

---

---

**ΤΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ  
ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

---

*Τα «Υπέρ» και τα «Κατά» όταν τα Δικαιώματα Προτίμησης  
Αποτελούν Λογιστικά Έξοδα*

---

---

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης

Αγορών Χρεογράφων

της “**Valuation & Research Specialists**”

και του “**Investment Research & Analysis Journal**”

**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ TITAN**



**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ**



Εσωτερική Κενή Σελίδα

---

**V**aluation &  
**R**esearch  
**S**pecialists



---

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Εσωτερική Κενή Σελίδα

## **Τα ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ για τις ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

### **Τα ΥΠΕΡ και τα ΚΑΤΑ όταν αυτά αποτελούν Λογιστικά Έξοδα και αφαιρούνται από τα κέρδη των επιχειρήσεων**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Η παροχή προγραμμάτων δικαιωμάτων προτίμησης προς τα σημαίνοντα και μη στελέχη των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων αποτελεί εδώ και χρόνια ένα μεγάλο σημείο τριβής μεταξύ επαγγελματιών της κεφαλαιαγοράς, λογιστών και ακαδημαϊκών παραγόντων. Οι σχετικές διαφωνίες επικεντρώνονται στο μέγεθος της συμβολής αυτών των προγραμμάτων στη διαμόρφωση πραγματικής αξίας για τις εμπλεκόμενες επιχειρήσεις, καθώς και στην αποτύπωση αυτής της πρόσθετης αξίας στις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις. Εδώ και αρκετούς μήνες, το ζήτημα αυτό πέρασε σε μία νέα φάση διαμάχης και επιχειρηματολογίας μετά από την ανακοίνωση της πρόθεσης του γνωστού F.A.S.B. (Financial Accounting Standards Board των Η.Π.Α.) να μεταχειρισθεί την έκδοση δικαιωμάτων προτίμησης - από τις εταιρίες προς τα στελέχη τους - ως έξοδο που επιβαρύνει την τελική κερδοφορία της εκάστοτε επιχείρησης. Η λογική της μεταχείρισης αυτής έγκειται στο γεγονός ότι η παροχή οποιουδήποτε προνομίου από μέρους της εταιρίας προς τους εργαζόμενούς της (όπως στην προκειμένη περίπτωση των δικαιωμάτων προτίμησης ή προαίρεσης) αποτελεί μία κίνηση που «προκαλεί» έξοδα στην ίδια την εταιρία (με τον ίδιο τρόπο που η εκάστοτε εταιρία δίνει ένα δώρο – bonus στο προσωπικό της στο τέλος ενός έτους), ενώ παράλληλα «προκαλεί» και έσοδα (μεγαλύτερη παραγωγικότητα, καινοτομία, κ.λπ.). Συνεπώς υπό τη συλλογιστική αυτή, δεν θα ήταν δυνατό οι εταιρίες να απεικονίζουν λογιστικά μόνο τα έσοδα και όχι τα έξοδα (δηλαδή το σημερινό «κόστος» που προκαλεί τα μελλοντικά αυτά έσοδα).

Η αναστάτωση που προκάλεσε η παραπάνω ανακοίνωση ήταν ιδιαίτερα έκδηλη όχι μόνον από την πλευρά των εργαζομένων των θιγόμενων επιχειρήσεων, αλλά και από μία μερίδα επενδυτών ή επαγγελματιών που υποστηρίζουν τέτοιου είδους κίνητρα στις σύγχρονες επιχειρήσεις. Θα πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι ένας από τους λόγους που προκάλεσαν

την έντονη αυτή αντίδραση μεταξύ των εμπλεκόμενων πλευρών, ήταν το γεγονός ότι η εν λόγω ανακοίνωση περιορίζει ακόμη περισσότερο τα ήδη στενά περιθώρια βελτίωσης της κερδοφορίας πολλών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά όμως, εάν αυτό συνέβαινε σε μία εποχή «παχών αγελάδων», τότε μπορεί να μην απασχολούσε τόσο σοβαρά τη διεθνή επενδυτική κοινότητα.

