνο για ελεύθερα διαπραγματεύσιμα δικαιώματα προαίρεσης. Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν πρέπει να φορολογούνται πριν από την άσκηση. Σε περίπτωση περιόδων δέσμευσης της πώλησης των μετοχών πρέπει να προβλέπονται ειδικές λύσεις προκειμένου να προληφθεί η ταλαιπωρία σε περίπτωση που πέσει η τιμή της μετοχής κατά την διάρκεια των εν λόγω περιόδων.
- Τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους βάσει της σχέσης απασχόλησης θεωρούνται ως εισόδημα από μισθωτές υπηρεσίες και φορολογούνται αναλόγως. Εάν τα δικαιώματα είναι μη διαπραγματεύσιμα και εάν η πραγματική τους αξία για τον εργαζόμενο μπορεί να βεβαιωθεί σαφώς, η φορολογία κατά την άσκηση διασφαλίζει την συνάφεια με την συνήθη φορολογία παρεμφερών εργασιακών αποδοχών. Όταν τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν είναι διαπραγματεύσιμα και η αξία τους δεν είναι ευκόλως επιβεβαιώσιμη θα πρέπει κατά κανόνα να φορολογούνται κατά την άσκηση.
- Η εισαγωγή του δικαιώματος επιλογής μεταξύ της φορολογίας κατά την εκχώρηση και την άσκηση θα μπορούσε να θεωρηθεί σε χώρες που δεν φορολογούν τα ιδιωτικά κεφαλαιουχικά κέρδη.
- Πλέον της γενικής φορολογίας κατά την άσκηση θα μπορούσε επίσης να θεωρηθεί η προσφορά της δυνατότητας επιβολής φορολογίας κατά την εκχώρηση ως εναλλακτική στο γενικό κανόνα φορολογίας κατά την άσκηση. Αυτή η επιλογή είναι σημαντική για τις επιχειρήσεις που θέλουν να χρησιμοποιήσουν προκαταβολικά την καταβολή φόρου ως εργαλείο ύπαρξης ισχυρών δεσμών με τον εργαζόμενο και θέλουν να αναδείξουν τις προσδοκίες του προσωπικού στους επενδυτές. Σε αυτήν την περίπτωση η αποτίμηση πρέπει να λάβει υπόψη την αξία του υποκείμενου τίτλου κατά την εκχώρηση και τις επιδράσεις των όρων εκχώρησης.
- Σε διαφορετική περίπτωση τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους φορολογούνται κατά την άσκηση ή αργότερα μπορεί να είναι



καλό αν στον υπολογισμό της φορολογικής επιβάρυνσης λαμβάνονται υπόψη τα κέρδη που αθροίστηκαν μόνο κατά την διάρκεια του φορολογικού έτους. Πρέπει να υπάρξει πρόβλεψη ώστε να μην δημιουργήσει πολυπλοκότητες που αποθαρρύνουν την χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών.

- Οι επιχειρήσεις δικαιούνται να αφαιρέσουν τις δαπάνες εκπόνησης και λειτουργίας ενός προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών από τα κέρδη τους. Επιπρόσθετα οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν προγραμματίσει εάν θα αγοράσουν τις δικές τους μετοχές από την αγορά ή θα εκδώσουν νέες για να καλύψουν τις απαιτήσεις των προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους. Η φορολογική μεταχείριση δεν πρέπει να βαρύνει στην λήψη της απόφασης.
- Σε αρκετές περιπτώσεις τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους αποτελούν σημαντικό παράγοντα κόστους για την επιχείρηση. Η ευρύτερη χρησιμοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης θα ήταν σημαντικό να ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να αφαιρούν το κόστος για φορολογικούς σκοπούς. Σε καμία περίπτωση οι φορολογικοί κανόνες δεν πρέπει να επηρεάζουν τις επιχειρήσεις να επαναγοράζουν μετοχές ή να εκδώσουν νέες. Για τον λόγο αυτό η φορολογική μεταχείριση πρέπει να είναι ουδέτερη στις διάφορες εναλλακτικούς τρόπους απόκτησης μετοχών για την κάλυψη των υποχρεώσεων που απορρέουν από τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους.
- Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι πρέπει να χρησιμοποιηθούν ειδικά φορολογικά κίνητρα για την διεύρυνση της χρήσης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από την ευρεία βάση των εργαζομένων. Οι εμπειρίες από διάφορες ευρωπαϊκές χώρες αναδεικνύουν ότι η χρηματοοικονομική συμμετοχή των εργαζομένων και τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους μπορούν αποτελεσματικά να προωθηθούν παραχωρώντας φορολογικά κίνητρα στο αντίστοιχο εισόδημα, όπως μείωση των φορολογικών συντελεστών, ελάφρυνση από τις ασφαλιστικές εισφορές ή αναβολή της φορολογίας μέχρι την πώληση μετοχών.

