



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗΣ

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ
ΜΕΤΡΗΤΩΝ ΣΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ**

Σωτηρίου Γεωργία

A.M. :173

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγήτρια: Σπανάκη Βερονίκη, Εργαστηριακός Συνεργάτης

Άγιος Νικόλαος

Νοέμβριος 2008

| | |
|--|----|
| ΠΡΟΛΟΓΟΣ | 3 |
| ΜΕΡΟΣ Ι | 6 |
| Η ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ | 6 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ | 7 |
| Οι τρεις θεωρίες για την μερισματική πολιτική..... | 14 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ..... | 21 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΤΥΠΟΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ | 23 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ | 26 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ..... | 29 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ. | 36 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΑΞΥ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ | 40 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ..... | 43 |
| 8.1. Το σύστημα φορολογίας που καθιέρωσε ο Ν.2065/1995 για τις Ανώνυμες Εταιρείες και τις Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης..... | 43 |
| 8.2. Φορολογία μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών..... | 44 |
| 8.3. Διάθεση κερδών – Υπολογισμός πρώτου μερίσματος..... | 45 |
| 8.4. Μερίσματα και Φορολογία σε διεθνές επίπεδο..... | 46 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ “CLIENTELE EFFECT” | 52 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ..... | 55 |
| 10.1. Θεωρητικό υποδείγματα περιγραφής της μερισματικής πολιτικής..... | 56 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ | 58 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12. Η ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ | 62 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13. ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ..... | 64 |
| 13.1. Η περίπτωση της κυπριακής μερισματικής πολιτικής..... | 65 |
| ΜΕΡΟΣ ΙΙ..... | 67 |
| Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΕΝΤΕ ΜΕΓΑΛΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ | 67 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΠΕΝΤΕ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ | 68 |
| 14.1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας | 71 |
| 14.2. EFG Eurobank Ergasias | 75 |
| 14.3. Alpha Bank..... | 79 |
| 14.4. Τράπεζα Πειραιώς..... | 82 |
| 14.5. Εμπορική τράπεζα..... | 86 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ | 90 |
| ΕΠΙΛΟΓΟΣ | 92 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ | 95 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 98 |

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Το θέμα αυτής της μελέτης είναι η μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα η μελέτη επιχειρεί να εξετάσει τη μερισματική πολιτική από δύο πλευρές. Το πρώτο στάδιο είναι η θεωρητική προσέγγιση και το δεύτερο είναι μια εμπειρική διερεύνηση. Αυτό όμως που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι τα δύο θέματα αυτά δεν είναι ανεξάρτητα και άσχετα μεταξύ τους, αλλά προκειμένου να μεταβούμε σε μια εμπειρική διερεύνηση ενός θέματος, κρίνεται απαραίτητη αρχικά η θεωρητική κατάρτιση. Η εμπειρική διερεύνηση της παρούσας μελέτης αφορά τον ελληνικό τραπεζικό κλάδο από την πλευρά βέβαια της μερισματικής του πολιτικής. Συγκεκριμένα αναλύουμε τις πέντε μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Εμπορική Τράπεζα, Alpha Bank, Eurobank και Τράπεζα Πειραιώς) και προσπαθούμε να εξετάσουμε την οικονομική τους θέση απέναντι στη μερισματική πολιτική.

Όμως, όπως προαναφέραμε αυτή η εμπειρική ανάλυση θα ήταν τελείως άτοπη και αβάσιμη αν προηγουμένως δεν είχαμε στα χέρια μας τις κατάλληλες γνώσεις και εργαλεία, τα οποία συναντάμε στο πρώτο μέρος της μελέτης. Σε αυτό το μέρος πραγματοποιείται η πρώτη επαφή με το θέμα της μερισματικής πολιτικής και με οτιδήποτε άλλο συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με αυτό, σε θεωρητικό επίπεδο. Πρώτα και πάνω από όλα, αντιλαμβανόμαστε πώς η μερισματική πολιτική παρέχει εκτός από κέρδη στους μετόχους και πληροφορίες για τη γενικότερη απόδοση και την πορεία της επιχείρησης. Αντιλαμβανόμαστε επίσης, πώς το μέρισμα αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα της χρηματοοικονομικής πολιτικής των επιχειρήσεων, καθώς καθορίζει τις χρηματοροές που πηγαίνουν στους επενδυτές και τα κεφάλαια που παραμένουν στην επιχείρηση για επανεπένδυση.

Η μερισματική πολιτική παρουσιάζει στις μέρες μας όλο και περισσότερο ενδιαφέρον. Ο σημαντικότερος λόγος είναι, ότι δεν αποτελεί αντικείμενο ενδιαφέροντος μόνο για τους οικονομολόγους, αλλά και για τους απλούς πολίτες, αφού καλούνται να αναλάβουν το ρόλο του επενδυτή και μετόχου. Όλη αυτή η κατάσταση αιτιολογείται πολύ εύκολα αν ανατρέξουμε στη σύγχρονη βιβλιογραφία που είναι κάτι παραπάνω από πλούσια. Για το λόγο αυτό, προκειμένου να συγγράψουμε το πρώτο μέρος της μελέτης αντλήσαμε χρήσιμα στοιχεία, τόσο από την ελληνική, όσο και από τη διεθνή βιβλιογραφία.

Συγκεκριμένα στο πρώτο μέρος της μελέτης, που όπως είπαμε έχει να κάνει με το θεωρητικό υπόβαθρο της μερισματικής πολιτικής, μελετήσαμε τους τύπους των μερισμάτων, τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής, τις επιπτώσεις της πολιτικής, την επιλογή μεταξύ παρακρατήσεως και διανομής μερίσματος, χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής, θεωρίες μερισμάτων, φορολογία μερίσματος, διάφορες εμπειρικές μελέτες στην Ελλάδα και στη διεθνή αγορά. Με αυτό τον τρόπο επιχειρήσαμε να δούμε το φαινόμενο του μερίσματος γενικά και να σκιαγραφήσουμε τις σημαντικότερες πτυχές του.

Έχοντας αποκτήσει τώρα χρήσιμα εργαλεία αλλά και τις απαραίτητες γνώσεις, είμαστε σε θέση να προχωρήσουμε στο δεύτερο μέρος της μελέτης μας, στο οποίο επιλέξαμε να ερευνήσουμε έναν από τους πιο υγιείς οικονομικά κλάδους της ελληνικής αγοράς. Ένας κλάδος που επιλέγει τη διανομή μερίσματος σε ένα μεγάλο ποσοστό. Κάνοντας χρήση των δεικτών μερισματικής πολιτικής αλλά και του γενικότερου θεωρητικού υποβάθρου, επιχειρήσαμε να προσδιορίσουμε την μερισματική πολιτική των πέντε αυτών τραπεζών για το χρονικό διάστημα 2003-2007. Μετά από την εμπειρική διερεύνηση των τραπεζών εξάγαμε χρήσιμα συμπεράσματα που δεν αφορούν μόνο τη πρακτική εφαρμογή διανομής μερίσματος αλλά και θεωρητικά συμπεράσματα.

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί η εμπειρική διερεύνηση της μερισματικής πολιτικής των παραπάνω τραπεζών, αντλήσαμε οικονομικά στοιχεία των τραπεζών και έπειτα με τη βοήθεια των δεικτών της μερισματικής πολιτικής προσπαθήσαμε να δώσουμε ικανοποιητικές απαντήσεις σε βασικά ερωτήματα της μερισματικής πολιτικής τους. Αυτά τα στοιχεία που αντλήσαμε από τις τράπεζες είναι: τα καθαρά κέρδη, το μέρισμα ανά μετοχή, η τιμή μετοχής, η μερισματική απόδοση, το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία.

Στη συνέχεια προχωρήσαμε σε μια ξεχωριστή ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των πέντε προαναφερόμενων τραπεζών για να εξετάσουμε καλύτερα τη μερισματική πολιτική τους. Οι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε είναι και οι αντιπροσωπευτικοί για τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής. Αυτοί είναι μέρισμα ανά μετοχή, μερισματική απόδοση και τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή. Όλα τα συμπεράσματα τα οποία έχουμε εξάγει από αυτή τη μελέτη μπορούμε έπειτα να τα βρούμε τόσο σε αναλυτικό επίπεδο στην ανάλυση κάθε τράπεζας όσο και σε γενικότερο επίπεδο στην ανασκόπηση-συμπεράσματα που ακολουθούν στο τέλος τους δεύτερου μέρους της εργασίας. Αυτό πάντως που μπορούμε να πούμε με κάθε

επιφύλαξη είναι ότι πήραμε απαντήσεις πάνω στα βασικά ερωτήματα τα οποία θέσαμε στο εμπειρικό κομμάτι της μελέτης μας. Αν πρέπει όμως να προϊδεάσουμε τον αναγνώστη, θα πρέπει να πούμε πως το βασικό συμπέρασμα, το οποίο βγαίνει από την εμπειρική μελέτη της μερισματικής πολιτικής των ελληνικών τραπεζών, είναι ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των καθαρών κερδών και της αξίας των μερισμάτων που διανέμουν, σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις

ΜΕΡΟΣ Ι.
Η ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ
ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Μερισματική πολιτική σε θεωρητικό επίπεδο καλείται η απόφαση που πρέπει να λάβει η επιχείρηση μεταξύ του να διανείμει τα κέρδη της ή να τα παρακρατήσει και να προβεί σε επανεπενδύσεις και περιλαμβάνει αποφάσεις όπως ποιο θα είναι το ύψος του μερίσματος, αν θα είναι σταθερό ή μεταβαλλόμενο, πόσο συχνά θα καταβάλλεται, αν θα πρέπει να είναι μετρητά ή επαναγορά μετοχών και αν θα πρέπει να προβεί η επιχείρηση σε ανακοινώσεις σχετικά με την μερισματική της πολιτική ή όχι. Όλα τα προηγούμενα απαντούν σε γενικές γραμμές στο βασικό για την μελέτη μας ερώτημα, ως προς το πώς ορίζεται η μερισματική πολιτική.

Όλες οι παραπάνω αποφάσεις που διατυπώθηκαν λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης και κατά συνέπεια το δίλημμα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής είναι αν θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της από ίδια κεφάλαια, ή υψηλό μέρισμα, με αποτέλεσμα τη χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά.

Βλέπουμε λοιπόν, πως η μερισματική πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις της επιχείρησης, αναφορικά με την κατανομή κερδών μεταξύ μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους και αποθεμάτων που θα παραμείνουν στην επιχείρηση. Για αυτόν ακριβώς το λόγο, για να χαρακτηρίσει δηλαδή η πολιτική μερισμάτων, υπάρχει ένας συνοπτικός κατάλογος όλων εκείνων των βασικών οικονομικών και χρηματοοικονομικών παραγόντων που την επηρεάζουν.

Αυτός ο συνοπτικός κατάλογος μπορεί να χρησιμεύσει ως οδηγός των στελεχών που είναι υπεύθυνα για την χρηματοοικονομική πολιτική. Οι παράγοντες αυτοί στους οποίους αναφερόμαστε παρατίθεται παρακάτω:

- Ο ρυθμός αύξησης και το επίπεδο κερδών
- Η σταθερότητα των κερδών
- Η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης
- Η ταμειακή θέση
- Η ανάγκη αποπληρωμής των δανείων
- Ο έλεγχος της επιχείρησης
- Η διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το ύψος των μερισμάτων
- Η φορολογική κατάσταση των μετόχων και τέλος

➤ Η φορολογική κατάσταση της επιχείρησης

Ορισμένοι από τους παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών, ενώ άλλοι μικρότερα. Δεν είναι δυνατό να διαμορφωθεί μια σχέση με την οποία να προσδιορίζεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Αυτό θα λέγαμε ότι κυρίως είναι θέμα κρίσης. Σε κάθε περίπτωση πάντως, όλοι οι παράγοντες που αναφέρθηκαν, με συνοπτικό τρόπο, προσφέρουν ένα είδος ελέγχου της πληρότητας των αποφάσεων που παίρνονται σχετικά με τα μερίσματα (Αρτίκης Γεώργιος, 2001, p.p 89-95)

. Πριν όμως προχωρήσουμε στην ανάλυσή μας, θα πρέπει να γυρίσουμε λίγο πίσω και να αναφέρουμε ένα από τα πιο βασικά στοιχεία γύρω από την θεωρία της μερισματικής πολιτικής. Αυτό το στοιχείο δεν είναι άλλο από την μεθοδολογία με την οποία θα γίνει η διανομή των καθαρών κερδών, πράγμα το οποίο σημαίνει πως μπορεί να γίνει είτε με τη μορφή μερίσματος είτε να παρακρατηθεί με τη μορφή αποθεματικών. Όλα τα παραπάνω βέβαια δεν παρουσιάζουν ενδιαφέρον μόνο στο θεωρητικό μέρος της μερισματικής πολιτικής αλλά τίθεται ζωντανός προβληματισμός και από την πλευρά της πρακτικής. Αυτό πάντως που θα συμβεί είτε επιλεγεί η μια πολιτική ή η άλλη είναι ότι θα σημειωθεί ή καλύτερα θα προκύψει αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής δε θα προκύψει βέβαια με τον ίδιο τρόπο και με τις δύο επιλογές, λογικό και επόμενο είναι να παρουσιαστούν ορισμένες διαφοροποιήσεις. Στην περίπτωση εκείνη όπου τα παρακρατηθέντα και τα μη διανεμηθέντα κέρδη μιας επιχείρησης επενδυθούν σε σχέδια αποδοτικά θα μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα καθώς και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της στο μέλλον. Στην άλλη περίπτωση, εκείνη δηλαδή της διανομής των κερδών με τη μορφή των μερισμάτων θα έχουμε βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής της μετοχής της.

Όμως, θα πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο πως αν μια επιχείρηση διανείμει ένα υψηλό μέρισμα σε μια χρήση και δεν προβεί στη διενέργεια πρόβλεψης για επάρκεια κεφαλαίων, στην επόμενη χρήση θα οδηγηθεί σε δανεισμό αυξάνοντας έτσι τα χρηματοοικονομικά της έξοδα και μειώνοντας τα κέρδη της. Τα κέρδη που παρακρατούνται, επενδύονται γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα παρακρατηθέντα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν έχουν κιάλας επενδυθεί σε παραγωγικές

εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμη και αν κάποια επιχείρηση έχει προϋστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα, μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση, ακόμη και αν χαρακτηρίζεται ως εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι πιθανό η επιχείρηση να μην επιλέξει τη διανομή μερίσματος.

Μια επιχείρηση που πραγματοποιεί σχετικά σταθερά κέρδη είναι συχνά σε θέση να προβλέψει και τα μελλοντικά της κέρδη. Είναι συνεπώς, πιο πιθανό ότι μια τέτοια επιχείρηση θα διανείμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της, συγκρινόμενη με μια επιχείρηση που διαθέτει κυμαινόμενα κέρδη. Η ασταθής επιχείρηση δεν είναι σε θέση να τα διανείμει, αφού δεν είναι βέβαιη ότι θα μπορέσει μέσα στα επόμενα χρόνια να πραγματοποιήσει τα αναμενόμενα κέρδη, με αποτέλεσμα την πιθανή παρακράτηση ενός αυξημένου ποσοστού των τρεχόντων κερδών. Ο λόγος που γίνεται αυτό, είναι ότι ένα χαμηλότερο μέρισμα είναι πιο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών.

Πάντως, κρίνεται σκόπιμο οι επιχειρήσεις να μπορέσουν να βρουν την κατάλληλη φόρμουλα που θα τους επιτρέψει να ισορροπήσουν ανάμεσα στην μερισματική και την επενδυτική πολιτική, έτσι ώστε να προσδιοριστεί ο ιδανικός συνδυασμός, που θα οδηγήσει στην επίτευξη του αντικειμενικού στόχου της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, βάσει της αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Σα συνέχεια του θεωρητικού επιπέδου της μερισματικής πολιτικής, αναγκαίο κρίνεται να εστιάσουμε την προσοχή μας στις βασικές μορφές της πολιτικής μερίσματος. (Αλεξιάκης Χρήστος, Ξανθάκης Εμμανουήλ, 2007, Ανάλυση Ισολογισμών-Χρηματοοικονομική Αν.Λογ.Καταστ., p.p 57-64)

Η πρώτη βασική μορφή είναι το σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή. Η πολιτική του σταθερού ποσού χρημάτων ανά μετοχή, που ακολουθείται από τις περισσότερες επιχειρήσεις, είναι η πολιτική που αποδίδεται με την έννοια «πολιτική σταθερών μερισμάτων».

Μια άλλη βασική μορφή μερισμάτων είναι το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Πολύ λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν αυτού του είδους την πολιτική. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής

αυτής σημαίνει κατ'ανάγκη ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται.

Τέλος, τακτικό μέρισμα συν έκτακτο είναι μια άλλη μορφή της πολιτικής μερίσματος. Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. Η πολιτική αυτή προσφέρει μεν ευελιξία στην επιχείρηση, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της επιχείρησης είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως να είναι και η καλύτερη.

Τα παραπάνω συστήματα μερισματικής πολιτικής είναι πέρα από τα βασικότερα και τα σπουδαιότερα, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι υπάρχουν και άλλες μορφές. Προτού όμως αναφερθούμε στα υπόλοιπα θα πρέπει να σταθούμε έστω και περιληπτικά σε αυτά που έχουμε αναφέρει έως τώρα.

Η πρώτη μορφή, αυτή δηλαδή της πολιτικής σταθερού μερίσματος ανά μετοχή (Stable dividend per share policy), αποτελεί την πολιτική εκείνη όπου οι επενδυτές βλέπουν πολύ ευνοϊκά και βεβαίως την προτιμούν. Είναι η πολιτική σταθερών μερισμάτων και μεταφράζεται σε επιχείρηση χαμηλού κινδύνου. Όταν η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως επιχείρηση χαμηλού κινδύνου από τους επενδυτές, αυτό σημαίνει, αναφορικά με τη μερισματική πολιτική, πως ακόμη και σε περιόδους όπου η επιχείρηση μπορεί να παρουσιάζει ζημίες ή ακόμη και να παρουσιάζει χαμηλά κέρδη, το μέρισμα θα πρέπει να διατηρείται χαμηλό. Αυτή η πολιτική πραγματοποιείται για τον απλό λόγο, ότι η επιχείρηση θέλει να διατηρεί ένα ελκυστικό προφίλ προς τους επενδυτές καθώς επίσης επιθυμεί να αποφευχθούν αρνητικές επιδόσεις στους σημερινούς και τους μελλοντικούς επενδυτές.

Αν τώρα περάσουμε λίγο στην αντίθετη όχθη και εξετάσουμε την επενδυτική ψυχολογία των επενδυτών θα καταλάβουμε πολύ εύκολα γιατί θεωρούν την επιχείρηση αυτή, ως την πιο ελκυστική επενδυτικά για αυτούς. Όταν η επιχείρηση θα παρουσιάζει χαμηλά κέρδη ή ακόμα και ζημία, τότε οι επενδυτές θεωρούν αυτά τα γεγονότα ως προσωρινά φαινόμενα. Το σταθερό μέρισμα θεωρείται, από μια πολύ μεγάλη κατηγορία επενδυτών, ως ένα σταθερό και συνεχές εισόδημα και βασίζονται σε αυτό. Αυτό εντοπίζεται συνήθως στους επενδυτές εκείνους που είναι μεγαλύτερης ηλικίας και δεν αναλαμβάνουν πολλούς κινδύνους. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να προσθέσουμε πως μια σταθερή μερισματική πολιτική είναι αναγκαία για την επιχείρηση, για να συμπεριληφθεί στον κατάλογο των επιχειρήσεων στις οποίες οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν τα χρήματά τους (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες

επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία κ.λ.π.)

Στην δεύτερη κατηγορία, όπως έχουμε ήδη αναφέρει παραπάνω, στην πολιτική σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών (Constant divided pay out ratio policy), ένα σταθερό ποσοστό κερδών πληρώνεται για μερίσματα. Το κρισιμότερο σημείο σε αυτήν την κατηγορία είναι ότι το καθαρό κέρδος μεταβάλλεται και έτσι μεταβάλλονται και τα μερίσματα τα οποία διανέμονται, αφού ακολουθούν την πολιτική αυτή. Η πρώτη κατηγορία αναφέραμε ότι αποτελεί την πιο συνηθισμένη, μορφή μερισματικής πολιτικής, αφού την υιοθετούν οι περισσότερες επιχειρήσεις, ενώ η δεύτερη κατηγορία στην οποία αναφερόμαστε, προτιμάται να επιλεγεί από λίγες επιχειρήσεις.

Ο κυριότερος λόγος είναι ότι αυτές οι επιχειρήσεις που ακολουθούν την πολιτική αυτή δεν διαθέτουν το ίδιο ελκυστικό προφίλ προς τους επενδυτές με εκείνες της πρώτης κατηγορίας. Πολλά είναι τα προβλήματα που βρίσκονται μπροστά στον επενδυτή. Αν τα καθαρά κέρδη μειωθούν ή έστω παρουσιάσουν κάποιες μικρές ζημιές στην επιχείρηση, τα μερίσματα που θα πληρωθούν θα μειωθούν απότομα ή ακόμα μπορεί και να μην υπάρχουν μερίσματα. Ο βασικός στόχος, βάση του μελλοντικού σεναρίου αυτού, της επιχείρησης, που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής δε θα επιτευχθεί. Με αυτό τον τρόπο δε θα μεγιστοποιηθεί βέβαια και το κεφάλαιο των επενδυτών και αυτός είναι ο κυριότερος λόγος που οι περισσότεροι μέτοχοι δεν προτιμούν τις διακυμάνσεις στην είσπραξη των μερισμάτων τους (Αρτίκης Γεώργιος, 2003, p.p 108-116)

. Η τρίτη μορφή όπως έχουμε αναφέρει είναι η πολιτική συμβιβασμού (Compromise policy). Το βασικότερο στοιχείο για αυτήν την μορφή είναι ότι αποτελεί τον συνδυασμό των δύο παραπάνω μορφών, δηλαδή την πληρωμή χαμηλού σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή συν την ποσοστιαία αύξηση σε χρόνια με χαμηλά κέρδη. Από την πλευρά των επενδυτών, αυτή η μορφή της μερισματικής πολιτικής δημιουργεί αβεβαιότητα όσον αφορά το ποσό των μερισμάτων, το οποίο πιθανότατα να εισπράξουν. Αυτή η αβεβαιότητα είναι κάτι που δεν γίνεται αρεστό σε καμία κατηγορία επενδυτών. Από την πλευρά της επιχείρησης πάλι, αυτή η πολιτική παρουσιάζει σημαντική ωφέλεια. Όπως όμως έχουμε πει και παραπάνω, η άσκηση μιας τέτοιας μερισματικής πολιτικής μπορεί να αποδειχθεί η πιο κατάλληλη όταν τα κέρδη μεταβάλλονται σημαντικά από χρόνο σε χρόνο.

