

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ	16
1.0. Η ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	16
1.1. Η ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	17
1.2. ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ	19
1.3. Η ΈΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	20
1.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	22
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	24
2.0. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ.....	24
2.1. ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ (ΕΒΙΤ)	25
2.2. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ.....	26
2.3. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	27
2.4. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ	28
2.5. ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΦΟΡΟΙ	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ.....	32
3.0. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	32
3.1. ΤΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	32
3.2. ΟΙ ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΣΤΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	35
4.0. ΤΟ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	35

4.1. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	36
4.2. ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ.....	42
5.0. ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ.....	42
5.1. ΜΑΝΑΤΖΕΡ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΩΣ ΚΙΝΗΤΡΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	50
5.2. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΣΗ.....	53
5.3. ΣΥΝΔΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ.....	54
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	56
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	57

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η επανάσταση των πληροφοριών, μαζί με το ρυθμό της τεχνολογικής αλλαγής και η άνοδος της παγκόσμιας οικονομίας, οδηγεί σε σημαντικές αλλαγές τα συστήματα δομών και εσωτερικού ελέγχου των μεγάλων επιχειρήσεων. Οι κεντρικά καθοδηγούμενες οικονομικές μονάδες αποτυγχάνουν, οι κρατικές επιχειρήσεις ιδιωτικοποιούνται, και οι μη κερδοσκοπικές επιχειρήσεις πειραματίζονται χρησιμοποιώντας νέους τρόπους, δίνοντας κίνητρα στους υπαλλήλους τους και "πουλώντας" τις υπηρεσίες τους. Την ίδια στιγμή, τα μεγάλα συγκροτήματα επιχειρήσεων, τα οποία βασίζονται στην κεντρική οργάνωση, παραγκωνίζονται και αντικαθίστανται από περισσότερο προσηλωμένους ανταγωνιστές.

Σε κάθε μία από αυτές της δραστηριότητες, ιδιωτικές, δημόσιες και μη κερδοσκοπικές, ένα ισχυρό δίκτυο υπολογιστών και τηλεπικοινωνιών συμβάλλουν σε μια παγκόσμια κίνηση προς τη διοικητική αποκέντρωση. Με την εξομάλυνση των διοικητικών ιεραρχιών, η εταιρική λήψη αποφάσεων ξεκινάει από χαμηλά, στις τάξεις των διευθυντών και των υπαλλήλων, οι οποίοι βρίσκονται πιο κοντά στους πελάτες της επιχείρησης.

Αλλά, όπως έχει επισημανθεί από καιρό, από τους θεωρητικούς, υπάρχουν σημαντικές δαπάνες που συνδέονται με την αποκέντρωση όσον αφορά τη λήψη των αποφάσεων. Τα σημερινά συστήματα πληροφοριών είναι πλέον ικανά να παρέχουν στη διοίκηση, τη δυνατότητα να ελέγχει τα έσοδα και τα κέρδη των μακροχρόνιων λειτουργιών. Αλλά ποιο λογισμικό θα μπορούσε να αναφέρει τις ευκαιρίες που χάνονται από τα λειτουργούντα κεφάλαια; Και ποια συστήματα λογιστικής είναι αξιόπιστα στο να

δείξουν τη σχέση μεταξύ των κερδοφόρων και των ασύμφωρων εταιρικών αποφάσεων για επένδυση ως συνάρτηση του χρόνου που αυτές λαμβάνονται;

Η απάντηση είναι ότι τέτοιου είδους πληροφορίες δεν μπορούν να είναι περασμένες σε ηλεκτρονικούς υπολογιστές. Τέτοιες πληροφορίες τις κατέχουν οι πεπειραμένοι διευθυντές και οι υπάλληλοι, οι οποίοι τοποθετούνται σε νευραλγικές θέσεις της οργάνωσης. Βέβαια αυτό θα είναι προς όφελος της εταιρίας μόνο στο μέτρο που εκείνοι οι διευθυντές και οι υπάλληλοι παρακινούνται και στοχεύουν σωστά.

Έτσι, όπως έχει παρατηρηθεί, οι επιχειρήσεις που ωθούν τη λήψη των αποφάσεων στα χαμηλότερα επίπεδα της οργανωτικής δομής τους, πρέπει να αλλάξουν τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου. Τέτοιες επιχειρήσεις θα θεωρήσουν απαραίτητο να ξανασκεφτούν τον τρόπο μέτρησης της απόδοσής τους και τα συστήματα ανταμοιβής τους, για να εξασφαλίσουν ότι οι διευθυντές παίρνουν επεκτατικές αποφάσεις με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξάνουν την αξία της επιχείρησης. Υπό αυτή την έννοια, η αποκέντρωση, η μέτρηση της απόδοσης, και η πολιτική των αποζημιώσεων αποτελούν το τρίπτυχο του αποτελεσματικού εταιρικού ελέγχου.

Το κυρίαρχο στοιχείο της έννοιας της επένδυσης είναι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κίνδυνο, με την ελπίδα υψηλότερων αποδόσεων που ανταμείβουν την ανάληψη αυτού του κινδύνου. Από τη στιγμή που μια επιχείρηση είναι επένδυση, επιχείρηση σημαίνει ανάληψη κινδύνου. Αν επιτευχθεί αυτή η απόδοση που αποζημιώνει για τον επενδυτικό κίνδυνο, μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι έχει δημιουργηθεί οικονομική αξία (οικονομικό κέρδος).

Υπάρχουν πάντα δύο αντίρροπες δυνάμεις που πρέπει να ισορροπούν, αλληλεπιδρώντας μέσα σε μια εταιρεία:

* η αξία στον πελάτη και

* η αξία στην εταιρεία

Αν η στόχευση είναι μόνο ο πελάτης, η εταιρεία μπορεί να παίρνει πρωτοβουλίες που οδηγούν σε υπερεπενδύσεις, υπεραποθεματοποίηση, ευκολία πιστωτικών αποφάσεων και σημαντικών εκπτώσεων. Σε αντίθετη περίπτωση, αν η έμφαση των αποφάσεων είναι το κέρδος, θα υπάρξουν περικοπές κονδυλίων για έρευνα, μείωση της ποιότητας ή υψηλές τιμές που διαβρώνουν το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρείας.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το οικονομικό κέρδος και η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA(R)) χρησιμοποιούνται εδώ εναλλακτικά, καθώς είναι ταυτόσημες έννοιες.

Από λογιστικής άποψης, το κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα. Σε πολύ απλές μορφές επιχειρηματικής δραστηριότητας, αυτός ο προσδιορισμός της κερδοφορίας μπορεί να αρκεί για να εκφράσει και τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Για παράδειγμα, όταν κάποιος αγοράσει ένα προϊόν και την ίδια ημέρα το μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή από αυτή που πλήρωσε για να το αποκτήσει, το κέρδος συμπίπτει με την οικονομική αξία.

Το οικονομικό κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο οι ταμειακές εισροές (cash inflows) ξεπερνούν το κόστος όλων των συντελεστών της παραγωγής. Αυτοί περιλαμβάνουν όχι μόνο τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης αλλά και επιπρόσθετα το κόστος του επενδυμένου στην επιχείρηση κεφαλαίου.

Καθώς οι επιχειρήσεις γίνονται όλο και πιο πολύπλοκες, παράγοντες όπως διαφορές χρονικής αξίας του χρήματος, αποσβέσεων των παραγωγικών

στοιχείων, φορολογικών και λογιστικών διατάξεων και επενδύσεων (όπως αποθέματα και χρεώσεις) καθιστούν πολύ δύσκολη τη μέτρηση της πραγματικής κερδοφορίας. Ταυτόχρονα, το χάσμα μεταξύ λογιστικών και οικονομικών κερδών διευρύνεται όλο και περισσότερο.

Το Οικονομικό Κέρδος ή η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA(R)) είναι ένας δείκτης χρηματοοικονομικής απόδοσης που συνδέει τη γνωστή ιδέα της υπολειμματικής κερδοφορίας (residual income) με τις αρχές του σύγχρονου χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ και ειδικότερα με την ιδέα ότι το κεφάλαιο έχει κόστος και πως, μόνο αν η εταιρεία παράγει αποδόσεις πάνω από το κόστος του κεφαλαίου, δημιουργεί οικονομική αξία.

EVA είναι τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Ύστερα Από Φόρους ή NOPAT (Net Operating Profit After Tax) μείον τη χρέωση της χρήσης του συνολικού κεφαλαίου. Αν η απόδοση του κεφαλαίου της εταιρείας υπερβαίνει το κόστος του, δημιουργεί πραγματική οικονομική κερδοφορία και αξία για τους μετόχους-επενδυτές, και αντίστροφα. (http://ta-neia.dolnet.gr/print_article.php?e=A&f=18390&m=N33&aa=1)

Όπως ο Peter Drucker, έγραψε σε ένα άρθρο, στο Harvard Business Review, το EVA δεν είναι νέα έννοια. Μάλλον είναι ένας πρακτικός, και ιδιαίτερα εύκαμπτος τρόπος, καθορισμού από την πλευρά των οικονομολόγων της έννοιας "του υπόλοιπου εισοδήματος", αξία που απορρέει από του έχουν αντισταθμιστεί επαρκώς οι αμοιβές των μετόχων μιας επιχείρησης. Ο Drucker παρατήρησε ότι, το EVA είναι ένα μέτρο της "συνολικής παραγωγικότητας", της οποίας η αυξανόμενη δημοτικότητα απεικονίζει τις νέες απαιτήσεις της εποχής των πληροφοριών. Για τις επιχειρήσεις που στοχεύουν στην αύξηση της ανταγωνιστικότητάς τους βασιζόμενες στην αποκέντρωση, το EVA είναι πιθανό να είναι η λογικότερη βάση για την εκτίμηση και ανταμοιβή της περιοδικής απόδοσης των εξουσιοδοτημένων

ανθρώπων τους, ιδιαίτερα εκείνων που επιφορτίζονται με σημαντικές αποφάσεις για κεφαλαιουχικές δαπάνες (May, 2006).

Το EVA, όμως, δεν είναι μόνο μέγεθος μέτρησης της απόδοσης. Όταν εφαρμόζεται πλήρως, είναι το κεντρικό κομμάτι ενός *ενσωματωμένου συστήματος οικονομικής διαχείρισης*, που καλύπτει πλήρως την εταιρική οικονομική απόφαση, από το κεφάλαιο που επιλέγεται, την τιμολόγηση των προϊόντων, και τον καθορισμό των εταιρικών στόχων, την ενημέρωση των μετόχων και τη διαχείριση της αποζημίωσης της διοίκησης. Βάζοντας όλες τις οικονομικές και λειτουργικές πράξεις στην ίδια βάση, ένα σύστημα EVA παρέχει αποτελεσματικά μια κοινή γλώσσα για τους υπαλλήλους που βρίσκονται σε όλα τα τμήματα συνδέοντας το στρατηγικό προγραμματισμό με τα λειτουργούντα τμήματα, και το εταιρικό προσωπικό του τμήματος οικονομικών σε ότι αφορά τις σχέσεις επενδυτών και ανθρωπίνου δυναμικού.

Η πραγματοποίηση της κίνησης των LBOs δίνει μερικά σημαντικά μαθήματα για τη δομή και τη διακυβέρνηση των δημόσιων επιχειρήσεων. Για τις περισσότερες μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις, φυσικά, δεν θα έχει νόημα μία αύξηση του δείκτη μόχλευσης στο 90%. Ούτε θα είναι γενικά, οικονομικά αποδοτικό να παρασχεθούν μετοχές στους περισσότερους διευθυντές. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η διαχείριση πρέπει να σχεδιάσει ένα σύστημα μέτρησης της απόδοσης και ανταμοιβής, που θα μιμείται τον τρόπο εξόφλησης της ιδιοκτησίας. Αυτός είναι ο κύριος στόχος ενός EVA, δηλαδή του συστήματος οικονομικής διαχείρισης.

Όπως τα LBOs, αλλά χωρίς τις δαπάνες της υψηλής μόχλευσης ή του υπερβολικού κινδύνου, ένα σύστημα EVA, που μετράει την απόδοση, κάνει το κόστος κεφαλαίου να μειωθεί. Με απλούστερη

μορφή, το EVA είναι το λειτουργικό καθαρό κέρδος μετά τους φόρους μείον μια δαπάνη για το κεφάλαιο που χρησιμοποιείται για να παραγάγει εκείνα τα κέρδη. Η κύρια δαπάνη είναι η απαιτούμενη, ή το ελάχιστο ποσοστό επιστροφής που είναι απαραίτητο για να αντισταθμίσει τους επενδυτές της εταιρίας, τους κατόχους χρέους της, καθώς επίσης και τους μετόχους, για τον κίνδυνο της επένδυσης.

Για παράδειγμα, μια επιχείρηση με κόστος κεφαλαίου 10%, που κερδίζει μια επιστροφή 20% στα \$100 εκατομμύρια από τα καθαρά λειτουργικά έσοδα έχει EVA \$10 εκατομμύριο. Αυτό μας λέει ότι η επιχείρηση κερδίζει \$10 εκατομμύρια περισσότερο από ότι απαιτείται για να καλύψει όλες τις δαπάνες, συμπεριλαμβανομένου του κόστους ευκαιρίας. Από αυτή την άποψη, το EVA συνδυάζει τη διαχείριση λειτουργικής αποδοτικότητας και του ισολογισμού σε ένα μέτρο που μπορεί να γίνει κατανοητό από τους λειτουργούντες ανθρώπους. (Ross et al, 1999)

Σχετικά με τα λειτουργικά κεφάλαια και τη διαχείριση, το EVA δημιουργεί τρεις κύριους τρόπους που αφορούν στην αύξηση της αξίας των μετόχων:

1. Κατ' αρχάς, αύξηση της επιστροφής που προέρχεται από τα εισοδήματα που εμπλέκονται ήδη στην επιχείρηση. Η δήλωση εισοδήματος να είναι περισσότερο αποτελεσματική, χωρίς επένδυση άλλου κεφαλαίου στον ισολογισμό.
2. Δεύτερον, επένδυση σε πρόσθετα κεφάλαια και επιθετική οικοδόμηση της επιχείρησης εφ' όσον η επιστροφή που έχει κερδηθεί υπερβαίνει το κόστος του νέου κεφαλαίου.