Πάντως και οι δύο πλευρές αυτής της διαμάχης φαίνεται να διαθέτουν μέχρι στιγμής, αρκετά πειστικά επιχειρήματα αναφορικά τόσο με τη χρησιμότητα των δικαιωμάτων προτίμησης στη σύγχρονη επιχείρηση, όσο και με τη σκοπιμότητα της μεταχείρισής τους ως έξοδο από μέρους της εκάστοτε επιχείρησης.

---

#### **Στα «ΚΑΤΑ» της μεταχείρισής τους ως έξοδο επισημαίνονται τα ακόλουθα:**

---

Με την εμφάνιση αυτού του εξόδου και την αφαίρεσή του από τα αποτελέσματα χρήσης, μπορεί να υπάρξει ο κίνδυνος της αισθητά μειωμένης κερδοφορίας σε ορισμένες εισηγμένες εταιρίες. Εάν αυτό συμβεί, τότε η μειούμενη κερδοφορία ενδέχεται να «κλονίσει» με τη σειρά της την ελκυστικότητα των μετοχών αυτών των εταιριών, ή ακόμη και να οδηγήσει τους επενδυτές – μετόχους σε ρευστοποίηση των τοποθετήσεών τους (ιδιαίτερα εάν δεν υπάρξει μία μεταβατική περίοδος στο λογιστικό χειρισμό του εξόδου αυτού).

Σε γενικές γραμμές, κατά το παρελθόν, τα προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης έδιναν σημαντικά πλεονεκτήματα στους επενδυτές, καθώς η επίτευξη μιας μεγαλύτερης κερδοφορίας μέσω της παροχής κινήτρων σε μία επιχείρηση, οδηγούσε σε άνοδο της τιμής της μετοχής της, και παράλληλα πρόσφερε την ευκαιρία στους επενδυτές - μετόχους να αποκομίσουν αξιόλογα κέρδη αρκετό καιρό πριν εξασκήσουν τα εν λόγω δικαιώματα οι μάνατζερ - κάτοχοί τους.

Ως γνωστό, τα προγράμματα αυτά ενθαρρύνουν την εντατικότερη και παραγωγικότερη εργασία μέσα στις επιχειρήσεις, και παράλληλα συμβάλλουν στην ανάπτυξη της καινοτομίας που αποτελεί κρίσιμο συστατικό της ανόδου των πωλήσεων. Συνεπώς, η σταδιακή χαλάρωση ή η διακοπή χρήσης αυτών των προγραμμάτων θα μπορούσε να θέσει στο περιθώριο τέτοιου είδους κίνητρα για πολλά χρόνια, ιδιαίτερα για περιόδους «ισχνών αγελάδων» που χαρακτηρίζουν την κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων, όπως συμβαίνει σήμερα. Από την άλλη πλευρά όμως, στον ευρύτερο χώρο μιας οικονομίας, οι μικρότερες και μη εισηγμένες επιχειρήσεις που δεν επιδιώκουν ή δεν «καίγονται» να ανακοινώσουν κέρδη (συνεπώς μπορούν να εφαρμόσουν τέτοιου είδους προγράμματα δικαιωμάτων προτίμησης), θα αποκτήσουν ένα προβάδισμα έναντι των μεγαλύτερων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων που θα «πληγούν».



Εφόσον σε κάποιες χώρες δεν εφαρμοσθεί αυτή η νέα λογιστική απεικόνιση, τότε οι αντίστοιχες επιχειρήσεις αυτών των χωρών θα βρεθούν σε πλεονεκτικότερη θέση στο διεθνές πεδίο του ανταγωνισμού, καθώς δεν θα έχουν το παραμικρό πρόβλημα να εφαρμόσουν προγράμματα δικαιωμάτων προαίρεσης. Με τον τρόπο αυτόν, όχι μόνο θα ενθαρρύνουν την απόδοση των στελεχών τους σε παραγωγικότερο βαθμό, αλλά και θα επιτυγχάνουν μεγαλύτερη κερδοφορία, βελτιώνοντας παράλληλα τις αποτιμήσεις τους έναντι των επιχειρήσεων άλλων χωρών.