Αυτά τα τρία αποτελούν τα σπουδαιότερα συστήματα μερισματικής πολιτικής κατά τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχουν όμως και κάποια ακόμα συστήματα που καλό κρίνεται να τα αναφέρουμε έστω και περιληπτικά. Ένα από αυτά είναι η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων (residual dividend policy). Σε αυτό το σύστημα μερισματικής πολιτικής παρατηρείται ότι όταν οι επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης δεν είναι σταθερές, τότε η διοίκηση πρέπει να εξετάσει μια μεταβαλλόμενη πολιτική μερισμάτων. Κατά αυτό τον τρόπο το ποσό των κερδών που παρακρατείται από την επιχείρηση και δεν διανέμεται στους μετόχους εξαρτάται από την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών στο συγκεκριμένο χρόνο. Τα μερίσματα που πληρώνονται αντιπροσωπεύουν τα εναπομένοντα ποσά από τα κέρδη, αφού έχουν ικανοποιηθεί οι επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης, δηλαδή έχουν εξαντληθεί οι τυχόν ευκαιρίες εσωτερικών επενδύσεων στην επιχείρηση.

Για να αντιληφθούμε αυτό το μερισματικό σύστημα καλύτερα, θα πρέπει να πούμε πως σε θεωρητικό επίπεδο η επιχείρηση θα πρέπει να παρακρατεί τα κέρδη της αντί να προβαίνει στην έκδοση και διανομή μερισμάτων, όταν η απόδοση των κεφαλαίων της είναι μεγαλύτερη από την απόδοση την οποία θα μπορούσε να πετύχει ο επενδυτής επενδύοντας τα χρήματά του κάπου αλλού. Ακόμη και στην περίπτωση εκείνη όπου η επιχείρηση πραγματοποιεί μια απόδοση των κεφαλαίων της και είναι μεγαλύτερη από το κόστος του κεφαλαίου, τότε η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής θα έχει φτάσει στη μέγιστη δυνατή αξία της.

Ακολουθώντας την ίδια λογική η επιχείρηση δε θα πρέπει να παρακρατεί κέρδη για επένδυση αν κερδίζει λιγότερα από ότι ο επενδυτής θα μπορούσε να κερδίσει επενδύοντας τα χρήματά του κάπου αλλού. Αν οι επενδυτές έχουν καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες εκτός επιχείρησης, θα πρέπει η επιχείρηση να πληρώνει μεγαλύτερα ποσά μερισμάτων. Τελικά, ακόμη και από την πρακτική άποψη, οι επενδυτές αναμένουν να εισπράξουν μερίσματα. Αν η επιχείρηση δεν πληρώνει μερίσματα τότε ψυχολογικοί και άλλον παράγοντες μπορεί να παίξουν ένα σημαντικό αρνητικό ρόλο στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της.

Τέλος μια άλλη μορφή μερισματικής πολιτικής επιτρέπει στην επιχείρηση να κάνει μερισματική πολιτική χωρίς να πληρώνει μερίσματα. Πρόκειται για την περίπτωση επανεπένδυσης των μερισμάτων, δίνοντας στους μετόχους νέες μετοχές αντί να εισπράττουν χρήματα (χρηματικά μερίσματα). Υπάρχουν ακόμη και περιπτώσεις όπου η επιχείρηση προσφέρεται να εξαγοράσει μέρος των μετοχών αντί να καταβάλλει χρηματικά μερίσματα. Αυτές οι μετοχές που προσφέρεται να

εξαγοράσει είναι οι μετοχές θησαυροφυλακίου. Κατά αυτόν τον τρόπο, τα ίδια κέρδη κατανέμονται πλέον σε μικρότερο αριθμό μετοχών. Έτσι λοιπόν με αυτή τη μείωση του αριθμού των μετοχών οδηγούμαστε σε παράλληλη αύξηση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και αποτελεί εναλλακτική λύση προς την εξαγγελία χρηματικού μερίσματος. Αυτό δηλαδή που μπορούμε να εξάγουμε ως συμπέρασμα, είναι ότι η αύξηση αλλά και η μείωση κεφαλαίου αποτελούν εναλλακτικές μορφές μερισματικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι το πόσο σταθερά πρέπει να είναι τα μερίσματα διαχρονικά, καθώς και το ποσοστό των κερδών προς διάθεση στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος, αποτελούν αποφάσεις σχετικές με το ύψος των μερισμάτων. Είναι πάντως απολύτως λογικό να πιστεύει κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται πράγματι και με υψηλότερες τιμές για μετοχές. Καταρχήν, είναι εύλογο ότι οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα που είναι πιο σίγουρο ότι θα εισπράξουν, αφού τα κυμαινόμενα μερίσματα φέρουν κίνδυνο μεγαλύτερο. Έτσι, το ίδιο μέσο ύψος μερισμάτων που θα εισπραχτεί από μια επιχείρηση που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων θα έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που θα έχει στην περίπτωση μιας επιχείρησης που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση που διανέμει σταθερό μέρισμα θα έχει μικρότερη απαιτούμενη απόδοση ή κόστος ιδίων κεφαλαίων, από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Ακόμη, και πολλοί μέτοχοι-επενδυτές ζουν από εισοδήματα που αποκτούν με τη μορφή χρηματικών μερισμάτων. Οι μέτοχοι αυτοί βρίσκονται σε δύσκολη θέση από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων και γι' αυτό θα προτιμήσουν μάλλον να πληρώσουν ένα πριμ για μια μετοχή με σχετικά εξασφαλισμένο ελάχιστο μέρισμα (Κοντζαμάνης Στέφανος, 62-71).

Στην πράξη, ακολουθείται μια ανορθόδοξη πολιτική που αφορά στην πληρωμή υψηλών μερισμάτων, ακόμα και στην περίπτωση που ακολουθούνται επενδυτικές ευκαιρίες με αρκετά μεγάλη αποδοτικότητα, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το κόστος χρηματοδότησης που προκύπτει από την προσφυγή σε δανειακά κεφάλαια. Κάτι τέτοιο συμβαίνει συχνά, γιατί αποτελεί επιχειρηματική παράδοση για τους επενδυτές η πληρωμή του μερίσματος, ενώ από την άλλη πλευρά η παρακράτηση και η μη διανομή των κερδών αποτελεί αρνητικό σημάδι, που επιφέρει λόγους ανησυχίας για την πορεία της μετοχής και κατά συνέπεια της επιχείρησης στο μέλλον.

Ένας άλλος λόγος που ακολουθείται αυτή η πολιτική είναι η εντύπωση που διαμορφώνεται στους χρηματιστηριακούς κύκλους πως το υψηλό ποσοστό μερισμάτων οδηγεί στην αύξηση της τιμής των μετοχών. Τέλος, οι μέτοχοι είναι αυτοί που απαιτούν υψηλά μερίσματα ακόμη και από εκείνες τις επιχειρήσεις που έχουν επενδυτικές ευκαιρίες για επανεπένδυση των κερδών τους με υψηλές αποδοτικότητες. Να αναφερθεί ότι, είτε άμεσα, είτε έμμεσα, η μερισματική πολιτική που ακολουθείται και εφαρμόζεται από τις επιχειρήσεις είναι δυνατόν να επηρεάσει τις παραμέτρους που συνθέτουν τις πηγές χρηματοδότησης, καθώς και την αποδοτικότητα των επενδύσεων.

Για την χάραξη της μερισματικής πολιτικής κάθε επιχείρησης, ο βασικός στόχος που πρέπει να επιτύχει η διοίκηση, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής. Για να επιτευχθεί ο στόχος αυτός και να βρεθεί η βέλτιστη μερισματική πολιτική θα πρέπει να βρεθεί μια ισορροπία μεταξύ των μερισμάτων που διανέμονται σήμερα και της μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης. Υπάρχουν τρεις θεωρίες σχετικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών για την μερισματική πολιτική.

Η πρώτη είναι η “The divided irrelevance theory” των Modigliani-Miller (1961), η δεύτερη είναι η “The bird in the hand theory” των Gordon-Litner και τέλος η “The tax preference theory” των Litrenberger-Ramaswamy. Στην συνέχεια γίνεται μια συνοπτική περιγραφή των σπουδαιότερων σημείων και στοιχείων που συνθέτουν και τρεις παραπάνω θεωρίες.

Οι τρεις θεωρίες για την μερισματική πολιτική

1.1 “The divided irrelevance theory”

Ξεχωριστή θέση στη διεθνή βιβλιογραφία πάνω στο θέμα της μερισματικής πολιτικής έχει το πρωτοποριακό για την εποχή του άρθρο των Modigliani-Miller (1961, pp 411-433). Στο άρθρο τους αυτό, οι Modigliani και Miller υποστήριζαν πως κάτω από κάποιες περιοριστικές συνθήκες όπως:

- Η ύπαρξη τέλειων αγορών, δηλαδή αγορών χωρίς φόρους, έξοδα μεταβίβασης και χωρίς τη δυνατότητα από κανέναν να επηρεαστεί η τιμή οποιασδήποτε μετοχής και με ύπαρξη όμοιας και δωρεάν πληροφόρησης προς όλους τους επενδυτές,

- Η ορθολογική συμπεριφορά επενδυτών,
- Η βεβαιότητα για την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και
- Η προς όφελος των μετόχων της επιχείρησης δράση των χρηματοοικονομικών managers,

Η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία, ούτε για τους επενδυτές που μπορούν να την υποκαταστήσουν με αγοροπωλησίες μετοχών, ούτε για τις επιχειρήσεις που μπορούν να διατηρήσουν της αξία της επιχείρησης σταθερή με τη χρήση δανεισμού. Αυτό που έχει σημασία για την επιχείρηση είναι η επενδυτική πολιτική. Οι περιορισμοί των Modigliani-Miller ουσιαστικά καθορίζουν τους παράγοντες, οι οποίοι κάνουν την μερισματική πολιτική σημαντική τόσο για τις επιχειρήσεις όσο και για τους επενδυτές-μετόχους.

Σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani-Miller, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μετοχές και αν δεν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Οι Merton Miller και Franco Modigliani ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Οι Merton Miller και Franco Modigliani κατέληξαν, το 1961, πως η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κάτω από συνθήκες τέλειων χρηματοδοτικών αγορών δεν επηρεάζει την αξία της. Παρόλα αυτά όμως οι χρηματοδοτικές αγορές δεν είναι τέλειες. Έτσι είναι συμφέρον της επιχείρησης να διανείμει χαμηλά μερίσματα προκειμένου να αποφύγει την άντληση μετοχικού κεφαλαίου στις κεφαλαιαγορές. Επίσης, από τη μια πλευρά έχουμε τη φορολόγηση των μερισμάτων, ενώ από την άλλη οι υπεραξίες είτε δεν φορολογούνται καθόλου, είτε φορολογούνται συνήθως με συντελεστή χαμηλότερο από αυτό των μερισμάτων. Επομένως η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων οδηγεί σε χαμηλά μερίσματα.

Πρέπει να αναφερθεί πως είναι πιθανό να διαφέρουν τα συμφέροντα των μετόχων από αυτά των διευθυντικών στελεχών. Σε αυτήν την περίπτωση είναι απαραίτητο να διανείμουν οι επιχειρήσεις υψηλά μερίσματα, για να καταφεύγουν με αυτόν τον τρόπο συχνά στις κεφαλαιαγορές ώστε να αντλούν κεφάλαια και να παρέχουν έτσι την ευκολία στους επενδυτές να τις ελέγχουν και να τις αξιολογούν.

Από αυτή λοιπόν την άποψη η μερισματική πολιτική εμφανίζεται σαν μηχανισμός πειθαρχίας των διευθυντικών στελεχών και προστασίας των μικρομετόχων. Οι Merton Miller και Franco Modigliani υποστήριξαν ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την κατηγορία κινδύνου στην οποία ανήκει, καθώς και από την αποδοτικότητα του ενεργητικού της. Δηλαδή θεώρησαν την αξία της επιχείρησης ως εξαρτημένη μεταβλητή της πολιτικής επενδύσεων που ακολουθεί και όχι του τρόπου με τον οποίο διανέμονται τα κέρδη μεταξύ μερισμάτων και αποθεματικών.

Οι Merton Miller και Franco Modigliani στήριξαν τη θεωρία τους σε υποθέσεις, οι οποίες δε βρίσκουν εφαρμογή στην πράξη, επομένως δεν είναι ρεαλιστικές. Στην ουσία, οι επιχειρήσεις πληρώνουν φόρους αλλά και έξοδα έκδοσης νέων μετοχών και οι μέτοχοι εάν έχουν πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αξιοποιήσουν αλλά και να διαχειριστούν πληροφορίες σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό απ'ότι οι επενδυτές. Επίσης στην πράξη είναι συνδεδεμένη και σε ένα βαθμό αλληλοσχετίζεται η επενδυτική με την μερισματική πολιτική.

Όμως η θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani έχει και επικριτές τους οποίους και προτρέπουν να επαληθεύσουν την θεωρία τους με βάση εμπειρικές έρευνες και όχι βάσει των υποθέσεων της. Ο κυριότερος λόγος που ωθούν σε δραστηριότητα όλους αυτούς τους επικριτές της θεωρίας των Merton Miller και Franco Modigliani είναι η έλλειψη ρεαλισμού των υποθέσεών τους.

1.2 “The bird in the hand theory”

Ο Litner (1956, pp 38-55) ήταν ένας από τους πρώτους, που προσπάθησαν να βρουν αν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να συσχετίζει τα κέρδη και το μέγεθος των μερισμάτων. Με τη βοήθεια τόσο προσωπικών συνεντεύξεων όσο και λογιστικών μεγεθών κατέληξε πως, αν η διοίκηση της επιχείρησης διαπιστώσει πως το επίπεδο των οριστικών κερδών έχει αυξηθεί, τότε σταδιακά αναπροσαρμόζει την μερισματική απόδοση προς την ίδια κατεύθυνση και πως, όσο πιο συντηρητική είναι η επιχείρηση τόσο πιο αργά θα κινηθεί προς το στόχο της και επομένως τόσο μικρότερος θα είναι ο συντελεστής προσαρμογής στα νέα δεδομένα.

Κατά τον Litner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της

μερισματικής απόδοσης, παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις επιχειρήσεις με σταθερή μερισματική πολιτική. Μάλιστα οι επιχειρήσεις καθορίζουν πρώτα τη μερισματική πολιτική τους και στη συνέχεια προχωρούν στον υπόλοιπο οικονομικό σχεδιασμό τους.

Το μοντέλο του Litner είχε τεράστια απήχηση και αυτό το παρατηρούμε σε πολλές μελέτες, όπου και χρησιμοποιήθηκε ως βάση. Σαν θεωρητικό υπόβαθρο χρησιμοποιήθηκε, αφού εκεί εξετάστηκαν οι υποθέσεις του υποδείγματος, στην μελέτη των Fama και Babiak (1968, pp 38-43) και κατέληξαν πως με τη χρήση του ίδιου μοντέλου σε μεγαλύτερο δείγμα, τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια, γεγονός που εδραίωσε ακόμα περισσότερο την αποτελεσματικότητα του μοντέλου.

Σύμφωνα με τη θεωρία των Gordon και Litner, οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη, επομένως προτιμούν τα μερίσματα. Αν κάτι τέτοιο ισχύει, οι επενδυτές θα αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις που διανέμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών, δηλαδή ένα ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια υψηλή τιμή.

Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani. Εδώ η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αποτελεί εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων προς διανομή και καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Οι Gordon και Litner υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα έχουν, σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, μικρότερο κίνδυνο, δηλαδή είναι πιο σίγουρα για τους επενδυτές. Μάλιστα προτρέπουν τις επιχειρήσεις να κρατούν λόγο, δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (αυτό το λόγο στη διεθνή βιβλιογραφία το συναντάμε ως payout ratio).

1.3 “The tax preference theory”

Η θεωρία επιλογής φορολογίας των Litrenberger-Ramaswamy (1979, 163-195) βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία τους, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής,

δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει σαν αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή. Έτσι, οι μέτοχοι προτιμούν την διανομή χαμηλού ποσοστού μερισμάτων από τα κέρδη της χρήσεως λόγω του ότι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τα κεφαλαιακά κέρδη.

Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν εκείνες τις επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη, τα οποία και θα επανεπενδύσουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια, κάτι που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους.

Γενικά, σύμφωνα με τη θεωρία των Litrenberger-Ramaswamy οι επενδυτές-μέτοχοι θα πρέπει να αναζητούν μακροπρόθεσμα μετοχές με υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη τους. Αυτό σημαίνει ότι, δεν πωλούν τις μετοχές τους, έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου, να αυξάνει την συνολική απόδοση, καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

Αξιολόγηση και εκτίμηση των θεωριών

| Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής | Βασικά Χαρακτηριστικά |
|---------------------------------------|---|
| <i>The divided irrelevance theory</i> | Η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία, ούτε για τους επενδυτές που μπορούν να την υποκαταστήσουν με αγοροπωλησίες μετοχών, ούτε για τις επιχειρήσεις που μπορούν να διατηρήσουν της αξία της επιχείρησης σταθερή με τη χρήση δανεισμού. Αυτό που έχει σημασία για την επιχείρηση είναι η επενδυτική πολιτική |
| <i>The bird in the hand theory</i> | Οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης, παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο |
| <i>The tax preference theory</i> | Βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη |

Οι τρεις παραπάνω θεωρητικές προσεγγίσεις ως βασικό σκοπό έχουν να ερμηνεύσουν την επιλογή της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι επιχειρήσεις. Αυτό όμως που καταφέρνουν στην ουσία των πραγμάτων είναι, να

οδηγούν σε αντιφατικά αποτελέσματα και συμπεράσματα. Ο εμπειρικός έλεγχος δεν έχει προσδιορίσει ποια θεωρία είναι - αν μπορούμε να το θέσουμε έτσι - άριστη. Αυτό έχει παρατηρηθεί στην πράξη σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική επιχειρήσεων και κατέληξαν σε αντιφατικά και σε τελείως διαφορετικά αποτελέσματα και συμπεράσματα.

Να σημειωθεί ότι για να είναι έγκυρος ο στατιστικός έλεγχος των υποθέσεων που βασίζονται σε κάποιο δείγμα, είναι απαραίτητο όλες οι παράμετροι εκτός της μερισματικής πολιτικής να είναι σταθερές αλλά και κοινές για ολόκληρο το δείγμα (Τσαγκλάκανος, 1996, pp175-183). .

Η επιλογή μερισματικής πολιτικής είναι υποκειμενική και εξετάζεται κατά περίπτωση, ανάλογα με τις παραμέτρους που αναφέραμε, τις υποθέσεις που θέτουμε ως επιχείρησης καθώς και τις συνθήκες που επικρατούν.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η μερισματική πολιτική είναι ένα από τα βασικότερα μέσα με τα οποία οι επιχειρήσεις διανέμουν ένα ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους. Η πολιτική των μερισμάτων καθορίζει το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης και επειδή μπορεί να έχει επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετόχων και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό να θεωρείται αυτή η πολιτική ως ένα από τα πιο σημαντικά θέματα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Γύρω από τη μερισματική πολιτική έχει αναπτυχθεί όπως είναι αυτονόητο, ένα ολόκληρο θεωρητικό πλέγμα για την αντιμετώπιση και την πρόβλεψη χρηματοοικονομικών καταστάσεων και προβλημάτων. Όλη αυτή η θεωρία περιστρέφεται γύρω από τον πολύπλοκο και συναρπαστικό κόσμο των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, η μερισματική πολιτική ασχολείται και διαπραγματεύεται τις επιχειρήσεις εκείνες που όχι απλά παρουσιάζουν κερδοφορία, αλλά αντιμετωπίζουν ταυτόχρονα διάφορα προβλήματα που για τη δική μας περίπτωση, αυτή δηλαδή της μερισματικής πολιτικής, παίρνουν τη μορφή των οικονομικών διλημμάτων. Τα διλήμματα αυτά μπορούν να κωδικοποιηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- ❖ Η πρώτη βασική κατηγορία διλημμάτων έχει να κάνει με τις ταμειακές ροές. Ο προβληματισμός εδώ υπάρχει γύρω από το ποσό των ταμειακών ροών που η επιχείρηση θα διανείμει στους μετόχους της.
- ❖ Η δεύτερη κατηγορία έρχεται σα συνέχεια της πρώτης και έχει να κάνει με τη μορφή αύξησης του μερίσματος ή με επαναγορά μετοχών
- ❖ Και τέλος έχουμε την τρίτη κατηγορία που έρχεται και αυτή με τη σειρά της να συμπληρώσει και να ολοκληρώσει την ακολουθία διλημμάτων που στέκονται μπροστά από την επιχείρηση, αναφορικά με τη μερισματική πολιτική και προσδιορίζεται στο αν θα πρέπει να ακολουθηθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική ή να αφήσει τις πληρωμές να ποικίλουν ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν.

Το πλέγμα θεωρίας που έχει αναπτυχθεί γύρω από τη μερισματική πολιτική, καθορίζει πως από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική καθώς και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, η επιχείρηση καλείται να ακολουθήσει αυτόματα την πολιτική μερισμάτων. Στην πλειοψηφία τους οι επιχειρήσεις ανήκουν σε μια ευρύτερη κατηγορία, όπου βασικό χαρακτηριστικό είναι ότι ακολουθούν μια

συγκεκριμένη πολιτική, η οποία συνδυάζει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές με τα προβλεπόμενα έξοδα και προσπαθούν να την τηρήσουν. Από χρηματοοικονομική άποψη, αυτό που συμβαίνει σε αυτή την περίπτωση, είναι ότι τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών. Σε αυτό το σημείο, θα πρέπει να επισημάνουμε πως υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες μπορούν να σημειωθούν διαφοροποιήσεις. Οι διαφοροποιήσεις αυτές προκαλούν δυσαρέσκεια στους μετόχους, οι οποίοι μπορεί να το εκλάβουν σαν αρνητικό σημάδι από την επιχείρηση και τελικά να έχει αρνητική επίπτωση στην τιμή της μετοχής. Η μερισματική πολιτική σε καμία περίπτωση βέβαια δε θα πρέπει να μένει στάσιμη. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως θα πρέπει να μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες.

