

## **Χορήγηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης προς το Ανώτερο Μάνατζμεντ των Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιριών**

**Μία Συνοπτική Θεωρητική Προσέγγιση στις Θετικές Πτυχές  
του Σταδίου Έναρξης της Εφαρμογής «Προγραμμάτων  
Δικαιωμάτων Προαίρεσης» για τις Εισηγμένες Εταιρίες  
βάσει της Διεθνούς και Ελληνικής Εμπειρίας (\*\*)**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Τα προγράμματα χορήγησης δικαιωμάτων προαίρεσης προς το ανώτερο μάνατζμεντ μιας εισηγμένης εταιρίας στοχεύουν στην ενίσχυση της απόδοσης και της παραγωγικότητας της διοικητικής της ομάδας. Ταυτόχρονα, τα προγράμματα αυτά – εφόσον ενθαρρύνουν τα στελέχη της, οδηγώντας στην παραγωγή πραγματικού έργου - **συμβάλλουν με έμμεσο τρόπο στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, μέσω της ευνοϊκότερης συμπεριφοράς της αντίστοιχης μετοχής που μπορεί να επιτευχθεί υπό ομαλές χρηματιστηριακές συνθήκες αλλά και σε συνδυασμό με άλλους παράγοντες.**

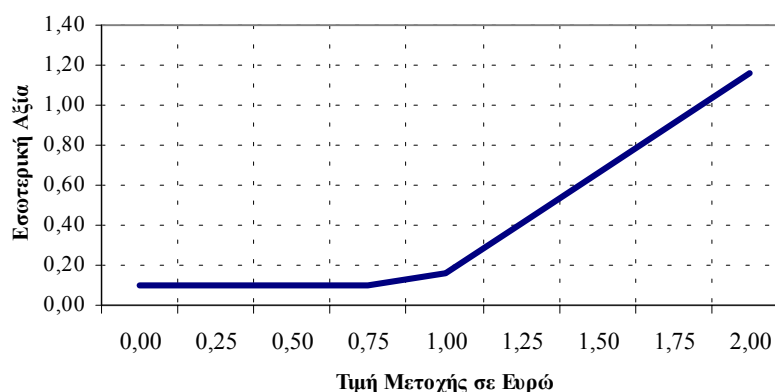
Τον Απρίλιο του 2003, η “VRS” (“Valuation & Research Specialists” – Εταιρία Εξειδικευμένων Χρηματοοικονομικών Συμβούλων) εξέδωσε μία αναλυτική έκθεση αποτίμησης για την εισηγμένη εταιρία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, “Unisystems”, του κλάδου της πληροφορικής. Η “Unisystems” συγκαταλέγεται στην ομάδα εκείνων των εταιριών που εφαρμόζουν προγράμματα χορήγησης δικαιωμάτων προαίρεσης προς το ανώτερο μάνατζμεντ, προκειμένου να «ενθαρρύνει» και βεβαίως να μεγιστοποιήσει την αποδοτικότητα της διοικητικής της ομάδας. Το διάγραμμα της επόμενης σελίδας παρουσιάζει το δικαίωμα προαίρεσης όπως σχολιάστηκε στη σχετική έκθεση που εκπόνησε η “VRS” για τη “Unisystems”.

Πόσο υπολογίσιμος όμως είναι ο παράγοντας των δικαιωμάτων προαίρεσης στην τελική αποτίμηση μιας εισηγμένης εταιρίας και υπό ποιες προϋποθέσεις δικαιολογεί μία υπεραξία (premium) στην εξαγόμενη θεωρητική ή δίκαιη τιμή μιας μετοχής;

Θεωρητικά, η εφαρμογή ενός προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης σε μία εισηγμένη εταιρία, μεταδίδει ένα βαρυσήμαντο μήνυμα προς την επενδυτική και αναλυτική κοινότητα σχετικά με την έκταση του ενδιαφέροντος των κυρίων μετόχων να ενισχύσουν μελλοντικά, την παραγωγικότητα του ανώτερου μάνατζμεντ της εταιρίας τους. Οι κύριοι

μέτοχοι δύνανται να είναι είτε ενεργοί διαχειριστές / μάνατζερς, είτε επιβλέποντες μέτοχοι, είτε όμως και στρατηγικοί επενδυτές με αυξημένο διοικητικό έλεγχο, αλλά με περιορισμένη παρουσία στα καθημερινά δρώμενα της εισηγμένης επιχείρησης.