3. Τρίτον, διακοπή στην επένδυση από πλευράς των μετόχων και εξασφάλιση τρόπων ώστε να απελευθερωθεί το κεφάλαιο από δραστηριότητες που κερδίζουν επιστροφές κάτω του μετρίου. Αυτό σημαίνει ότι τα πάντα, από το να επιστραφεί το κεφάλαιο κίνησης γρηγορότερα και να επιταχυνθεί ο κύκλος ζωής, έως την παγίωση των διαδικασιών και την πώληση των αγαθών, αξίζουν περισσότερο από ότι άλλα.

Εκτός του να κάνει το κόστος κεφαλαίου να είναι συγκεκριμένο, το EVA ως μέτρο απόδοσης, μπορεί επίσης να έχει ως σκοπό να ενθαρρύνει την φοροελαχιστοποίηση των επιλογών της λογιστικής και να ενσωματώσει διάφορες άλλες ρυθμίσεις που προορίζονται στο να αποβάλουν τις διαστρεβλώσεις της οικονομικής απόδοσης που εισάγονται από τις συμβατικές αποδοχές των μέτρων της λογιστικής όπως τα κέρδη ή το ROE. Παραδείγματος χάριν, μια ανεπάρκεια της λογιστικής GAAP, προέρχεται από την επιμονή της ότι πολλές εταιρικές δαπάνες, με μακροπρόθεσμες εξοφλήσεις είναι εντελώς δαπανηρές, παρά κεφαλαιοποιημένες και αποσβεσμένες κατά τη διάρκεια μιας κατάλληλης περιόδου. Ενώ είναι καλοταίριασμένος στις ανησυχίες των πιστωτών για τις τιμές εκκαθάρισης, τέτοιος συντηρητισμός μπορεί να καταστήσει τις οικονομικές δηλώσεις αναξιόπιστες. Σημαντικότερο, όσον αφορά τον GAAP συντηρητισμό, όταν αυτός χτίζεται πάνω στη μέτρηση της απόδοσης μιας επιχείρησης και στο σύστημα αποζημιώσεων, μπορεί αδικαιολόγητα να μειώνει τον ορίζοντα προγραμματισμού των διευθυντών. (Ross et al, 1999)

Στην οργάνωση του συστήματος EVA, καλό είναι μερικές φορές οι επιχειρήσεις να κεφαλαιοποιήσουν τα μερίδια της R&D, του μάρκετινγκ, της κατάρτισης, και ακόμη και των αναδιαρθρωτικών δαπανών τους. Για να κρατήσουμε το κεφάλαιο "off the goods"

και έπειτα βαθμιαία μέσα στον εσωτερικό κύριο απολογισμό του διευθυντή, για να απεικονίσουν τις αναμενόμενες εξοφλήσεις κατά τη διάρκεια του χρόνου. Καθώς αυτά τα παραδείγματα προορίζονται να προτείνουν, το EVA μπορεί να είναι χρήσιμο στο να ενθαρρύνει μια πιο διορατική πολιτική εταιρικής επένδυσης από τα παραδοσιακά οικονομικά μέτρα που βασίζονται στις αρχές της λογιστικής GAAP.

Στον καθορισμό του μέτρου EVA, ο Stern Stewart αναγνώρισε πάνω από 120 ανεπάρκειες στη συμβατική λογιστική GAAP. Εκτός από την ανικανότητα του GAAP στο να χειριστεί το R&D και άλλες εταιρικές επενδύσεις, εξέτασε τα προβλήματα μέτρησης της απόδοσης που συνδέονται με τις τυποποιημένες επεξεργασίες της λογιστικής όσον αφορά τα εξής: κοστολόγηση και αξιολόγηση αποθεμάτων, υποτίμηση, εισόδημα, χρέη, εξουσιοδοτημένες επενδύσεις, περιβαλλοντική συμμόρφωση, σύνταξη, ιατρική δαπάνη μετά την αποχώρηση, αξιολόγηση των ενδεχόμενων στοιχείων του παθητικού, τιμολόγηση, φορολογία, πληθωρισμός, και μεταφορά νομίσματος. Για τα περισσότερα από αυτά τα ζητήματα λογιστικής, επεξεργάστηκαν μια σειρά περιπτώσεων για να επεξηγήσουν το πρόβλημα μέτρησης απόδοσης, και επινόησαν ποικίλες πρακτικές μεθόδους που τροποποιούν τα αποτελέσματα της λογιστικής με σκοπό να βελτιώνουν την ακρίβεια με την οποία το EVA μετράει το πραγματικό οικονομικό εισόδημα.

Φυσικά, καμία επιχείρηση δεν είναι πιθανό να ασχοληθεί και με τα 120 ζητήματα μέτρησης. Στις περισσότερες περιπτώσεις, είναι απαραίτητο να αντιμετωπίσουν μόνο περίπου 15 έως 25 βασικά προβλήματα από τα οποία τελικά μόνο πέντε ή δέκα βασικά ζητήματα λύνονται. Οι ρυθμίσεις στον καθορισμό της EVA γίνονται μόνο για εκείνες τις περιπτώσεις που περνούν τέσσερις δοκιμές:

- Είναι πιθανό να ασκηθεί υλική επίδραση στην EVA;
- Μπορούν οι διευθυντές να επηρεάσουν την έκβαση;
- Μπορούν οι λειτουργούντες άνθρωποι πραγματικά να την αντιληφθούν;
- Είναι οι απαραίτητες πληροφορίες σχετικά εύκολο να ακολουθηθούν ή να παραχθούν;

Για οποιαδήποτε επιχείρηση, έπειτα, ο καθορισμός της EVA έτσι ώστε να εφαρμόζεται προσαρμόζεται βάση του στόχου, για να υπάρξει μια πρακτική μέση λύση μεταξύ της απλότητας και της ακρίβειας.

Για να γίνει το μέτρο φιλικότερο προς το χρήστη, έχει αναπτυχθεί ένα διοικητικό εργαλείο, το αποκαλούμενο "EVA Drivers" που επιτρέπει στη διαχείριση να βρει το EVA μέσα από την εισοδηματική δήλωση, τον ισολογισμό και τους στρατηγικούς μοχλούς που είναι έχει στη διάθεση της, ώστε να διαχειριστούν την επιχείρηση. Αυτό το πλαίσιο έχει αποδειχτεί να είναι αρκετά χρήσιμο στη συγκέντρωση της διοικητικής προσοχής, τη διάγνωση των προβλημάτων απόδοσης, την αξιολόγηση και την ενίσχυση του προγραμματισμού. Γενικότερα, έχει βοηθήσει τους ανθρώπους που ανήκουν σε όλα τα επίπεδα της επιχείρησης να εκτιμήσουν το ρόλο που πρέπει να διαδραματίσουν στη βελτίωση της αξίας.

Η πραγματική επιτυχία της επιχείρησης εξαρτάται σήμερα όχι μόνο από την καλή και διευρυμένη σκέψη και την εκτεταμένη στρατηγική, αλλά περισσότερο από την επανακατασκευή των επιχειρησιακών συστημάτων μιας επιχείρησης για να ανταποκριθεί αποτελεσματικότερα στο νέο επιχειρησιακό περιβάλλον της συνεχής αλλαγής. Καθώς αυτή η επανάσταση των πληροφοριών έχει δημιουργήσει την ανάγκη για την επανεφαρμογή της επιχειρησιακής διαδικασίας και έχει επίσης την ανάγκη ενός

μηχανισμού στο εταιρικό σύστημα οικονομικής διαχείρισης. (Ross et al, 1999)

Τι εννοούμε με ένα σύστημα οικονομικής διαχείρισης; Το σύστημα οικονομικής διαχείρισης αποτελείται από εκείνες τις οικονομικές πολιτικές, διαδικασίες, μεθόδους, και μέτρα που καθοδηγούν τις διαδικασίες μιας επιχείρησης και τη στρατηγική της. Έχει να κάνει με το πώς οι επιχειρήσεις εξετάζουν ερωτήσεις όπως: Ποιοι είναι οι γενικοί εταιρικοί οικονομικοί στόχοι τους και πώς τους διαβιβάζουμε μέσα στην επιχείρηση και στην επενδυτική κοινότητα; Πώς αξιολογούμε τα επιχειρησιακά σχέδια όταν εμφανίζονται για την αναθεώρηση; Πώς διαθέτουν τους πόρους, για τα πάντα, από την αγορά ενός μεμονωμένου κομματιού του εξοπλισμού, στην απόκτηση μιας ολόκληρης επιχείρησης κ.ο.κ.; Πώς αξιολογούν την τρέχουσα λειτουργούσα απόδοση; Τελευταίο αλλά όχι ασήμαντο, πώς πληρώνουμε τους ανθρώπους τους; Ποιο είναι το εταιρικό σύστημα ανταμοιβής τους;

Πολλές επιχειρήσεις αυτές τις μέρες έχουν καταλήξει σε ένα αχρείαστο, περίπλοκο και από πολλές απόψεις, ξεπερασμένο σύστημα οικονομικής διαχείρισης. Παραδείγματος χάριν, οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την λογιστική ανάλυση ταμειακών ροών για το κεφάλαιο. Αλλά, όταν αφορά άλλους σκοπούς όπως ο καθορισμός των στόχων και η επικοινωνία με τους επενδυτές, οι ίδιες επιχειρήσεις τείνουν να δημιουργούν λογιστικά μέτρα, όπως οι αποδοχές, αποδοχές ανά το μερίδιο, EPS την αύξηση, τα περιθώρια κέρδους, ROES, κ.τ.λ. Όταν αυτό ισχύει, σημαίνει ότι υπάρχει ήδη αποσύνδεση μεταξύ του βασισμένου στις ταμειακές ροές κύριου προϋπολογισμού και των στη λογιστική βασισμένων εταιρικών στόχων. Ως κατάληξη, τα επιδόματα για τους λειτουργούντες ανθρώπους τείνουν να είναι δομημένα γύρω από την επίτευξη κάποιου ετησιοποιημένου

διαπραγματεύσιμου αριθμού κέρδους. (Ross et al, 1999)

Αυτή η διαδεδομένη εταιρική πρακτική της χρησιμοποίησης των διαφορετικών οικονομικών μέτρων για τις διαφορετικές εταιρικές λειτουργίες δημιουργεί την ασυνέπεια, και έτσι την ιδιαίτερη σύγχυση, στη διαδικασία διοίκησης.

Με την EVA, όλες οι κύριες απόψεις της διαδικασίας οικονομικής διαχείρισης είναι δεμένες σε μόνο ένα μέτρο, που καθιστά το γενικό σύστημα πολύ ευκολότερο να το διαχειριστούν και να το καταλάβουν. Δηλαδή αν και η διαδικασία για το σωστό καθορισμό της EVA για οποιαδήποτε δεδομένη εταιρία είναι συχνά περίπλοκη και χρονοβόρα, το μέτρο αυτό μόνο, μόλις καθιερωθεί, γίνεται το σημείο εστίασης ενός απλούστερου, γενικού συστήματος οικονομικής διαχείρισης. Εκείνο που μπορεί να προσφέρει στη μονάδα την ένωση όλων των ποικίλων ενδιαφερόντων και των λειτουργιών μέσα σε μια μεγάλη εταιρία.

Γιατί είναι τόσο σημαντικό να υπάρξει μόνο ένα μέτρο; Η φυσική κατάληξη των λειτουργούντων διευθυντών στις μεγάλες δημόσιες επιχειρήσεις είναι να πάρουν στα χέρια τους περισσότερο κεφάλαιο, προκειμένου να ξεδευτεί έτσι ώστε να επεκταθεί η εταιρία. Αυτή η τάση οδηγεί σε έναν εσωτερικό πολιτικό ανταγωνισμό για το κεφάλαιο, στον οποίο τα διαφορετικά μέτρα απόδοσης χρησιμοποιούνται για να κερδίσουν την έγκριση για τα διάφορα προγράμματα. Και εξ' αιτίας αυτής της τάσης, η κορυφαία διαχείριση αισθάνεται αναγκασμένη να επέμβει εκτεταμένα, όχι σε ότι αφορά την καθημερινή λήψη αποφάσεων, αλλά στις αποφάσεις των κεφαλαιουχικών δαπανών. Γιατί; Επειδή δεν εμπιστεύονται το σύστημα οικονομικής διαχείρισης στο να καθοδηγήσει τους λειτουργούντες διευθυντές τους ώστε να λάβουν τις σωστές αποφάσεις. (Dadmodaran, A., 2006)

Η EVA είναι το εσωτερικό διοικητικό μέτρο που αποκεντρώνει όλη την επιχείρηση και μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βάση για ένα εντελώς ενσωματωμένο σύστημα οικονομικής διαχείρισης. Επιτρέπει όλες τις βασικές διοικητικές αποφάσεις που διαμορφώνονται, που παρακολουθούνται, που επικοινωνούνται, και που ανταμείβονται σύμφωνα με την αξία που προσθέτουν στην επένδυση των μετόχων . Είτε αναθεωρώντας ένα πρόγραμμα, είτε εκτιμώντας μια απόκτηση, είτε εξετάζοντας τις στρατηγικές εναλλακτικές λύσεις, είτε αξιολογώντας την απόδοση, είτε τα επιδόματα, ο στόχος για την αύξηση της EVA κατά τη διάρκεια του χρόνου, προσφέρει μια σαφή οικονομική αποστολή για τη διαχείριση και τα μέσα για την καλυτέρευση της υπευθυνότητας και των κινήτρων. Από αυτή την άποψη, προσφέρει ένα νέο πρότυπο εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης.