- Σε χώρες που φορολογούν τα ιδιωτικά κεφαλαιουχικά κέρδη, ο ευκολότερος τρόπος προώθησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους είναι η φορολογία των κερδών από τα δικαιώματα ως κεφαλαιουχικά κέρδη. Σε χώρες που δεν φορολογούν τα ιδιωτικά κεφαλαιουχικά κέρδη η πιο αποτελεσματική προσέγγιση είναι η καταβολή φόρου κατά την άσκηση και η παραχώρηση του φορολογικού οφέλους μέσω της μείωσης της φορολογίας εισοδήματος ή και των ασφαλιστικών εισφορών.
- Είναι σημαντικό να μελετηθούν ειδικά φορολογικά σχήματα με στόχο τις μικρές αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Μια πρακτική της παραχώρησης φορολογικών ευεργετημάτων σε προγράμματα ευρείας βάσης είναι σημαντική καθώς και η πολιτική για την ενίσχυση των μικρότερων επιχειρήσεων με φορολογικά κίνητρα.
- Τα βρετανικά κινητροδοτικά σχήματα θα μπορούσαν να χρησιμεύουν ως θεωρητική βάση άλλων τέτοιων προγραμμάτων. Το EMI (enterprise Management Incentive) έχει σχεδιαστεί για να βοηθήσει τις μικρότερες επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου για να στρατολογήσουν και να συγκρατήσουν τους ικανούς εργαζομένους που θα τις βοηθήσουν να αναπτυχθούν και να πετύχουν. Το EMI τα δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών φορολογούνται μόνο κατά την τελική πώληση των μετοχών και υπόκεινται μόνο στον φόρο των κεφαλαιουχικών κερδών. Ως εκ τούτου πολλά δικαιώματα προαίρεσης αγοράς μετοχών θα είναι εντελώς αφορολόγητα.
- Θα ήταν αρκετά σημαντικό στην ανάπτυξη των σχημάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών η ύπαρξη και η εισαγωγή ενιαίων σχημάτων φορολογικών ευεργετημάτων. Οι ενιαίες φορολογικές αρχές θα ήταν επωφελείς για επιχειρήσεις που απασχολούν προσωπικό σε περισσότερο από μία χώρες. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα έπρεπε να συντονίσει κάθε περαιτέρω ενέργεια για την εφικτότητα του θέματος σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

- Σε περιπτώσεις διασυνοριακής φορολογίας η διαχωριστική γραμμή μεταξύ εισοδήματος από μισθωτές υπηρεσίες και κεφαλαιουχικών κερδών πρέπει να είναι η στιγμή της άσκησης. Όταν ένας εργαζόμενος εργάζεται σε περισσότερες από μία χώρες κατά την περίοδο μεταξύ της εκχώρησης και της καταχώρησης των δικαιωμάτων προαίρεσης, τα φορολογικά δικαιώματα θα πρέπει να κατανέμονται στις χώρες αυτές σε κατ' αναλογία βάση.
- Είναι σημαντικό οι εισηγμένες επιχειρήσεις να παρέχουν πλήρη και λεπτομερή στοιχεία για τα προγράμματα δικαιωμάτων αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δηλαδή στις ετήσιες εκθέσεις τους. Τουλάχιστον προς το παρόν, η λογιστική εγγραφή των προγραμμάτων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών ως δαπανών φαίνεται λιγότερο σημαντική.
- *Η ύπαρξη ενός προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών, η έκταση, το μέγεθος και οι λεπτομέρειες του είναι σημαντικά στοιχεία που πρέπει να ανακοινωθούν με σαφήνεια και στο σύνολο τους στους κεφαλαιούχους και ενδεχόμενους επενδυτές.*
- Τελικά, η απόφαση για την εισαγωγή σχημάτων δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζόμενους πρέπει να εναπόκειται στην επιχείρηση. Οι αποδοχές από τα δικαιώματα αγοράς μετοχών από εργαζόμενους δεν πρέπει να θεωρούνται κανονικό επαναλαμβανόμενο εισόδημα από μισθούς. Οι εκπρόσωποι των εργαζομένων μπορούν να συμμετάσχουν στην διαδικασία λήψης διοικητικών αποφάσεων της επιχείρησης ως μια καλή στρατηγική επικοινωνία εκ μέρους του εργοδότη.
- Ακόμα και αν γίνονται εκχωρήσεις δικαιωμάτων προαίρεσης λίγο πολύ τακτικά δεν πρέπει να θεωρούνται μέρος των συμβατικών αποδοχών εργασίας. Αποτελούν μια μορφή εκτάκτου εισοδήματος που εκχωρείται όπως και όταν είναι σκόπιμο ως μέρος της στρατηγικής διαχείρισης αποδοχών και απόδοσης του εργοδότη. Εάν η επαναληπτική εκχώρηση δικαιωμάτων προαίρεσης συνεπαγόταν την υποχρέωση του εργοδότη για μελλοντικές εκχωρήσεις πιθανόν ο ειδικός κινητροδοτικός χαρακτήρας του εργαλείου. Προκειμένου να εγκατασταθεί ένας γερός δεσμός μεταξύ της επιχείρησης και του εργαζομένου, πρέπει να τηρούνται οι κανόνες κατοχύρωσης.