**Εσωτερική Αξία του Δικαιώματος Αγοράς  
της Unisystems**



Επιγραμματικά τα κυριότερα μηνύματα που μεταδίδονται μέσα από την εφαρμογή ενός προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης μπορούν να συνοψισθούν στα ακόλουθα<sup>1</sup> :

- 1. Οι τελικοί στόχοι του ανώτερου μάνατζμεντ δεν συνίστανται απλώς στην εξυπηρέτηση των οικονομικών συμφερόντων των βασικών μετόχων, αλλά επεκτείνονται στη σταδιακή δημιουργία πλούτου προς όφελος όλων των μετόχων και κυρίως λεγόμενης μειοψηφίας (μικρομετόχων).**
- 2. Τα προγράμματα προαίρεσης παρέχουν κίνητρα αποσαφήνισης της αναπτυξιακής στρατηγικής μιας εισηγμένης επιχείρησης και βελτίωσης της επικοινωνίας της με τους μετόχους και την ευρύτερη χρηματιστηριακή αγορά.** Ταυτόχρονα, τα μηνύματα της εταιρίας προς την αγορά “περνούν” ταχύτερα και καθίστανται περισσότερο κατανοητά, διότι η διοικητική ομάδα έχει πλέον εντονότερο ενδιαφέρον να ενσωματώσει όλες τις θετικές πτυχές του έργου της στην τιμή της μετοχής.
- 3. Όταν υπάρχει άμεση σύνδεση του προγράμματος δικαιωμάτων προαίρεσης με συγκεκριμένους στόχους σε επίπεδο χρηματοοικονομικών επιδόσεων, τότε η κερδοφορία μιας εισηγμένης επιχείρησης δύναται να βελτιωθεί σημαντικά, τουλάχιστο στο μακροπρόθεσμο ορίζοντα,** ευνοώντας έμμεσα τη συμπεριφορά της μετοχής της, υπό ομαλές βέβαια χρηματιστηριακές συνθήκες.

<sup>1</sup> Σε συνδυασμό με άλλες παραμέτρους – όπως ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας μιας εισηγμένης επιχείρησης - τα δικαιώματα προαίρεσης αποτελούν ικανές, αλλά όχι αναγκαίες, συνθήκες ικανοποίησης των παρακάτω παραγόντων.

**4. Η ύπαρξη τέτοιου τύπου προγραμμάτων αποτελεί ικανή συνθήκη βελτίωσης της «προδιάθεσης» των αναλυτών απέναντι στην αποτελεσματικότητα του μανάτζμεντ των υπό εξέταση και ανάλυση εταιριών. Αντίθετα, η έλλειψη προγραμμάτων ενθάρρυνσης και παροχής κινήτρων προς το ανώτερο μανάτζμεντ μπορεί να εκληφθεί και ως μειονέκτημα στη διαχρονική προσπάθεια μιας εισηγμένης εταιρίας να επιτυγχάνει με αξιοπιστία και συνέπεια φιλόδοξους οικονομικούς στόχους.**

**Ενδεικτικές Παράμετροι που Πρέπει να Εξετάζονται σε Ένα «Πρόγραμμα Δικαιωμάτων Προαίρεσης»:**

1. Ο αριθμός των στελεχών που συμμετέχουν και οι διοικητικές τους θέσεις.
2. Ο αριθμός των νέων μετοχών που εκδόθηκαν για λογαριασμό του μανάτζμεντ.
3. Ο βαθμός αποδοχής του προγράμματος από τα στελέχη της εισηγμένης εταιρίας.
4. Η τιμή και ο χρόνος εξάσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης.
5. Η συμπεριφορά της μετοχής μετά την έναρξη εφαρμογής του προγράμματος.

Συμπερασματικά, η ύπαρξη προγραμμάτων χορήγησης δικαιωμάτων προαίρεσης σε μία εισηγμένη εταιρία ενδεχομένως να συνιστά – τουλάχιστον κατά το αρχικό στάδιο της εφαρμογής τους - ένα ικανοποιητικό κίνητρο βελτίωσης της αποδοτικότητας της διοικητικής της ομάδας με θετικές έμμεσες συνέπειες στα χρηματοοικονομικά μεγέθη της εν λόγω εταιρίας. Παράλληλα, υπό προϋποθέσεις οι οποίες συνδέονται με πρόσθετους οικονομικούς παράγοντες, και κυρίως υπό ομαλές χρηματιστηριακές συνθήκες, το στάδιο έναρξης εφαρμογής αυτού του προγράμματος ενδέχεται να τεκμηριώνει μία βελτίωση (premium) της εξαγόμενης δίκαιης τιμής της αντίστοιχης μετοχής, βάσει της υπόθεσης ότι μέρος της ενίσχυσης των χρηματοοικονομικών επιδόσεων της εισηγμένης εταιρίας που αντανακλάται στην τιμή της μετοχής της, αποδίδεται και στα κίνητρα που δημιουργούνται χάρη στην εφαρμογή του συγκεκριμένου προγράμματος.

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

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

(\*\*) Δεν αποτελεί μέλημα της παρούσας σύνοψης, η αναφορά των μη ευνοϊκών ή αρνητικών καταστάσεων που ενδεχομένως να προκαλούνται από την εφαρμογή τέτοιων προγραμμάτων στις εισηγμένες εταιρίες. Σε τελική ανάλυση όμως, εκτιμάται ότι τα δικαιώματα προαίρεσης υποβοηθούν το έργο και την απόδοση των στελεχών μιας εισηγμένης εταιρίας, δημιουργώντας ικανοποιητικές προϋποθέσεις περαιτέρω βελτίωσης τόσο των χρηματοοικονομικών της επιδόσεων σε άμεσο επίπεδο, όσο και της εν γένει συμπεριφοράς της μετοχής της, σε επακόλουθο στάδιο.

### 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 εμπειρισματομένο 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 ιδιαίτερα 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 προσδοκιών 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 βασίστηκαν 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.

---