Είθισται να θεωρείται ότι ο σκοπός της διοίκησης μιας επιχείρησης είναι, μεταξύ άλλων, και η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, η οποία επιτυγχάνεται δια της αποδοχής επενδυτικών έργων με θετική καθαρή παρούσα αξία. Σε μια χρηματιστηριακή αγορά με αποτελεσματική λειτουργία όλες οι ενέργειες της διοίκησης, αναφορικά με τις κεφαλαιακές επενδύσεις, το χρηματοδοτικό σχήμα της εταιρίας και τη μερισματική πολιτική, οι οποίες αποβλέπουν στην μακροχρόνια ανάπτυξη των κερδών αποτυπώνονται στη τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Το λογιστικό κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο τα έσοδα ξεπερνούν έξοδα. Σε πολύ απλές μορφές επιχειρηματικής δραστηριότητας, αυτός ο προσδιορισμός της κερδοφορίας μπορεί να αρκεί για να εκφράσει και τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Για παράδειγμα, όταν κάποιος αγοράσει ένα προϊόν και την ίδια ημέρα το μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή από αυτή που πλήρωσε για να

το αποκτήσει, το κέρδος συμπίπτει με την οικονομική αξία. Το οικονομικό κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο οι ταμειακές εισροές ξεπερνούν το κόστος όλων των συντελεστών της παραγωγής, οι οποίοι περιλαμβάνουν όχι μόνο τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης αλλά και επιπρόσθετα το κόστος του επενδυμένου στην επιχείρηση κεφαλαίου.

Το μοντέλο λοιπόν της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) χρησιμοποιείται συνήθως όταν θέλουμε να αξιολογήσουμε τις επενδυτικές επιλογές του διοικητικού συμβουλίου ως προς την συνεισφορά του στη δημιουργία οικονομικής προστιθέμενης αξίας για τους μετόχους. Η δε προστιθέμενη αξία δεν παράγεται μόνο από τα καθαρά κέρδη, τα οποία, ως γνωστόν, προκύπτουν από τις πωλήσεις αφαιρουμένων του συνόλου των κοστών (μεταβλητά και σταθερά) και της φορολογικής επιβάρυνσης. Για τον υπολογισμό της προστιθέμενης αξίας θα πρέπει να αφαιρέσουμε από το προηγούμενο υπόλοιπο και το κόστος κεφαλαίου (Brealey and Myers, 2000, σελ. 327).

Ακολουθεί μια αναφορά στην έννοια της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων και στις έννοιες της προστιθέμενης και οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Στη συνέχεια και αφού έχουμε εξηγήσει τη λειτουργία των μετοχών θα αναφερθούμε στις σχέσεις μετοχών και απόδοσης των μάνατζερ και πως αυτή η σχέση μπορεί να βοηθήσει την απόδοση της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

1.0. Η ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ως ελέχθη στην εισαγωγή, στόχος κάθε επιχείρησης αποτελεί η μεγιστοποίηση του **πλούτου των μετόχων**, ο οποίος συνίσταται στο αριθμό των μετοχών της εταιρίας, τις οποίες διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους, και στη αξία εκάστης εξ αυτών. Επομένως, ένας μέτοχος ή ένας υποψήφιος επενδυτής θα πρέπει κατ' αρχήν να ενδιαφέρεται για την δίκαιη τιμή της μετοχής στην οποία σκέπτεται να τοποθετηθεί.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα αποτίμησης Gordon, για ώριμες εταιρίες, οι οποίες προβλέπεται να επιτυγχάνουν μέτριους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον και να διατηρούν μια σταθερή αύξηση του μερίσματος, μπορούμε να υπολογίσουμε την δίκαιη αξία της μετοχής τους ως εξής (Kolb, 1996, σελ 299-300):

$P_t^* = \frac{D_{t+1}}{r_S - g}$	1
-----------------------------------	----------

Όπου

D_{t+1} = Το αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή για τη χρονιά $t+1$

P_t^* = Η εκτιμώμενη «πραγματική» τιμή της μετοχής.

r_S = Το κόστος (η απαιτούμενη απόδοση) των ιδίων κεφαλαίων

g = ο (μακροχρόνιος) ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Από τον παραπάνω τύπο παρατηρούμε ότι η εταιρική **κερδοφορία** (η οποία βεβαίως επηρεάζει τη μερισματική της πολιτική) μονίμως προσμετρείται και θεωρείται ως βασικό κριτήριο για την πορεία την μετοχής. Βεβαίως η πορεία της τιμής της κάθε μετοχής πρέπει να συνδέεται με την κερδοφορία της επιχειρήσεως, ωστόσο το αποφασιστικό κριτήριο πρέπει να στηρίζεται εις την εξέλιξη των **λειτουργικών κερδών**. Τα λειτουργικά κέρδη

δημιουργούνται μόνο από την επιχειρηματική δραστηριότητα και όχι από έκτατα γεγονότα και για αυτό τον αποκαλύπτουν την πραγματική πορεία των επιχειρήσεως. (Kolb, 1996)

Σε μια αποτελεσματική κεφαλαιαγορά, όπου η αποτελεσματικότητα δύναται να έχει ασθενή μορφή, ημι-ισχυρή μορφή, ή σε ισχυρή μορφή, η χρηματιστηριακή τιμή θα πρέπει να συγκρίνει προς την δίκαιη τιμή της μετοχής. Συνεπώς η παρακολούθηση της χρηματιστηριακής αξία μιας μετοχής αφ' ενός μεν μας βοηθά θα προσδιορίσουμε την δίκαιη αξία της μετοχής (εφόσον βεβαίως η κεφαλαιαγορά λογίζεται ως αποτελεσματική), αφ' ετέρου δε συμβάλει στην ενημέρωση των επενδυτών αναφορικά τις απώλειες ή τα κέρδη που έχουν καταγράψει τα μετοχικά τους χαρτοφυλάκια.

1.1.Η ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η **προστιθέμενη αξία** σε μια οικονομία αντανακλά τον νέο πλούτο που δημιουργείται σε δεδομένο χρονικό διάστημα.

Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι σε μια οικονομία δραστηριοποιούνται δυο εταιρίες, η εταιρία 1 που παράγει μεταλλικά αντικείμενα και η εταιρία 2 που παράγει αυτοκίνητα. Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα χρήσης των δυο εταιριών.

Πίνακας 1: ΤΟ ΑΕΠ ΩΣ Η ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΤΕΛΙΚΩΝ ΑΓΑΘΩΝ

ΕΙΣΡΟΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ	ΣΤΗΝ	ΕΚΡΟΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ 1	ΕΚΡΟΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ 2	ΕΙΣΟΔΗΜΑ
1. Εκροές Εταιρίας 1		-	€100	
2. Εκροές Εταιρίας 2		-	-	
3. Εργασία		60	70	130
4. Κεφάλαιο		20	30	50
5. Έμμεσοι Φόροι		0	-	
6. Κέρδη		20	40	60
7. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ		€100	€240	

Στην παραπάνω υποθετική οικονομία το ΑΕΠ ως η αξία των τελικών αγαθών ισούται με την αξία των εκροών, ύψους €240, της εταιρίας 2. Στο ίδιο αποτέλεσμα μπορούμε να οδηγηθούμε εάν υπολογίσουμε το σύνολο της προστιθέμενης αξίας που δημιούργησαν οι δυο εταιρίες της οικονομίας. (Kolb, 1996)

Συγκεκριμένα, η προστιθέμενη αξία που παράγει μια εταιρία ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τελικής αξία της παραγωγής και της αξία των ενδιάμεσων αγαθών, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στην παραγωγική διαδικασία. Έτσι, στο παράδειγμα του Πίνακα 1, η προστιθέμενη αξία που δημιούργησε η εταιρία 1 ήταν €100, ενώ η προστιθέμενη αξία που δημιούργησε η εταιρία 2 ήταν €140 (=€240 -€100). Συνεπώς, η συνολική προστιθέμενη αξία στην οικονομία διαμορφώθηκε στα €240. Επίσης, από το παραπάνω παράδειγμα βλέπουμε από τα €240 που ήταν η αξία του ΑΕΠ στην οικονομία τα €130 αντιπροσωπεύουν το εισόδημα της εργασίας, €50 το εισόδημα του κεφαλαίου, και €60 μερίδιο των κερδών.

Γενικώς ειπείν, η προστιθέμενη αξία αντιπροσωπεύει τον πλούτο που δημιουργεί ο ιδιωτικός τομέας, και εξ αυτού του πλούτου καθίσταται δυνατή η καταβολή των μισθών των υπαλλήλων και η αποζημίωση (είτε με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών είτε με τη

μορφή μερισμάτων) των επενδυτών-μετόχων των εταιριών.

1.2.ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ

Οι επενδύσεις θεωρούνται επωφελείς για μια εταιρία όταν δημιουργούν οικονομικά κέρδη και οικονομική αξία. Ο ορισμός του κέρδους από οικονομικής πλευράς διαφέρει από την λογιστική του μέτρηση όπως, είναι για παράδειγμα τα Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων (EBIT) ή και τα Κέρδη προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων (EBITDA). (Ross et al, 1999)

Για παράδειγμα, ένας ελεύθερος επαγγελματίας που έχει ετήσια έσοδα ύψους €50.000 και ετήσια έξοδα €20.000 μπορεί να συμπεράνει ότι το επιτήδευμα του είναι αρκετά προσοδοφόρο καθώς του αποφέρει λογιστικά κέρδη ύψους €30.000. Ωστόσο, στο κόστος παραγωγής των υπηρεσιών που προσφέρει θα πρέπει κάνουμε δυο προσθέσεις. Πρώτον, θα πρέπει στο κόστος παραγωγής να συμπεριλάβουμε τις ετήσιες αποδοχές, ας πούμε ύψους €20.000, τις οποίες θα κέρδιζε ο εν λόγω ελεύθερος επαγγελματίας εάν είχε σχέση μισθωτής εργασίας με κάποια εταιρία. Δεύτερον, θα πρέπει να λάβουμε υπ' όψιν το κεφάλαιο, ας πούμε ύψους €20.000, το οποίο έχει δαπανήσει για τη αγορά του απαραίτητου εξοπλισμού και επίπλωσης του γραφείου. Εάν δε είχε επενδύσει το παραπάνω κεφάλαιο με επιτόκιο 3% τότε το κόστος χρήση του κεφαλαίου θα ανερχόταν στα €600. Συνεπώς, μετά από τις παραπάνω προσαρμογές βρίσκουμε ότι το ετήσιο οικονομικό κέρδος του επαγγελματία είναι €9.400 και όχι €30.000 όπως αρχικά είχαμε υπολογίσει.

Το οικονομικό κέρδος λοιπόν μιας επιχείρησης πρέπει να καλύπτει τα λογιστικά έξοδα παραγωγής και λειτουργίας και το κόστος χρήσης των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί στην επιχείρηση. Σε προηγούμενη ενότητα αναφέραμε ότι η εταιρία θα

πρέπει να επενδύει σε έργα που δημιουργούν θετική καθαρή παρούσα αξία. Η καθαρή παρούσα αξία οποιασδήποτε εταιρείας ισούται με την προεξοφλημένη ταμειακή ροή του Οικονομικού Κέρδους που αναμένεται να δημιουργήσει η εταιρεία από τη σημερινή της λειτουργία (το ήδη επενδυμένο κεφάλαιο / ενεργητικό συν τα μελλοντικά κεφάλαια που δεν έχουν ακόμη επενδυθεί και αποτελούν τη διάσταση της μελλοντικής μεγέθυνσης).

1.3.Η ΈΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η προστιθέμενη αξία δεν θα πρέπει να συγχέεται με την έννοια της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, η οποία χρησιμοποιείται για να δείξει πόσο καλά κερδίζουν οι εταιρείες το κόστος κεφαλαίου τους. Πιο αναλυτικά, η παρακάτω μαθηματική εξίσωση περιγράφει την έννοια της **οικονομικής προστιθέμενης αξίας** (Economic Value Added, EVA):

$EVA = \text{NOPAT} - (\text{Επενδεδυμένο Κεφάλαιο} \cdot \text{WACC})$	2
---	----------

Όπου

NOPAT = τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (net operating profits after taxes)

WACC = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital)

Με απλά λόγια η παραπάνω εξίσωση μας πληροφορεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) μιας εταιρείας αφορά τη διαφορά μεταξύ των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων και το κόστος χρήσης των κεφαλαίων (δηλαδή το γινόμενο του επενδεδυμένου κεφαλαίου και του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου) που επενδύθηκαν στην εταιρία προκειμένου να δημιουργηθούν τα παραπάνω λειτουργικά κέρδη. (Kolb, 1996)

Στο παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τα αποτελέσματα

υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για ένα αριθμό Ελληνικών εισηγμένων εταιριών.

Πίνακας 2: ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΟΡΙΣΜΕΝΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Όνομα Εταιρείας	ΕΒΑ 2003	ΕΒΑ/ Κεφάλαια	Ίδια
ΟΠΑΠ	204,99	81,31%	
Cosmote	185,40	27,91%	
Vodafone-Panafone	134,48	21,12%	
Alpha Τράπεζα	81,92	5,98%	
Τιτάνας	67,60	14,77%	
EFG Eurobank-Ergasias	47,32	2,28%	
Motor Oil	37,89	18,07%	
Folli-Follie	24,40	19,25%	
ΚΑΕ	23,37	18,38%	
Hyatt Regency	23,29	17,97%	
Γερμανός	10,56	3,86%	
Μαίλλης	3,82	3,12%	
Εθνική Τράπεζα	3,67	0,14%	
Everest	2,20	7,78%	
Elmec Sport	1,24	1,84%	
Δέλτα Singular	0,90	0,54%	
Τηλέτυπος	-0,17	-0,20%	
Inform Λύκος	-0,21	-0,35%	
Αργ. & Βαρυτινης	-1,19	-0,86%	
Χαλκός	-2,73	-2,04%	
Σιδενός	-5,57	-2,44%	
Ρόκκας	-6,44	-5,06%	
Ιντρακομ	-13,24	-1,87%	
Μετκα	-13,54	-14,45%	
ΕΛΒΑΛ	-25,01	-6,92%	
Τεχνική Ολυμπιακή	-25,77	-5,22%	
ΕΥΔΑΠ	-47,58	-6,10%	
Τράπεζα Πειραιώς	-49,99	-3,72%	
ΟΤΕ	-102,40	-2,25%	
ΔΕΗ	-208,65	-4,63%	

Πηγή: Κρίντας 2003.