### **Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία**

- Αλεξιάκης, Π., Ζάραγκας, Λ., Κιουλάφας, Κ., Κυπραίος Γ. και Μ. Ξανθάκης (1996), Σύνδεση αμοιβής με παραγωγικότητα.
- Ιωάννης Λεβεντάκης (2003) Διεθνής Μακροοικονομική & Χρηματοοικονομική, Εκδόσεις Σταμούλης
- **Παράγωγα προϊόντα και Ελληνική Αγορά** (DAVID A. DUBOSKY) επιμέλεια : Νίκος Πορφύρης
- Ναυτεμπορική
- Ημερησία
- [www.euro2day.gr](http://www.euro2day.gr)

- [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- MACROECONOMICS  
RUDGER DORNBUSCH, STANLEY FISCHER, RICHARD STARTZ
- THE SUBJECTIVE AND OBJECTIVE EVALUATION OF INCENTIVE STOCK OPTIONS (2002) Jonathan E.Ingersoll,Jr. Yale School of Management.
- Modern Portofolio Theory and Investment Analysis( 2003)sixth edition  
EDWIN J ELTON, MARTIN J. GRUBER,STEPHEN J. BROWN, WIL LIAM-N. GOETZMANN
- OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES SIXTH EDITION  
JOHN C. HULL
- FINANCIAL INSTITYTIONS MANAGEMENT A RISK MANAGEMENT APPROACH  
ANTHONY SAUNDERS, MARCIA MILLON CORNETT
- CORPARATE FINANCE (EIGJHTH EDITION)  
BREALEY/MYERS/ALLEN
- FINANCIAL MANAGEMENT –THEORY AND PRACTICE  
Eugene F. Brigham , Michael C. Ehrhar
- International Financial Markets ,Prices and Policies ,  
Richard M. Levish
- PRINCIPLES OF ECONOMICS ,N.GREGORY MANKIW
- Anderson, S.P. and M. Devereux (1989), «Profit-Sharing and Optimal Labour Contracts», CanadianJournal of Economics, vol. 22, no 2.
- Aboody David (1996), Market valuation of employee stock options, Journal of Accounting and Economics, Volume 22, 357-391
- Aboody, David and Ron Kasznik, 2000, CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, Journal of Accounting and Economics, Volume 29,73-10
- Abowd, John and David Kaplan, 1999, Executive compensation: six questions thatnee answering, Journal of Economic Perspectives, Volume 13, 145-168

- Acharya, Viral, John Kose, and Sundaram Rangarajan 2000, On the optimality of resetting executive stock options, *Journal of Financial Economics*, Volume 57, 65-101
- Aggarwal, Rajesh and Andrew Samwick, 1999a, The other side of the trade-off: the impact of risk on executive compensation, *Journal of Political Economy*, Volume 107, 65-105
- Aggarwal, Rajesh and Andrew Samwick, 1999b, Executive compensation, relative performance evaluation, and strategic competition: theory and evidence, *Journal of Finance*, Volume 54, 1999-2044
- Alcouffe, Alain and Christiane Alcouffe, 2000, Executive compensation – setting practices in France, *Long Range Planning*, Volume 33, 527-543
- Anderson, Mark, 1999, Employee stock options: exercise decisions by top executives, *Managerial Finance*, Volume 25, 50-60
- Applebaum, Eileen and Peter Berg, 2000, High performance work systems: giving workers a stake, in Margaret Blair and Thomas Kochan (eds.) *The New Relationship: Human Capital in the American Corporation*, Washington DC: Brookings Institution
- Bacon, Nick, Ackers, Pete, Storey, John and Coates, D, 1996, It's a small world: managing human resources in small firms, *International Journal of Human Resource Management*, Volume 7, 82-10
- Bacon, Nicholas and Wright, Mike, 1999, Buy-outs and human resource management *Management Buy-Outs: Quarterly Review from the Centre for Management Buy-out Research*, Summer.
- Baker, George, Michale Jensen, and Kevin Murphy, Kevin, 1988, Compensation and incentives: practice vs. theory, *Journal of Finance*, Volume 43, 593-616
- Bebchuk, Lucian, Jesse Fried and David Walker, 2001, Executive Compensation in America: Optimal Contract or Extraction of Rents? National Bureau of Economic Research Working paper 8661
- Bell, Linda and Douglas Kruse, 1995, Evaluating ESOPS, Profit-Sharing and Gainsharing Plans in U.S. Industries: Effects on Worker and Company Performance. Washington: The Office of the American Workplace, U.S. Department of Labor