Το πως θα καθορίζεται το ποσοστό του μερίσματος το οποίο διανέμεται, όπως επίσης αν θα εμπεριέχονται και άλλες πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση αντιμετωπίζει τους μετόχους της, απασχολούν τους οικονομολόγους σε διεθνές επίπεδο και σε σημαντικό βαθμό. Πέρα όμως από το θεωρητικό πλέγμα στο οποίο αναφερθήκαμε, εξαιρετικό ενδιαφέρον για το θέμα μας παρουσιάζουν οι πολλές εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες και οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία ποσοστών διανεμόμενων κερδών. Τα διανεμόμενα αυτά κέρδη δεν αφορούν μόνο τους κλάδους μεταξύ τους αλλά και τις επιχειρήσεις μεταξύ των ίδιων κλάδων. Οι εμπειρικές αυτές μελέτες, δείχνουν ότι τα μερίσματα είναι πιο σταθερά από τα κέρδη και ότι συχνά οι επιχειρήσεις εμφανίζονται απρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα σε εποχές ικανοποιητικών κερδών και αντιστέκονται στην μείωση των μερισμάτων όταν ελαχιστοποιούνται τα κέρδη. Με βάση την εμπειρικά γνωστή προτίμηση των επενδυτών για σταθερά μερίσματα και την πιθανότητα ότι μια μείωση των μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως πρόβλεψη ελαχιστοποίησης των κερδών, θα έλεγε κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων φαίνεται να είναι ορθότερη (Ξανθάκης και Αλεξιάκης, 2007, pp56-68).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΤΥΠΟΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η κάθε επιχείρηση καλείται να πάρει ορισμένες σημαντικές αποφάσεις που έχουν να κάνουν με το τύπο, το μέγεθος και τον χρόνο της διανομής προς τους μετόχους. Αυτό στη χρηματοοικονομική ορολογία αναφέρεται ως μερισματική πολιτική. Αυτή η διανομή των κερδών που πραγματοποιεί η επιχείρηση απέναντι στους μετόχους της, είναι το μέρισμα και βάση αυτής της διαδικασίας προσδιορίζεται η μερισματική πολιτική. Μια τέτοια μερισματική πολιτική θεωρείται άριστη όταν μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της επιχείρησης. Σε πολλές περιπτώσεις όμως, αυτή η λεγόμενη διανομή που πραγματοποιείται, όπως προείπαμε, από τις επιχειρήσεις προς τους επενδυτές της ρέει από διάφορες πηγές. Αυτές οι πηγές δεν έχουν σχέση με τα τρέχοντα ή τα συσσωρευμένα μη διανεμημένα κέρδη. Σε αυτή την περίπτωση δεν αναφερόμαστε σε μερισματική πολιτική, αφού δεν υφίσταται μέρισμα, αλλά προτιμάται η χρήση του όρου διανομή.

Μέρισμα λοιπόν, είναι ένας τρόπος καθορισμού της επιχειρηματικής πολιτικής που έχει στα χέρια της κάποια επιχείρηση. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε πως δεν υπάρχει μόνο ένας τύπος μερίσματος που καθορίζει τη μερισματική πολιτική αλλά αρκετοί. Εκείνος ο τύπος που αποτελεί και τον πιο συνηθισμένο, είναι η μορφή του μερίσματος σε μετρητά. Ένα χαρακτηριστικό τέτοιο παράδειγμα είναι η πολιτική των δημοσίων επιχειρήσεων, οι οποίες προβαίνουν στη διανομή μερίσματος υπό τον τύπο των μετρητών πολύ συχνά στους επενδυτές τους και αυτό πραγματοποιείται συνήθως κάθε τρίμηνο. Η επιλογή αυτής της πολιτικής έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση των εταιρικών διαθεσίμων και βεβαίως των απομενόντων κερδών, κάτι το οποίο εμφανίζεται στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Πέρα όμως από το μέρισμα με τη μορφή μετρητών συναντάμε και ένα άλλο τύπο μερίσματος. Αυτός ο τύπος είναι η διανομή μερισμάτων στους μετόχους με τη μορφή όμως των μετοχών. Σε αυτήν την περίπτωση έχουμε ένα τύπο μερίσματος που καλείται μέρισμα μετοχής. Ο τρόπος με τον οποίο το μέρισμα μετοχής εκφράζεται στις περισσότερες περιπτώσεις είναι ο λόγος τρέχοντος μερίσματος προς κέρδη. Για να κατανοήσουμε καλύτερα τόσο τον τύπο του συγκεκριμένου μερίσματος, όσο και τον τρόπο λειτουργίας του, χρήσιμο κρίνεται η παράθεση ενός απλού παραδείγματος. Έτσι, αν έχουμε ένα μέρισμα μετοχής 2%, τότε ο μέτοχος λαμβάνει μια νέα μετοχή για κάθε 50 που ήδη κατέχει ή δύο για κάθε 100.

Θα πρέπει να επιμείνουμε λίγο περισσότερο στο συγκεκριμένο τύπο μετοχής, αφού πολλές χρηματοοικονομικές έννοιες συσχετίζονται μαζί του. Μια από αυτές τις έννοιες είναι η διάσπαση μετοχής, που στη διεθνή βιβλιογραφία θα την συναντήσουμε ως stock split. Έτσι, όταν μια επιχείρηση ανακοινώσει μια διάσπαση μετοχής τότε αυτό που θα προκύψει είναι μια αύξηση του αριθμού των διαθέσιμων μετοχών. Σαν άμεσο αποτέλεσμα αυτής της επιχειρηματικής κίνησης είναι ότι τώρα η κάθε μετοχή θα αντιστοιχεί σε μικρότερο ποσοστό της χρηματοροής της επιχείρησης και έτσι με απλά λόγια η τιμή της κάθε μετοχής θα πρέπει να μειωθεί. Τα προηγούμενα γίνονται καλύτερα αντιληπτά με τη χρήση ενός παραδείγματος. Αν η διοίκηση λοιπόν μιας επιχείρησης, της οποίας η μετοχή πωλείται προς 9€ ανακοινώσει μια διάσπαση μετοχής (stock split) 3:1 τότε η τιμή της μετοχής αυτής θα πρέπει να αναπροσαρμοστεί στα 3€. Παρατηρούμε λοιπόν πως μια διάσπαση μετοχής μοιάζει σε πολύ μεγάλο βαθμό με ένα μέρισμα μετοχής, εκτός και αν αυτό βέβαια είναι πολύ μεγαλύτερο, όπου και τότε αναφερόμαστε σε κάτι το πολύ διαφορετικό.

Παρατηρήσαμε ως τώρα ότι υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες μερισμάτων, όπου στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία καλούνται μορφές ή τύποι μερισμάτων. Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι ο πιο συνηθισμένος τύπος είναι το χρηματικό μέρισμα ή το μέρισμα σε μετρητά και ο δεύτερος τύπος είναι σε μετοχές ή μετοχικό μέρισμα. Στη διεθνή βιβλιογραφία τον πρώτο τύπο θα τον συναντήσουμε ως cash dividend και τον δεύτερο ως stock dividend.

Ένα σημαντικό στοιχείο για τον πρώτο τύπο μερίσματος είναι ότι προσδιορίζεται, τόσο από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όσο και από στοιχεία που θα λέγαμε πως βρίσκονται στα χέρια της ή εντός της, όπως η πρόοδος και η αποδοτικότητα της ή ακόμα οι ενέργειες στις οποίες προβαίνει και η γενικότερη πολιτική την οποία ασκεί. Η καταβολή του δεύτερου μερίσματος, του μετοχικού δηλαδή μερίσματος, θα πρέπει να προσθέσουμε πως σε καμία περίπτωση δεν μεταβάλλει την συνολική αξία της επιχείρησης και ούτε βέβαια επηρεάζει την ικανότητα χρηματοδότησης της. Το μετοχικό μέρισμα είναι ακριβώς αυτό το οποίο εξηγήσαμε στην παραπάνω παράγραφο στο σημείο εκείνο της διαίρεσης ή διάσπασης των μετοχών. Σε αντίθετη περίπτωση βρίσκεται ο πρώτος τύπος μερίσματος που είδαμε, αφού αυτός επηρεάζει το συνολικό ποσό κεφαλαίων που είναι διαθέσιμο στην επιχείρηση και μπορεί να επηρεάσει τη συνολική αξία της επιχείρησης.

Τελειώνοντας, με τη βοήθεια της χρηματοοικονομικής λογιστικής θα πρέπει να προβούμε σε κάποιες παρατηρήσεις για να μην υπάρξουν σκοτεινά σημεία

αναφορικά με την προηγούμενη παράγραφο. Έτσι θα πρέπει να τονίσουμε πως τα μερίσματα καταβάλλονται αποκλειστικά από τα καθαρά κέρδη ή τα αδιανέμητα κέρδη προηγούμενων περιόδων και χρήσεων και σε καμία περίπτωση από το κεφάλαιο, το οποίο έχει επενδυθεί ή από τα διάφορα αποθεματικά ή από τη διαφορά μετοχών υπέρ το άρτιο. Τα μερίσματα, είτε αυτά είναι χρηματικά, είτε μετοχικά δεν διανέμονται αν δεν υπάρχουν κέρδη και ούτε υπόλοιπο εις νέον αδιανέμητων κερδών προηγούμενων χρήσεων. Αυτό που μπορεί να ειπωθεί γενικά και για τους δύο τύπους μερισμάτων, συνεπώς και για την μερισματική πολιτική που ασκεί κάθε επιχείρηση είναι πως όσο πιο σταθερά είναι τα κέρδη της, τόσο πιο κανονική είναι και η διανομή των μερισμάτων της (Ρεπούσης, 2007, pp. 196-213).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Υπάρχουν πολλά και διαφορετικά σημεία που χαρακτηρίζουν τις μερισματικές πολιτικές όπως τις έχουμε αναλύσει και εξετάσει ως τώρα. Τα κυριότερα χαρακτηριστικά έχουν να κάνουν με τις επιχειρήσεις, οι οποίες διαπραγματεύονται σε δημόσιο επίπεδο. Αυτές λοιπόν οι δημόσιες διαπραγματεύσεις αφορούν πολλές κατηγορίες που χαρακτηρίζουν τη μερισματική πολιτική. Οι προτιμήσεις των επιχειρήσεων, που βάση αυτών εντοπίζονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής, είναι ότι πληρώνουν κάποια μερίσματα σε τακτά χρονικά διαστήματα, ότι αποφεύγουν το μηδενισμό των μερισμάτων, ότι διαμορφώνουν μια σταθερή αναλογία πληρωμής μερίσματος και τέλος ότι κάνουν τακτικές αλλαγές στα μερίσματα τα οποία διανέμουν.

Όσον αφορά στο πρώτο χαρακτηριστικό θα πρέπει να πούμε πως τόσο σε εθνικό, όσο και σε διεθνές επίπεδο, οι επιχειρήσεις οι οποίες ιδρύθηκαν πρόσφατα συνήθως δεν πληρώνουν μερίσματα. Οι επιχειρήσεις όμως αυτές, τόσο με την πάροδο του χρόνου, όσο και με την οικονομική πρόοδο που σημειώνουν, φτάνουν σε ένα επίπεδο κατά το οποίο μπορούν να αρχίσουν τη διανομή μερίσματος. Το επίπεδο αυτό της προόδου είναι αυτό το σημείο την επιχειρηματικής ωριμότητας βάση του οποίου η επιχείρηση κρίνει ότι η πολιτική διανομής μερίσματος θα είναι προς όφελός της. Η ωριμότητα αυτή βέβαια έχει να κάνει με διάφορους λόγους.

Ο κυριότερος είναι η επιθυμία της επιχείρησης να περάσει διάφορα μηνύματα στο εξωτερικό της περιβάλλον, τα οποία θα αποδεικνύουν την ισχυρή αυτή ωριμότητά της και επίσης τη διάθεση της να ισχυροποιηθεί ακόμη περισσότερο. Έτσι, τα χαρακτηριστικά αυτής της μερισματικής πολιτικής αντλούνται από το να γνωστοποιήσει η επιχείρηση το γεγονός της λογιστικής και οικονομικής γενικότερα σταθερότητάς της, την ικανοποίηση των πελατών της αλλά και ενός ευρύτερου κύκλου επενδυτικού κοινού με τη διανομή μερισμάτων, κάτι που σημαίνει απλά τη διανομή μετρητών και όπως επίσης την αύξηση των μετοχών της στην αγορά.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό όπως είπαμε είναι η αποφυγή του μηδενισμού των μερισμάτων. Το χαρακτηριστικό αυτό θα λέγαμε ότι αγκαλιάζεται χωρίς καμία διαφωνία από όλες τις επιχειρήσεις. Η συντριπτική πλειοψηφία βλέπει αρνητικά την πιθανότητα τερματισμού της πληρωμής των μερισμάτων. Αν μηδενιστούν τα μερίσματα τότε αυτό για τις περισσότερες επιχειρήσεις μεταφράζεται σαν κάτι το

εξαιρετικά ζημιογόνο για την εικόνα της στον επιχειρηματικό και στον επενδυτικό κόσμο. Το σήμα που θα αποστέλλονταν, αν γινόταν μηδενισμός των μερισμάτων στον έξω κόσμο, θα ήταν ουσιαστικά ένα αρνητικό σήμα για την αγορά. Αυτό το αρνητικό σήμα θα σήμαινε για τους επενδυτές ότι αυτή η επιχείρηση μειώνει τα μερίσματά της, αφού πιστεύει πως τα μελλοντικά της κέρδη θα χειροτερεύσουν. Αυτό, γνωρίζουμε από την χρηματοοικονομική επιστήμη, πως σημαίνει ότι σίγουρα θα επηρεαστεί η τιμή της μετοχής αυτής της επιχείρησης και σε αρκετές περιπτώσεις το επενδυτικό κοινό δε θα αρκεστεί μόνο σε αυτό, αλλά υπάρχει εξαιρετικά μεγάλη πιθανότητα να παρασύρει προς τα κάτω και τις τιμές των μετοχών άλλων επιχειρήσεων του κλάδου.

Το τρίτο χαρακτηριστικό των μερισματικών πολιτικών είναι ότι κρατείται μια σταθερή αναλογία μεταξύ μερισμάτων και κερδών. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως πολλές επιχειρήσεις και κυρίως οι επιχειρήσεις ατομικής νομικής μορφής διατηρούν ένα σταθερό λόγο πληρωμής μερίσματος συγκριτικά με τα κέρδη τους. Αυτό βέβαια γίνεται εύκολα αντιληπτό αφού με αυτόν τον τρόπο οι επιχειρήσεις κρατούν μια συνεχόμενη δελεαστική εικόνα προς τους επενδυτές, διατηρώντας ένα προφίλ οικονομικής σταθερότητας και αισιοδοξίας για την επίτευξη μεγαλύτερων κερδών στο μέλλον. Έχει παρατηρηθεί μάλιστα ότι τα μερίσματα ακολουθούν την τάση των χρηματοροών ανά μετοχή περισσότερο πιστά, από όσο την τάση των κερδών ανά μετοχή (Αποστολόπουλος, 2007, pp 716-816).

Τέλος σημαντικό χαρακτηριστικό μερισματικών πολιτικών είναι η διάθεση των επιχειρήσεων να κάνουν τακτικές αλλαγές στα μερίσματα τα οποία δίνουν. Με ένα τίτλο, αυτό το χαρακτηριστικό, θα μπορούσαμε να το αποδώσουμε ως τακτικές πληρωμές μερισμάτων. Όπως έχει ειπωθεί και σε άλλη ενότητα της παρούσας μελέτης, οι επιχειρήσεις, οι οποίες επιλέγουν τη μερισματική πολιτική, πληρώνουν τη διανομή των μερισμάτων συνήθως κάθε τρίμηνο. Αυτό όμως δεν αποτελεί και τον κανόνα της μερισματικής πολιτικής. Κάποιες άλλες επιχειρήσεις προτιμούν να πραγματοποιούν πληρωμές μερισμάτων κάθε εξάμηνο, κάποιες άλλες ετήσια και τέλος κάποιες άλλες, που θα τις χαρακτηρίζαμε ως εξαιρετικά γενναιόδωρες κάθε μήνα.

Γεγονός πάντως είναι, και εδώ ακριβώς βρίσκεται ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά των μερισματικών πολιτικών, ότι από τη στιγμή που μια επιχείρηση ξεκινήσει να πληρώνει μερίσματα προσπαθεί να διατηρήσει αυτές τις πληρωμές σε τακτικές. Διατηρώντας τις πληρωμές των μερισμάτων τακτικές, πάλι ο σκοπός της

επιχείρησης είναι ο ίδιος που είδαμε και προηγουμένως, να προσπαθεί δηλαδή με λίγα λόγια να αποδείξει ότι βρίσκεται σε σταθερή πορεία και πως επιθυμεί να έχει στραμμένη πάνω της την προσοχή του επενδυτικού κοινού (Ξανθάκης, Αλεξιάκης, 2007, pp 56-68).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Όπως γνωρίζουμε, το όργανο εκείνο που είναι αρμόδιο για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής είναι το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης. Υπάρχουν πολλοί και διαφορετικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη χάραξη αυτής της μερισματικής πολιτικής. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να είναι ενδοεταιρικοί και εξωεταιρικοί. Οι κυριότεροι παράγοντες είναι οι παρακάτω:

- Νομικοί και συμβατικοί παράγοντες
- Προτιμήσεις των μετόχων
- Πρόσοδοι
- Επενδυτικές ευκαιρίες
- Κεφαλαιακή διάρθρωση
- Πληθωρισμός
- Σηματοδότηση
- Σταθερότητα
- Ρευστότητα
- Έλεγχος
- Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης
- Η ηλικία και μέγεθος της επιχείρησης
- Φόρος για αθέμιτα συσσωρευθέντα κέρδη

Όσον αφορά τους νομικούς περιορισμούς, αυτοί έχουν διάφορες προεκτάσεις και παραμέτρους. Για να γίνει αντιληπτό αυτό θα πρέπει να εξετάσουμε αυτές τις προεκτάσεις. Έτσι, θα πρέπει να γνωρίσουμε διάφορες καταστάσεις, όπως η περίπτωση εκείνη όπου δεν είναι δυνατό να καταβληθεί μέρισμα από το κεφάλαιο. Ο λόγος είναι, ότι εάν δεν γίνει αυτό τότε δεν προστατεύονται οι πιστωτές. Οι νομικοί περιορισμοί σε αυτήν την περίπτωση υπάρχουν για να περιβάλλουν την επιχείρηση με πλαίσιο νομιμότητας, αφού δεν είναι δυνατόν να διανεμηθούν μερίσματα όταν υπάρχουν ζημίες προηγούμενων χρήσεων και ούτε βέβαια να διανεμηθούν μερίσματα όταν η επιχείρηση βρίσκεται υπό πτώχευση ή υπό εκκαθάριση. Υπό νομικούς όρους, εάν η επιχείρηση προβεί στη διανομή μερισμάτων στην περίπτωση που έχουμε αναλύσει, αυτό πρακτικά αλλά και νομικά σημαίνει ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης θα λαμβάνουν κεφάλαια τα οποία όμως ανήκουν στους πιστωτές της.

Μια άλλη σημαντική νομική παράμετρος που έχει μπροστά της η επιχείρηση, είναι η περίπτωση εκείνη, όπου η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να περιοριστεί με διάφορες συμβατικές υποχρεώσεις που επιβάλλονται στην επιχείρηση. Αυτές τις συμβατικές υποχρεώσεις τις επιβάλλουν οι πιστωτές της ή ακόμα και οι τράπεζες και τους περιορίζουν έτσι στη διανομή μερισμάτων μέχρι ενός ποσού. Σα συνέχεια αυτής της παραμέτρου, μπορούμε να προσθέσουμε πως με αυτές τις συμβατικές υποχρεώσεις μπορεί να περιοριστεί ή ακόμα και να απαγορευτεί η έκδοση ομολογιακού δανείου ή και η πληρωμή χρηματικών μερισμάτων μέχρι να επιτευχθεί ένα ορισμένο πολλαπλάσιο του δείκτη της κάλυψης τόκων (κέρδη / χρηματοοικονομικά έξοδα), δηλαδή <<πόσες φορές καλύφθηκαν οι τόκοι>>.

Μία ακόμα σημαντική παράμετρος, που πλαισιώνει την επιχείρηση και την επηρεάζει για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής και αφορά τους νομικούς περιορισμούς, είναι ότι μια επιχείρηση δε δύναται να πληρώσει μερίσματα, τα οποία θα προκαλέσουν την πτώχευσή της. Επίσης, οι νομικοί περιορισμοί είναι εκείνοι που υπαγορεύουν σε μια επιχείρηση ότι αν δεν έχουν πληρωθεί μερίσματα στους προνομιούχους μετόχους τότε δεν μπορεί να πληρωθούν μερίσματα στους κοινούς μετόχους. Επίσης, οι νομικοί περιορισμοί είναι αυτοί που συμβάλλουν αποφασιστικά στο να δίνονται θετικά κίνητρα συμμετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο λόγος είναι ότι οι νόμοι δεσμεύουν την επιχείρηση με την πληρωμή των υποχρεωτικών μερισμάτων και με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζει τους μετόχους ότι δε θα εξαπατηθούν από ανώτερα στελέχη της εταιρείας.

Τέλος υπάρχει και η παράμετρος των νομικών λιστών. Σε αυτήν την περίπτωση κάποιοι θεσμικοί επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να κρατούν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχές, οι οποίες δίνουν μέρισμα. Οι εταιρείες λοιπόν που δίνουν μέρισμα περιλαμβάνονται στις νομικές λίστες. Αφού όλο και περισσότερη σημασία δίνεται στην κατηγορία των θεσμικών επενδυτών, οι εταιρείες ως ορθολογικοί πρωταγωνιστές του οικονομικού προσκηνίου είναι πιθανότερο να πληρώσουν ένα τουλάχιστον μικρό μέρισμα για να συμπεριληφθούν σε αυτές τις νομικές λίστες.

Ένας άλλος επίσης πολύ σημαντικός παράγοντας, που επηρεάζει τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής, είναι οι προτιμήσεις των μετόχων. Οι νομικοί περιορισμοί έχουν σημασία αφού ορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να διαμορφωθεί η μερισματική πολιτική. Πέρα όμως από αυτούς, υπάρχουν και άλλοι παράγοντες τους οποίους μπορούμε να ονομάσουμε οικονομικούς παράγοντες, όπου

και αυτοί συμβάλλουν αποφασιστικά στη μερισματική πολιτική. Ένας τέτοιος είναι όπως είπαμε οι προτιμήσεις των μετόχων.

Καμία σοβαρή επιχείρηση δεν μπορεί να προβεί στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής, αν πρώτα δε λάβει σοβαρά υπόψη της τις προτιμήσεις των μετόχων της (Αρτίκης Γεώργιος, 2003, p.p. 89-94). Οι προτιμήσεις των μετόχων επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Έτσι βλέπουμε πως αν οι μέτοχοι-επενδυτές διακατέχονται από ισχυρή επιθυμία επενδυτικών ευκαιριών και αυτές τους επηρεάζουν ιδιαίτερα, τότε μπορεί να προτιμήσουν να λάβουν μέρισμα αν έχουν επιλογή, από κάποιες άριστες ευκαιρίες επένδυσης σε άλλες επικερδείς τοποθετήσεις. Σε μία άλλη περίπτωση, όπως είναι αυτή όπου οι μέτοχοι επιβαρύνονται από υψηλή φορολογία, τότε κρίνεται εξαιρετικά πιθανόν να προτιμήσουν να αποκομίσουν κεφαλαιακά κέρδη από το να λάβουν μέρισμα. Ο λόγος που καθιστά αυτήν την κατάσταση εξαιρετικά πιθανή, είναι ότι το αποτελεσματικό επίπεδο φόρου στα μερίσματα είναι υψηλότερο από αυτό στα κεφαλαιακά κέρδη. Όπως είναι λογικό, τα αντίθετα φαινόμενα θα παρουσιάζονται στην περίπτωση όπου ο μέτοχος επιβαρύνεται με χαμηλή φορολογία. Τότε ο μέτοχος είναι πιθανότερο να προτιμήσει μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Ο λόγος είναι παρόμοιος με τον προηγούμενο που διατυπώσαμε, αφού τώρα το αποτελεσματικό επίπεδο φόρου πάνω στα μερίσματα είναι χαμηλότερο από αυτό των κεφαλαιακών κερδών.