Εκ του ανωτέρω πίνακα παρατηρούμε ότι υπάρχουν σημαντικές

αποκλίσεις ως προς την οικονομική προστιθέμενη αξία μεταξύ κερδοφόρων εταιριών. Δέον να σημειωθεί ότι και η εταιρία με την μεγαλύτερη οικονομική προστιθέμενη αξία (ΟΠΑΠ) και η εταιρία με την μικρότερη οικονομική προστιθέμενη αξία (ΔΕΗ) ανήκουν στον δημόσιο τομέα.

1.4. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Ας δούμε όπως ποια, σύμφωνα τον Damodaran (2006) είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της χρήσης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας ως μέτρου αξιολόγησης της απόδοσης μιας εταιρίας.

Πλεονεκτήματα

Κατ' αρχάς η οικονομική προστιθέμενη αξία σχετιζόμενη με την έννοια της **καθαρής παρούσας αξίας** συνάδει με τη βασική θέση, την οποία εκφράζει η επιστήμη της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, ότι η αξία της εταιρίας αυξάνεται όταν η αυτή αναλαμβάνει επενδυτικά έργα με θετική καθαρή παρούσα αξία. Τέλος, ως μέγεθος η οικονομική προστιθέμενη αξία, επηρεάζεται με όλες τις αποφάσεις που οι διευθυντές πρέπει να λάβουν μέσα σε μια εταιρία. Για παράδειγμα, οι αποφάσεις αναφορικά με τα επενδυτικά σχέδια της εταιρίας και την μερισματική πολιτική έχουν επιπτώσεις στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, ενώ οι αποφάσεις αναφορικά με το χρηματοδοτικό σχήμα της εταιρίας επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, τα ανώτατα εκτελεστικά στελέχη μιας επιχείρησης καθίστανται υπεύθυνοι των πράξεων τους καθώς γνωρίζουν ότι με τις αποφάσεις τους μπορούν να επηρεάσουν την οικονομική προστιθέμενη αξία της εταιρίας τους. (Κρίντας 2003)

Μειονεκτήματα

Ένα σοβαρό μειονέκτημα της χρήσης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας αφορά τις εταιρίες με υψηλούς ρυθμούς μεγέθυνσης αντλούν τον μεγαλύτερο όγκο της αξίας από την μελλοντική αναμενόμενη αύξηση των εργασιών τους. Επίσης, ένα σημαντικό πρόβλημα στη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι η εφαρμογή της σε εταιρίες των οποίων το επίπεδο μόχλευσης και το προφίλ επενδυτικού κινδύνου αλλάζει λόγω δραστηριοτήτων της εταιρίας. Ωστόσο, τα παραπάνω προβλήματα μπορούν να αποφευχθούν εάν επαναδιατυπώνουμε το στόχο της εταιρίας ως η μεγιστοποίηση της παρούσας αξίας της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

2.0.ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ

Σε αυτή την ενότητα θα ασχοληθούμε τον υπολογισμό του **καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά από τους φόρους** (NOPAT), στο οποίο φτάνουμε μέσω μιας σειράς λογιστικών μετατροπών. Αν και υπάρχουν τρία βασικά βήματα κατά την διαδικασία εξεύρεσης του NOPAT, δεν υπάρχει κάποια «ορθόδοξη» για τον υπολογισμό του εν λόγω κέρδους. Αυτά τα τρία βασικά στάδια υπολογισμού του NOPAT είναι τα εξής:

1. *Υπολογισμός του Κέρδους προ Φόρων και Τόκων (EBIT).*
2. *Διενέργεια των Λογιστικών Μετατροπών:* η διενέργεια των λογιστικών μετατροπών είναι δυο ειδών. Πρώτον, υπάρχουν λογιστικές μετατροπές που στοχεύουν να μετατρέψουν τα μεγέθη από λογιστική σε ταμειακή βάση, οι οποίες στοχεύουν να μετατρέψουν μια λογιστική απεικόνιση της εταιρικής κερδοφορίας σε μια ταμειακή. Δεύτερον, υπάρχουν λογιστικές μετατροπές που πραγματοποιούνται με σκοπό την επαναταξινόμηση ορισμένων δαπανών, οι οποίες πλέον κεφαλαιοποιούνται στον ισολογισμό.
3. *Αφαίρεση των Λειτουργικών Φόρων (Ross et al, 1999)*

Υπενθυμίζουμε ότι σύμφωνα με την **λογιστική βάση** (accrual basis) τα εταιρικά έσοδα ή έξοδα, ως μεγέθη, απεικονίζονται κατά την στιγμή που συνάπτεται η λογιστική τους αποτίμησή, ακόμη και στην περίπτωση που δεν έχουν εισπραχθεί ή καταβληθεί. Η δε **κεφαλαιοποίηση** μιας δαπάνης σχετίζεται με τη μεταφορά μιας δαπάνης στον ισολογισμό και τη μεταχείριση της ως

μακροπρόθεσμου περιουσιακού στοιχείου αντί μιας βραχυπρόθεσμης δαπάνης.

2.1.ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ (ΕΒΙΤ)

Τα **κέρδη προ φόρων και τόκων**, ή όπως αλλιώς είναι γνωστά ως **μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης**, προκύπτουν από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Κατ' αρχάς υπολογίζουμε τα μεικτά αποτελέσματα χρήσεως, τα οποία ορίζονται ως οι πωλήσεις μείον το κόστος των πωλήσεων

$$\text{ΜΕΙΚΤΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΠΩΛΗΣΕΩΝ} = \text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ} - \text{ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ} \quad 3$$

Εν συνεχεία, από τα μεικτά αποτελέσματα αφαιρούμε τα έξοδα που σχετίζονται με δευτερεύουσες δραστηριότητες της εταιρίας όπως είναι τα εξής: (α) τη *έξοδα διοίκησης*, (β) *έξοδα διανομής και διάθεσης* των προϊόντων και (γ) *έξοδα έρευνας* για ανάπτυξη νέων προϊόντων. Το ποσό που προκύπτει από την αφαίρεση των παραπάνω εξόδων από τα μεικτά αποτελέσματα ονομάζεται μερικό αποτέλεσμα εκμετάλλευσης (Γεωργόπουλος 2005, σελ.135).

$$\begin{aligned} \text{ΜΕΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ} &= \\ \text{ΜΕΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ} & \\ + \text{ΑΛΛΑ ΕΞΟΔΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ} & \\ \text{ΕΞΟΔΑ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ-} & \quad 4 \\ \text{ΕΞΟΔΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΣ -} & \\ \text{ΕΞΟΔΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ} & \end{aligned}$$

2.2.ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ

Το κόστος των πωληθέντων δίνεται από τον ακόλουθο τύπο (Γεωργόπουλος 2005, σελ.130)

$$\text{ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ} = \text{ΑΡΧΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑ} + 2 \text{ ΑΓΟΡΕΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ} - \text{ΤΕΛΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑ}$$

Στο παρακάτω πίνακα παρουσιάζουμε ένα υποθετικό παράδειγμα μιας εταιρίας, η οποία έχει προβεί σε αγορές αποθεμάτων κατά τη διάρκεια του πρώτου τριμήνου του έτους.

Πίνακας 3: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Μήνας	Περιγραφή	Μονάδες Προϊόντος	Κόστος/Μονάς	Συνολικό Κόστος
Δεκέμβριος	Αρχικό Απόθεμα	1.000,0	€4,0	€4.000,0
Ιανουάριος	Αγορά Αποθέματος 1	1.000,0	5,0	5.000,0
Φεβρουάριος	Αγορά Αποθέματος 2	1.000,0	6,0	6.000,0
Μάρτιος	Αγορά Αποθέματος 3	1.000,0	7,5	7.500,0

Στο παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι το αρχικό απόθεμα είναι €4.000 ενώ η αξία των αγορών αποθεμάτων φτάνει τα €18.500. Απομένει λοιπόν να υπολογίσουμε, με δυο μεθόδους, το *τελικό απόθεμα* προκειμένου να βρούμε το κόστος πωληθέντων. Ας δούμε λοιπόν πως υπολογίζεται το κόστος πωληθέντων για μια εταιρία, η οποία μέχρι τον Μάρτιο είχε καταφέρει να πουλήσει 3.000 τεμάχια στην τιμή των €10 έκαστο.

Από τη μία, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της **τελευταίας εισαγωγής- πρώτης εξαγωγής** (LIFO) το τελικό απόθεμα είναι το αρχικό απόθεμα, του οποίου η αξία είναι €4.500. Συνεπώς, το κόστος πωληθέντων για την εταιρία είναι €18.500 (=€4.000 +€18.500- €4.000), ενώ το μερικό αποτέλεσμα €11.500. Εναλλακτικά, στον παραπάνω πίνακα, το κόστος πωληθέντων βρίσκεται από το άθροισμα των τιμών των τριών τελευταίων γραμμών της τέταρτης στήλης. Από την άλλη, χρησιμοποιώντας τη

μέθοδο της **πρώτης εισαγωγής- πρώτης εξαγωγής** (FIFO), το τελικό απόθεμα υπολογίζεται στα €7.500 (πρόκειται δηλαδή για την αξία της αγοράς αποθεμάτων 3), και ως εκ τούτου το κόστος πωληθέντων είναι €15.000.

Από το παραπάνω παράδειγμα βλέπουμε ότι η μέθοδος αποτίμησης των αποθεμάτων LIFO έδωσε ένα μεγαλύτερο κόστος πωληθέντων από ότι η μέθοδος αποτίμησης FIFO.

Εάν λοιπόν οι τιμές των αποθεμάτων μιας εταιρίας αυξάνονται, κατόπιν το κόστος πωληθέντων δέχεται αυξητικές πιέσεις ωθείται όταν αυτό υπολογίζεται με βάση τη μέθοδο LIFO, καθώς αυτή υπολογίζει τις τελευταίες αγορές αποθεμάτων, οι οποίες είναι και οι πιο ακριβές. Για αυτό τον σκοπό, οι εταιρίες που αποτιμούν τα αποθέματα τους βάσει της μεθόδου LIFO θα πρέπει να προσθέτουν και ένα **αποθεματικό LIFO**, το οποίο μετατρέπει το κόστος των πωληθέντων σε αυτό που εάν η αποτίμηση των αποθεμάτων είχε γίνει με τη μέθοδο FIFO. (Ross et al, 1999)

2.3 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΕΠΙΣΦΑΛΕΙΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ

Μια εταιρία δικαιούται, σύμφωνα με την Ελληνική φορολογική νομοθεσία, τη δημιουργία μιας πρόβλεψης για επισφαλείς απαιτήσεις., ίση με 0,5% του συνόλου των πωλήσεων (Γεωργόπουλος 2005, σελ.112). Μια αύξηση των επισφαλών απαιτήσεων ωστόσο δεν συνεπάγεται (κατ' ανάγκη και) μείωση των διαθεσίμων μιας εταιρίας, αλλά αντιπροσωπεύει μια λογιστική μείωση (και όχι πραγματική μείωση) των εταιρικών κερδών. Για αυτό τον λόγο πρέπει να προσθέσουμε το κονδύλι για τις επισφαλείς απαιτήσεις στα κέρδη προ φόρων και τόκων.

Κατά την ίδια λογική, εάν ο λογαριασμός των επισφαλών

απαιτήσεων παρουσιάσει μείωση στη διάρκεια της χρήσης, τότε το σχετικό ποσό θα πρέπει να αφαιρεθεί από τα κέρδη προ φόρων και τόκων, καθότι η επιχείρηση εμφανίζεται να έχει λογιστικά κέρδη. (Ross et al, 1999)

2.4 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ

Η **χρηματοδοτική μίσθωση** αποτελεί μια σύγχρονη μέθοδος μεσο-μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρήσεων για την απόκτηση παγίων στοιχείων, δηλαδή εξοπλισμού και ακινήτων για επαγγελματική χρήση. Έστι η κάθε επιχείρηση ως **μισθωτής** (lessee) επιλέγει τα κεφαλαιουχικά αγαθά που θεωρεί ικανά να καλύψουν τις ανάγκες τους, και ο **εκμισθωτής** (lessor) αγοράζει τον εξοπλισμό αυτόν από τον προμηθευτή και στη συνέχεια τον εκμισθώνει για περίοδο τουλάχιστον τριών χρόνων (για την περίπτωση των ακινήτων το διάστημα είναι τουλάχιστον δέκα χρόνια). Στο τέλος της μισθωτικής περιόδου, ο μισθωτής μπορεί είτε να εξαγοράσει το πάγιο (εξοπλισμός-ακίνητο) συνήθως έναντι συμβολικού τιμήματος είτε να ανανεώσει τη σύμβαση για ορισμένο χρόνο.

Υπάρχουν δυο μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης: (α) η χρηματοοικονομική μίσθωση, και (β) η λειτουργική μίσθωση (Ross et al. 1999, σελ.621-22).