- Bertrand, Marianne and Sendhil Mullainathan, 2001, Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are, Quarterly Journal of Economics, Volume 116, 901-932
- Bertsch, Kenneth, Rachel Leahey, and Harvie Haun, 1998, Board Practices: the Structure and Compensation of Boards of Directors at S & P 1500 companies. Investor Responsibility Research Centre
- Blair, Margaret, 1995, Ownership and Control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century, Washington DC: Brookings Institution.
- Bliss, Richard and Richard Rosen, 2001, CEO compensation and bank mergers, Journal of Financial Economics, Volume 61, 107-138
- Brenner, Menachem, Rangarajan Sundaram, and David Yermack, 2000, Altering the terms of executive stock options, Journal of Financial Economics, Volume 57, 103-128
- Brookfield, David and Phillip Ormrod, 2000, Executive stock options: volatility, managerial decisions and agency costs, Journal of Multinational Financial Management, Volume 10, 275-295
- Bryan, Stephen, Hwang, LeeSeok, and Lilien, Steven, 2000, CEO stock-based compensation: an empirical analysis of incentive-intensity, relative mix, and economic determinants, Journal of Business, Volume 73, 661-693
- Bureau of Labor Statistics, 2000, Bureau of Labor Statistics Survey on the Incidence of Stock Options in Private Industry in 1999,
- [www.fed.org/onlinemag/nov00/trends.htm](http://www.fed.org/onlinemag/nov00/trends.htm)
- Bergman N. and Jenter D. (2007), "Employee sentiment and stock option compensation", Journal of Financial Economics, In Press, Corrected Proof
- Bergman Nittai, and Dirk Jenter, (2005), "Employee Sentiment and Stock Option Compensation." NBER working paper No. 11409.
- Beth Walker, "An Employee's Guide to Stock Options" , McGraw-Hill 2003
- Blasi, Joseph, Michael Conte, and Douglas Kruse, 1996, Employee stock ownership and corporate performance among public companies, Industrial and Labor Relations

- Blasi, Joseph and Douglas Kruse. 2001. Employee equity: employee versus owners issues in organizational behavior, in Cary Cooper and Denise Rousseau (eds.),
- Blasi, Joseph, Douglas Kruse, James Sesil, Maya Kroumova, and Ed Carberry. 2000. Review, Volume 50, 60-79
- Canyon Martin and Richard Freeman (2000), Shared modes of compensation and firm performance: UK evidence. The Wharton School, University of Pennsylvania/London School of Economics: Unpublished working paper.
- Core, J., Qian, J., (2000), "Option-like contracts for innovation and production", Working Paper, Boston College, Boston.
- Carpenter, Jennifer, 1998, The exercise and valuation of executive stock options, Journal of Financial Economics, Volume 48, 127-158
- Carpenter, Jennifer and Barbara Remmers, 2001, Executive stock option exercises and inside information, Journal of Business, Volume 74, 513-534
- Chance, Don, Raman Kumar, and Rebecca Todd, 2000, The 'repricing' of executive stock options, Journal of Financial Economics, Volume 57, 129-154. Chancellor, Edward, 2002, Perverse incentives, Prospect, Number 75, 28-33
- Chauvin, Keith and Catherine Shenoy, 2001, Stock price decreases prior to executive stock option grants, Journal of Corporate Finance, Volume 7, 53-76
- Choe, Chongwoo, 2001, Maturity and exercise price of executive stock options, Review of Financial Economics, Volume 10, 227-250
- Cocco, Anthony, Thomas McCaslin, and Glenn Vent, 2001, Accounting for Re-price Employee Stock Options: The Latest FASB Pronouncement Could have a Major Impact, The Ohio CPA Journal, October-December, 56-60
- Commission of the European Communities, 1996,
- .Commission of the European Communities, 2002, Communication on a Framework for the Promotion of Employee Financial Participation, Brussels: Commission of the European Communities.
- Conyon, Martin and Richard Freeman, 2000, Shared modes of compensation and firm performance: UK evidence. The Wharton School, University of Pennsylvania/London School of Economics: Unpublished working paper