Τέλος, μπορούμε σε αυτήν την κατηγορία που έχει να κάνει με τις προτιμήσεις των μετόχων, να συμπεριλάβουμε τις επιχειρήσεις εκείνες, οι οποίες αποτελούνται από μικρό αριθμό μετόχων. Σε αυτήν την περίπτωση είναι εξαιρετικά πιθανό οι λιγοστοί μέτοχοι της επιχείρησης να προτιμήσουν μια χαμηλή πολιτική απόδοσης μερίσματος βασιζόμενοι στο ότι ακολουθώντας μια τέτοια επιλογή και πολιτική θα αποφύγει η επιχείρηση την πιθανότητα να προβεί σε εξωτερική χρηματοδότηση.

Προχωρώντας σε μια άλλη κατηγορία, όπως είναι αυτή που έχουμε εντάξει στους οικονομικούς παράγοντες, συναντάμε την κατηγορία των προσόδων. Η περίπτωση αυτή των προσόδων έχει να κάνει με την κυκλικότητα του κλάδου. Είναι γνωστό πως αν μια επιχείρηση πραγματοποιεί μακροχρόνια κέρδη, τότε αυτό της δίνει το δικαίωμα να πληρώνει μερίσματα στους μετόχους της. Όσο αυτά τα μακροχρόνια κέρδη αυξάνονται και αγγίζουν υψηλότερα επίπεδα εσόδων, τόσο αυτό θα έχει και θετική επίδραση στη μερισματική της πολιτική, αφού έτσι η επιχείρηση θα πληρώνει περισσότερα μερίσματα. Στην αντίθετη περίπτωση, τότε δηλαδή που

αντί για κέρδη η επιχείρηση παρουσιάζει ζημίες, αυτό θα έχει επιφέρει επιπλοκές στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση θα σταματήσει να δίνει μερίσματα. Όλα αυτά που περιγράψαμε έως τώρα, θα συμβούν στη μακροχρόνια παρουσία της επιχείρησης, αφού οι βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των κερδών δε θα έχουν τις ίδιες επιπτώσεις στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Θα πρέπει να προσθέσουμε επίσης, πως αν αυτές οι διακυμάνσεις, τόσο σε μακροχρόνιο επίπεδο, όσο και σε βραχυχρόνιο, οφείλονται σε κυκλικότητα του κλάδου ή σε σημαντική κεφαλαιακή απαξίωση, η επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει τη συνέχιση της πληρωμής μερίσματος.

Στην ίδια κατηγορία με την προηγούμενη, θα μπορούσαμε να εντάξουμε τις επενδυτικές ευκαιρίες. Όταν μια επιχείρηση είναι στην πλεονεκτική θέση να προβεί σε πολύ καλές επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες θα την οδηγήσουν σε πρόοδο και ανάπτυξη, τότε έχει μπροστά της ένα σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει αποφασιστικά τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής. Σε περίπτωση που ισχύουν τα προηγούμενα, η επιχείρηση είναι πιθανότερο να πληρώσει χαμηλότερα μερίσματα. Στην ερώτηση αν μια τέτοια πολιτική είναι πιθανόν να μειώσει από τους επενδυτές την χρηματική τροφοδότηση της επιχείρησης, τότε η απάντηση είναι πως η επιχείρηση προκειμένου να πραγματοποιήσει τα παραπάνω επενδυτικά της σχέδια, θα το κάνει χρησιμοποιώντας τα μη διανεμόμενά της κέρδη, χωρίς να περιμένει την υποστήριξη ενός νέου μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό βέβαια μπορεί να πραγματοποιηθεί από εταιρείες που έχουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, ενώ οι μικρές εταιρείες μπορεί να κρατήσουν όλα τα κέρδη ως πηγή μετοχικού κεφαλαίου και να επιλέξουν να μη δώσουν μερίσματα.

Η στρατηγική που έχει επιλέξει μια επιχείρηση, θα αποτελέσει τον κύριο άξονα πάνω στον οποίο θα βαδίσει, προκειμένου να πραγματοποιήσει τους επιχειρηματικούς στόχους τους οποίους έχει θέσει. Πολλές φορές όμως, αν όχι τις περισσότερες, πάνω στον άξονα αυτό ορθώνονται σημαντικά εμπόδια που την εμποδίζουν να καταστήσει τους στόχους εφικτούς αλλά και τη γενικότερη στρατηγική της ως επιτυχημένη. Ένα τέτοιο εμπόδιο είναι ένα χρέος, που είναι κατά πολύ υψηλότερο από αυτό που είχαν στοχεύσει κατά τη διάρκεια σχεδίασης της στρατηγικής τους. Στη περίπτωση ενός τέτοιου χρέους, η επιχείρηση μπορεί να πληρώσει ένα μικρό μερίσμα ώστε να προσεγγίσει τον στόχο της. Υπάρχει όμως και η περίπτωση να βρεθεί στη θέση εκείνη, όπου θα έχει πραγματικό χρέος χαμηλότερο από το επίπεδο που είχε αρχικά στοχεύσει. Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση

είναι πιθανόν να πληρώσει υψηλότερα μερίσματα ώστε να κινηθούν πιο κοντά στο στόχο τους.

Σημαντικό ρόλο στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής και όχι μόνο, έχει το οικονομικό φαινόμενο <<πληθωρισμός>>. Ο πληθωρισμός δε θα μπορούσε να αφήνε την χάραξη της μερισματικής πολιτικής ανεπηρέαστη. Ο κυριότερος λόγος είναι ότι κάνει πιο έντονη τη διαφορά μεταξύ του κόστους της νέας μετοχής και του κόστους των διανεμόμενων κερδών. Ο πληθωρισμός αυξάνει το γενικό επίπεδο των τιμών σε μια αγορά και αυτό έχει σαν συνέπεια να αποδυναμώνει την ισχύ των επενδυτών αλλά και τον μετόχων, αφού κατορθώνει να προκαλεί καίρια πλήγματα στην αγοραστική τους δύναμη. Αυτό έχει σαν συνέπεια ο πληθωρισμός να κάνει τις επιχειρήσεις να επιθυμούν τη χρηματοδότηση του μετοχικού τμήματος του κεφαλαίου τους με τα απομένοντα κέρδη παρά με νέο μετοχικό κεφάλαιο. Ο λόγος είναι ότι οι επιχειρήσεις γνωρίζουν ότι το νέο μετοχικό κεφάλαιο είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθεί ιδιαίτερα αν ο πληθωρισμός είναι σε αυξητική πορεία.

Ένας άλλος παράγοντας που εντάσσεται και αυτός με τη σειρά του στους οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική είναι αυτό που ονομάζεται σηματοδότηση. Η σηματοδότηση βασίζεται στις θεωρίες, οι οποίες έχουν κάνει γνωστό, πως μια αύξηση στα μερίσματα σημαίνει πρόοδο για την επιχείρηση, ενώ μια μείωση στα μερίσματα σημαίνει πως σηματοδοτείται μια πτώση στην απόδοση της επιχείρησης. Με λίγα λόγια τα μερίσματα περιέχουν οικονομικά κωδικοποιημένα μηνύματα που αφορούν την πορεία της επιχείρησης.

Όπως είναι γνωστό, αν η εταιρεία πιστεύει πως υπάρχουν πιθανότητες για μελλοντική ανάπτυξη, τότε είναι πιθανόν να αυξήσει τα μερίσματά της. Αυτή η αύξηση των μερισμάτων εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως θετικό σημάδι. Σε μια άλλη περίπτωση επιτυχημένες επιχειρήσεις μπορεί να παρακρατούν κέρδη αφού η εσωτερική χρηματοδότηση είναι λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με την έκδοση νέων μετοχών. Κάποιες άλλες πάλι, που θα τις χαρακτηρίζαμε ως λιγότερο επιτυχημένες, επιχειρήσεις ίσως επιλέξουν την πληρωμή μερισμάτων ως μια μέθοδο αποεπένδυσης.

Όλα αυτά βέβαια έχουν να κάνουν με ένα πολύ σημαντικό επιχειρηματικό θέμα που δεν είναι κανένα άλλο παρά η αξιοπιστία της επιχείρησης. Η αξιοπιστία συνδέεται με τη μερισματική πολιτική άμεσα. Το μέρισμα θεωρείται ένα περισσότερο αξιόπιστο μέσο μεταφοράς πληροφοριών, επειδή είναι περισσότερο δαπανηρό για την επιχείρηση. Αυτό που ισχύει γενικότερα για τη σηματοδότηση είναι πως όσο

περισσότερο δαπανηρή είναι για την επιχείρηση η σηματοδότηση, τόσο περισσότερο πιστευτή γίνεται από τους μετόχους-επενδυτές.

Σαν προέκταση της σηματοδότησης θα μπορούσε να θεωρηθεί και η έννοια της σταθερότητας. Η επιχείρηση έχοντας ως σκοπό να πετύχει μια σταθερή ανάπτυξη της μερισματικής της πολιτικής, μπορεί να δημιουργήσει μια αίσθηση χαμηλού κινδύνου, η οποία μπορεί να μην ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Με αυτόν τον τρόπο το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται. Ο λόγος που γίνονται βέβαια όλα αυτά είναι ότι κάποιες φορές, αν όχι τις περισσότερες, οι επενδυτές εκλαμβάνουν τη σταθερή ανάπτυξη στα μερίσματα, ως ένα δείκτη χαμηλού κινδύνου (Τσακλάγκανος, 2006, pp175-186).

Η επιχείρηση μπορεί να πληρώσει μερίσματα μόνο αν έχει ικανοποιητικά ποσά μετρητών να διαθέσει. Αυτός ο παράγοντας είναι η ρευστότητα. Αν μια επιχείρηση δηλαδή έχει αρκετά κέρδη αλλά αυτά βρίσκονται επενδυμένα σε αποθέματα και χρεώσεις ή και άλλα ακόμα περιουσιακά στοιχεία, τότε δεν μπορεί να διανείμει μερίσματα. Αυτό μπορούμε να το καταλάβουμε καλύτερα αν εξετάσουμε ισολογισμούς εταιρειών όπου και θα δούμε σημαντικά ποσά στο λογαριασμό μη διανεμηθέντα κέρδη και να αδυνατούν να διανείμουν μερίσματα λόγω μικρών ποσών σε μετρητά.

Η διοίκηση, η οποία είναι απρόθυμη να αυξήσει το κεφάλαιο με την έκδοση νέων μετοχών επειδή δεν επιθυμεί να μειώσει ή να χάσει τον έλεγχο της επιχείρησης, θα οδηγηθεί στην απόφαση να παρακρατήσει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών. Με αυτόν τον τρόπο η διανομή μερισμάτων θα είναι πολύ μικρή. Αυτός λοιπόν ο περιοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής είναι ο έλεγχος που θέλει να διατηρήσει στην επιχείρηση το διοικητικό συμβούλιο. Σαν άμεση συνέπεια μιας τέτοιας πολιτικής είναι η αύξηση της αυτοχρηματοδότησης και η σύναψη δανείων, με όποια αποτελέσματα μπορεί να έχει μια τέτοια κίνηση.

Σε αυτό το σημείο έχουμε έναν ακόμα σημαντικό παράγοντα επηρεασμού της μερισματικής πολιτικής που είναι ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης. Όταν μια επιχείρηση έχει υψηλό δείκτη δανειακής καλύψεως είναι πολύ πιθανό να παρακρατήσει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών ώστε να μπορέσει αργότερα να πληρώσει τους τόκους και τις δόσεις του δανείου.

Η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης έχουν μεγάλη σημασία για την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και τις χρηματαγορές για την άντληση κεφαλαίων. Είναι πολύ εύκολο να αντιληφθούμε όλα τα προβλήματα που θα έχει να

αντιμετωπίσει μια μικρή επιχείρηση ή ακόμα μια πολύ νέα στο χώρο επιχείρηση. Απέναντι σε αυτές θα στέκονται εξαιρετικά καχύποπτοι οι επενδυτές και οι τράπεζες. Αυτές λοιπόν οι επιχειρήσεις δε θα μπορούν να διανείμουν υψηλά ποσοστά κερδών και μερίσματα στους μετόχους σε σχέση με καταξιωμένες επιχειρήσεις.

Τέλος, αν υπάρχει μεγάλη συσσώρευση μη διανεμηθέντων κερδών είναι πιθανόν να υπάρξει πρόσθετη φορολογία, η οποία θα έχει σαν αποτέλεσμα την διανομή υψηλών μερισμάτων. Έτσι, με αυτόν τον τρόπο, δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθεί η επιχείρηση από δυνατούς μετόχους για την αποφυγή φορολογίας του ατομικού εισοδήματος λόγω αυξημένων συντελεστών (Ξανθάκης και Αλεξιάκης, 2007, pp56-68).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.

Σε μια μελέτη, που ήταν ίσως και η πρώτη αναγνώριση της συναρτησιακής σχέσης μεταξύ των μερισμάτων και της τρέχουσας τιμής των χρεογράφων, ο John Burr Williams όρισε την τρέχουσα αξία ενός χρεογράφου ως την παρούσα αξία όλων των προβλεπόμενων μελλοντικών μερισμάτων του, τα οποία προεξοφλούνται με τον συντελεστή αποδόσεως των εναλλακτικών ευκαιριών που έχει στη διάθεσή του ο επενδυτής. Η μελέτη αυτή όμως τροποποιήσεων είχε αρχικό στόχο τη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης. Στη βιβλιογραφία της μερισματικής πολιτικής επισημάνθηκαν ορισμένα προβλήματα γύρω από την μελέτη του Williams και πιο συγκεκριμένα γύρω από τον πρωταρχικό στόχο της μεγιστοποίησης των κερδών της επιχείρησης. Όλα τα θέματα που αναπτύχθηκαν μπορούν να συνοψιστούν σε τέσσερα βασικά προβλήματα που συνδέονται άμεσα με τον πρωταρχικό στόχο της εν λόγω μελέτης (Williams, 1938, pp 67-78).

Τα τέσσερα αυτά βασικά προβλήματα έχουν να κάνουν αρχικά με τον ασαφή στόχο, αναφορικά με το μέγεθος των εισοδηματικών ροών. Όπως επίσης πρόβλημα θεωρήθηκε το γεγονός ότι σε κάποια δεδομένη χρονική στιγμή τα καθαρά έσοδα της επιχείρησης μπορεί να μην είναι ίσα με τις χρηματικές εκροές προς τους μετόχους της. Ένα άλλο βασικό πρόβλημα έχει να κάνει με το πως ο πρωταρχικός στόχος που έθεσε ο Williams αγνοεί τις διαχρονικές προτιμήσεις, οι οποίες μπορούν να αναφέρονται σε καταναλωτικά ή σε επενδυτικά σχήματα των μετόχων της επιχείρησης. Το τελευταίο βασικό πρόβλημα αναφέρεται στο γεγονός ότι η έννοια αυτή αγνοεί τον κίνδυνο που πηγάζει από τις μελλοντικές προσδοκώμενες εισοδηματικές ροές.

Σε κάθε περίπτωση όμως, η μελέτη αυτή, παρά τις αδυναμίες της, αποτέλεσε εφαλτήριο για μελλοντικές μελέτες που προσπαθούσαν και αυτές με τη σειρά τους να αναλύσουν και να προσδιορίσουν τη συναρτησιακή σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης και της αποτιμήσεως της. Οι μελέτες στις οποίες αναφερθήκαμε δεν προσεγγίζουν το θέμα από την ίδια σκοπιά. Υπάρχουν κάποιες βασικές διαφοροποιήσεις που έχουν να κάνουν με το πως προσδιορίζεται η σημασία των μερισμάτων. Ανάλογα λοιπόν με τη σημασία των μερισμάτων, στα οποία

αποδίδεται πρωτεύουσα ή περιθωριακή σημασία, προκύπτουν , ύστερα από σύνοψη τρεις ευρύτερες κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία είναι αυτή της δευτερεύουσας σημασία που δίνεται στα μερίσματα. Κύριος εκπρόσωπος αυτής της κατηγορίας θεωρείται ο James E. Walter. Η εργασία του έχει ως θεμέλιο, ότι η λογική που ακολούθησε, προσδιόρισε το πρόβλημα με τη μορφή συγκρίσεως του συντελεστή οριακής απόδοσης ενός προτεινόμενου επενδυτικού έργου και του τρέχοντος επιτοκίου κεφαλοποίησης. Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την έρευνα, όταν ο συντελεστής οριακής απόδοσης ενός επενδυτικού έργου είναι μεγαλύτερος από το τρέχον επιτόκιο, τότε η επιχείρηση πρέπει να προβεί στις επόμενες κινήσεις: πρώτα από όλα πρέπει όχι απλά να παρακρατήσει όλα της τα κέρδη αλλά να τα επανεπενδύσει, όχι μόνο ένα μέρος τους αλλά το σύνολό τους. Στην αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση θα συμπεριφερθεί με τον αντίστροφο τρόπο. Σε αυτή την περίπτωση δηλαδή η επιχείρηση πρέπει να κατανείμει το σύνολο των κερδών της με τη μορφή μερισμάτων. Στην περίπτωση που ο οριακός συντελεστής απόδοσης ενός προτεινόμενου επενδυτικού έργου ισούται με το τρέχον επιτόκιο κεφαλοποίησης τότε προκαλείται αδιαφορία μεταξύ της παρακράτησης ή της διανομής μερίσματος (Walter, 1963, pp 125-132).

Τα ίδια αποτελέσματα που παρατηρούμε στην έρευνα του Walter, τα παρατηρούμε και στην μελέτη που πραγματοποίησαν οι Eugene M. Lerner και William Carleton. Αυτό δηλαδή που σημειώθηκε στη δική τους μελέτη, είναι ότι ενσωμάτωσαν τις αποφάσεις του προγραμματισμού επενδύσεων και χρηματοδότησης της επιχείρησης μέσα στο πλαίσιο της αποτίμησης, καταλήγοντας και αυτοί με τη σειρά τους στην απόδοση δευτερεύοντος ρόλου στη μερισματική απόφαση (Lerner και Carleton, 1964, pp 265-278).

Συνεχίζοντας τώρα, στη δεύτερη κατηγορία έχουμε τις υποθέσεις της ασυνάφειας των μερισμάτων. Οι υποθέσεις αυτές διατυπώθηκαν αρχικά από τους Merton Miller και Franco Modigliani (Modigliani-Miller 1961, pp 411-433). Η θεωρία των μελετητών αυτών βασίζεται στην άποψη ότι οι επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης είναι τελείως ανεξάρτητες από τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί. Η επιχείρηση δηλαδή, δε προβαίνει στην αποτίμηση των κερδών της με σκοπό να καθορίσει τη μερισματική της πολιτική, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι δε θα κριθούν με βάση τα κέρδη της, ούτε τα παρόντα, ούτε βέβαια και τα μέλλοντα μερίσματα που πρόκειται να διανείμει. Η ασυνάφεια αυτή των μερισμάτων έχει να

κάνει με κάποιες βασικές υποθέσεις που πραγματοποίησαν οι Merton Miller και Franco Modigliani (Miller και Modigliani, 1961, pp125-132).

Η πρώτη βασική υπόθεση είναι ότι στην κεφαλαιαγορά υπάρχουν πολλοί επενδυτές που διαθέτουν ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στις απαραίτητες πληροφορίες. Πέρα από αυτό, η συγκεκριμένη υπόθεση συνεχίζεται με διάφορες προσθήκες, όπως ότι οι επενδυτές δεν αντιμετωπίζουν έξοδα συναλλαγής και φορολογούνται με τον ίδιο συντελεστή στα μερίσματά τους, όπως επίσης η ίδια φορολογία ασκείται και στην υπεραξία από τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων. Η υπόθεση αυτή έχει να κάνει δηλαδή με τον χαρακτηρισμό της κεφαλαιαγοράς ως τέλεια. Σύμφωνα πάντα με τους μελετητές, ακόμη και αν αρθεί αυτή η πρώτη υπόθεση, τα συμπεράσματα της μελέτης εξακολουθούν να ισχύουν.

Η δεύτερη βασική υπόθεση είναι ότι οι επενδυτές θεωρούνται αδιάφοροι μεταξύ των κερδών, είτε αυτά προέρχονται από τα μερίσματα, είτε από την υπεραξία των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων. Η υπόθεση αυτή θεωρείται σαν άμεσο αποτέλεσμα και αντίκρισμα της προηγούμενης υπόθεσης. Αυτή δηλαδή, της τελειότητας της κεφαλαιαγοράς και της ομοιομορφίας της φορολογίας των εσόδων που προέρχονται από διάφορες πηγές.

Η τρίτη υπόθεση είναι σχετική με τα μελλοντικά επενδυτικά προγράμματα και τα κέρδη κάθε επιχείρησης. Απέναντι σε αυτά τα στοιχεία ορθώνεται η υπόθεση ότι υπάρχει απόλυτη βεβαιότητα. Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε πως οι Merton Miller και Franco Modigliani απέδειξαν πως ακόμη και στην περίπτωση εισαγωγής ενός ορισμένου βαθμού αβεβαιότητας, η τρέχουσα αξία των χρεογράφων της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από τις μελλοντικές καταβολές των μερισμάτων.

Τέλος στην τρίτη κατηγορία πρωταγωνιστής είναι ο Myron J. Gordon και η ερευνά του. Η κατηγορία αυτή βασίζεται στην υπόθεση της πρωτεύουσας σημασίας των μερισμάτων. Η έρευνα αυτή υποστηρίζει ότι υπάρχει άμεση σχέση ανάμεσα στην μερισματική πολιτική της επιχείρησης και την αποτίμησή της από την αγορά και εξήγαγε συμπεράσματα τα οποία βασίζονται σε δύο υποθέσεις που προέρχονται από την επενδυτική συμπεριφορά. Η επενδυτική συμπεριφορά μπορεί να καθοριστεί από το ότι οι επενδυτές δείχνουν συνήθως αποστροφή προς τον κίνδυνο και αποδίδουν στα μελλοντικά μερίσματα μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου απ'ότι στα παρόντα.

Στο τέλος της ανάλυσής μας δε θα πρέπει να λησμονήσουμε πως οι επιπτώσεις των μερισμάτων στην τρέχουσα αποτίμηση της επιχείρησης έχουν προκαλέσει διαμάχες το ίδιο σοβαρές με τις αντίστοιχες επιπτώσεις της κεφαλαιακής

διάρθρωσης. Συγκεκριμένα οι Merton Miller και Franco Modigliani υποστήριξαν πως ο Myron J. Gordon έχει κάνει σύγχυση ανάμεσα στη μερισματική και στην επενδυτική πολιτική της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά ο Myron J. Gordon υποστήριξε με ιδιαίτερο σθένος τη θεωρία του, απέναντι στην κριτική που δέχτηκε από τους Merton Miller και Franco Modigliani (Gordon, 1962, 75-82).

Οι τελευταίοι πάντως προέβησαν σε παραδοχή της ύπαρξης καταστάσεων, στις οποίες μεταβολές στο ποσοστό καταβολής του μερίσματος είναι σε θέση να επηρεάσουν τις τιμές των χρεογράφων με διάφορους τρόπους. Όμως, αν υποθέσουμε ότι βρισκόμαστε σε ένα περιβάλλον επιχειρήσεων, που έχουν μια καθιερωμένη και γενικά αποδεκτή πολιτική σταθερών προσαρμογών στα επιδιωκόμενα ποσοστά καταβολής, είναι πιθανόν ότι οποιαδήποτε μεταβολή του ποσοστού καταβολής θα ερμηνευτεί ως έμμεση εξαγγελία της διοίκησης, ότι οι προσδοκίες τους για το επίπεδο των μελλοντικών κερδών έχουν αναθεωρηθεί και επαναπροσδιοριστεί. Σε τέτοιες λοιπόν παρόμοιες περιπτώσεις οι μεταβολές των μερισμάτων μπορεί να έχουν ενημερωτικό περιεχόμενο.