Σύμφωνα με τους κανόνες λογιστικής, μια **χρηματοοικονομική μίσθωση** (capital lease) λογίζεται όπως μια αγορά. Για παράδειγμα, εάν μια αεροπορική εταιρία αγοράσει ένα αεροπλάνο με χρηματοοικονομική μίσθωση, έναντι σταθερών μισθωμάτων για ένα χρονικό διάστημα, τότε η εν λόγω εταιρία, δεδομένου ότι θα καταστεί κάτοχος του αεροσκάφους το λήξη της σύμβασης, θα

πρέπει να παρουσιάσει το αεροσκάφος στον ισολογισμό της ως περιουσιακό στοιχείο και τα μισθώματα ως υποχρεώσεις. Από την άλλη, ένα η χρήση του αεροσκάφους καταστεί δυνατή δια της **λειτουργικής μίσθωσης** (operating lease), τότε εφ' όσον ο εκμισθωτής θα διακρατήσει την κυριότητα του αεροσκάφους μετά τη λήξη της σύμβασης, η συναλλαγή δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό της εταιρίας, αλλά τα μισθώματα παρουσιάζονται ως έξοδα λειτουργίας στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Συνήθως, λοιπόν μια επιχείρηση μεταχειρίζεται τις λειτουργικές μισθώσεις ως δαπάνες, και ως εκ τούτου οι εν λόγω μισθώσεις δεν δημιουργούν νέες υποχρεώσεις στον ισολογισμό. Ωστόσο επειδή οι λειτουργικές μισθώσεις ως μια μορφή συναλλαγών που δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό μιας εταιρίας (άλλες παρόμοιες μορφές είναι οι εγγυητικές επιστολές και τα παράγωγα χρηματοοικονομικά συμβόλαια) ενδεχομένως να δημιουργούν κινδύνους, οι οποίοι δεν μπορούν να εμφανισθούν στο τρέχον ενεργητικό/παθητικό και αφορούν πιθανές μελλοντικές ταμειακές εκροές (ή εισροές) θα πρέπει με κάποιο τρόπο να απεικονιστούν στο ισολογισμό της εταιρίας.

Υπάρχουν μερικοί τρόποι να αποκτηθεί μια εκτίμηση για το υπονοούμενο ενδιαφέρον σε μια λειτουργούσα μίσθωση. (Elton and Gruber, 1995)

Όλες οι εταιρίες οφείλουν να αποκαλύπτουν τις μελλοντικές υποχρεώσεις τους που απορρέουν από τη χρήση των λειτουργικών μισθώσεων. Πράγματι, στοιχεία περί των λειτουργικών μισθώσεων παρέχονται στις υποσημειώσεις των δημοσιευμένων ετησίων απολογισμών των εταιριών, και κατά συνέπεια είναι δυνατή η εκτίμηση της παρούσας αξίας των μελλοντικών υποχρεώσεων που δημιουργεί η λειτουργική μίσθωση. Αυτή η διαδικασία είναι

παρόμοια με την επίλυση της παρούσας αξίας μιας υποχρέωσης δεσμών για την οποία ξέρουμε τις ροές μετρητών και το επιτόκιο.

Πίνακας 4: ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΣΗΣ ΜΙΑΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Έτος	Χρηματοδοτική Μίσθωση	Παρούσα Αξία
2006	Τιμή 1	1.000,0
2007	Τιμή 1	1.000,0
2008	Τιμή 1	1.000,0
Μάρτιος	ΣΥΝΟΛΟ	ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ

Η στήλη που αναγράφει την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων 6,76% για να μετατρέψουμε τις μελλοντικές υποχρεώσεις από τη λειτουργική μίσθωση σε μια ενιαία παρούσα αξία ύψους \$11.866 εκατομμύρια.

2.5 ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΙ ΕΤΑΙΡΙΚΟΙ ΦΟΡΟΙ

Το τελικό βήμα για την εύρεση του NOPAT είναι να αφαιρεθούν οι **λειτουργικοί εταιρικοί φόροι**, δηλαδή το ποσό των φόρων, το οποίο μια επιχείρηση καλείται να καταβάλει από τα καθαρά λειτουργικά της κέρδη. Επειδή συνήθως τα φορολογικά βιβλία και οι λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρίας δείχνουν διαφορετικά πράγματα, η πραγματική φορολογική επιβάρυνση μιας εταιρίας μπορεί να διαφέρει από το ποσό που καταγράφεται ως φορολογική δαπάνη στις λογιστικές καταστάσεις.

Για παράδειγμα, εάν για κάποιους λόγους η λογιστική φορολογική επιβάρυνση μιας επιχείρησής είναι χαμηλή, τότε ο υπολογισμός και η αφαίρεση από τα κέρδη προ φόρων και τόκων των λειτουργικών φόρων εξασφαλίζει στους επενδυτές μια μη πλασματική απεικόνιση του NOPAT. (Elton and Gruber, 1995)

Πρώτα η αύξηση στην *αναβαλλόμενη φορολογική επιβάρυνση*

(deferred taxation) προστίθεται στη λογιστική δαπάνη για την πληρωμή του φόρου εισοδήματος. Η **αναβαλλόμενη φορολογική επιβάρυνση** αντιπροσωπεύει τη διαφορά μεταξύ της πραγματικής φορολογικής επιβάρυνσης και της καταβολής του μέρους αυτής. Αφαιρούμε λοιπόν την αναβαλλόμενη φορολογική επιβάρυνση από τον λογιστικό φόρο εισοδήματος προκειμένου να καταγράψουμε την ταμειακή εκροή λόγω της φορολόγησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

3.0. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Προκειμένου να υπολογίσουμε το επενδυμένο κεφάλαιο, ακολουθούμε μια μέθοδο αποτελούμενη από τρία στάδια:

1. Υπολογισμός του Λογιστικού Επενδεδυμένου Κεφαλαίου
2. Προσαρμογές για τη μετατροπή λογιστικών στοιχείων σε στοιχεία ταμειακής ροής .
3. Προσαρμογές για τα στοιχεία εκτός ισολογισμού.

3.1.ΤΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Ξεκινάμε την ανάλυση μας για το επενδεδυμένο λογιστικό κεφάλαιο παραθέτοντας τα βασικά στοιχεία του παθητικού και των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρίας, τα οποία μας δείχνουν το σύνολο των υποχρεώσεων της εταιρίας προς τρίτους και προς τους μετόχους. (Elton and Gruber, 1995)

Πίνακας 5: ΤΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟ ΚΑΙ ΤΑ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΙΑΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ
1. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΎΞΟΔΑ	1. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ
2. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	2. ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟ ΕΚΔΟΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΥΠΕΡ ΤΟ ΑΡΤΙΟ
2.1. Προμηθευτές	3. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ
2.2. Γραμμάτια Πληρωτέα	4. ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ
2.3. Τράπεζες	5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ

	NEON
2.4. Διάφοροι Πιστωτές	
2.5. Φόροι-Τέλη	
2.6. Μερίσματα Πληρωτέα	
3. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	

Πηγή: Γεωργόπουλος 2005, σελ. 127

Στους υπολογισμούς μας για την εύρεση του επενδεδυμένου κεφαλαίου της εταιρίας θα πρέπει να περιλάβουμε μόνο κεφάλαια, τα οποία χορηγήθηκαν από τους μετόχους και τους δανειστές της. Παραδείγματος χάριν, το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό χρέος αποτελεί πηγή χρηματοδότησης για την εταιρία, και ως εκ τούτου είναι μέλος του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Από την άλλη, τα ποσά που οφείλει η επιχείρηση στους προμηθευτές της δεν αποτελούν μέρος της εταιρικής χρηματοδότησης, καθώς οι προμηθευτές της εταιρίας δανείζουν την εταιρία εκόντες.

Βάσει λοιπόν της παραπάνω λογικής και του παραπάνω πίνακα, τα στοιχεία του παθητικού που δύνανται να περιληφθούν ως μέρος των επενδεδυμένων κεφαλαίων είναι το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό χρέος, οι φόροι, τα μερίσματα πληρωτέα, και τα ίδια κεφάλαια. (Ross et al, 1999)

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να κάνουμε μια επισήμανση αναφορικά με τους φόρους πληρωτέους. Πολλοί θεωρούν ότι οι εν λόγω εν δεν δύνανται να λογιστούν ως μέρος της εταιρικής χρηματοδότησης καθώς η κυβέρνηση δεν έχει σκοπό να χρηματοδοτήσει την επιχείρηση. Ωστόσο, κρίνεται σωστό οι πληρωτέοι φόροι να θεωρηθούν ως πηγή επενδεδυμένου κεφαλαίου επειδή οι περισσότερες επιχειρήσεις δεν πληρώνουν ποτέ αυτούς τους αναβαλλόμενους φόρους. Με άλλα λόγια, εφ' όσον υπάρχει συνεχής αναβολή στην καταβολή των αναβαλλόμενων φόρων,

τότε οι εν λόγω φόροι μπορεί να κληθούν και «**οιωνεί ίδια κεφάλαια**».

3.2.ΟΙ ΑΠΑΡΑΙΤΗΤΕΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΣΤΟ ΕΠΕΝΔΕΔΥΜΕΝΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Οι προσαρμογές που θα γίνουν στο επενδυμένο κεφάλαιο ανήκουν σε δυο κατηγορίες: (α) προσαρμογές που τις ταμειακές ροές, και (β) προσαρμογές που αφορούν τα στοιχεία εκτός ισολογισμού.

Αναφορικά με την πρώτη κατηγορία προσαρμογών, ο στόχος είναι τα στοιχεία του ισολογισμού να προσεγγίζουν (μετά τις απαραίτητες αναπροσαρμογές) όσο το δυνατόν περισσότερο στοιχεία που δημιουργούν ταμειακές ροές. Έτσι στην λογιστική αξία του επενδυμένου κεφαλαίου προσθέτουμε το απόθεμα αποτίμησης LIFO και τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις κατά συγκεκριμένων εταιρικών πελατών. (Elton and Gruber, 1995)

Αναφορικά δε με τη δεύτερη κατηγορία προσαρμογών, στόχος μας είναι να συμπεριλάβουμε επενδύσεις ή υποχρεώσεις, οι οποίες για οτιδήποτε λόγο δεν έχουν καταγραφεί στον ισολογισμό. Για αυτό τον σκοπό θα πρέπει να προσθέσουμε την παρούσα αξία των λειτουργικών μισθώσεων και τη κεφαλαιοποίηση δαπανών τύπου Έρευνας και Ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

4.0 ΤΟ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το **κόστος κεφαλαίου**, ή όπως αλλιώς ονομάζεται **σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου** (weighted average cost of capital, r_{WACC}), αντανakλά το κόστος χρηματοδότησης της εταιρίας, και υπολογίζεται με βάση τον ακόλουθο τύπο:

$$r_{WACC} = \frac{B}{B+S} \cdot r_B (1-t_c) + \frac{S}{B+S} \cdot r_S \quad \mathbf{3}$$

Όπου

B = οι συνολικές υποχρεώσεις της εταιρίας (δηλαδή τα δανειακά της κεφάλαια)

S = τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας

t_c = ο φορολογικός συντελεστής των (φορολογήσιμων) κερδών εταιρίας

r_B = το κόστος δανεισμού της εταιρίας

r_S = το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Επομένως από την παραπάνω σχέση μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου εξαρτάται από δυο παράγοντες: α) από το *κόστος χρηματοδότησης* και β) από τη *διάρθρωση κεφαλαίου*. Το **κόστος χρηματοδότησεως** αποτελείται από δυο επιμέρους κόστη: (1) το μετά φόρους κόστος δανεισμού r_B και (2) το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (r_S).

Εφαρμογή

Ας υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση μελετά την σκοπιμότητα πραγματοποίησης επένδυσης ύψους € I παγίου περιουσιακού στοιχείου (αρχικό κόστος επένδυσης). Για τη χρηματοδότησή της η επιχείρηση αποφάσισε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά € ΔS και τη σύναψη δανείου € ΔB . Το κόστος δανεισμού της εταιρίας ανέρχεται στο r_B ενώ οι νέοι μέτοχοι αναμένουν απόδοση στην επένδυσή τους ίση με r_S .

Προκειμένου λοιπόν η εταιρία να ικανοποιήσει *μετόχους* και *δανειστές*, η επένδυση θα πρέπει να αποφέρει στην εταιρία ετήσια καθαρή χρηματορροή μετά την απόσβεση και την αφαίρεση φόρου εισοδήματος ίση με:

$$\begin{aligned} \text{Τόκοι} + \text{Απόδοση Μετόχων} &= \text{Αμοιβές Δανειστών και Μετόχων} \\ &= \Delta B' r_B (1 - t_c) + \Delta S' r_S \end{aligned}$$

Με άλλα λόγια, η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση από την επένδυση θα πρέπει να είναι:

$$r_{WACC} = \frac{\Delta B' r_B (1 - t_c) + \Delta S' r_S}{I}$$

4.1.ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι το **κόστος δανεισμού**¹ για την εταιρία εξαρτάται από δυο βασικούς παράγοντες: (α) το γενικό επίπεδο των επιτοκίων, και (β) από την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας. Το γενικό επίπεδο των επιτοκίων εξαρτάται από την οικονομική ανάπτυξη, και την εφαρμοζόμενη νομισματική πολιτική, ενώ η πιστοληπτική ικανότητα της εταιρίας αφορά την φερεγγυότητα που έχει να επιδείξει η εταιρία σε παλαιότερες

¹ Όταν μιλάμε για (μακροπρόθεσμο) δανεισμό εννοούμε και τα τραπεζικά δάνεια άλλα και τις εταιρικές ομολογίες

εκδόσεις εταιρικών ομολόγων αλλά και την τρέχουσα οικονομική της ευρωστία. Συνήθως η τελευταία σχετίζεται με τον δείκτη **κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών** (interest coverage ratio), ο οποίος μας δείχνει πόσες φορές καλύπτονται οι χρηματοοικονομικές δαπάνες μίας επιχείρησης από τα κέρδη της. Για τον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη διαιρούμε τα προ φόρων και τόκων κέρδη με τους καταβαλλόμενους τόκους (Ross et al. 1999, σελ. 34).