- Conyon, Martin and Joachim Schwalbach, 2000, Executive compensation: evidence from the UK and Germany, Long Range Planning, Volume 33, 504-526
- Conyon, Martin and Graham Sadler, 2001, CEO compensation, option incentives, and information disclosure, Review of Financial Economics, Volume 10, 251-277
- Conyon, Martin, Simon Peck, Laura Read, and Graham Sadler, 2000, The structure of executive compensation contracts: UK evidence, Long Range Planning, Volume 33, 478-503
- Cools, K. and M. van Praag, 2000), Topsalarissen en aandelenopties. In: Economischstatistischeberichten, 28 January, 69-73.
- Core, John and Wayne Guay, 2001, Stock option plans for non-executive employees, Journal of Financial Economics, Volume 61, 253
- Core, John, Robert Holthausen, and David Larcker, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance, Journal of Financial Economics, Volume 51, 371-406
- Corrado, Charles, Bradford Jordan, Thomas Miller, Jr., and John Stansfield, 2001, Repricing and employee stock option valuation, Journal of Banking & Finance, Volume 25, 1059-1082
- .Couwenberg, O. and P Smid, 2001, Personeelsopties als beloningsvorm. In: Accounting, Number 1246, 294-300.Cox, Annette (1999) 'Supporting performance? The role of variable pay systems in Medium-sized enterprises in the engineering sector'. Manchester:UMIST,unpublished mimeo Cully, Mark, Stephen Woodland, Andrew O'Reilly, and Gill Dix, 1999,
- Deutsches Aktieninstitut & Hewitt Associates, 2001, Beteiligungssysteme für breiteMitarbeiterkreise: Ergebnisse einer Umfrage. Frankfurt a.M.:DeutschesAktieninstitut.
- Dewe, Philip, Stephen Dunn, and Ray Richardson, 1988, Employee share option schemes: why workers are attracted to them, British Journal of Industrial Relations, Volume 26, 1-20
- Ding, David and Qian Sun, 2001, Causes and effects of employee stock option plans: Evidence from Singapore, Pacific-Basin Finance Journal, Volume 9, 563-599
- Dittmar, Amy, 2000, Why do firms repurchase stock?, Journal of Business, Volume 73, 331-355

- Duffhues, P., 2001, Financieringsaspecten van personeelsopties, in het bijzonder metbetrekking tot “human-capital”-intensieve ondernemingen. In:MaandschriftEconomie, Volume 65, 126-149.
- Duffhues, P., R. Kabir and G. Mertens, 1999, Personeelsoptieregelingen inNederland: theorie en praktijk. Tilburg: CentER.
- Eli Bartov Leonard N.Stern School of Business, Partha S.Mohanram Columbia Business School Stock Option Expense, Forward-Looking Information, and Implied Volatilities of Traded Options , ,Columbia University, Doron Nissim Columbia Business School ,Columbia University(2004)
- Fama, Eugene, 1980, Agency problems and the theory of the firm, Journal of Political Economy, Volume 88, 288-307
- Fama, Eugene and Michael Jensen, 1983, Separation of ownership and control, Journal of Law and Economics, Volume 26, 301-325
- Fosberg, R., 2001, CEO Replacement and Compensation Around Dividend Omissions, Corporate Governance: An International Review, Volume 9, 25-35.
- George D.A.R., L.T. Oxley and C.J. Roberts (1986), Production Relationships in Fishing: A Survey of the Literature and a Vintage approach to Modelling, Sea Fish Industry Authority, FERU OP No 11986
- Gavron, Robert, Marc Cowling, Gerald Holtham, and Andrea Westhall, 1998, The Entrepreneurial Society, London: Institute for Public Policy Research.
- Gerlach, Knut and Uwe Jirjahn, 2001, Employer provided further training: evidence from German establishment data, Schmollers Jahrbuch, Volume 121, 139-164 Gibbons, Robert, 1998, Incentives in organisations, Journal of EconomicPerspectives, Volume 12, 117-132
- Gilman, Mark, Paul Edwards, Mondar Ram, and James Arrowsmith, 2002, Pay determination in small firms in the UK: the case of the response to the National Minimum Wage, Industrial Relations Journal, Volume 33, 52-67
- Golding, Tony, 2001, The City: Inside the Great Expectations Machine, London:Prentice Hall
- [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020503/](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020503/)