Ένας άλλος τρόπος όπου μεταβολές του ποσοστού καταβολής του μερίσματος είναι σε θέση να επηρεάσουν τις τιμές των χρεογράφων, είναι ότι μερικές επιχειρήσεις μπορούν να προσελκύσουν επενδυτές, των οποίων η κατανομή και η σταθερότητα των διαχρονικών προτιμήσεων συμπίπτουν με την μερισματική πολιτική τους. Εδώ παρατηρείται αυτό που σε χρηματοοικονομικούς όρους ονομάζεται φαινόμενο πελατείας ή διαφορετικά βάση πελατείας.

Τέλος, ένας τρίτος τρόπος είναι, ότι μερικές επιχειρήσεις πολλές φορές ενδέχεται να προσπαθήσουν να εκμεταλλευτούν το ενημερωτικό περιεχόμενο των μερισμάτων με τέτοιο τρόπο, ώστε να επηρεάσουν, βραχυπρόθεσμα βέβαια, τις τρέχουσες τιμές των μετοχών. Αυτή η διαδικασία μπορεί να υλοποιηθεί από την πλευρά των επιχειρήσεων μόνο σε βραχυχρόνιο επίπεδο, αφού σε μακροχρόνιο κρίνεται αδύνατο, για τον πολύ απλό λόγο ότι μακροπρόθεσμα δεν μπορεί να καθιερωθεί ως επιχειρησιακή πρακτική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. Η ΕΠΙΛΟΓΗ ΜΕΤΑΞΥ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΣΕΩΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Τα αδιανέμητα κέρδη αποτελούν εσωτερική πηγή ιδίων κεφαλαίων για την επιχείρηση. Ως ιδιοκτήτες, οι κοινοί μέτοχοι έχουν δικαιώματα στο σύνολο των κερδών της επιχείρησης, τα οποία καταβάλλονται με μορφή μερισμάτων. Όταν η επιχείρηση παρακρατεί μέρος αυτών των κερδών, χρησιμοποιεί στην ουσία κεφάλαια που ανήκουν στους ιδιοκτήτες της. Αυτή η διαπίστωση οδηγεί αμέσως στην κατευθυντήρια γραμμή, ότι η επιχείρηση οφείλει να παρακρατεί κέρδη ή να μην καταβάλλει μερίσματα, μόνο σε περίπτωση που μπορεί να τα επενδύσει σε έργα υποσχόμενα, τουλάχιστον τον απαιτούμενο από τους μετόχους συντελεστή απόδοσης. Για να αντιληφθούμε καλύτερα όλα τα παραπάνω κρίνεται σκόπιμο να χρησιμοποιήσουμε ένα απλό αριθμητικό παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι σε μια επιχείρηση ισχύουν οι ακόλουθες οικονομικές καταστάσεις:

- Καθαρά κέρδη μετά από φόρους 40.000€
- Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής 10 €
- Σύνολο μετοχών 100.000
- Κόστος ιδίων κεφαλαίων 0,15
- Κέρδη ανά μετοχή 1,5 €

Η επιχείρηση αυτή έχει τη δυνατότητα να επενδύσει τα μισά κέρδη της, δηλαδή 20.000 σε κάποιο έργο, το οποίο υπόσχεται απόδοση 15%. Σε αυτό το αριθμητικό παράδειγμα θα πρέπει να θεωρήσουμε πως αγνοούνται όλες οι πρόσθετες επιβαρύνσεις από την καταβολή μερισμάτων, όπως οι φόροι τα ταχυδρομικά τέλη και άλλα, όπως επίσης πραγματοποιείται η υπόθεση πως η απόδοση του έργου αυτού είναι ανεξάρτητη από την απόφαση για την παρακράτηση των κερδών.

Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω οικονομικές καταστάσεις αλλά και τις υποθέσεις που πραγματοποιήσαμε, αυτό που προκύπτει είναι ότι, αν η επιχείρηση δεν πραγματοποιήσει την επένδυση θα καταβάλλει μερίσμα προς τους μετόχους της ίσο με 1,5 €, και η τιμή της μετοχής της θα διατηρηθεί στα ίδια επίπεδα. Έτσι λοιπόν ο ολικός πλούτος των μετόχων θα είναι 11,5 για κάθε μετοχή. Αντίθετα αν

παρακρατήσει τα κέρδη της (20.000 €) και προβεί στην επένδυση ενός πολλά υποσχόμενου έργου τότε οι μέτοχοί της θα εισπράξουν 0,75 ανά μετοχή.

Όμως τα κέρδη της επιχείρησης θα αυξηθούν αν προβεί σε αυτή τη σωστή επενδυτική κίνηση σε συνδυασμό με το ότι όλα τα υπόλοιπα μεγέθη παραμένουν σταθερά, τότε θα έπρεπε να αυξηθεί και η τιμή της μετοχής. Για να καθορίσουμε τώρα τον υπολογισμό αυτής της αύξησης θα πρέπει στα τρέχοντα κέρδη της επιχείρησης (40.000 €) να προστεθούν τα κέρδη από τη νέα επένδυση ($0,15 \cdot (20.000 + 3.000)$), ώστε να υπολογιστούν τα συνολικά κέρδη που είναι 43000. Αν υποθέσουμε τώρα ότι το επιτόκιο κεφαλοποίησης των ιδίων κεφαλαίων παραμένει σταθερό, τότε η τιμή της κάθε μετοχής θα πρέπει να ανέβει στις 10,75. Έτσι λοιπόν έχουμε τον καθορισμό του πλούτου των μετόχων που είναι 11,5, δηλαδή ίδιος με τον ακριβή πλούτο που είχαμε και πριν την επένδυση. Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε βάση της λογικής που ακολουθήθηκε είναι ότι, στις περιπτώσεις όπου η επένδυση αποδίδει ακριβώς τα ποσά που απαιτούν οι μέτοχοι, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι φόροι, η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία.

Αν υπολογιστούν οι ατομικοί φόροι, τότε το αποτέλεσμα αλλάζει εξαιτίας της διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης του εισοδήματος από την υπεραξία των κεφαλαιακών στοιχείων κατά την ρευστοποίησή τους. Τα εισοδήματα δηλαδή ενός μετόχου μειώνονται, αφού τώρα ένα μέρος του μερίσματος θα δαπανάται για την αποπληρωμή του φόρου που του αναλογεί, βάση ενός φορολογικού συντελεστή. Αντίθετα, όταν η επιχείρηση παρακρατεί κέρδη, ένα μέρος του εισοδήματος του επενδυτή, για το έτος της παρακράτησης, προσλαμβάνει τη μορφή πιθανής αύξησης της αξίας των περιουσιακών του στοιχείων, οι οποίες όταν πραγματοποιηθούν, φορολογούνται με το μισό συντελεστή απ'ότι το κανονικό εισόδημα (Φιλίππατος και Αθανασόπουλος, 1986, pp 180-186).

Το προηγούμενο αριθμητικό παράδειγμα που χρησιμοποιήσαμε, είχε να κάνει με την περίπτωση εκείνη κατά την οποία η απόδοση της επένδυσης είναι ίση με το επιτόκιο της κεφαλοποίησης. Αν βασιστούμε στις ίδιες διαδικασίες που ακολουθήσαμε στο προηγούμενο παράδειγμα θα δούμε πως τα αποτελέσματα διαφοροποιούνται στις περιπτώσεις όπου η απόδοση στην επένδυση δεν είναι ίση με το επιτόκιο κεφαλοποίησης. Στις εναλλακτικές αυτές περιπτώσεις είναι λογικό και αυτονόητο, ότι ο πλούτος των μετόχων αυξάνεται ή μειώνεται ανάλογα με το αν η απόδοση της επένδυσης είναι μεγαλύτερη του επιτοκίου κεφαλοποίησης. Στο συμπέρασμα στο οποίο οδηγούμαστε είναι ότι, όταν η επιχείρηση δε χρηματοδοτείται

με ξένα κεφάλαια, η μερισματική πολιτική είναι εξαρτημένη από την επενδυτική απόφαση της επιχείρησης. Τα συμφέροντα των μετόχων εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο, όταν η επιχείρηση επενδύει τα κέρδη της σε έργα που έχουν υψηλότερους συντελεστές απόδοσης από τους απαιτούμενους.

Σε θεωρητικό επίπεδο βέβαια αν υπάρχουν παρόμοιες επενδυτικές ευκαιρίες, η επιχείρηση οφείλει να παρακρατεί και να μην διανέμει όλα τα κέρδη της αν θέλει βέβαια να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων της (Φιλίππατος και Αθανασόπουλος, 1986, pp 189-195).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η επιλογή της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία της επιχείρησης. Η νομοθεσία προσδιορίζει ένα ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών, το οποίο σχεδόν πάντα υποχρεούται να τηρήσει η επιχείρηση. Στις παραγράφους αυτής της θεματικής ενότητας που θα ακολουθήσουν παρακάτω θα εξετάσουμε διεξοδικά τη φορολογία που έχει καθιερωθεί για τις ανώνυμες εταιρείες, την φορολογία των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών όπως επίσης τη διάθεση των κερδών και τον υπολογισμό του πρώτου μερίσματος.

8.1. Το σύστημα φορολογίας που καθιέρωσε ο Ν.2065/1995 για τις Ανώνυμες Εταιρείες και τις Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης

Με το διάταγμα 3843/1958 επιβλήθηκε φορολογία στα εισοδήματα των νομικών προσώπων. Μέχρι τότε ίσχυε το σύστημα των καθαρών προσόδων του Ν.1640/1919. έτσι, από το οικονομικό έτος 1959 τα εισοδήματα των ανωνύμων εταιρειών, των συνεταιρισμών και των αλλοδαπών επιχειρήσεων υπήχθησαν στη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων. Αντιθέτως, τα κέρδη των ΕΠΕ και των προσωπικών εταιρειών φορολογούντο μέχρι το 1992 στο όνομα των δικαιούχων εταίρων (Αληφαντής, 1998, pp125-154).

Με το φορολογικό σύστημα που καθιέρωσε το διάταγμα 3843/1958 τα μη διανεμόμενα κέρδη, φορολογούνταν στο όνομα της εταιρείας, ενώ τα διανεμόμενα κέρδη όπως είναι τα μερίσματα, φορολογούνταν στο όνομα των δικαιούχων μετόχων, συμβούλων κ.τ.λ. όταν στη συνέχεια η ανώνυμη εταιρεία διένειμε ή κεφαλαιοποιούσε τα αποθεματοποιηθέντα κέρδη, τότε αυτά θεωρούνταν εισόδημα κινητών αξιών για τους δικαιούχους μετόχους. Από τα διανεμόμενα αποθεματικά παρακρατείτε φόρος μερισμάτων. Ο φόρος εισοδήματος που αρχικά είχε καταβληθεί από την ανώνυμη εταιρεία κατά το χρόνο που προέκυψαν τα άνω κέρδη, συμψηφιζόταν με το φόρο μερισμάτων. Στο δημόσιο αποδίδονταν η διαφορά ενώ υπήρχε περίπτωση η διαφορά να δημιουργούσε απαίτηση επιστροφής εισοδήματος για την ανώνυμη εταιρεία.

Όλα αυτά που περιγράφουμε ίσχυαν επί τριάντα πέντε χρόνια. Το έτος όμως 1992 έγινε με το Ν.2065/1992 μια βαθύτατη φορολογική αλλαγή στη χώρα μας. Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες της, ήταν η ενιαία φορολογία όλων των νομικών

προσώπων (δηλαδή Α.Ε., ΕΠΕ < προσωπικών εταιρειών κ.τ.λ.) με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών, για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/6/1994 και μετά οι Α.Ε. με μετοχές ανώνυμες και μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, καθώς και οι αλλοδαπές εταιρείες και οι οργανισμοί που αποβλέπουν στην απόκτηση οικονομικών συμφερόντων και ωφελημάτων. Το προηγούμενο ποσοστό αυξήθηκε σε 40% για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/12/1997 και μετά, οι Α.Ε. με μετοχές ονομαστικές και μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με την καταβολή του άνω φόρου εισοδήματος επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, τα άνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν κέρδη με τη μορφή μερισμάτων δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου (Αληφαντής, 1998, pp125-154).

8.2. Φορολογία μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.

Σύμφωνα με το Ν.2065/1992, μετά την καταβολή του αναλογούντος φόρου από την επιχείρηση, επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσής της για τα διανεμόμενα κέρδη. Έτσι, η διανομή κερδών (υπό μορφή μερίσματος, προ μερίσματος, αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή στο προσωπικό, κ.λ.π.) δεν υπόκειται σε περαιτέρω φορολόγηση και κατά συνέπεια, οι επενδυτές δε φορολογούνται για τα εισοδήματα που προκύπτουν από μερίσματα μετόχων.

Για τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, πλην των ανώνυμων εταιρειών, τυχόν κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται από την πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο, δεν υπόκεινται σε φορολόγηση. Αν όμως τα κεφαλαιακά κέρδη πραγματοποιούνται από ανώνυμη εταιρεία, φορολογούνται ως εισόδημα και στην περίπτωση αυτή απαλλάσσονται από τη φορολογία εισοδήματος μόνο αν εμφανιστούν σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού για συμψηφισμό τυχόν ζημιών που θα προκύψουν από μελλοντικές αγοραπωλησίες μετοχών. Από τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι στην Ελλάδα η φορολόγηση των μερισμάτων δεν διαφέρει ουσιαστικά από αυτή των κεφαλαιακών κερδών.

8.3. Διάθεση κερδών – Υπολογισμός πρώτου μερίσματος.

Σύμφωνα με τον Εμπορικό Νόμο, ο «Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων» που αναφέρει το Εθνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο μπορεί να αναλυθεί ως εξής:

Καθαρό αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία) χρήσεως

Μείον: Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων

Πλέον ή μείον: Θετικές ή αρνητικές διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων

Μείον: Φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι

Σύνολο «Α»

Πλέον: Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων

Πλέον: Αποθεματικά προς διάθεση

Κέρδη προς διάθεση

Βάσει λοιπόν των διατάξεων της εμπορικής νομοθεσίας, ο υπολογισμός των κρατήσεων για τακτικό αποθεματικό και πρώτο μέρισμα γίνεται ως εξής:

A) Αφαιρείται η κράτηση για τακτικό αποθεματικό. Η κράτηση αυτή υπολογίζεται σε ποσοστό επί των καθαρών κερδών. Το ποσοστό αυτό πρέπει να είναι σύμφωνα με το άρθρο 44 του ν.2190/1920, τουλάχιστον 5% επί του Συνόλου του «Α». Η κράτηση αυτή παύει να είναι υποχρεωτική, μόλις το ύψος του τακτικού αποθεματικού φθάσει το 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου.

B) Κρατείται τα απαιτούμενο ποσό για την καταβολή του πρώτου μερίσματος. Το ποσοστό του μερίσματος, που είναι υποχρεωμένη η ανώνυμη επιχείρηση να διανείμει στους μετόχους της είναι σύμφωνα με το άρθρο 45 του Ν.2190/1920:

Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο χ 6%

Όμως, από το άρθρο 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιημένο με το άρθρο 1 του Ν.876/1979 ισχύει, ότι οι Α.Ε. υποχρεούνται να διανείμουν το άνω μέρισμα εφόσον τούτο είναι μεγαλύτερο από το μέρισμα που προκύπτει από το μαθηματικό τύπο:

(Σύνολο «Α» - Τακτικό Αποθεματικό) * 35%.

Σε περίπτωση που το μέρισμα που αντιστοιχεί στο 6% του μετοχικού κεφαλαίου είναι μικρότερο από αυτό που αντιστοιχεί στο 35% των κερδών, η εταιρεία μπορεί να διανείμει το μικρότερο ποσό μόνο με απόφαση του 95% τουλάχιστον της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Μέρισμα μπορεί να μην διανεμηθεί μόνο με απόφαση του 100% της γενικής συνέλευσης της εταιρείας.

Το μέγιστο ποσό που μπορεί να μην διανεμηθεί στους μετόχους, όπως προβλέπεται στην παράγραφο 2 του άρθρου 44α του Ν.2190/1920, δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης, που έχει λήξει προσαυξημένο με τα κέρδη των προηγούμενων χρήσεων και αποθεματικά που επιτρέπεται η διανομή τους από τη Γενική Συνέλευση και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό υποχρεωτικών αποθεματικών, σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό.

Η διανομή των κερδών δεν επιτρέπεται όταν:

- Το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων εγκατάστασης δεν καλύπτεται από προαιρετικά αποθεματικά και από το υπόλοιπο κερδών εις νέον ή
- Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών που απαγορεύεται η διανομή τους.

Το υπόλοιπο των καθαρών κερδών διατίθεται κατά τους ορισμούς του καταστατικού, σύμφωνα με το άρθρο 45 του Ν.2190/1920 (παράγραφο 2 εδάφιο γ') (Αληφαντής, 1998, pp125-154).

8.4. Μερίσματα και Φορολογία σε διεθνές επίπεδο.

Όλα όσο περιγράψαμε στην προηγούμενη παράγραφο δε σημαίνει πως ισχύουν και σε διεθνή επίπεδο. Για να εξετάσουμε καλύτερα αυτό το θέμα κρίνεται απαραίτητο να προβαίνουμε σε μια ομαδοποίηση των ισχυρών κρατών. Έτσι, έχουμε χώρες στις οποίες δεν επιβάλλεται φορολογική νομοθεσία, ούτε στα μερίσματα αλλά ούτε και κεφαλαιακά κέρδη όπως είναι το Χονγκ Κονγκ και από την άλλη πλευρά έχουμε χώρες όπου επιβάλλεται ο φορολογικός κώδικας, με διαφορετικό τρόπο βέβαια σε καθεμία, όπως είναι η Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο, ο Καναδάς κ.α.

Ο σκοπός ανάλυσης αυτού του θέματος, όπως και πολλών άλλων θεμάτων γύρω από τη θεωρία των μερισμάτων είναι ότι προσπαθούμε να ενώσουμε τα κομμάτια ενός πολύ μεγάλου παζλ, το οποίο και παραμένει άλυτο. Στις τέλειες αγορές κεφαλαίου, οι τιμές των μετοχών την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος μειώνονται κατά το ποσό του μερίσματος που αποδίδεται. Παρόλα αυτά, διαφορετικές χρονικές περίοδοι, διαφορετικές χώρες και διαφορετικά εμπορικά και

φορολογικά συστήματα, δεν υποστηρίζουν την προαναφερθείσα οικονομική διαπίστωση.

Απεναντίας, εμπειρικές έρευνες αποδεικνύουν ότι οι τιμές των μετοχών μειώνονται κατά ποσό που είναι μικρότερο από το πληρωτέο μέρισμα. Μια σειρά από αιτίες έχουν διατυπωθεί για να εξηγήσουν αυτήν την παράξενη συμπεριφορά της τιμής την ημερομηνία αποκοπής. Δυστυχώς, στα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιβάλλοντα η ύπαρξη παραγόντων όπως η επίδραση της φορολογίας και τα κόστη συναλλαγών δυσχεραίνουν την έρευνα για την τιμή της μετοχής, μιας και η επιρροή τους δεν μπορεί ολότελα να απομονωθεί.

Είναι γεγονός πάντως, πως στο παρελθόν έχουν γίνει αξιόλογες μελέτες από εμπειρικούς αναλυτές σχετικά με το ποια είναι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα που αποκόπτεται το δικαίωμα της συμμετοχής. Για αυτό το λόγο, θα εξετάσουμε, βασιζόμενοι σε τέτοιες έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί κατά καιρούς, το θέμα που αφορά διάφορες χώρες, όπως και σημειώσαμε στην εισαγωγή αυτής της παραγράφου.

Για να γίνει ευκολότερη η κατανόηση του θέματος, θα προβούμε στην παράθεση συνοπτικών χαρακτηριστικών των αγορών στις χώρες που προαναφέρθηκαν. Ξεκινώντας από την οικονομική υπερδύναμη των Η.Π.Α., εκεί υπάρχει θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα σε μεταβολές των μερισμάτων και των επακόλουθων κερδών των επιχειρήσεων. Επίσης, οι αναλυτές αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους προς την ίδια κατεύθυνση με την απρόσμενη μεταβολή των μερισμάτων και η αναθεώρηση είναι τόσο πιο έντονη, όσο πιο μεγάλη είναι η μεταβολή στα μερίσματα. Απρόσμενες μεταβολές στα μερίσματα ακολουθούνται από αυξομειώσεις στην τιμή της μετοχής προς την ίδια κατεύθυνση. Το φαινόμενο γίνεται πιο έντονο όταν πρόκειται για αναδιανομή ή διακοπή. Αυτό που μπορούμε να πούμε ως συμπέρασμα για τις Η.Π.Α. είναι ότι το παζλ γίνεται ακόμη δυσκολότερο.

Συνεχίζοντας στην Ευρώπη και πιο συγκεκριμένα στη Γερμανία παρατηρούμε πως η φορολογική επιβάρυνση των μερισμάτων είναι ίση και για μερικούς επενδυτές μικρότερη, από αυτή των κεφαλαιακών κερδών. Οι λογιστικοί κανόνες επιτρέπουν στους διευθυντές περισσότερη μυστικοπάθεια στην πληροφόρηση της αγοράς, αναφορικά με το μέλλον της επιχείρησης. Οι τιμές των μετοχών τέλος, στη Γερμανία αντιδρούν το ίδιο θετικά στην αναγγελία αύξησης του μερίσματος, όπως ακριβώς συμβαίνει και στις Η.Π.Α. Μένοντας στη ίδια ήπειρο αυτή τη φορά στη Ιταλία,

παρατηρούμε πως εδώ κυριαρχεί η παραδοσιακή επιχείρηση με την οικογένεια των μεγαλομετόχων να διοικεί μια πυραμίδα εταιρειών. Οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τα μερίσματά τους προς τα κάτω ταχύτερα. Στην Ιταλία οι εισηγμένες εταιρείες διανέμουν μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους σε σχέση με τις μη εισηγμένες.

Προχωρώντας τώρα σε μια μεγάλη οικονομικά ανεπτυγμένη χώρα, την Ιαπωνία παρατηρούμε πως η πλειοψηφία των μετοχών εισηγμένων επιχειρήσεων, ανήκουν σε άλλες επιχειρήσεις, σε τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα. Επίσης, πολλές μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις δημιουργούν κάθετες συγγένειες. Οι περισσότερες ιαπωνικές επιχειρήσεις δεν είναι υποχρεωμένες να ανακοινώσουν το μέγεθος του μερίσματος πριν από την ημερομηνία αποκοπής. Επιχειρήσεις με μεγάλο ποσοστό μετόχων που συμμετέχουν στη διοίκηση και για τις οποίες η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι μεγαλύτερη, κάνουν λιγότερο συχνές ανακοινώσεις. Επιπλέον ένα άλλο βασικό χαρακτηριστικό της αγοράς μερισμάτων της Ιαπωνίας είναι ότι η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος είναι θετική. Τέλος, η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις μη μεταβολής του μερίσματος είναι αρνητική.