Κατόπιν, η διαβάθμιση του εταιρικού χρέους γίνεται σύμφωνα με τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα

Πίνακας 6: ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΟΥ ΕΤΑΙΡΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

Δείκτης Κάλυψης	Διαβάθμιση Χρέους	Εταιρικό Περιθώριο Αθέτησης Πληρωμών
> 12.50	AAA	0.35%
9.5-12.5	AA	0.50%
7.5-9.5	A+	0.70%
6-7.5	A	0.85%
4.5-6)	A-	1.00%
3.5-4.5	BBB	1.50%
3.5 -4	BB+	2.00%
3-3.5	BB	2.50%
2.5-3	B+	3.25%
2-2.5	B	4.00%
1.5-2	B -	6.00%
1.25-1.5	CCC	8.00%
0.8-1.25	CC	10.00%
0.5-0.8	C	12.00%
<0.5	D	20.00%

Πηγή: Damodaran

Έτσι με βάση τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα το κόστος δανεισμού της εταιρίας υπολογίζεται δια του ακόλουθου τύπου:

$$r_B = r_F + ES_j + DS_j$$

4

Όπου

ES_j = το μετοχικό ασφαλίστρου κινδύνου (equity spread) της χώρας j

DS_i = το ασφαλίστρου κινδύνου για την πιθανότητα αθέτηση πληρωμών (default spread) της εταιρίας i

4.2.ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το κόστος ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας δύναται να υπολογιστεί δια του **υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων** (capital asset pricing model, CAPM). Σύμφωνα λοιπόν με τη μέθοδο CAPM, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, \bar{r}_S , περιγράφεται από την κάτωθι γραμμική σχέση (Κάντζος 2002, σελ.457):

$$\bar{r}_S = r_F + (\bar{r}_M - r_F)\beta \quad \mathbf{5}$$

Όπου

r_F = Το επιτόκιο ομολόγων (εντόκων γραμματίων) του δημοσίου

\bar{r}_M = Η προσδοκώμενη απόδοση *χαρτοφυλακίου της αγοράς*. Η

διαφορά $\bar{r}_M - r_F$ αντιπροσωπεύει το **ασφάλιστρο κινδύνου**.

β = ο συντελεστής βήτα εκφράζει την ευαισθησία της τιμής της μετοχής σε κάθε μεταβολή του γενικού δείκτη. Αντιπροσωπεύει δε τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής.

Ο Συντελεστής Βήτα της Μετοχής

Προκειμένου να υπολογίσουμε τον συντελεστή βήτα μιας μετοχής το υπόδειγμα **single index** περιγράφει την σχέση που υπάρχει μεταξύ των αποδόσεων της μετοχής i και της απόδοσης της χαρτοφυλακίου της αγοράς μέσω της ακόλουθης

οικονομετρικής σχέσης (Elton and Gruber 1995, σελ. 131):

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it}$$

6

Υποθέτουμε ότι η παραπάνω σχέση ισχύει για $i = 1, \dots, N$ μετοχές σε $t = 1, 2, \dots, T$ χρονικές περιόδους

Όπου

α_i = Η μέρος της απόδοσης της μετοχής i , το οποίο είναι ανεξάρτητο από την απόδοση της αγοράς

r_{mt} = Η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t

β_i = Το βήτα της μετοχής i , το οποίο προσμετρά την αναμενόμενη αλλαγή στη απόδοση της μετοχής i , δεδομένης μιας μεταβολής στην απόδοση της αγοράς. Εάν δηλαδή η απόδοση της αγοράς αυξηθεί κατά 1%, τότε η προσδοκώμενη απόδοση της μετοχής i θα μεταβληθεί κατά β_i .

e_{it} = Μια τυχαία μεταβλητή (με προσδοκώμενη απόδοση μηδέν), η οποία αντιπροσωπεύει την επίδραση άλλων παραγόντων, πλην της μεταβολής της αγοράς, στη διαμόρφωση της μετοχικής απόδοσης.

Ο **λογιστικός συντελεστής βήτα** της μετοχής i υπολογίζεται από τον λόγο της συνδιακύμανσης της λογιστικής απόδοσης της εν λόγω μετοχής και της λογιστικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς: Βάσει του παραπάνω οικονομετρικού υποδείγματος μπορούμε να υπολογίσουμε τη συναδικύμανση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της αγοράς, οπότε λαμβάνουμε:

$$\begin{aligned} \text{cov}(r_i, r_m) &= \text{cov}(\alpha_i, r_m) + \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) + \text{cov}(e_i, r_m) = \\ &= \text{cov}(\beta_i r_m, r_m) = \beta_i \text{var}(r_m) \end{aligned}$$

7

Και λύνοντας την παραπάνω σχέση ως προς το βήτα της μετοχής λαμβάνουμε:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

8

Οι συντελεστές βήτα μπορούν να λάβουν είτε θετική είτε αρνητική τιμή, αλλά ως επί τω πλείστον η τιμή τους είναι θετική. Το εύρος δε της διακύμανσής τους είναι τις περισσότερες φορές μεταξύ του 0,5 και του 2,0.

Το Μετοχικό Ασφάλιστρο Κινδύνου

Το **μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου** (equity risk premium) μπορεί να οριστεί ως η διαφορά μεταξύ της μέσης (γεωμετρικής) απόδοσης της αγοράς, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, και της μέσης απόδοσης του ακίνδυνου χρεογράφου, κατά την αντίστοιχη περίοδο (Damodaran 1996, σελ. 48).

Το **αναπροσαρμοσμένο ασφάλιστρο κινδύνου** αντιπροσωπεύει τον πρόσθετο κίνδυνο που ενέχει η επενδυτική δραστηριοποίηση σε μια χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο επενδυτής σε μια αναπτυγμένη αγορά αξιών (όπως είναι αυτή των ΗΠΑ). Το εν λόγω περιθώριο προσδιορίζεται με βάση τη διαβάθμιση του χρέους μιας χώρας. Για παράδειγμα, για την Ελλάδα της οποίας το χρέος έχει διαβάθμιση A1 το περιθώριο ασφαλιστρο κινδύνου είναι της τάξεως του 0,26%.

Η αναπροσαρμογή του εν λόγω περιθωρίου γίνεται με βάση το λόγο της τυπικής απόκλισης της απόδοσης της χρηματιστηριακή αγορά και της τυπικής απόκλισης της απόδοσης ενός ομολόγου του δημοσίου.

Ας υποθέσουμε για παράδειγμα, ότι η διαβάθμιση του χρέους της Βραζιλίας είναι BB και ως εκ τούτου το ασφάλιστρο για την πιθανότητα αθέτησης πληρωμών (default premium) της χώρας βρίσκεται στο 2%. Επίσης, υποθέτουμε ότι η ετησιοποιημένη τυπική απόκλιση της Βραζιλιάνικης χρηματιστηριακής αγοράς είναι 34.3%, ενώ η αντίστοιχη τυπική απόκλιση της αγοράς ομολόγων 10.9%. Σε αυτή την περίπτωση το ασφάλιστρο κινδύνου για την Βραζιλιάνικη κεφαλαιαγορά δύναται να εκτιμηθεί ως εξής:

$$ERP_{BR} = ERP_{US} + DPR \frac{\sigma_{E,BR}}{\sigma_{B,BR}}$$

Equity Risk Premium for Brazil = US Risk Premium + Default Premium based on Rating (Equity Standard Deviation/ Bond Standard Deviation) =

$$0,118 = 0,055 + 0,02 \frac{0,343}{0,109}$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

5.0 ΕΚΤΕΛΕΣΤΙΚΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗ

Ο τρόπος που μια επιχείρηση πληρώνει τα κορυφαία διοικητικά στελέχη παίζει έναν σημαντικό ρόλο στη δραστηριοποίηση τους, όσον αφορά την απόδοση που απαιτείται για να λειτουργήσουν την επιχείρηση αποτελεσματικά. Ο βασικός μισθός δεν είναι το μόνο συστατικό του πακέτου αποζημιώσεων, που χαρακτηρίζει τον ανώτερο υπάλληλο. Ακόμα και τα μακροπρόθεσμα κίνητρα, που αποτελούνται από τα μετρητά, συμπεριλαμβανομένου των μετοχών, παρέχουν σε μια επιχείρηση τα μέσα ώστε να στρέψουν την προσοχή των ανώτερων στην επίτευξη των οικονομικών στόχων. Τα αποτελεσματικά πακέτα αποζημιώσεων θεωρούνται εργαλείο διατήρησης, απαραίτητο για να κρατήσει μία εταιρία τα κατάλληλα άτομα εν πλω, παρέχοντας στα ανώτερα στελέχη την αποζημίωση που δημιουργεί μακροπρόθεσμη αναπτυξιακή δυναμική με ευνοϊκά φορολογικά οφέλη.

Τα εκτελεστικά πακέτα αποζημιώσεων περιλαμβάνουν τα ακόλουθα συστατικά:

- Βασικός μισθός
- [Ετήσια προγράμματα που παρέχουν κίνητρα](#)
- [Μακροπρόθεσμη συσσώρευση κεφαλαίου](#)
- Ρυθμίσεις αποζημιώσεων
- [Συμπληρωματικά οφέλη και πακέτα](#)
- [Προγράμματα αποχώρησης](#)

ΕΤΗΣΙΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΚΙΝΗΤΡΑ

Τα ετήσια προγράμματα που παρέχουν κίνητρα, είναι σχέδια που φορούν αμοιβή κινήτρου βασισμένη στην βραχυπρόθεσμη απόδοση (απόδοση για 12 μήνες ή λιγότερο). Τα προγράμματα αυτά πρέπει να περικλείουν

βραχυπρόθεσμα κίνητρα αν και κάποια από αυτά μπορούν να συνδεθούν με μακροπρόθεσμα. Αυτού του είδους η πληρωμή μπορεί να έχει την μορφή μετοχών, μετρητών ή συνδυασμός και των δύο.

Οι σκοποί αυτών των προγραμμάτων είναι οι εξής:

- Να προσελκύσουν και να κρατήσουν τους υπαλλήλους κλειδιά
- Να αυξήσουν την παραγωγικότητα και την κερδοφορία
- Να στρέψουν την προσοχή στην πραγματοποίηση των επιθυμητών στόχων
- Να ενθαρρύνουν την ανάληψη ευθυνών

ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΣΥΣΣΩΡΕΥΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στους υπαλλήλους παρέχονται βραβεία τα οποία δίνονται ως ένδειξη ευγνωμοσύνης σε κάποια μακρινή χρονική περίοδο (π.χ. 10,15 χρόνια) βασιζόμενη είτε στην ετήσια, είτε στην μακροπρόθεσμη απόδοσή τους. Παρότι κάθε εταιρία μπορεί να έχει το δικό της σχέδιο πληρωμής κατά βάση όλες κινούνται με τον ίδιο τρόπο όπως τον παρακάτω:

Σχεδιασμός :

1. Ετήσιοι ή μακροπρόθεσμοι στόχοι, βασιζόμενοι στην απόδοση, απαιτείται να έχουν καθοριστεί κάποια στάνταρτς και η διαδικασία σχεδιασμού να είναι καλά στοιχειοθετημένη
2. Η επιδότηση αυτή πρέπει να βασίζεται σε ένα συστηματικό μηχανισμό

Πλεονεκτήματα:

- Κάνει τους συμμετέχοντες να στοχεύουν στην πραγματοποίηση των στόχων κλειδιών
- Αυτά είναι κυρίως προγράμματα υψηλού κινήτρου, καθώς τέτοιες ανταμοιβές είναι μεγάλες και πολύ συγκεκριμένες, όσον αφορά τους στόχους.

- Το πρόγραμμα είναι εύκαμπτο και μπορεί να λειτουργήσει μαζί με άλλα προγράμματα αποζημίωσης, ώστε να δημιουργηθεί ένα πλήρες πρόγραμμα ανταμοιβών

Μειονεκτήματα:

- Τα κίνητρα μπορεί να χαθούν εξαιτίας της μεγάλης αναμονής που υπάρχει μέχρι να λάβουν τα μετρητά, ειδικά στην περίπτωση των νεαρότερων στελεχών
- Δίνεται έμφαση, όχι στην ομαδική δουλειά, αλλά στην ατομική
- Δένονται μεγάλα ποσά κεφαλαίου για μεγάλες χρονικές περιόδους

ΣΥΜΠΛΗΡΩΜΑΤΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΚΑΙ ΠΑΚΕΤΑ

Τα προγράμματα που αυτά χρησιμοποιούνται για να προσελκύσουν και να διατηρήσουν τους ταλαντούχους επαγγελματίες προσφέροντας τους κίνητρα όπως αμοιβές και μετά την σύνταξη, καθώς και ιατροφαρμακευτική περίθαλψη. Προσεγμένα, αλλά ελκυστικά πακέτα είναι το κλειδί για να ενθαρρύνουν τους υψηλόβαθμους υπαλλήλους να έρθουν και να μείνουν στην εταιρία.

ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ

Τα συνταξιοδοτικά οφέλη έχουν ως σκοπό να παρέχουν ένα εισόδημα στους υπαλλήλους όταν θα αποσυρθούν. Σε πολλά εταιρικά προγράμματα περιλαμβάνονται τέτοιου είδους αμοιβές.

Τέτοια πακέτα δημιουργούνται σε συνεργασία του εργοδότη και με τον υπάλληλο. Μπορεί να υπάρχει είτε συνεισφορά από πλευράς εργαζόμενου, είτε όχι. Λέγοντας συνεισφορά εννοούμε, πως καθ' όλη τη διάρκεια της συνεργασίας τους, τα χρήματα της σύνταξης τοποθετούνται και από τις δύο πλευρές. Μη συνεισφορά έχουμε όταν δίνονται αποκλειστικά από τον εργοδότη.