- Hall, Brian and Jeffery Liebman, 2001, The Taxation of Executive Compensation, Quarterly Journal of Economics, Volume 14, 1-44
- Hall, Brian, 1999, A better way to pay CEOs?, In Jennifer Carpenter and David Yermack (eds.) Executive Compensation and Shareholder Value, New York: Kluwer,35-46
- Hall, Brian and Kevin Murphy, 2000, Optimal exercise prices for risk averse executives, American Economic Review, Volume 90, 209-214
- Hall, Brian and Kevin. Murphy, 2002, Stock options for undiversified executives, Journal of Accounting and Economics, In progress,Haubrich, J., Risk aversion, performance pay and the principal-agent problem, Journal of Political Economy, Volume 102, 258-276
- Hemmer, Thomas, Oliver Kim, and Robert Verrecchia, 1999, Introducing convexity into optimal compensation contracts, Journal of Accounting and Economics, Volume 28, 307-327
- Hemmer, Thomas, Steve Matsunaga, and Terry Shevlin, 1996, The influence of risk diversification on the early exercise of employee stock options by executive officers, Journal of Accounting and Economics, Volume 21, 45-68
- Himmelberg, Charles and R.Hubbard, 1999, Incentive pay and the market for CEOs: an analysis of pay-for-performance sensitivity, unpublished working paper. HM Treasury, 2001, Institutional Investment in the UK: a Review, London: HM Treasury.
- Hopner, Martin, 2001, Corporate governance in transition: ten empirical findings on shareholder value and industrial relations in Germany, Cologne: Max Planck Institute, MPIfG Discussion Paper 01Incomes Data Services, 2001, Pay and Conditions in Germany 2001, London: Incomes Data ServicesIndustrial Relations Services (2001) 'E-reward: a share of the losses' Pay and Benefits Bulletin, 526 (August).
- Ittner Christopher D., Richard A. Lambert, and David F. Larcker (2003), "The Structure and Performance of Equity Grants to Employees of New Economy Firms." Journal of Accounting and Economics 34(1-3):89-127
- Ittner Christopher, Lambert, Richard, and Larcker, David (2001), "The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms", Wharton School, University of Pennsylvania, unpublished working paper.

- Ikäheimo S., Kjellman A., Holmberg J. and Jussila S. (2004), "Employee stock option plans and stock market reaction: evidence from Finland", *The European Journal of Finance* 10, 105–122.
- Inland Revenue, 2001, *Inland Revenue Statistics, 2001*, London, *Inland Revenue Involvement and Participation Association, 2001, HR Strategy in the New Economy*,
- Kroumova M. and Sesil J. (2006), "Intellectual Capital, Monitoring, and Risk: What Predicts the Adoption of Employee Stock Options?", *Industrial Relations*, Vol. 45, No. 4, 734-752.
- Kaplan, Steven and Per Stromberg, 2000, *Financial contracting theory meets the real world: evidence from venture capital contracts*, Paper presented at American Finance Association, Boston Kraft, Kornelius and Antonia Niederprum, 1999, *Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm*, *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, Volume 40, 17-27
- London: *Involvement and Participation Association and Equity Incentives Ltd. IPO-Management, 2002*, Publication from 17.03.2002, see <http://www.ipomanagement>.
- Lisa Meulbroek (2002) *Harvard Business School. Company Stock in Pension Plans: HOW COST IS IT?*
- Lambert, Richard and David Larcker, 2001, *How employees value (often incorrectly) their stock options*, [www.knowledge.wharton.upenn.edu](http://www.knowledge.wharton.upenn.edu),
- Liang, Nellie and Scott Weisbenner, 2002, *Who benefits from a bull market? An analysis of employee stock option grants and stock prices*, Washington, D.C.: U.S. Federal Reserve Board, *Finance and Economics Discussion Series Working Paper*, Unpublished working paper
- Lieberskind, Julia Porter, 2000, *Ownership, incentives, and control in new biotechnology firms*, In Margaret Blair and Thomas Kochan (eds.) *The new relationship: human capital in the American corporation*, Washington DC: Brookings Institution
- Loewenstein, Mark, 2000, *The conundrum of executive compensation*, *Wake Forest Law Review*, Volume 35, 1-30
- Jonathan E. Ingersoll, Jr. *Yale School of Management. The subjective and objective evaluation of incentive stock options* (2002)
- Jones, D.C. and J. Pliskin (1988), *The effects of worker participation, employee ownership and profit on economic performance: a partial review*, revised version forthcoming in V. Rus

and R. Russell (eds.), International Handbook of Participation in Organizations, Vol. 2, Oxford UP