Στην Ιαπωνία βρέθηκε πως οι τιμές των μετοχών αυξάνονται κατά τις ημέρες αποκοπής και πως η φορολογία αποτελεί ένα δευτερεύοντα παράγοντα χωρίς ουσιαστική σημασία. Ενώ υπάρχει ένας αρκετά μεγάλος όγκος θεωρητικών αλλά και εμπειρικών ερευνών, αναφορικά με την μερισματική πολιτική στις Η.Π.Α. αλλά και στις άλλες αγορές, αυτή η πολύ σημαντική χρηματοοικονομική απόφαση καθώς και η αντίδραση των αγορών όπως αντικατροπτίζεται από τις τιμές των μετοχών, δεν είναι αρκετά κατανοητή.

Τα θεωρητικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής, ισχυρίζονται πως ο φορολογικός κώδικας αναφορικά με τα μερίσματα δίνει το κίνητρο για διαπραγματεύση μετοχών, καθώς επίσης προσδιορίζει τις τιμές εκείνης της ημέρας. Αυτά τα μοντέλα διαφέρουν όμως αρκετές φορές στις υποθέσεις τους σχετικά με τον μέσο επενδυτή και τις τιμές που δίνει στην αγορά. Ο μέσος επενδυτής μπορεί να είναι μακροπρόθεσμος επενδυτής με προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων ή βραχυπρόθεσμος επενδυτής με την ίδια φορολογική μεταχείριση μερισμάτων αλλά και κεφαλαιακών κερδών ενώ τέλος, ο μέσος επενδυτής μπορεί να προτιμά τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και να είναι ιδιαίτερα ενεργητικός σχετικά με τη συλλογή μερισμάτων.

Στην ουσία όλα αυτά τα μοντέλα μπορεί να διαφέρουν στις προβλέψεις τους σχετικά με τις τιμές των μετοχών αλλά και στον όγκο συναλλαγών κατά τις ημέρες αποκοπής. Η εξέταση των τιμών των μετοχών καθώς και ο όγκος συναλλαγών γύρω από τις ex-divided ημέρες στην Ιαπωνία μπορεί να ρίξει περισσότερο φως σε αυτά τα θέματα διότι το επιχειρησιακό καθεστώς της διαφέρει σημαντικά από αυτό των Η.Π.Α.. Πρώτα απ'όλα, ο φορολογικός κώδικας είναι διαφορετικός και επιπρόσθετα οι Ιάπωνες επενδυτές δεν έχουν διαφορετική φορολογική μεταχείριση για βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Σε αντίθεση με τις Η.Π.Α. οι βασικές διαπραγματεύσεις γύρω από την ημερομηνία αποκοπής δεν επηρεάζονται από τον συσχετισμό της μερισματικής πολιτικής και των φορολογικών αποτελεσμάτων. Μάλιστα θα πρέπει να αναφερθεί πως στην πραγματικότητα οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν στις ημέρες αποκοπής του μερίσματος, ενώ τα μη κανονικά κέρδη, διαπιστώθηκε πως ξεπέρασαν τα έξοδα συναλλαγών για μεσαίου μεγέθους συναλλαγές, υποδηλώνοντας μια επενδυτική συναλλαγή την οποία μπορεί να εκμεταλλευτεί και ένας μικρός επενδυτής.

Σε εμπειρική έρευνα υπολογίστηκε ο δείκτης μείωσης τιμής προς μερίσμα την ημέρα αποκοπής αγνοώντας το κόστος συναλλαγών. Όπως επίσης, προκειμένου να δοθεί μια άλλη προσέγγιση, βασίστηκαν στην διαφορά μεταξύ των αποδόσεων στις ex-divided ημέρες και των αποδόσεων των υπολοίπων ημερών. Μάλιστα οι Kato και Loewenstein (1995, pp 256-264) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς για τον υπολογισμό της επιπλέον απόδοσης στις ex-divided ημέρες παίρνοντας την παλινδρόμηση αυτών των αποδόσεων σε σχέση με διάφορες άλλες μεταβλητές. Στην μελέτη τους, εκτίμησαν φαινόμενα όπως η επίδραση της φορολογίας στη μερισματική πολιτική, την επίδραση του τέλους της οικονομικής περιόδου καθώς και τον όγκο συναλλαγών την ημέρα πριν από την πληρωμή του μερίσματος. Με τον παράλληλο έλεγχο των διαφόρων μεταβλητών μπόρεσαν να φωτίσουν εκείνες τις μεταβλητές που επηρεάζουν τις παραμέτρους τιμολόγησης των μετοχών μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα αποτελέσματα που πήραν ήταν σύμφωνα με τη αρχική ανάλυση για καθένα από τα θέματα που μελέτησαν. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τα μη κανονικά κέρδη που αφορούν σε θέματα φορολογίας.

Τελικά, οι Kato και Loewenstein βρήκαν πως ο παράγοντας φορολογία που σχετίζεται με τα μερίσματα είναι ικανός να εξηγήσει τη συμπεριφορά των τιμών την ημερομηνία αποκοπής αλλά φαίνεται πως είναι δευτερεύουσας σημασίας. Μπόρεσαν

να εξάγουν διάφορα συμπεράσματα μέσα από τη μελέτη τους για συγκεκριμένες μακροοικονομικές επιδράσεις αλλά και εναλλακτικές επιδράσεις όπως end of the year effect. Αξίζει να αναφερθεί πως οι τελευταίες ημέρες του οικονομικού έτους χαρακτηρίζονται από σημαντική αρνητική επιπλέον απόδοση. Ο όγκος συναλλαγών ήταν μεγαλύτερος κατά την αλλαγή του οικονομικού έτους, γεγονός που οφείλεται κυρίως, πριν την οικονομική αλλαγή του 1988. Κλείνοντας θα πρέπει να τονιστεί πως η Ιαπωνία αποτελεί το τέλειο οικονομικό περιβάλλον για δραστηριότητες που έχουν να κάνουν με ειδικούς χειρισμούς των τιμών των μετοχών, εξαιτίας της μοναδικής βιομηχανικής δομής που τη χαρακτηρίζει.

Από την άλλη πλευρά, η εφαρμογή της equilibrium asset pricing theory στην ανάλυση του προβλήματος των Elton και Gruber (1970, pp 68-74) έδειξε πως ο δείκτης μεταβολής της τιμής προς μερίσματα τις ημέρες αποκοπής, αντικατοπτρίζει το ποσοστό φορολογίας των διαφόρων επενδυτών που διαπραγματεύονται εκείνες τις ημέρες. Η επίδραση αυτή του φόρου αποτέλεσε τη βάση της πρότασής τους για το τι μπορεί να επιφέρει ένα μέσο ποσοστό φορολογικής επιβάρυνσης των επενδυτών από το δείκτη μεταβολής της τιμής προς μερίσματα στις ημέρες αποκοπής. Αντίθετα, ισχυρισμοί έχουν διατυπωθεί για τα παραπάνω σε μελέτες Kalay (1992, pp1059-1070), Lakonishok και Vaemalen (1983) και άλλων που τόνισαν πως τις ημέρες αποκοπής ο δείκτης μεταβολής προς μερίσματα είχε σημαντική απόκλιση από τη μονάδα με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ευκαιρίες για arbitrage που μπορούν να τις εκμεταλλευτούν επενδυτές σε μικρό κόστος συναλλαγών. Γυρνώντας λίγο πίσω τώρα, στη μελέτη του Kato και Loewenstein, θα πρέπει να πούμε πως το δείγμα τους περιλαμβάνει 1203 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Τόκιο τον Ιανουάριο του 1992 και αφορά στο διάστημα από την 1^η Ιανουαρίου 1981 έως 31 Ιουλίου 1891. Τα δεδομένα συλλέχτηκαν από το Quick Research Institute και περιλαμβάνουν ημερήσιες τιμές κλεισίματος, ημερήσιο όγκο συναλλαγών και εξαμηνιαία στοιχεία για ατομικά αξιόγραφα. Επίσης πήραν τιμές από δύο δείκτες των Nikkei Stock Average Tokyo και Stock Exchange Price Index. Στην ουσία αυτό που οι Kato και Loewenstein έκαναν, ήτανε, μέσα από νέες υποθέσεις, να δώσουν περισσότερο φως σε μικρές λεπτομέρειες, περιγράφοντας με πιο κατανοητό τρόπο την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από τις ημέρες αποκοπής των μερισμάτων στην Ιαπωνία. Τέλος, κατάφεραν να εξηγήσουν κάποιους παλιούς προβληματισμούς (Kato και Loewenstein, 1995).

Παίρνοντας τώρα την ανάλυση μια άλλης μεγάλης αγοράς, αυτή της Αγγλίας, χρήσιμη μας είναι η μελέτη του Kojo Menyah (1993, pp 24-32), όπου η μελέτη του αυτή γέμισε το κενό που άφησαν οι προηγούμενες έρευνες προκειμένου να προσδιοριστεί η τιμολόγηση στις μέρες αποκοπής του μερίσματος. Προκειμένου να διερευνηθεί εάν ο παράγοντας φορολογία υπάρχει και επηρεάζει τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής, ο Kojo Menyah χρησιμοποίησε ημερήσια διακλαδικά δεδομένα αλλά και δεδομένα χρονολογικών σειρών. Τα διακλαδικά δεδομένα αποτελούνται από τιμές συναλλαγών γύρω από τις ex-divided ημέρες και συλλέχθηκαν από την λίστα του Stock Exchange Daily Official. Από την άλλη πλευρά, τα δεδομένα χρονολογικών σειρών περιλαμβάνουν τις τιμές συναλλαγών γύρω από τις ημέρες ex-divided μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες προήλθαν και αυτές από το Stock Exchange Daily Official. Μια από τις προσεγγίσεις, προκειμένου να γίνει ο έλεγχος των υποθέσεων, κάνει χρήση των δεδομένων χρονολογικών σειρών για 20 μεγάλες επιχειρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου για την περίοδο 1955-1984 για 980 ex-divided ημέρες (Menyah, 1993, pp 24-32).

Ο συνδυασμός χρονολογικών σειρών και διακλαδικών δεδομένων έγινε προκειμένου να ελεγχθούν οι διαφορές που παρατηρήθηκαν στις επιπλέον αποδόσεις ανάμεσα σε τέσσερις διαφορετικές χρονολογικές περιόδους. Εδώ, η υπόθεση που έγινε από τον Kojo Menyah (1993, pp 24,32) ήταν πως, ενώ οι τιμές των μετοχών τις ημέρες ex-divided δεν διαφέρουν από τις τέσσερις χρονολογικές περιόδους, τότε και οι επιπλέον αποδόσεις δεν πρέπει να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Ο δείκτης μεταβολής της τιμής των μετοχών προς μερίσματα χρησιμοποιήθηκε επίσης για τον έλεγχο της υπόθεσης πως οι επενδυτές επιλέγουν τα χαρτοφυλάκιά τους ανάλογα με τις διάφορες φορολογικές επιβαρύνσεις των μερισμάτων αλλά και των κεφαλαιακών κερδών. Η υπόθεση αυτή ορίζει πως οι επενδυτές με υψηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές με χαμηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9. Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ “CLIENTELE EFFECT”

Μια από τις σημαντικότερες θεωρίες της μερισματικής πολιτικής είναι η θεωρία του clientele effect. Αποτελεί μέρος των θεωριών που έχουν αναπτυχθεί γύρω από τη μερισματική πολιτική και της έχουν προσδώσει ιδιαίτερη θέση στη γενικότερη μελέτη χρηματοοικονομικών φαινομένων. Πολλοί μάλιστα μελετητές ισχυρίζονται πως εξαιτίας αυτής της θεωρίας, η μερισματική πολιτική κεντρίζει όλο και περισσότερο το ενδιαφέρον των σύγχρονων ερευνητών και αναλυτών. Είναι μια θεωρία τέτοιου χαρακτήρα και ύφους που της δίνει περίοπτη θέση ανάμεσα σε άλλες μερισματικές θεωρίες που έχουν διατυπωθεί. Ο κυριότερος λόγος είναι ότι έχει να κάνει άμεσα με τους επενδυτές-μετόχους.

Σύμφωνα λοιπόν με αυτή τη θεωρία, υπάρχουν φυσικοί επενδυτές, όπου αυτή τους χαρακτηρίζει πελάτες (πράγμα ορθό, αφού θεωρούνται πελάτες κατά την οικονομική επιστήμη), για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Η θεωρία του clientele effect υποστηρίζει με λίγα λόγια πως υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στους πελάτες και τις μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Αυτή η θετική λοιπόν σχέση που υπάρχει ανάμεσα στους επενδυτές και τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης επιδρά καταλυτικά στις τελευταίες. Αυτό πραγματοποιείται με τον πολύ απλό και θεμελιώδη μηχανισμό της προσφοράς και της ζήτησης. Αφού η ζήτηση για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης είναι αυξημένη, αυτό αυτόματα σημαίνει πως η τιμή της μετοχής αυξάνεται.

Η θεωρία όμως του clientele effect δε σταματά μόνο σε αυτή τη συσχέτιση αλλά προχωράει και σε άλλη που είναι εξίσου ενδιαφέρουσα. Σύμφωνα λοιπόν πάλι με αυτή τη θεωρία, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει η σχέση της μετοχής και της φορολογίας. Έτσι, οι μέτοχοι εκείνοι που βρίσκονται σε ανώτερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μικρό μέρος. Ο λόγος είναι ότι δεν φορολογούνται για τα παρακρατηθέντα κέρδη της επιχείρησης τη συγκεκριμένη φορολογική στιγμή. Αποκτούν με αυτό τον τρόπο την επιλογή να φορολογηθούν εκείνη τη χρονική στιγμή που επιθυμούν για τα κεφαλαιακά τους κέρδη. Όλο αυτό που περιγράψαμε έως τώρα επιφέρει σημαντικές αλλαγές στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Αυτές οι αλλαγές έχουν να κάνουν με τις μεταβολές στο φορολογικό κώδικα, αφού οι μεταβολές σε αυτόν επιφέρουν μεταβολές στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Για να παρατηρήσουμε καλύτερα αυτές τις μεταβολές αρκεί να δούμε τη συμπεριφορά της επιχείρησης κάτω από τις μεταβολές του φορολογικού κώδικα. Αν λοιπόν, τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και η επιχείρηση προβεί σε μία μείωση των μερισμάτων της, τότε αυτή η πολιτική της επιχείρησης θα πρέπει να γίνει ιδιαίτερη αρεστή από το σύνολο των επενδυτών, ολόκληρης δηλαδή της αγοράς, αφού λειτουργεί προς όφελος των πελατών.

Οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερή μερισματική πολιτική για μεγάλα χρονικά διαστήματα και με αυτόν τον τρόπο προσελκύουν συγκεκριμένες κατηγορίες μετόχων. Αυτό που μόλις αναφέρθηκε σημαίνει αυτόματα πως υπάρχουν πολλές και ιδιαίτερες κατηγορίες επενδυτών-πελατών. Για κάθε μερισματική πολιτική στην οποία προβαίνει η επιχείρηση, αντιστοιχεί μια ξεχωριστή και συγκεκριμένη ομάδα επενδυτών με επιθυμίες, επιδιώξεις και γενικότερους στόχους. Το γενικότερο σκεπτικό των μετόχων πάντως, είναι πως επιλέγουν μια συγκεκριμένη μετοχή για επένδυση. Ο κυριότερος λόγος που δικαιολογεί το παραπάνω είναι ότι με αυτόν, τον έστω και γενικό τρόπο, θεωρούν πως οι αποδόσεις, είτε αυτές είναι μερισματικές είτε κεφαλαιακές, είναι κατάλληλες για αυτούς. Οι μέτοχοι λοιπόν εκείνοι, που βλέπουν την μετοχή σαν άμεση επένδυση επιζητούν όπως είναι αναμενόμενο την άμεση αποκόμιση κερδών και για αυτό το λόγο επιλέγουν επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη μερίσματα προς κέρδη.

Τα μερίσματα μπορεί να περιλαμβάνουν πληροφορίες, οι οποίες δεν ήταν πριν γνωστές στην αγορά ή μπορεί να χρησιμοποιηθούν σαν ένα σήμα από τη διοίκηση προς την αγορά για την αλλαγή των μελλοντικών προοπτικών της εταιρείας. Μια ενδιαφέρουσα μελέτη πάνω στη θεωρία που εξετάζουμε, την οποία συνέγραψαν οι Elton και Gruber (1970, pp 68-74) συσχετίζει μελλοντικά κέρδη, τον κίνδυνο και τις μερισματικές αλλαγές. Συγκεκριμένα οι συγγραφείς, υποθέτουν πως η αύξηση των μερισμάτων αντανακλά τη μείωση του κινδύνου για την εταιρεία αλλά και τη συνεπαγόμενη μείωση των μελλοντικών κερδών. Οι επιπτώσεις της μείωσης του κινδύνου είναι σημαντικότερες από τις επιπτώσεις του περιορισμού των κερδών και για αυτό το λόγο η αγορά αντιδρά θετικά. Μάλιστα έδειξαν, πως οι εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματά τους, παρουσιάζουν μείωση του συστηματικού τους κινδύνου, ενώ οι εταιρείες που μειώνουν τα μερίσματά τους, παρουσιάζουν μια αύξηση του συστηματικού τους κινδύνου.

Αξίζει να αναφερθεί πως στην περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη χωρίς να διανείμει μέρισμα, προκειμένου να διενεργήσει μελλοντικές

επενδύσεις, η κατηγορία των μετόχων που επιθυμεί ετήσιο μέρισμα θα δυσαρεστηθεί, με αποτέλεσμα να προσπαθήσει να ρευστοποιήσει μετοχές, έτσι ώστε μέσω των κεφαλαιακών κερδών να εισπράξει το εισόδημα που δεν μοιράστηκε με τη μορφή των μερισμάτων. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα διαμορφωθεί σταδιακά μια κατάσταση στην αγορά, όπου οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα θα επενδύσουν σε μετοχές με υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ αντίθετα αυτοί που δεν επιθυμούν βραχυπρόθεσμα κέρδη θα επενδύσουν σε μετοχές με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών. (Petit, R.R. and L. Stanley (1979), "Consumption-Investment Decisions with Transaction Costs and Taxes: A Study of the Clientele Effect of Dividends, Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 3. Elton - Gruber, (1970), "Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect", Review of Economics and Statistics, pp. 68-74.)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Στο χώρο της χρηματοοικονομικής είναι γνωστό ότι κάθε εταιρεία αντιμετωπίζει δύο καθοριστικά και αλληλένδετα προβλήματα. Αυτά είναι οι διάφορες αποφάσεις για επενδύσεις κεφαλαίου και αποφάσεις που έχουν να κάνουν με μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις. Όπως έχουμε ήδη αναλύσει στο θεωρητικό επίπεδο της εργασίας μας, παράλληλα με τη χρηματοοικονομική και επενδυτική πολιτική όπου η επιχείρηση καλείται να χαράξει στρατηγική και να λάβει υπεύθυνη θέση, έχει να αντιμετωπίσει και μια άλλη πολιτική που δεν είναι καμία άλλη παρά η μερισματική πολιτική. Συνοπτικά έχουμε προαναφέρει πως η μερισματική πολιτική προσδιορίζεται στο εξής απλό και κατανοητό πλαίσιο που είναι το ποσοστό των κερδών τα οποία πρέπει να διανεμηθούν στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων.

Προκειμένου να εξετάσουμε αλλά και να αναλύσουμε κάποιες βασικές εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί τόσο στον ελληνικό οικονομικό χώρο όσο και σε διεθνές χρηματοοικονομικό επίπεδο θα πρέπει να δώσουμε έστω περιληπτικά απαντήσεις σε βασικά ερωτήματα γύρω από την μερισματική πολιτική, όπως επίσης να εξετάσουμε θεωρητικά υποδείγματα που έχουμε μεν εισάγει στο θεωρητικό μας πλαίσιο, αυτή τη φορά όμως θα πρέπει να τα αναλύσουμε και στη μαθηματική τους μορφή.

Το βασικό ερώτημα που παραμένει πάνω από τρεις δεκαετίες αναπάντητο γύρω από τη μερισματική πολιτική είναι: γιατί οι επιχειρήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο διανέμουν ένα σημαντικό τμήμα των κερδών τους με τη μορφή μερισμάτων. Αυτό το ερώτημα όμως δεν μπορεί να αποδοθεί από μόνο του,. Θα πρέπει να το συσχετίσουμε με δύο άλλα βασικά ερωτήματα. Ένα από αυτά τα ερωτήματα είναι αν υπάρχει επίδραση και αν ναι, τι προκαλεί αυτή η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις στις αγοραίες τιμές των μετοχών. Το δεύτερο βασικό ερώτημα που πρέπει να τεθεί, συμπληρωματικά με το κύριο, είναι αν η μερισματική πολιτική πράγματι επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων, και όταν λέμε πλούτο των μετόχων εννοούμε την αγοραία αξία των κοινών μετοχών, και συνεπικουρικά αν ναι, ποια είναι τότε η άριστη μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Ικανοποιητικές απαντήσεις σε όλα αυτά τα ερωτήματα έχουν δοθεί από πολλούς θεωρητικούς που έχουμε συναντήσει στη θεωρητική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής. Έτσι, ο Litner (1956, pp 97-113) αλλά και υποδείγματα άλλων οικονομολόγων όπως ο Fama-Badiak (1968, pp304-318) και το υπόδειγμα των

Ορθολογικών Προσδοκιών των Nakamura- Nakamura (1985 , pp 606-615) έρχονται να συμβάλουν στις απαντήσεις που αναζητούμε. Όλα αυτά τα υποδείγματα των προηγούμενων οικονομολόγων μελετούν σε βάθος την μερισματική πολιτική και παρουσιάζουν κάποιες βασικές ομοιότητες .

Μια από τις κύριες ομοιότητες που παρουσιάζουν τα υποδείγματά τους είναι ότι μας λένε πως, για να κατανοήσουμε όλους εκείνους τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν με τον ένα ή με τον άλλο τρόπο τη μερισματική πολιτική είναι ιδιαίτερης σπουδαιότητας για πάρα πολλούς και διαφορετικούς λόγους.

Καταρχάς η μερισματική πολιτική έχει σημαντικές συνέπειες τόσο στο επίπεδο των επιχειρήσεων, όσο και σε μακροοικονομικό επίπεδο, στο βαθμό που επηρεάζει άμεσα την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της Οικονομίας. Ο λόγος είναι ότι αρχικά, επιδρά στο επίπεδο της αποταμίευσης και της επένδυσης των ιδιωτικών εταιρειών. Επιπρόσθετα, η μερισματική πολιτική έχει σαφείς επιδράσεις στην οικονομία, στο βαθμό που είναι πρωταρχική απόφαση, ενώ η αποταμίευση των επιχειρήσεων είναι δευτερευούσης σημασίας.