Στην πρώτη περίπτωση ο εργοδότης κάνει μία ετήσια πληρωμή σε ένα συνταξιοδοτικό λογαριασμό, που διατηρείται για τον υπάλληλο. Το κλειδί εδώ είναι το ποσοστό της συνεισφοράς, καθώς τα συνταξιοδοτικά οφέλη του υπαλλήλου εξαρτώνται από τις σταθερές πληρωμές και τα επίπεδα κερδοφορίας του. Έτσι το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα σε αυτήν την περίπτωση είναι λιγότερο ασφαλές και περισσότερο απρόβλεπτο.

Στην δεύτερη περίπτωση, υπόσχονται στον υπάλληλο μία αμοιβή συνταξιοδοτική βασιζόμενη στην ηλικία και στα χρόνια εργασίας του στην εταιρία. Άρα το ύψος της αμοιβής εξαρτάται από τα χρόνια υπηρεσίας και το μέσο όρο των αμοιβών του τα τελευταία 5 χρόνια ή και περισσότερο.

Για να τεθούν τα παραπάνω σε εφαρμογή απαιτείται η εξής δράση: λογιστικοί έλεγχοι συμπεριφοράς για να καθοριστούν εάν τα συνολικά προγράμματα αποζημιώσεων είναι ανταγωνιστικά και αναφέρονται σε:

- [Ετήσια προγράμματα που παρέχουν κίνητρο](#)
- [Μακροπρόθεσμα σχέδια με κίνητρο](#) και [Μακροπρόθεσμη συσσώρευση κεφαλαίου](#)
- [Μη-κατάλληλος καταβεβλημένη αποζημίωση](#)
- [Συμπληρωματικά οφέλη](#)
- [Συμβάσεις απασχόλησης](#)

Περίπτωση/μελέτη : Ιδιωτική κατασκευαστική οργάνωση

Ζητήματα:

- Επιθυμία να παρασχεθεί στους ανώτερους υπαλλήλους της επιχείρησης ένα ανταγωνιστικό πρόγραμμα αποζημιώσεων
- Καμία επίσημη, αντικειμενική μέθοδος δεν χρησιμοποιείται για να καθορίσει τα επιδόματα
- Ανταμοιβές που δεν δένονται με την απόδοση της επιχείρησης
- Επιθυμία να παρασχεθεί μια μακροπρόθεσμη δομή ανταμοιβής για την συσσώρευση κεφαλαίου και αποχώρησης

Λύσεις:

- Να προσφέρει ένα ισχυρό οικονομικό κίνητρο για να προσελκύσει και να διατηρήσει τους καταρτισμένους επαγγελματικά ανώτερους υπαλλήλους ,για να αυξηθεί η απόδοση της επιχείρησης
- Να σχεδιάσει ένα ετήσιο σχέδιο κινήτρου που δένεται με την απόδοση της επιχείρησης και τους εκτελεστικούς στόχους
- Να αναπτύξει ένα μακροπρόθεσμο πρόγραμμα κινήτρου που δένεται άμεσα με τη χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης

ΑΠΟ ΤΑ ΑΝΩΤΕΡΩ ΠΡΟΚΥΠΟΥΝ ΟΙ ΕΞΗΣ ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ:

Ερώτηση 1: Ποιο είναι το καταλληλότερο επίπεδο μακροπρόθεσμων κινήτρων για τους ανώτερους υπαλλήλους;

Απάντηση: Η χρήση των μακροπρόθεσμων κινήτρων είναι επικρατέστερη κατά τη διάρκεια των τελευταίων 15 ετών με τη μερίδα των συνολικών πακέτων αποζημιώσεων που περιλαμβάνεται να έχει αυξηθεί εντυπωσιακά. Ενώ δεν υπάρχει κανένας τύπος για τον καθορισμό της αξίας των μακροπρόθεσμων κινήτρων για τους ανώτερους υπαλλήλους, υπάρχουν διάφοροι παράγοντες που μια επιχείρηση μπορεί να εξετάσει κατά τον καθορισμό του κατάλληλου επιπέδου πληρωμής.

- *Εξωτερική ανταγωνιστικότητα*
 - > Προσδιορισμός των επιπέδων των πακέτων που οι υπόλοιποι ανταγωνιστές μέσα στη βιομηχανία πληρώνουν για παρόμοιες θέσεις
- *Εσωτερική δικαιοσύνη*
 - > Εξέταση του ιεραρχικού επιπέδου του ανώτερου υπαλλήλου μέσα στην επιχείρηση
- *Απόδοση*
 - > Η χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης και η απόδοση του ατόμου πρέπει να εξεταστούν

- *Επιπτώσεις στην επιχείρηση*

- Οι φορολογικές της επιβαρύνσεις, άλλα στοιχεία του παθητικού, και οι κανονισμοί, που πρέπει να εξεταστούν κατά τον καθορισμό των μακροπρόθεσμων πληρωμών κινήτρου

Η αξία των μακροπρόθεσμων κινήτρων μπορεί να ποικίλει εντυπωσιακά μεταξύ των επιχειρήσεων και μεταξύ των ατόμων μέσα στις επιχειρήσεις. Τα μακροπρόθεσμα κίνητρα μπορούν να αποτελέσουν το 35% με το 72% του συνολικού πακέτου αποζημιώσεων, ανάλογα με την επιχείρηση και τη θέση που ο ανώτερος υπάλληλος κατέχει.

Ερώτηση 2: Τι είναι λογική αποζημίωση και πώς καθορίζεται;

Απάντηση: Η λογική αποζημίωση αναφέρεται στο επίπεδο αποζημίωσης που εξετάζεται και αφορά μια ιδιαίτερη θέση. Εντούτοις, πολυάριθμοι είναι οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τον καθορισμό της, όπως οι παρακάτω:

1. Το άτομο:

- Εκπαίδευση
- Εμπειρία
- Δεξιότητες
- Δυνατότητες
- Ευθύνες

2. Η επιχείρηση:

- Μέγεθος εισοδήματος
- Γεωγραφική θέση
- Βιομηχανία
- Φιλοσοφία αποζημιώσεων
- Ιεραρχία

3. Η βιομηχανία:

- Συνθήκες στην αγορά
- Διαθεσιμότητα του ταλέντου
- Επηρεασμός των οικονομικών όρων

Κατά τον καθορισμό της λογικής αποζημίωσης, πρέπει να πραγματοποιηθεί λεπτομερής μελέτη της αγοράς για να καθοριστεί αυτός που θεωρείτε βασικότερος από τους ανωτέρω παράγοντες προκειμένου να γίνει ένας προσδιορισμός.

Ερώτηση 3: Ποιοι τύποι πακέτων αποκοπής προσφέρονται χαρακτηριστικά στους ανώτερους υπαλλήλους;

Απάντηση: Πολλές επιχειρήσεις υπολογίζουν τα οφέλη αποκοπής χρησιμοποιώντας έναν τύπο για να περιλάβουν την υπηρεσία μέσα στις συμβάσεις. Επιπλέον, είναι πολύ κοινό για τις επιχειρήσεις να υπολογίσουν τα οφέλη αποκοπής ως πολλαπλάσιο "της αμοιβής" (δηλ. μέχρι 1 έτος, 1-2 έτη, 2-3 έτη, κ.λπ.). Ο βασικός μισθός θεωρείται συνήθως πιο κοινός καθορισμός της αμοιβής για λόγους αποκοπής, που ακολουθείται από το συνδυασμό μισθού και βασικού επιδόματος. Η καταβολή των επιδομάτων αποκοπής μπορεί να γίνει σε δόσεις, ως ποσό κατ' αποκοπή, μέσω μιας επιλογής του ποσού κατ' αποκοπή ή της δόσης.

Πολλοί εργοδότες παρέχουν επίσης διάφορα οφέλη στα εκτελεστικά πακέτα αποκοπής, όπως η ασφάλεια υγείας, η οδοντιατρική ασφάλεια, η ασφάλεια ζωής. Επιπλέον, οι εργοδότες συνήθως παρέχουν τα οφέλη ευημερίας για μια περίοδο λιγότερο από έτος μετά από τη λήξη.

Ερώτηση 4: Τι συμπεριλαμβάνεται σε ένα χαρακτηριστικό εκτελεστικό πακέτο αποζημιώσεων;

Απάντηση: Ένα εκτελεστικό πακέτο αποζημιώσεων είναι η συνολική αξία του βασικού μισθού, του ετήσιου επιδόματος/των κινήτρων, των αναμενόμενων τιμών όλων των μακροπρόθεσμων προγραμμάτων, των οφελών και άλλων εκτάκτων προσφορών. Τα παρακάτω είναι μια συνοπτική επισκόπηση καθενός από τα συστατικά:

1. Βασικός Μισθός

Ο βασικός μισθός είναι το "σταθερό" συστατικό της συσκευασίας αποζημιώσεων. Ο βασικός μισθός είναι η αξία που αποτελεί μία από τις ιδιότητες της επιχείρησης σε μια θέση και είναι χαρακτηριστικά βασισμένος στα ανταγωνιστικά επίπεδα μέσα στη σχετική αγορά εργασίας, και μπορεί να ποικίλει μέσα σε μια καθορισμένη σειρά βασισμένη στην απόδοση.

2. Βραχυπρόθεσμα επιδόματα/κίνητρα

Τα επιδόματα ή και τα κίνητρα είναι ένα από τα "μεταβλητά" στοιχεία του συνολικού πακέτου αποζημιώσεων. Τα ετήσια επιδόματα/τα κίνητρα είναι

χαρακτηριστικά βασισμένα στις συνεισφορές του υπαλλήλου, από κοινού με τη χρηματοοικονομική απόδοση της οργάνωσης, πληρωτέα σε μετρητά ή συνδυασμό μετρητών και αποθέματος.

3. Μακροπρόθεσμα κίνητρα

Τα μακροπρόθεσμα κίνητρα είναι ένα από τα "μεταβλητά" στοιχεία του συνολικού πακέτου αποζημιώσεων. Οι περίοδοι απόδοσης τρέχουν χαρακτηριστικά από τρία έως πέντε έτη ή μπορούν να συνδεθούν με τη συσσώρευση πλούτου "σταδιοδρομίας". Τα μακροπρόθεσμα κίνητρα μπορούν, είτε να εξαργυρωθούν, είτε να κρατηθούν ως απόθεμα.

4. Οφέλη

Τα οφέλη είναι ένα "σταθερό" συστατικό του πακέτου και αποτελούνται χαρακτηριστικά από την κάλυψη υγείας, ασφάλεια ζωής, και μακροπρόθεσμη κάλυψη ανικανότητας, προγράμματα αποχώρησης, κ.λπ.

5. Έκτακτα & συμπληρωματικά οφέλη

Τα έκτακτα και τα συμπληρωματικά οφέλη είναι "μεταβλητά" συστατικά που παρέχονται στους εκτελεστικούς υψηλόβαθμους υπαλλήλους. Είναι πρόσθετα οφέλη πιο πάνω από εκείνα που παρέχονται στους υπαλλήλους γενικά. Τα έκτακτα και τα συμπληρωματικά οφέλη μπορούν να διαφέρουν από το επίπεδο ανώτερων υπαλλήλων και μεταξύ των επιχειρήσεων. Τα παραδείγματα των συμπληρωματικών οφελών περιλαμβάνουν την πλήρη αποζημίωση ιατρικής δαπάνης, πρόσθετη ασφάλεια ζωής, μετά ιατρική κάλυψη αποχώρησης, κ.λπ. Τα έκτακτα οφέλη περιλαμβάνουν το αυτοκίνητο της επιχείρησης, το επίδομα αυτοκινήτων, τις ιδιότητες μέλους λεσχών, τα κινητά τηλέφωνα, το γεύμα και τα επιδόματα ταξιδιού, το ταξίδι αερογραμμών πρώτης κατηγορίας, κ.λπ.

Ερώτηση 5: Ποιες είναι οι καλύτερες μέθοδοι αποζημίωσης από μια φορολογική σκοπιά;

Απάντηση: Τα φορολογικά ζητήματα είναι πολύ σύνθετα. Καλό είναι να εξεταστεί ο πιθανός φορολογικός αντίκτυπος και στην επιχείρηση και στο άτομο.

5.1 ΜΑΝΑΤΖΕΡ ΚΑΙ ΜΕΤΟΧΕΣ ΩΣ ΚΙΝΗΤΡΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η δόμηση του συστήματος της ικανοποίησης μέσω των μετοχών αποτέλεσε και αποτελεί σημείο αναφοράς για πολλούς ερευνητές **(H Heneman, 1985)**. Η προσπάθεια η οποία γινόταν εστιαζόταν πάντα στην ανάπτυξη ενός θεωρητικού μοντέλου, το οποίο θα κάλυπτε τις ανάγκες της συγκεκριμένη θεωρίας. Η ικανοποίηση μέσω των μετοχών αποτελεί σημείο αναφοράς για τους μάνατζερ, και τη διοίκηση. Οι ερευνητές εστίασαν την προσοχή τους στις πολυποικίλες δυνατότητες της ικανοποίησης μέσα από τις μετοχές σε σχέση με την απόδοση του μάνατζερ στο χώρο εργασίας του **(Dyer&Therault, 1976)**. Ένα από τα βασικά συστατικά του συστήματος ανταμοιβής με μετοχές έχει να κάνει με το τι εννοούμε ανταμοιβή και ποια συμπεριφορά θα πρέπει να ανταμείβεται.