- Johnson, Shane and Yisong Tian, 2000, Indexed executive stock options, Journal of Financial Economics, Volume 57, 35-64
- Johnson, Shane and Yisong Tian, 2000, The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans, Journal of Financial Economics, Volume 57, 3-34
- Mehran, Hamid and Joseph Tracy 2001, The effect of employee stock options on the evolution of compensation in the 1990s, Federal Reserve Board of New York Economic Policy Review, December
- Meihuizen, H.E.2000, Productivity Effects of Employee Stock Ownership and Employee Stock Options Plans in Firms Listed on the Amsterdam Stock Exchanges:an empirical analysis. Paper for the 10th Conference of the IAFEP, Trento, 6-8 July 2000.
- Murphy, Kevin and Oyer, Paul, 2001, Discretion in Executive Incentive Contracts: theory and evidence, Marshall School of Business, unpublished paper, Marshall School of Business, University of Southern California,
- National Center for Employee Ownership, 2002, Phantom Stock and Stock Appreciation Rights(SARs)[http://www.nceo.org/library/phantom\\_stock.html](http://www.nceo.org/library/phantom_stock.html), National Center for Employee Ownership, , New Data Show Venture-Backed Companies Still Issue Options Broadly, [http://www.nceo.org/library/option\\_venturebacked.html](http://www.nceo.org/library/option_venturebacked.html), \*, \*
- National Center for Employee Ownership. ([www.nceo.org/library/optionreport.html](http://www.nceo.org/library/optionreport.html) )Stock Options, Corporate Performance and Organizational Change. Oakland.
- New Bridge Street Consultants, , Paying for Performance: Executive Long-Term Incentives in FTSE 350 Companies, London: New Bridge Street Consultants
- New York Stock Exchange. 2002a June 6, 2002: Original Recommendations of the Corporate Accountability & Listing Standards Committee. New York:New York Stock Exchange. Available at: [http://www.nyse.com/about/corp\\_gov\\_a.html](http://www.nyse.com/about/corp_gov_a.html)
- New York Stock Exchange, 2002b. Corporate Governance Rule Filing. New York: New York Stock Exchange, August 16. Available at:<http://www.nyse.com/about/home.html?query=/about/report.html>

- New York Stock Exchange, 2002c., Shareholder Approval of Equity Compensation Plans. New York: New York Stock Exchange, October 7. Available at: [http://www.nyse.com/pdfs/corp\\_gov\\_pro\\_b.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/corp_gov_pro_b.pdf) Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), 2002, Cross Border Income Tax Issues Arising from Employee Stock Option Plans: A Public Discussion Draft. Paris: OECD, Centre for Tax Policy and Administration
- Oyer, Paul, 2001, Why do firms use incentives that have no incentive effects?, Unpublished paper, Graduate School of Business, Stanford University
- Oyer, Paul. (2004), "Why Do Firms Use Incentives That Have No Incentive Effects?" Journal of Finance 59(4):1619–41.
- Oyer, Paul and Schaefer, Scott, 2002, Why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternative theories, Compensation & Benefits Review, Graduate School of Business, Stanford University Parthiban,
- Pass, Christopher, Andrew Robinson, and Damian Ward, 2000, Performance criteria of corporate option and long-term incentive plans: a survey of 150 UK companies 1994-1998, Management Decision, Volume 38, 130-137
- Paulin, G., 1997, Executive compensation and changes in control: a search for fairness, Compensation and Benefits Review, Volume 29, 30-40
- Putterman, L. And G. Skillman (1988), The incentive effects of monitoring under alternative compensation schemes, International Journal of Industrial Organization, vol. 6.
- Pearl Meyer and Partners, 2002, 2001 Equity Stake: Study of Management Equity Participation in the Top 200 Corporations, New York: Pearl Meyer and Partners
- Pendleton, Andrew, 2003, Employee share ownership in SMEs, in Fiona Tilley and Oswald Jones (eds.) Competitive Advantage in SMEs: Organising for Innovation and Entrepreneurship, London: Wiley
- Pendleton, Andrew, Erik Poutsma, Chris Brewster and Jos van Ommeren, 2001, Employee Share Ownership and Profit Sharing in the European Union. Dublin: European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions.
- Pendleton, Andrew, Chris Brewster, Mike Rigby, and Roger Smith, 2002, The Policies and Views of Peak Organisations towards Financial Participation: United Kingdom, Dublin: European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions

- Pitt, Harvey, 2002, Speech by SEC Chairman: remarks before the Council of Institutional Investors Fall Conference, September 23 ([www.sec.gov/news/speech/spch582.htm](http://www.sec.gov/news/speech/spch582.htm))
- Poutsma, Erik and Eva Bruin, 2001, Inventory Study The Netherlands. In Erik. Poutsma (ed.), Practices of Financial Participation in Europe: The Situation in Six Member States. Nijmegen: Katholieke Universiteit Nijmegen.
- Price Waterhouse Coopers, 2001, Sharing in the Boardroom, London: Price Waterhouse Coopers, ,Proshare, 1998, The Impact of Company Share Ownership on Employees, London:Proshare
- Pasternack Daniel (2002), "Factors Driving Stock Option Grants: Empirical Evidence From Finland.", Working Paper 470, Swedish School of Economics.
- Prendergast Canice. 2002. "The Tenuous Trade-off Between Risk and Incentives." Journal of Rosen C. (2006), "The future of broad-based options: What research tells us.", Participation in the Age of Globalization and Information Advances in the Economic Analysis of Participatory and Labor-Managed Firms, Volume 9, 357–398. Political Economy 110(5):1071–102.
- Ryan H.E. and R. Wiggins., 2001, The influence of firm- and manager-specific characteristics on the structure of executive compensation, Journal of Corporate Finance, Volume 7, 101-123
- Rubinstein, A. (1982), «Perfect Equilibrium in a Bargaining Model», Econometrica, vol. 50.Samuelson, P.A. (1977), «Thoughts on profit sharing», Zeitschrift für die. Gesamte
- Schneider H. and Zander, 2001, Erfolgs- und Kapitalbeteiligung der Mitarbeiter.Stuttgart: Schaeffer-Poeschel, 5th Ed.
- Sanford J.Grossman ;Robert J.Shiller The Determinants of the Variability of Stock Market Prices, , The American Economic Review
- Scholes, Myron, 1991, Stock and compensation, Journal of Finance, Volume 46, 803- 822
- Schulten, Thorsten, 2002, Industrial restructuring: the impact of variations in forms of corporate governance – the case of Germany, Dublin: European Industrial Relations Observatory ([www.eiro.eurofound.ie](http://www.eiro.eurofound.ie))
- Sesil, James, Maya Kroumova, Joseph Blasi, and Douglas Kruse, 2001a, Broad-based employee stock options in the US: company performance and characteristics, Academy of Management Best Papers Proceedings 2000 HR, Toronto: Academy of Management

- Sesil, James, Douglas Kruse, and Joseph Blasi, 2001b, Sharing ownership via employee stock ownership, World Institute for Development Economics Research (WIDER) Discussion Paper 2001/25, United Nations University
- Sesil James C., Joseph R. Blasi, and Douglas L. Kruse (2003), "Sharing Ownership via Employee Stock Ownership." In *Ownership and Governance in Enterprises: Recent Innovative Developments*, edited by Laixiang Sun, pp. 96–123. New York: Palgrave/Macmillan.
- Sesil James, Douglas Kruse, and Joseph Blasi (2001b), Sharing ownership via employee stock ownership, World Institute for Development Economics Research (WIDER) Discussion Paper 2001/25, United Nations University.
- Sesil J., Kranmova M., Kruse D. & Blasi J. (2002), "Broad-Based Employee Stock Options in U.S. New Economy Firms", 40 *British J. Industrial Relations* 273.
- Sesil, James, Maya Kroumova, Joseph Blasi, and Douglas Kruse, 2002, Broad-based employee stock options in US 'new economy' firms, *British Journal of Industrial Relations*, Volume 40, 273-294
- Stonge, Sylvie, Michel Magnan, Linda Thorne, and Sophie Raymond, 2001, The effectiveness of stock option plans: a field investigation of senior executives, *Journal of Management Inquiry*, Volume 10, 250-266
- Tchobanian, Robert and Hiro Nohara, 2001, France, in E.Poutsma (ed.) *Practice of Financial Participation in Europe*, Nijmegen: Nijmegen School of Management
- The Conference Board, 2002, *Commission on Public Trust and Private Enterprise, 2002, Findings and Recommendations Part 1: Executive Compensation*, New York: The Conference Board
- Thomas, Randall and Kenneth Martin, 2000, The determinants of shareholder voting on stock option plans, *Wake Forest Law Review*, Volume 35, 31-81
- Weeden R., E. Carberry, and S. Rodrick (2000), "Current Practices in Stock Option Plan Design." Oakland, CA: National Center for Employee Ownership.
- Watson Wyatt, 2002, *Managing Stock Option Overhang in Today's Economy*, New York: Watson Wyatt Worldwide



- Weeden, Ryan, and Ed Carberry, and Scott Rodrick. 2000. Current Practices in Stock Option Plan Design. Oakland, California: National Center for Employee Ownership.
- Weiler, Anni, 2002, The Policies and Views of Peak Organisations to Financial Participation: National Study for Germany. Project for the European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions.
- Wadhvani, S. and Wall, M., (1990), «The effects of profit-sharing on employment, wages, stock returns and productivity: evidence from micro-data», Economic Journal, vol. 100, no.399.
- Weisbenner, Scott, 2000, Corporate stock repurchases in the 1990s. What role do stock options play?, Washington DC: Federal Reserve Board, Unpublished workingpaper
- Yablon, Charles and Jennifer Hill, 2000, Timing corporate disclosures to maximise performance-based remuneration: a case of misaligned incentives? Wake Forest Law Review, Volume 35, 83-122