Επίσης, η αποτίμηση αυτών των δικαιωμάτων προτίμησης - προκειμένου να εκτιμηθεί το αντίστοιχο έξοδο και να αφαιρεθεί από τα κέρδη της εισηγμένης εταιρίας - είναι εκ των πραγμάτων μία πολύ λεπτή και κρίσιμη υπόθεση. Σήμερα μάλιστα, υπάρχουν σε διεθνές επίπεδο σοβαρές διαφωνίες τόσο μεταξύ ακαδημαϊκών παραγόντων όσο και μεταξύ επαγγελματιών της κεφαλαιαγοράς, για την αρμόζουσα μέθοδο αποτίμησης που πρέπει να συνοδεύει το λογιστικό χειρισμό του εξόδου – καθώς για παράδειγμα το γνωστό μοντέλο αποτίμησης δικαιωμάτων Black-Scholes δεν δείχνει να ικανοποιεί πια μεγάλο μέρος της επενδυτικής κοινότητας.

---

**Στα «ΥΠΕΡ» της μεταχείρισής τους ως έξοδο επισημαίνονται τα ακόλουθα:**

---

Οι «οπαδοί» αυτής της πλευράς, υποστηρίζουν ότι με το λογιστικό χειρισμό του εξόδου, οι λογιστικές καταστάσεις καθίστανται ορθολογικότερες, απεικονίζοντας τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις μιας εταιρίας με βάση την αρχή της συντηρητικότητας που πρέπει ούτως ή άλλως να διέπει τους λογαριασμούς μιας εταιρίας. Συνεπώς όλοι οι επενδυτές μπορούν να «κοιμούνται πιο ήσυχα» από ότι πιο πριν.

Επίσης, με τη μεταχείριση των δικαιωμάτων ως έξοδα οι αναλυτές μπορούν πλέον να μελετούν και να αποτιμούν τις εισηγμένες εταιρίες σε συγκρίσιμη βάση, καθώς μία εισηγμένη εταιρία που εφαρμόζει πρόγραμμα δικαιωμάτων προαίρεσης και παράλληλα επιτυγχάνει μεγαλύτερα κέρδη από μία άλλη εισηγμένη εταιρία που δεν χορηγεί τέτοια δικαιώματα, δεν σημαίνει κατ' ανάγκη ότι είναι καλύτερη ή ελκυστικότερη εταιρία.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στα «υπέρ» της μεταχείρισης των δικαιωμάτων ως έξοδο, οι λόγοι μπορεί να δείχνουν αριθμητικά λιγότεροι, αλλά είναι εξίσου μεγάλοι σε βαρύτητα. Μάλιστα, ιδιαίτερη σημασία έχει η ικανοποίηση της αρχής της συντηρητικότητας, η οποία βοηθά στην αποτύπωση των πραγματικών μεγεθών μιας εισηγμένης επιχείρησης και ικανοποιεί τις διαχρονικές απαιτήσεις των επενδυτών, που δεν είναι άλλες από μία αγορά χωρίς υποβόσκουσες «υπερβολές».

### Πιθανές Λύσεις και Εναλλακτικές Οδοί

		Μεταχείριση των δικαιωμάτων προαίρεσης ως λογιστικό έξοδο με σταδιακή αποτύπωση (διαμέσου περισσότερων από μία οικονομικών χρήσεων) στις λογιστικές καταστάσεις.
		Καταμερισμός του οικονομικού οφέλους που προκύπτει από τα “in the money” δικαιώματα προτίμησης, λόγω της ανόδου της τιμής της μετοχής, μεταξύ των στελεχών αλλά και των επενδυτών - μετόχων.
		Επιστροφή μέρους του μετοχικού κεφαλαίου στους μετόχους και παροχή οικονομικού δώρου - bonus στους εργαζόμενους της εισηγμένης εταιρίας.