Το ερώτημα αυτό, όπως προαναφέραμε, απασχόλησε πολλούς μελετητές. Το αποτέλεσμα όλων των μελετών ήταν περίπου το ίδιο:

1. Ασυμμετρία μεταξύ του συστήματος ανταμοιβών μέσω μετοχών και της ευχαρίστησης των μάνατζερ στο χώρο εργασίας.
2. Αδυναμία μέτρησης των χαρακτηριστικών των μάνατζερ στο χώρο εργασίας.

Η εστίαση στο σύστημα ικανοποίησης μέσω των μετοχών, ξεκίνησε με τη μελέτη του **Heneman, 1985**, ο οποίος σχεδίασε ένα συγκεκριμένο μοντέλο. Με βάση αυτό, η ικανοποίηση μέσω των μερισμάτων είναι μια λειτουργία που έχει να κάνει με το επίπεδο ανταμοιβών που έλαβε ο μάντζερ, σε σχέση με αυτό που έπρεπε πραγματικά να λάβει. Ο συγκεκριμένος θεωρητικός προσπάθησε να συνδυάσει το επίπεδο απόδοσης με το σύστημα ικανοποίησης το οποίο ακολουθεί η εκάστοτε εταιρεία.

Αυτό το μοντέλο στην πορεία απέκτησε δύο πρόσθετα δεδομένα. Το πρώτο ήταν ότι η ικανοποίηση μέσω των μερισμάτων, επηρεάζεται άμεσα από το γενικότερο χρηματοοικονομικό σύστημα της εκάστοτε εταιρείας. Δηλαδή ανταμοιβή για τον μάντζερ είναι αυτό που η εταιρεία δεν συνηθίζει να κάνει, και απλά επέλεξε να το ξεκινήσει από αυτόν επειδή θέλει να τον αποζημιώσει για την προσφορά του. Το δεύτερο είναι ότι το σύστημα ανταμοιβών με μερίσματα δημιουργεί πολυποίκιλα συναισθήματα. Συγκεκριμένα ο **Dyer&Theriault, 1976** αναγνώρισε 4 διαστάσεις του συστήματος:

1. Ο μάντζερ νοιώθει ότι ανταμείβεται πραγματικά όταν αυτό που του δωρίζει η εταιρεία αναφέρεται μονάχα σε αυτόν. Είναι δηλαδή προσωπική του νίκη. Για παράδειγμα, αν η εταιρεία δώσει σε ένα μάντζερ κάποια μερίσματα για να τον ανταμείψει, αυτός θα νιώσει πολύ καλύτερα, από το εάν η εταιρεία δώσει σ' όλο το τμήμα του ένα bonus.
2. Η πληρωμή και η ικανοποίηση είναι άμεσα συνδεδεμένες. Αν η πληρωμή σχετιστεί και με άλλα δεδομένα τότε φέρνει μεγαλύτερο βαθμό ικανοποίησης στον μάντζερ. Με αυτό εννοείται ότι αν, για παράδειγμα, μια εταιρεία πληρώνει μια φορά το μήνα, ο μάντζερ νιώθει ικανοποίηση, διότι μια

συγκεκριμένη ημερομηνία θα πάρει το μισθό του και θα καλύψει τις υποχρεώσεις του. Αν όμως ένας μάνατζερ πάρει κάποια μερίσματα της εταιρίας, τότε αυτόματα νοιώθει κομμάτι αυτής και αποδίδει περισσότερο και καλύτερα, δηλαδή αν η εταιρεία παραβεί την πολιτική της για να ικανοποιήσει ένα εκ των μελών της, αυτό αποτελεί διπλάσια ευχαρίστηση για τον μάνατζερ. Συγχρόνως το σύστημα μερισμάτων αποτελεί βασικό εργαλείο ανταμοιβής του μάνατζερ. Βέβαια, σε πολλές περιπτώσεις, κάποιοι μάνατζερ προτιμούν την προαγωγή από την απλή χρηματική ανταμοιβή ή μια ανταμοιβή με μερίσματα.

3. Το εργασιακό κλίμα και περιβάλλον σε μια επιχείρηση, είναι πολλές φορές πολύ πιο σημαντικό, από την επιβράβευση μέσω των μετοχών. Το θέμα είναι ότι ο μάνατζερ νοιώθει αυτόματα μέλος της εταιρίας όταν έχει μετοχές αυτής, οπότε και τη στηρίζει καλύτερα δίνοντας της τον καλύτερο του εαυτό.
4. Τέλος, παράγοντες όπως το άγχος και η πίεση μπορεί να υποκαταστήσουν το οποιοδήποτε χρηματικό bonus μπορεί να δώσει η εταιρεία στον μάνατζερ. Δηλαδή μπορούν να λειτουργήσουν ανασταλτικά.

Οι μετοχές όταν δίνονται, μπορούν ν' εκληφθούν και ως μια σχετική προαγωγή, μιας και ο μάνατζερ γίνεται αυτόματα μέλος της εταιρίας. Αναφορικά με τέτοιου είδους προαγωγή, μπορούμε να πούμε ότι αποτελεί ένα από τα βασικά κριτήρια ικανοποίησης του μάνατζερ. Αυτό συμβαίνει διότι η προαγωγή οδηγεί και σε προσωπική αλλά και σ' οικονομική ικανοποίηση του μάνατζερ. Συγχρόνως, δεν υπάρχει καλύτερος τρόπος για να νιώσει ο μάνατζερ δικαιωμένος για τη δουλειά που πρόσφερε στον εργοδότη του.

5.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΠΟΙΗΣΗ

Οι παράγοντες που καθορίζουν την επαγγελματική ικανοποίηση είναι διαφορετικοί από αυτούς που την επηρεάζουν. Συγκεκριμένα, έχουμε τους ακόλουθους παράγοντες:

1. Το Φύλο: Η εταιρεία ανεξάρτητα από το φύλο του μάνατζερ, πρέπει να προσπαθεί να τον/την υποστηρίξει δείχνοντας του/της ότι είναι χρήσιμος/η και ότι έχει τη δυναμική να βοηθήσει την εταιρεία. Η εργασία προκαλεί ικανοποίηση τόσο στους άντρες όσο και στις γυναίκες. Βασική προϋπόθεση σε σχέση με το φύλο και την ικανοποίηση αποτελεί (ειδικά για τις γυναίκες) ο κοινωνικός αποκλεισμός.
2. Η ηλικία: Όσο το άτομο μεγαλώνει και ωριμάζει, η ικανοποίηση από τη δουλειά μεγαλώνει. Συγκεκριμένα, τα νεαρότερα άτομα μέχρι να προσαρμοστούν νοιώθουν κοινωνική δυσφορία. Από την άλλη, τα πιο ηλικιωμένα έχουν ταυτιστεί με αυτό που κάνουν και ικανοποιούνται ασκώντας τα καθήκοντά τους.
3. Το μορφωτικό επίπεδο: Όσες περισσότερες γνώσεις έχει ένα άτομο τόσο λιγότερο ικανοποιημένο είναι από το αντικείμενο ενασχόλησης που έχει στην εταιρεία που εργάζεται.
4. Η ιεραρχία: Ανάλογα με τη θέση που κατέχει ο μάνατζερ στην ιεραρχία επηρεάζεται και ο βαθμός ικανοποίησης.
5. Ο χρόνος στον οποίο εργάζεται κάποιος σε μια εταιρεία: Η επαγγελματική ικανοποίηση επηρεάζεται από το πόσα χρόνια είναι ένας μάνατζερ σε μια εταιρεία.

5.3 ΣΥΝΔΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Η πρώτη βασική πρακτική παρακίνηση είναι η σύνδεση του μάνατζερ με τα μερίσματα, ανεξάρτητα από το είδος αυτών (οικονομικές, μη οικονομικές). Αυτή η σύνδεση προσλαμβάνει την έννοια της αναγνώρισης και της επιβράβευσης του μάνατζερ για τα αποτελέσματά του και τη συνεισφορά του στην υλοποίηση των στόχων της οργάνωσης. Υλοποιείται μέσω της σύνδεσης των οικονομικών ανταμοιβών του μάνατζερ με τις επιδόσεις του. (Elton and Gruber, 1995)

Μια άλλη διάσταση όμως της σύνδεσης μεταξύ απόδοσης και επαγγελματικής ικανοποίησης είναι αυτή της αναγνώρισης και επιβράβευσης που γίνεται με μη οικονομικά μέσα. Βασικό στοιχείο εδώ είναι η αναγνώριση και η επιβράβευση του μάνατζερ μέσω της συμπεριφοράς της διοίκησης αλλά και της ίδιας της εταιρείας. Τα μερίσματα πράξεις ενεργοποιούν το άτομο για να αποδώσει καλύτερα και να κυνηγήσει τους στόχους της εταιρείας. (Ross et al, 1999)

Παρότι στη σημερινή εποχή το άτομο έχει ικανοποιήσει τις φυσιολογικές του ανάγκες, αλλά και τις ανάγκες για ασφάλεια, οι οικονομικές ανταμοιβές για επαγγελματική ικανοποίηση παραμένουν βασικός παράγοντας παρακίνησης και ανάπτυξης του μάνατζερ, και βοηθούν στην αύξηση της παραγωγικότητάς του, ειδικά όταν δίνονται με τη μορφή μετοχών. Πέρα από αυτά η επαγγελματική ικανοποίηση, όταν συνδέεται με την απόδοση, προσλαμβάνει την έννοια της επιβράβευσης και της αναγνώρισης.

Τέλος, πολλές έρευνες έδειξαν ότι τα άτομα που εργάζονται σε συγκεκριμένους στόχους είναι πιο αποδοτικά από αυτά που εργάζονται χωρίς στόχους, γιατί αυξάνεται το αίσθημα της ικανοποίησης από το επάγγελμά τους . Η παρακινητική δύναμη των στόχων είναι η εξής:

1. Δυσκολία επίτευξης: Η δυσκολία αποτελεί παρακίνηση και προσδίδει επαγγελματική ικανοποίηση, η οποία βοηθά στη παραγωγικότητα.
2. Δυνατότητα επίτευξης: Αν οι στόχοι δεν είναι εφικτοί τότε επιδρούν αρνητικά, αν όμως είναι ναι μεν δύσκολοι αλλά πραγματοποιήσιμοι προσδίδουν ικανοποίηση, βοηθώντας την εταιρεία να περάσει απροσπέλαστα εμπόδια.
3. Συμφωνημένοι και αποδεκτοί στόχοι: Η ικανοποίηση στους μάντζερ ξεκινάει από το πόσο αποδεκτός είναι ο στόχος από αυτούς. Αν αυτό ισχύει τότε ο στόχος θα μπορέσει να επιτευχθεί πιο εύκολα.
4. Συγκεκριμένοι στόχοι και πληροφόρηση: Οι στόχοι για να ικανοποιούν θα πρέπει να συνοδεύονται από την κατάλληλη για τους εμπλεκόμενους πληροφόρηση.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Με βάση τη παραπάνω ανάλυση κατανοούμε ότι η απόδοση μετοχών στους μάνατζερ αποτελεί ένα έξτρα κίνητρο απόδοσης. Συνοπτικά οι λόγοι είναι οι εξής:

1. Αποτελεί μια οικονομική ενίσχυση η οποία ανάλογα με τη πορεία της εταιρίας, αυξάνεται-βελτιώνεται. Ο μάνατζερ νοιώθει ότι πληρώνεται καλύτερα εφόσον βέβαια η εταιρία επιτύχει τους στόχους της.
2. Ο μάνατζερ νοιώθει μέλος της εταιρίας και νοιώθει ότι η προσωπική του ανάπτυξη και οικονομική αναβάθμιση, βασίζεται στις αποδόσεις της εταιρίας στο χρηματιστήριο.
3. Αποδίδει καλύτερα μια και νοιώθει ότι είναι πια αναπόσπαστο κομμάτι της εταιρίας όπου εργάζεται.
4. Στηρίζει τους στόχους της εταιρίας και νοιάζεται για την επίτευξη αυτών.
5. Αναπτύσσει μια σχέση εξάρτησης με τη διοίκηση της εταιρίας, θεωρώντας τον εαυτό του αναπόσπαστο κομμάτι της.
6. Αποχωρεί πιο δύσκολα μια και εκτιμά την εμπιστοσύνη που του δείχνει η επιχείρηση.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Brealy R, A. AND Myers, S, C., 2000. *Principles of Corporate Finance*. 6th edition. Irwin Mc Graw-Hill.
2. Dadmodaran, A., 2006. *Economic Value Added* [online]. Available from: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/lectures/eva.html
3. Day,M. (2006) "Classic Drucker: Essential Wisdom of Peter Drucker from the Pages of Harvard Business Review" Harvard Business School Press
4. Dyer,L. and Theriault,R. (1976) 'The determinants of pay satisfaction', *Journal of Applied Psychology*, 34,pp. 579-589.
5. Elton,E. and Gruber,M. (1995) "Modern Portfolio theory and investment analysis" 5th Edition, Wiley.
6. Heneman,R., Greenberger,D., Strasser,S. 'The relationship between pay-for-performance perceptions and pay satisfaction' *Personnel Psychology*, 1998, vol 41, pp. 745-759.
7. http://ta-nea.dolnet.gr/print_article.php?e=A&f=18390&m=N33&aa=1
8. Kolb, R., 1996. *Investments*. Blacwell Publishers
9. Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J., 1999. *Corporate Finance*. 5th ed.. Irwin/McGraw-Hill
10. Steward,S.(2006)
<http://www.sternstewart.com/evaluation/overview.php>
11. Γεωργόπουλος, Χ., 2005. *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Επιχειρήσεων*. Ελληνική Ακαδημία Διοίκησης Επιχειρήσεων

12. Καντζος Κ., 2002. *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*. Εκδοτικός Οίκος "Interbooks".
13. Κριντάς, Θ., 2003. *Οικονομική Προστιθέμενη Αξία* [online]. Διαθέσιμο : http://www.derivatives.gr/members/articles/members_articles.asp
14. Corporate Overview of Compensation Resources, Inc. <http://www.compensationresources.com>