Τέλος έχει μια σαφή επίδραση στη διανομή του εισοδήματος. Θα πρέπει να τονιστεί ότι ένα καλό περιγραφικό υπόδειγμα της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών είναι χρήσιμο για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων και για την μελέτη των διαφόρων απόψεων της συμπεριφοράς των εταιρειών, όπως είναι οι αλληλεπιδράσεις μεταξύ των αποφάσεων για επένδυση και χρηματοδότηση καθώς επίσης και για τη μεταβίβαση σημάτων της διοίκησης για μεταβολές στα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη.

10.1. Θεωρητικό υπόδειγμα περιγραφής της μερισματικής πολιτικής

Το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής

Το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής για την περιγραφή της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών χρησιμοποιήθηκε αρχικά από τον Litner το 1956 (pp 97-113). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό οι επιχειρήσεις έχουν ως σκοπό τη διανομή ενός σταθερού μακροπρόθεσμου άριστου ποσοστού r διανεμόμενων κερδών. Αν το άριστο αυτό ποσοστό παραμένει σταθερό για κάθε χρόνο t , θα ισχύει:

$$D_{it}^* = r_i E_{it} \quad (1)$$

όπου D_{it}^* είναι το άριστο επίπεδο μερισμάτων που θα διανεμηθούν και το E_{it} είναι τα κέρδη της εταιρείας I στην περίοδο t.

Παρά το γεγονός ότι οι εταιρείες θα επιθυμούσαν να μεταβάλλουν τα μερίσματά τους από $D_{i,t-1}$ σε D_{it}^* ελάχιστες εταιρείες ή σχεδόν καμία δε μεταβάλλει πραγματικά τα μερίσματά της με αυτό το ποσό. Πράγματι, είναι πιο ρεαλιστικό να υιοθετηθεί η υπόθεση ότι, οι πραγματικές μεταβολές των μερισμάτων είναι ένα ποσοστό των επιθυμητών:

$$D_{it} - D_{i,t-1} = a_i + c_i (D_{it}^* - D_{i,t-1}) \quad (2)$$

όπου c_i ο συντελεστής ταχύτητα προσαρμογής. Η τιμή του c_i κυμαίνεται μεταξύ των ορίων 0 και 1.

Αντικαθιστώντας τη σχέση 1 στη σχέση 2 προκύπτει

$$D_{it} - D_{i,t-1} = a_i + c_i r_i E_{it} - c_i D_{i,t-1} \quad (3)$$

και τελικά

$$\Delta D_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 D_{i,t-1} + u_{it} \quad (4)$$

όπου $\beta_1 = c_i r_i$ (4.1) και

$$\beta_2 = -c_i \quad (4.2).$$

Η σχέση 4 υπονοεί ότι οι μεταβολές των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με το μέγεθος των κερδών της τρέχουσας περιόδου και αρνητικά με τα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου. Ο λόγος είναι απλός, όσο μεγαλύτερα είναι τα κέρδη της τρέχουσας περιόδου, τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι αντίστοιχες μεταβολές στα μερίσματα. Παράλληλα όμως, όσο μεγαλύτερα είναι τα μερίσματα της προηγούμενης χρονικής περιόδου, τόσο μικρότερες θα είναι οι επικείμενες μεταβολές των μερισμάτων. Ο υπολογισμός του μακροπρόθεσμου άριστου ποσοστού διανεμομένων κερδών προκύπτει από την εκτίμηση του υποδείγματος 4 και το συνδυασμό των σχέσεων 4.1 και 4.2 ως εξής:

$$r_i = -\frac{\beta_1}{\beta_2}.$$

Το υπόδειγμα αυτό αποτέλεσε αφετηρία για να υλοποιηθούν τα δύο επόμενα υποδείγματα που μελετήσαμε. Τόσο δηλαδή των αναπροσαρμοζόμενων όσο και των

ορθολογικών προσδοκιών που θα δούμε στην επισκόπηση των εμπειρικών μελετητών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Η πρώτη προσπάθεια απεικόνισης της μερισματικής πολιτικής σε ένα οικονομετρικό υπόδειγμα έγινε από τον Litner το 1956 (pp 97-113). Ο Litner μετά από εξέταση 600 γνωστών επιχειρήσεων στις Η.Π.Α. επέλεξε 28 για λεπτομερή ανάλυση. Οι επιχειρήσεις αυτές δεν επιλέχτηκαν ως ένα δείγμα βάση του οποίου θα εξαχθούν στατιστικά συμπεράσματα, αλλά σαν βασικό κριτήριο επιλογής τους ήταν ότι αυτές οι επιχειρήσεις καλύπτουν εναλλακτικές καταστάσεις. Η ανάλυση των 28 αυτών επιχειρήσεων αφορούσε τα έτη 1947-1953. Συγκεντρώθηκε με αυτόν τον τρόπο ένα σύνολο 196 παρατηρήσεων.

Οι βασικές θεωρητικές παρατηρήσεις που προέκυψαν τόσο από την ανάλυση των επιχειρήσεων, όσο και από τις συνεντεύξεις υψηλόβαθμων στελεχών (προέδρους Δ.Σ., διευθύνοντες συμβούλους, διευθυντές, προϊστάμενοι κ.α.) ήταν οι ακόλουθες. Η κυρίαρχη μεταβλητή στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής ήταν οι μεταβολές του υπάρχοντος ποσοστού καταβολής μερισμάτων και όχι το επίπεδο του παρόντος ή του μελλοντικού ποσοστού καταβολής των μερισμάτων. Η πλειοψηφία των διευθυντικών στελεχών πίστευε ότι οι περισσότεροι μέτοχοι προτιμούν ένα σχετικά σταθερό ποσοστό μερίσματος. Η αγορά θέτει ένα premium στην σταθερότητα αυτή ή σε βαθμιαία αύξησή του. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να προσπαθούν να αποφύγουν σημαντικές αυξήσεις του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών, οι οποίες θα μπορούσαν σε σύντομο χρονικό διάστημα να ανατραπούν. Μια άλλη σημαντική παρατήρηση που προέκυψε ήταν ότι, η πιο καταλυτική μεταβλητή, η οποία προσδιόριζε την ποσότητα της μεταβολής των μερισμάτων, ήταν τα τρέχοντα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Επιπλέον, τα άριστα ποσοστά των διανεμόμενων κερδών ποικίλουν από 20% έως 80%. Το πιο κοινό ποσοστό διανεμόμενων κερδών ήταν το 50% και η πλειοψηφία των υπόλοιπων επιχειρήσεων είχε σαν σκοπό την διανομή 40-60% των κερδών τους.

Αυτές ήταν οι σημαντικότερες παρατηρήσεις από την εμπειρική έρευνα του Litner. Βάσει αυτών πρότεινε την εκτίμηση του γνωστού υποδείγματος της μερικής προσαρμογής. Το υπόδειγμα αυτό είχε πολύ καλή και ικανοποιητική συμπεριφορά,

αφού ερμήνευσε κατά μέσο όρο το 85% των μεταβολών των μερισμάτων των 28 υπό εξέταση επιχειρήσεων. Ο Litner έλεγξε την επάρκεια, την αξιοπιστία αλλά και τη διαχρονική σταθερότητα του υποδείγματος με πολύ ενθαρρυντικά αποτελέσματα.

Οι εξισώσεις, οι οποίες χρησιμοποιήθηκαν για την - προ του Β΄ Παγκοσμίου Πολέμου - συμπεριφορά των επιχειρήσεων έδωσαν ικανοποιητικές προβλέψεις για την - μετά τον πόλεμο - συμπεριφορά. Η σύγκριση έγινε με ένα απλό υπόδειγμα, στο οποίο πραγματοποιήθηκε η υπόθεση ότι τα μερίσματα του επόμενου έτους θα είναι τα ίδια με τα μερίσματα του τρέχοντος έτους.

Μετά από την μελέτη του Litner ήρθε η εμπειρική μελέτη των Fama και Babiak το 1968 (pp 304-318). Η πιο σημαντική οικονομετρική προσπάθεια στο χώρο της μερισματικής πολιτικής ήταν η μελέτη των Fama και Babiak. Η καινοτομία και συμβολή τους βρίσκεται κυρίως στην μεθοδολογική προσέγγιση. Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν ένα δείγμα επιχειρήσεων, όπου με μια σειρά προσομοιώσεων και προβλέψεων οδηγήθηκαν σε μεθοδολογικές προτάσεις.

Οι Fama και Babiak επέλεξαν για ανάλυση 392 σημαντικές επιχειρήσεις από ένα σύνολο 900 μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων, για μια περίοδο 19 ετών και πιο συγκεκριμένα από το 1946 έως 1964. Το βασικό σημείο αναφοράς των συγγραφέων είναι το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής που προτάθηκε όπως είδαμε από τον Litner. Τα θέματα τα οποία ερευνήθηκαν λοιπόν στην μελέτη αυτή ήταν αρκετά. Μια καλή σύνοψη μπορούμε να δούμε παρακάτω.

- Ο εμπειρικός έλεγχος εναλλακτικών υποδειγμάτων που περιγράφουν την συμπεριφορά μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.
- Τα προβλήματα εκτίμησης των συντελεστών παλινδρόμησης των εναλλακτικών υποδειγμάτων.
- Οι στατιστικές ιδιότητες των εναλλακτικών υποδειγμάτων μέσα από θεωρητικές προσεγγίσεις Monte Carlo.
- Ο έλεγχος προβλεπτικής ικανότητας των εναλλακτικών υποδειγμάτων που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση.

Τα συμπεράσματα της μελέτης τα οποία προέκυψαν από τις παλινδρομήσεις, τις προσαρμογές, τις προσομοιώσεις και τους ελέγχους προβλεπτικής ικανότητας των υποδειγμάτων, οδήγησαν σε ομοιόμορφα αποτελέσματα. Το υπόδειγμα του Litner, το οποίο ως γνωστό περιλαμβάνει ως ερμηνευτικές μεταβλητές τη σταθερά, τα κέρδη και τα μερίσματα με χρονική υστέρηση, είχε πολύ καλή προσαρμογή συγκρινόμενο

με τα άλλα υποδείγματα. Όμως οι Fama και Babiak ισχυρίζονται ότι η παράλειψη της σταθεράς και η εισαγωγή της μεταβλητής των κερδών με χρονική υστέρηση, οδηγεί σε ελαφρά βελτίωση της προβλεπτικής δύναμης του υποδείματος. Σε αυτό το σημείο όμως θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το υπόδειγμα που προτείνουν οι Fama και Babiak δεν προέκυψε από κάποια οικονομική θεωρία αλλά αποτελεί μια ad hoc προσέγγιση.

Για την εκτίμηση και τον έλεγχο των υποδειγμάτων που εκφράζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, τα καθαρά κέρδη αποτελούν το καλύτερο μέτρο των κερδών. Η μεταβλητή αυτή προκρίνεται ως προς εναλλακτικές μεταβλητές όπως οι ταμειακές ροές ή τα καθαρά κέρδη συν αποσβέσεις που δυνητικά μπορούν να περιληφθούν ως εναλλακτικές μεταβλητές στο υπόδειγμα. Τελειώνοντας θα πρέπει να προσθέσουμε πως και στις δύο εμπειρικές έρευνες που είδαμε συνοπτικά έως τώρα, το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης του στοχαστικού όρου δεν αποτέλεσε σημαντικό πρόβλημα στον καθορισμό του υποδείματος.

Η επόμενη εμπειρική μελέτη με την οποία θα ασχοληθούμε είναι αυτή των Nakamura και Nakamura. Η μελέτη αυτή περιέχει μια σημαντική καινοτομία αφού εισάγει την υπόθεση Ορθολογικών Προσδοκιών μέσα σε ένα υπόδειγμα που περιγράφει τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Από τη διεθνή βιβλιογραφία, αυτή η εμπειρική έρευνα με την καινοτομία που έφερε στην οικονομική επιστημονική κοινότητα ονομάστηκε «Υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών».

Το βασικό σημείο αναφοράς είναι το υπόδειγμα της μερικής προσαρμογής για την μερισματική πολιτική που προτάθηκε από τον Litner. Η τελική μορφή που πήρε το υπόδειγμα, με την οποία και δόθηκε για περισσότερη επεξεργασία και εκτίμηση προς την επιστημονική κοινότητα, περιελάμβανε ως ερμηνευτικές μεταβλητές την σταθερά, το επίπεδο των μερισμάτων με χρονική υστέρηση, το επίπεδο των κερδών της τρέχουσας περιόδου καθώς επίσης και το επίπεδο των κερδών με χρονική υστέρηση.

Πολλά είναι τα κοινά σημεία της εργασίας των Nakamura και Nakamura (1985 pp 606-615) με αυτή των Fama και Babiak όπως το γεγονός ότι περιλαμβάνει τις ίδιες ερμηνευτικές μεταβλητές, υπάρχουν όμως και ουσιαστικές διαφορές. Οι κυριότερες από αυτές δίνονται παρακάτω:

- Στο πρώτο υπόδειγμα αυτό δηλαδή των Fama και Babiak δεν υπάρχει σταθερός όρος ενώ στο Υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών υπάρχει.

- Το πρόσημο του συντελεστή των κερδών με χρονική υστέρηση είναι διαφορετικό. Στο υπόδειγμα των Fama και Babiak το πρόσημο είναι θετικό ενώ στο υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών των Nakamura και Nakamura το πρόσημο των κερδών με χρονική υστέρηση είναι θετικό.

Οι οικονομολόγοι Nakamura και Nakamura χρησιμοποίησαν δεδομένα από αμερικανικές και ιαπωνικές επιχειρήσεις για μια χρονική περίοδο 20 και 18 ετών αντίστοιχα. Η μεθοδολογική προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των σχετικών υποδειγμάτων είναι ο συνδυασμός χρονολογικών σειρών (data series) με αντίστοιχα διαστρωματικά δεδομένα (pooling). Οι Nakamura και Nakamura ισχυρίζονται ότι η ακολουθούμενη από αυτούς προσέγγιση, θα οδηγήσει σε πιο σταθερούς και στατιστικά σημαντικούς συντελεστές. Τα εμπειρικά αποτελέσματα του συγκεκριμένου υποδείγματος, φαίνεται να έχουν μια ελαφρά υπεροχή σε όρους προβλεπτικής ικανότητας ως προς τα αντίστοιχα του υποδείγματος του Litner.

Τέλος οι συγγραφείς ισχυρίζονται ότι οι περιορισμοί, οι οποίοι τίθενται από το Υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών επαληθεύονται εμπειρικά. Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να αναφέρουμε πως το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας είναι κάτι παραπάνω από ορατό. Ένα άλλο σημαντικό οικονομικό πρόβλημα είναι ότι η μεταβλητή κέρδη συσχετίζεται με τον στοχαστικό όρο του υποδείγματος. Αυτή ακριβώς η συσχέτιση είναι υπεύθυνη για το γεγονός ότι οδηγούμαστε σε μεροληπτικές εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης και έτσι απαιτούνται κατάλληλες μέθοδοι εκτίμησης. Δεν είναι όμως μόνο αυτό το πρόβλημα μεροληπτικότητας το οποίο συναντάμε στο Υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών της εμπειρικής έρευνας των Nakamura και Nakamura. Παρόμοιο πρόβλημα μεροληπτικότητας τίθεται στα υποδείγματα με δεδομένα χρονολογικών σειρών αφού σε αυτά τα υποδείγματα των data series σημειώνεται η ύπαρξη της ενδογενούς μεταβλητής με χρονική υστέρηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12. Η ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρά τις αναμφισβήτητες ποσοτικές και ποιοτικές προόδους είναι ακόμη μικρή, συγκρινόμενη με άλλες ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού. Χρονιά σταθμός του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ήταν το 1986, όπου μια σειρά θεσμικών προσαρμογών, απελευθέρωσε την κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε τίτλους. Η δεκαετία του 1990 πέρα από τις υπερβολές που εμφανίστηκαν στην αρχή της, έδωσε μια άλλη ποιοτική και ποσοτική διάσταση στο θεσμό, με αποτέλεσμα το Χ.Α.Α. από αναδυόμενη αγορά να έχει όλες τις προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της ως ώριμης. Ο ρυθμός εισαγωγής στο Χ.Α.Α. εντάθηκε μετά το 1994, έπειτα από μια πολύ καλή χρηματιστηριακή χρονιά όπου εισήχθησαν 47 εταιρείες. Σήμερα, οι μεγαλύτερες εταιρείες συναλλάσσονται στην κύρια αγορά, ενώ οι μικρότερες από το 1990 στην παράλληλη αγορά, η οποία τα τελευταία έτη έχει επιδείξει ιδιαίτερη δυναμική παρουσία, τροφοδοτώντας σταθερά σημαντικές εταιρείες στην κύρια αγορά.

Οι συναλλαγές στο Χ.Α.Α. εκτελούνται ηλεκτρονικά. Η εγκατάσταση και λειτουργία του αυτόνομου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών από το καλοκαίρι του 1992 είχε ως αποτέλεσμα τη διασταύρωση εντολών αγοράς και πώλησης με διαφάνεια και ταχύτητα. Οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται μέσα σε τρεις ημέρες από την ημερομηνία συναλλαγής. Έτσι, αν αγοραστεί μια μετοχή σήμερα μπορεί να πουληθεί μόνο τρεις μέρες κατόπιν. Από τη στιγμή που μια εταιρεία έχει πραγματοποιήσει κέρδη, διανέμει μέρισμα με ελάχιστο το 35% των κερδών μετά την φορολογία, πληρωτέα μία φορά το χρόνο (συνήθως μεταξύ Απρίλιο και Ιούνιο) μετά από γενική συνέλευση των μετόχων. Το ελληνικό φορολογικό σύστημα δε θέτει προσωπικούς φόρους επί των μερισμάτων. Τα εταιρικά μερίσματα καθορίζονται μετά την αφαίρεση των εταιρικών φόρων από τα κέρδη προ φόρου.

Η ελληνική αγορά επιτρέπει την έρευνα κατά την ημέρα της αποκοπής σε ένα περιβάλλον δίχως φορολογία και χωρίς πολυπλοκότητες στη δομή της κεφαλαιαγοράς, όπως έχουν συναντηθεί σε σχετικές αναλύσεις άλλων αγορών.

Κατά την ημερομηνία αποκοπής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώ θα περιμένει κανείς τη μείωση της τιμής κατά ένα ποσό που να ισοδυναμεί με το διανεμόμενο μέρισμα, τελικά η μείωση στην τιμή είναι ίση με ποσό μικρότερο του πληρωθέντος μερίσματος. Η αιτιολογία για τη συμπεριφορά αυτή βασίζεται όπως και

στην αγορά του Χονγκ Κονγκ που αναλύθηκε παραπάνω, στη μη ύπαρξη φορολογίας τόσο στα μερίσματα, όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη.

Σε γενικές γραμμές οι διοικήσεις των εταιρειών πρέπει να διατηρούν διαχρονικά σταθερότητα στη μερισματική ροή προς τους μετόχους, επιδιώκοντας να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι, από διακυμάνσεις στα διαθέσιμα μερίσματα. Μια εταιρεία η οποία παρουσιάζει κάποια έτη μεμονωμένα κέρδη χωρίς όμως παράλληλα να μειώνει τα διανεμόμενα μερίσματα προς τους μετόχους της, δημιουργεί ένα κλίμα ασφάλειας προς του τελευταίους που λειτουργεί ως ασπίδα στη μείωση της τιμής της μετοχής (Νικόλαος, 2000, 63-74).

Το πληροφοριακό περιεχόμενο αυτής της πολιτικής συνίσταται στο ότι στο μέλλον η διοίκηση της εταιρείας προβλέπει ανάκαμψη, η οποία και θα εξουδετερώσει τις αρνητικές συνέπειες από τη μείωση των κερδών στο παρόν. Είναι γεγονός πάντως, πως οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους προτιμούν μια εταιρεία που μοιράζει σταθερό μέρισμα διαχρονικά, από μια άλλη με βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των μερισμάτων της, ανεξαρτήτως εάν μακροπρόθεσμα και οι δύο παρουσιάζουν το ίδιο (μέσω) δείκτη διανομής κερδών και την ίδια αυξητική πορεία στα κέρδη προ φόρων. Η εξήγηση προκύπτει από το γεγονός ότι οι επενδυτές προσδοκούν σε σταθερό σίγουρο ετήσιο εισόδημα από τις μετοχές τους, αποφεύγοντας τη διαδικασία και το κόστος πώλησης αυτών για την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13. ΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ

Το 1989 σημειώνεται η πρώτη μελέτη στην ελληνική αγορά, στον ευρύτερο δηλαδή ελληνικό χώρο. Αυτή η έρευνα πραγματοποιήθηκε από τον Β. Πατσουράτη (pp 323-338) και θεωρείται ως ορόσημο των ερευνών αυτών, αφού ήταν και η μοναδική. Ο σκοπός αυτής της μελέτης ήταν ο οικονομετρικός έλεγχος της σημαντικότητας ορισμένων παραγόντων, οι οποίοι θεωρητικά θα έπρεπε να επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων που ανήκουν στον ελληνικό βιομηχανικό τομέα και είναι βέβαια εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Η μελέτη αυτή έδινε έμφαση σε ορισμένους τομείς της μερισματικής πολιτικής και κυρίως στη φορολογική πολιτική. Εξέταζε δηλαδή τις επιδράσεις που ασκούσε η φορολογική πολιτική στις αποφάσεις των επιχειρήσεων, αναφορικά με την παρακράτηση των κερδών ή τη διανομή τους με τη μορφή μερισμάτων. Σαν μια εμπυρακή για τον ελληνικό χώρο εργασία, χρησιμοποίησε ως βάση άλλες καταξιωμένες εμπειρικές έρευνες ξένων ερευνητών και κυρίως κλασσικών εργασιών. Η ανάλυση λοιπόν αυτής της έρευνας περιελάμβανε 25 επιχειρήσεις, για τις οποίες συγκεντρώθηκαν παρατηρήσεις για μια μεγάλη χρονική περίοδο και πιο συγκεκριμένα για την περίοδο 1974-1983. Η μελέτη όπως προείπαμε χρησιμοποίησε ξένες εργασίες ως βάση και προέβη σε μεθοδολογικό επίπεδο στο συνδυασμό διαστρωματικών δεδομένων με δεδομένων από χρονολογικές σειρές.

Σαν μια σημαντική έρευνα που ήταν, για να εκτιμήσει τα σχετικά οικονομετρικά υποδείγματα, χρησιμοποίησε την τεχνική της ανάλυσης της συνδιακύμανσης. Με αυτό τον τρόπο λοιπόν οδηγήθηκε σε σημαντικά για την εποχή και όχι μόνο, συμπεράσματα. Τα αποτελέσματα της μελέτης, έδειξαν ότι τα τρέχοντα κέρδη είναι η βασική μεταβλητή, η οποία προσδιορίζει τις μεταβολές που πραγματοποιούνται στα μερίσματα. Πέρα όμως από αυτό κατέληξε στο συμπέρασμα πως τα μερίσματα της προηγούμενης χρονικής περιόδου επιδρούν και αυτά σε σημαντικό βαθμό στη διαμόρφωση των μερισμάτων της τρέχουσας περιόδου.