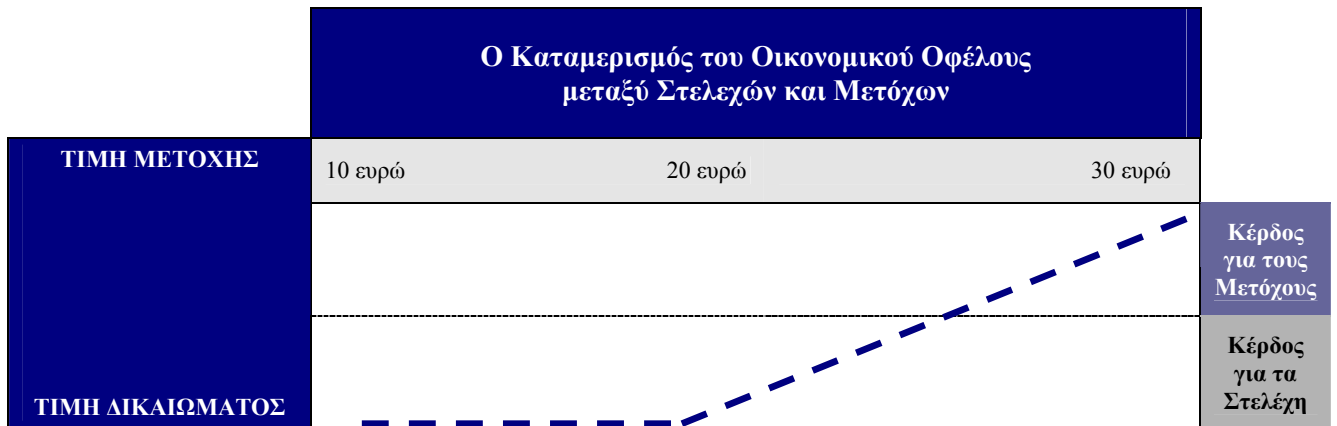
### Οι Επιπτώσεις σε Επίπεδο Αποτιμήσεων

Είναι βέβαιο ότι για τις εισηγμένες εταιρίες που δεν θα επιλέξουν μία εναλλακτική οδό, αλλά θα παραμείνουν προσηλωμένες στην εφαρμογή προγραμματίων δικαιωμάτων προαίρεσης, οι αποτιμήσεις τους θα προσαρμοσθούν είτε βίαια είτε σταδιακά, αναλόγως της επιτυχίας του εκάστοτε προγράμματος, της τρέχουσας αξίας των αντίστοιχων δικαιωμάτων στο Χρηματιστήριο, ή ακόμη και της αξίας στην οποία τελικώς θα εξασκηθούν από τα διάφορα στελέχη. Σε κάθε περίπτωση πάντως οι αποτιμήσεις θα διαφοροποιηθούν και θα πληγούν περισσότερο κλάδοι όπου οι παράγοντες της αυξημένης παραγωγικότητας ή της καινοτομίας είναι καθοριστικοί για το ύψος των χρηματοοικονομικών επιδόσεων (π.χ. κλάδοι τεχνολογίας, τηλεπικοινωνιών, κ.λπ.).

### Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Στην Ελλάδα, τα προγράμματα αυτά αν και άρχισαν να εφαρμόζονται πριν από μερικά χρόνια, δεν έτυχαν της ανάλογης υποδοχής τόσο από τις εισηγμένες εταιρίες όσο και από την ευρύτερη αγορά. Μάλιστα, τα εν λόγω προγράμματα ξεκίνησαν μετά τις χρυσοφόρες ημέρες του 1999, και σε μία περίοδο όπου τα θεμελιώδη μεγέθη των εισηγμένων εταιριών είχαν ήδη «πιάσει κορυφή». Η κάθετη πτώση – εν μέσω μιας διαδικασίας «αργού θανάτου» - των χρηματιστηριακών αποτιμήσεων, καθώς και η πρόσφατη ανακοίνωση της απόφασης του Αμερικανικού F.A.S.B. συνθέτουν ένα μη ευνοϊκό σκηνικό για τη μελλοντική χρήση και εφαρμογή τους στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Πάντως, όπως ήταν αναμενόμενο, οι εισηγμένες εταιρίες που εφάρμοσαν προγράμματα δικαιωμάτων προτίμησης ήταν κυρίως μέλη της μεσαίας και της μικρής κεφαλαιοποίησης (π.χ. Γρ. Σαράντης, Unisystems, κ.λπ.), καθώς σε αυτές τις κατηγορίες διαφάνηκε περισσότερο η ανάγκη να προσφερθούν

οικονομικά κίνητρα προς τα υψηλόβαθμα στελέχη τους, σε μία προσπάθεια περαιτέρω ενίσχυσης των χρηματοοικονομικών επιδόσεων των εν λόγω εταιριών.



(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

**Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)**  
**Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)**

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---

---

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.

---