Πέρα όμως από όλα αυτά, η συγκεκριμένη μελέτη έδειξε πως η διάκριση στη φορολογική πολιτική μεταξύ μερισμάτων, παρακρατηθέντων κερδών και αποσβέσεων δεν επηρεάζει σημαντικά την πολιτική των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Ένα τελικό συμπέρασμα είναι ότι το άριστο ποσοστό των διανεμόμενων κερδών στην εξεταζόμενη περίοδο 1974-1983 κυμάνθηκε μεταξύ 33 και 40%. Κάτι το οποίο γενικά θα πρέπει να αναφερθεί σε αυτό το σημείο, είναι ότι η χρησιμοποίηση της μεθόδου της ανάλυσης της συνδιακύμανσης σε υποδείγματα, όπου περιλαμβάνεται ως ερμηνευτική μεταβλητή ή ενδογενής με χρονική υστέρηση, οδηγεί σε σοβαρά οικονομετρικά προβλήματα.

13.1. Η περίπτωση της κυπριακής μερισματικής πολιτικής.

Μια σημαντική έρευνα γύρω από την μερισματική πολιτική στην κυπριακή αγορά είναι αυτή του καθηγητή Ι. Λαζαρίδη (2007, pp197-204). Σε αυτήν την εργασία αναλύεται η μερισματική πολιτική των εγγεγραμμένων επιχειρήσεων στο κυπριακό χρηματιστήριο. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες αναλύθηκαν σε αυτήν την εργασία ήταν 53. Το μεγαλύτερο μέρος των κυπριακών επιχειρήσεων δε δείχνει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τη διανομή των μερισμάτων αλλά πιστεύει ότι το επιπλέον κεφάλαιο θα έπρεπε να χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή των δανείων ή για την κάλυψη των διαφόρων εταιρικών υποχρεώσεων. Ένα άλλο σημαντικό συμπέρασμα στο οποίο οδηγήθηκε η έρευνα, ήταν ότι οι υπεύθυνοι για την χάραξη της μερισματικής πολιτικής των κυπριακών επιχειρήσεων συχνά επηρεάζονται από παράγοντες που αποδεικνύουν σταθερότητα του μερίσματος παρά διακύμανση.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας ήταν ότι μέσω της διερεύνησης των πληροφοριών των εισηγμένων στο κυπριακό χρηματιστήριο επιχειρήσεων, διαπιστώθηκε πως τα τελευταία χρόνια το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων δεν διένειμε ούτε επαναγόρασε μετοχές, ένα μικρό ποσοστό αυτών των επιχειρήσεων διένειμε μέρισμα και ένα εξαιρετικά μικρό ποσοστό διένειμε μερίσματα και ταυτόχρονα επαναγόρασε μετοχές.

Από τα διαθέσιμα κεφάλαια, τα οποία θα μπορούσαν να διανεμηθούν ως μερίσματα, το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων πιστεύει ότι θα μπορούσε να αποτελέσει εναλλακτική λύση για την αποπληρωμή δανειακών υποχρεώσεων της επιχείρησης. Ένα άλλο βέβαια πολύ μεγάλο ποσοστό, πιστεύει ότι αυτό το ποσό θα μπορούσε να αποτελέσει μια σωστή κίνηση με σκοπό την επανεπένδυση. Άλλοι τρόποι διάθεσης αυτών των κεφαλαίων, υποδεικνύουν ότι οι επιχειρήσεις θα

μπορούσαν να διατηρούν τα χρηματικά διαθέσιμα ή να τα χρησιμοποιούν για επαναγορά μετοχών ή ακόμα για εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Σαν τελικό συμπέρασμα συνάγεται, ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των κυπριακών επιχειρήσεων δεν ενδιαφέρεται για τη διανομή μερισμάτων και ότι αυτά τα χρήματα μπορεί να χρησιμοποιηθούν προς όφελος της επιχείρησης. Μέσα στην εργασία επίσης, φαίνεται πως σημαντικός βαθμός συγκέντρωσης των κοινών μετοχών παρατηρείται σε λίγους εντός της επιχείρησης ευρισκόμενους.

ΜΕΡΟΣ II.
Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΠΕΝΤΕ ΜΕΓΑΛΩΝ
ΤΡΑΠΕΖΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΠΕΝΤΕ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Σε αυτό το μέρος της μελέτης, που αποτελεί το εμπειρικό κομμάτι της μερισματικής πολιτικής, παρακολουθήσαμε τις πέντε μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από αυτές τις τράπεζες προσπαθήσαμε να αντλήσουμε χρήσιμα στοιχεία, τα οποία μας βοήθησαν να προσδιορίσουμε τη μερισματική τους πολιτική.

Επιλέξαμε αυτές τις πέντε τράπεζες λόγω της διαφοροποίησης στη μερισματική πολιτική που ακολουθούν στον ελληνικό τραπεζικό τομέα. Οι τράπεζες που διερευνήθηκαν είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Alpha Bank, η EFG Eurobank Ergasias, η Τράπεζα Πειραιώς και η Εμπορική Τράπεζα. Οι τράπεζες πέρα από διαφορές στη μερισματική τους πολιτική παρουσιάζουν και άλλες διαφορές. Τέτοιες διαφορές εντοπίζονται στο ιδιοκτησιακό καθεστώς τους, στο μέγεθός τους, στο κέρδος τους και στο διανεμόμενο μέρισμά τους. Οι τέσσερις πρώτες τράπεζες που αναφέραμε προηγουμένως μοιράζονται ένα κοινό χαρακτηριστικό αναφορικά με τη μερισματική τους πολιτική και αυτό δεν είναι άλλο από το ότι διανέμουν μέρισμα ανεξάρτητα από το ύψος και την γενικότερη πορεία των κερδών τους.

Άλλες ελληνικές τράπεζες από την άλλη, δεν διανέμουν μέρισμα τα τελευταία χρόνια στους μετόχους τους αν και παρουσιάζουν κέρδη, τα οποία σε πολλές περιπτώσεις είναι υψηλά. Τέτοιες τράπεζες είναι η Αγροτική Τράπεζα και η Ασπίς. Υπάρχουν και κάποιες όπου τα τελευταία χρόνια, άλλες φορές διανέμουν μέρισμα στους μετόχους τους και άλλες φορές όχι. Τέτοιες είναι η Εμπορική Τράπεζα και η Τράπεζα Κύπρου.

Το τελευταίο διάστημα θα πρέπει να επισημανθεί πως παρατηρείται όλο και περισσότερο ενδιαφέρον στη μερισματική πολιτική, τόσο από τις τράπεζες όσο και από τους μετόχους των τραπεζών. Συγκεκριμένα, μπορούμε να πούμε πως αυτό υποστηρίζεται με τις διάφορες κινήσεις των τραπεζών στις οποίες έχουν προβεί τα τελευταία χρόνια.

Τα μερίσματα που ανακοίνωσαν οι τράπεζες για τη χρήση 2007 δίνουν ικανοποιητική απόδοση στους μετόχους, ενώ καταγράφουν σημαντική αύξηση έναντι του 2006. Στο 1,40 ευρώ διαμορφώνεται το προτεινόμενο μέρισμα της Εθνικής Τράπεζας, από 1 ευρώ στη χρήση 2007 και είναι αυξημένο κατά 40% σε ετήσια

βάση. Με βάση την τρέχουσα τιμή της μετοχής αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 4,3% περίπου. Το διοικητικό συμβούλιο θα προτείνει στη γενική συνέλευση την παροχή στους μετόχους της δυνατότητας να επανεπενδύσουν μέρος του μερίσματος ύψους 1 ευρώ, σε μετοχές της Τράπεζας, που θα εκδοθούν και θα διανεμηθούν δωρεάν σε όσους μετόχους το επιλέγουν.

Το μέρισμα της Alpha Bank, σύμφωνα με την πρόταση του ΔΣ, ανέρχεται σε 0,90 ευρώ ανά μετοχή και είναι αυξημένο κατά 20% έναντι του μερίσματος 0,75 ευρώ της χρήσης 2007. Με βάση τη μέση τιμή κτήσης για το 2007, αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 3,8%.

Το μέρισμα της Eurobank ανέρχεται στα 0,82 ευρώ και είναι αυξημένο κατά 21,5% σε ετήσια βάση. Η τράπεζα θα διανείμει συνολικά 425 εκατ. ευρώ έναντι 350 εκατ. ευρώ της προηγούμενης χρήσης.

Το συνολικό μέρισμα της Τράπεζας Πειραιώς ανέρχεται στα 0,72 ευρώ ανά μετοχή έναντι 0,51 ευρώ το 2006 που είναι μέρισμα λόγω της περυσινής αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Το μέρισμα του 2007 είναι αυξημένο κατά 41% έναντι του 2006, ενώ αντιστοιχεί σε μερισματική απόδοση 2,8% με βάση τη μέση τιμή της μετοχής κατά το 2007. Η Τράπεζα έχει ήδη ανακοινώσει ότι από τις 7 Απριλίου, η μετοχή θα διαπραγματεύεται χωρίς το δικαίωμα του μερίσματος και η καταβολή του θα ξεκινήσει στις 15 Απριλίου.

Αυξημένο κατά 52% σε ετήσια βάση είναι το μέρισμα που θα διανείμει η Τράπεζα Κύπρου: Είναι συνολικού ύψους 0,44 ευρώ ανά μετοχή, μαζί με το προμέρισμα των 0,19 ευρώ που καταβλήθηκε. Η Τράπεζα είχε ορίσει, για την επανεπένδυση του προμερίσματος, discount της τάξης του 10% έναντι του μεσοσταθμικού όρου της τιμής κλεισίματος της μετοχής τις πρώτες πέντε εργάσιμες μέρες που η μετοχή διαπραγματευόταν χωρίς το δικαίωμα συμμετοχής στο μέρισμα. Η επανεπένδυση του προμερίσματος ζητήθηκε από μετόχους που κατέχουν περίπου το 42% των μετοχών που έχουν δικαίωμα στο προμέρισμα.

Η Eurobank για την επανεπένδυση του προμερίσματος του 2007 είχε ορίσει τιμή διάθεσης ίση με το μέσο όρο της χρηματιστηριακής τιμής κλεισίματος της μετοχής κατά τις πρώτες τέσσερις ημέρες κατά τις οποίες η μετοχή διαπραγματεύτηκε χωρίς δικαίωμα στο προσωρινό μέρισμα, μειωμένη κατά ποσοστό έκπτωσης 3% και χωρίς πρόσθετη επιβάρυνση, όπως τα έξοδα συναλλαγής. Οι μέτοχοι που επέλεξαν τη λήψη του προσωρινού μερίσματος υπό μορφή μετοχών ήταν 6.594.

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί η εμπειρική διερεύνηση της μερισματικής πολιτικής των παραπάνω τραπεζών, αντλήσαμε οικονομικά στοιχεία των τραπεζών και έπειτα με τη βοήθεια των δεικτών της μερισματικής πολιτικής προσπαθήσαμε να δώσουμε ικανοποιητικές απαντήσεις σε βασικά ερωτήματα της μερισματικής πολιτικής τους. Αυτά τα στοιχεία που αντλήσαμε από τις τράπεζες είναι: τα καθαρά κέρδη, το μέρισμα ανά μετοχή, η τιμή μετοχής, η μερισματική απόδοση, το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία.

Στη συνέχεια προχωρήσαμε σε μια ξεχωριστή ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των πέντε προαναφερόμενων τραπεζών για να εξετάσουμε καλύτερα τη μερισματική πολιτική τους. Οι δείκτες που χρησιμοποιήσαμε είναι και οι αντιπροσωπευτικοί για τον καθορισμό της μερισματικής πολιτική. Αυτοί είναι μέρισμα ανά μετοχή, μερισματική απόδοση και τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή. Προσπαθήσαμε να απαντήσουμε σε ερωτήσεις που προκύπτουν από τους προηγούμενους δείκτες. Όλα τα στοιχεία τα αντλήσαμε από τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις, που είναι εύκολα προσβάσιμες μέσω των ιστοσελίδων τους.

Τέλος θα πρέπει να αναφέρουμε πως τα χρηματικά μεγέθη καθώς και ο αριθμός των μετοχών εκφράζονται σε χιλιάδες ευρώ και χιλιάδες τεμάχια αντίστοιχα.

14.1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, με τη μεγαλύτερη και ισχυρότερη παρουσία στον Ελλαδικό χώρο, αλλά και με το δυναμικό προφίλ της στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο ηγείται του μεγαλύτερου και ισχυρότερου Ομίλου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Ιδρύθηκε το 1841 ως εμπορική τράπεζα και μέχρι την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928 είχε το εκδοτικό προνόμιο. Εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από την ίδρυσή του το 1880, ενώ από τον Οκτώβριο του 1999, η μετοχή της Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρατίθενται εκείνα τα στοιχεία που μας βοήθησαν να αντλήσουμε τους δείκτες βάσει των οποίων απαντήσαμε σε ερωτήματα γύρω από τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής, τόσο σε επίπεδο της τράπεζας όσο και σε θεωρητικό. Τα χρόνια στα οποία αναλύουμε την μερισματική πορεία της τράπεζας είναι 2003-2007. Ο αριθμός των μετοχών σήμερα είναι 477.198.461.

| Έτος | Καθαρά Κέρδη | Τιμή Μετοχής | Αριθμός Μετοχών | Καθαρά Κέρδη / Αριθμό Μετοχών | Κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους | Μέρισμα / Μετοχή |
|------|--------------|--------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------|------------------|
| 2003 | 508178 | 12,83 | 479413,2 | 1,06 | 239706 | 0,5 |
| 2004 | 234901 | 17,1 | 479389,8 | 0,49 | 278046 | 0,58 |
| 2005 | 474314 | 26,61 | 479105,1 | 0,99 | 479105 | 1 |
| 2006 | 583658 | 32,78 | 441523 | 1,22 | 441523 | 1 |
| 2007 | 914592 | 40,53 | 478844 | 1,91 | 670381 | 1,4 |

Πίνακας 14.1.1

Από τα παραπάνω δεδομένα μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμους δείκτες. Ένας από τους οποίους είναι βέβαια η μερισματική απόδοση που ορίζεται ως πηλίκο των μερισμάτων προς τιμή μετοχής.

Από αυτό τον δείκτη προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

| <i>Έτος</i> | <i>Μερισματική Απόδοση</i> |
|-------------|----------------------------|
| 2003 | 0,04 |
| 2004 | 0,03 |
| 2005 | 0,04 |
| 2006 | 0,03 |
| 2007 | 0,04 |

Πίνακας 14.1.2.

Ένας άλλος βασικός δείκτης είναι η τιμή μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή(P/E). Χρησιμοποιώντας αυτό το δείκτη βρίσκουμε τον παρακάτω πίνακα.

| <i>Έτος</i> | <i>Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E)</i> |
|-------------|--|
| 2003 | 12,7 |
| 2004 | 42,7 |
| 2005 | 29,5 |
| 2006 | 27,2 |
| 2007 | 21,05 |

Πίνακας 14.1.3.

Το πρώτο βασικό συμπέρασμα που μπορούμε να εξάγουμε εδώ είναι πως στην περίπτωση της Εθνικής Τράπεζας έχουμε διανομή μερίσματος για όλη την εξεταζόμενη περίπτωση.

Βασικό χαρακτηριστικό της τράπεζας αυτής είναι πως τα περισσότερα κέρδη τα παρουσιάζει στο τελευταίο εξεταζόμενο έτος, που είναι δηλαδή το 2007.

Τα κέρδη σημειώνουν αυξητική πορεία καθόλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με μοναδική εξαίρεση το έτος 2004 σε σύγκριση με το 2003. Σε αυτό το έτος μάλιστα παρουσίασε και το χαμηλότερο επίπεδο καθαρών κερδών για όλα τα έτη.

Το υψηλότερο επίπεδο κερδών το συναντάμε το 2007, όπου άγγιξαν το τεράστιο για τα ελληνικά δεδομένα ποσό της τάξης των 915 εκατομμυρίων ευρώ περίπου.

Η πρώτη γενική εικόνα των μερισμάτων είναι ανάλογη των κερδών. Η πορεία των μερισμάτων είναι πως ακολουθούν και αυτά μια αυξητική πορεία σε όλα τα υπό εξεταζόμενα έτη.

Το μικρότερο μέρισμα ανά μετοχή δόθηκε το 2003 και ήταν της τάξης των 0,5 ευρώ ενώ το μεγαλύτερο δόθηκε το 2007 και ήταν 1,40 ευρώ.

Τα έτη 2005 και 2006 σημειώθηκε κοινό μέρισμα της τάξης του 1 ευρώ, χωρίς αυτό βέβαια να επηρεάζει την γενικότερη αυξητική πορεία των μερισμάτων.

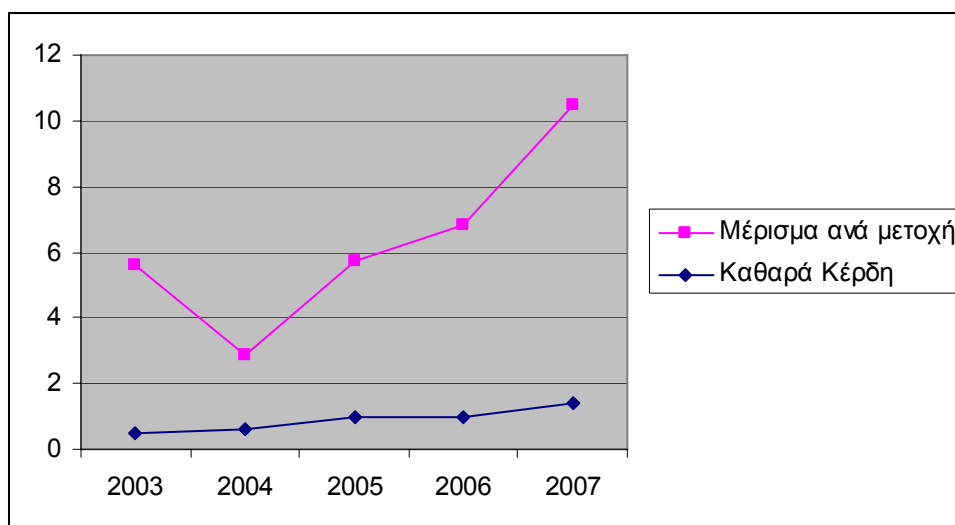
Το έτος 2004 σημείωσε άνοδο σε σχέση με το 2003 και ήταν 0,58 ευρώ, ανεξάρτητα της πτώση των καθαρών κερδών που πραγματοποιήθηκε το έτος αυτό.

Από όλα τα παραπάνω στοιχεία συμπεραίνουμε πως υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ του ύψους των καθαρών κερδών και την αξία των μερισμάτων που διανέμει μέσα σε αυτά τα έτη η τράπεζα. Με άλλα λόγια σε όλα τα υπό εξέταση έτη τα μερίσματα τείνουν να ακολουθούν τα κέρδη. Στο μόνο έτος όπου σημειώνεται μια μικρή απόκλιση από το προηγούμενο συμπέρασμα είναι το έτος 2004, όπου ενώ τα καθαρά κέρδη σημειώνουν μείωση, το μέρισμα δέχεται μια μικρή αύξηση στην αξία του.

Πιο αναλυτικά τα καθαρά κέρδη από το έτος 2003 προς 2004 μειώθηκαν από 508.178 σε 234.901 ενώ τα μερίσματα αυξήθηκαν από 0, 50 σε 0,58 ευρώ. Η τράπεζα στην προσπάθειά της να ακολουθήσει μια σταθερή μερισματική πολιτική επιλέγει να διανέμει όχι απλά μέρισμα ίδιας αξίας αλλά και μεγαλύτερης ακόμα σε αυτήν την περίπτωση. Με αυτόν τον τρόπο η διοίκηση της τράπεζας προσπαθεί να κρατήσει κοντά της τους επενδυτές μέσω της πολιτικής του μερίσματος και να δείξει πως ενώ μπορεί να παρουσίασε εκείνη τη χρονιά χαμηλότερα κέρδη, παρόλα αυτά θα κρατήσει υπεύθυνη στάση στους μετόχους και επενδυτές της και θα διανέμει μεγαλύτερης μάλιστα αξίας μέρισμα από το προηγούμενο έτος.

Το μέρισμα σημείωσε τη μεγαλύτερη αξία του το έτος 2007 όπου είχαμε και τα υψηλότερα κέρδη για την περίοδο των πέντε ετών.

Όλα τα παραπάνω αποτυπώνονται καλύτερα στο παρακάτω διάγραμμα.



Διάγραμμα 14.1.1

Για όλα τα παραπάνω δεδομένα, αντλήσαμε στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος :

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPIwN3fx8XAYMfVwtXXycfQwMfQ6B8JLK8qYsrUD7Q0M_cyM_

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPIwN3fx8XAYMfVwtXXycfQwMfQ6B8JLK8qYsrUD7Q0M_cyM_AwNKIgG4_j_zcVP1I_ShznKpejPQje1LTE5Mr9QtyI8rzHRUVAAd9QEiY!/dl2/d1/

Μέσα στα υπόλοιπα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από τους δείκτες είναι ότι η υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται χαμηλό δείκτη P/E. Πράγμα που φαίνεται αν συγκρίνουμε το δεύτερο με τον τρίτο πίνακα.

Τα έτη εκείνα όπου σημειώνεται υψηλή μερισματική απόδοση, ο δείκτης τιμή μετοχής ανά κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζεται με μικρότερα ποσοστά. Χαρακτηριστικά μπορούμε να δούμε τα έτη όπου σημειώνεται υψηλή μερισματική απόδοση το 2003 και 2005 αντίστοιχα ο δείκτης P/E σημειώνει μικρά ποσοστά .

Τέλος μπορούμε να δούμε πως, όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο πιο μικρό είναι το περιθώριο πτώση της τιμής της μετοχής. Κάτι το οποίο φαίνεται στη συγκεκριμένη τράπεζα που μελετάμε. Αυτό φαίνεται καλύτερα στα δύο τελευταία υπό εξέταση χρόνια όπου η μερισματική απόδοση σημειώνει αύξηση. Συγκεκριμένα από το 2006 προς το 2007 έχουμε μεταβολή της μερισματικής απόδοσης από 3,1% σε 3,5%.

14.2. EFG Eurobank Ergasias

Ο όμιλος Eurobank EFG, είναι ένας διεθνής τραπεζικός οργανισμός με σύνολο ενεργητικού άνω των €77,3 δισ., που απασχολεί πάνω από 24.500 άτομα και προσφέρει τα προϊόντα και τις υπηρεσίες του, τόσο μέσα από ένα δίκτυο άνω των 1.700 καταστημάτων και σημείων πώλησης, όσο και μέσα από εναλλακτικά δίκτυα διάθεσης.

Στην Ελλάδα, ο όμιλος Eurobank EFG έχει κατακτήσει την πρώτη θέση στην καταναλωτική πίστη, τα αμοιβαία κεφάλαια, την επενδυτική τραπεζική, τις χρηματοπιστηριακές εργασίες και τις ασφάλειες ζωής, ενώ είναι ο μεγαλύτερος χρηματοδότης μικρών ελληνικών επιχειρήσεων και από τους μεγαλύτερους χρηματοδότες ελληνικών επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα.

Ο βασικός μας σκοπός δεν είναι άλλος παρά η προσπάθεια να προβούμε στην καλύτερη απόδοση της μερισματικής πολιτικής αυτής της μεγάλης ιδιωτικής τράπεζας που δραστηριοποιείται όχι μόνο στη χώρα μας αλλά και σε πολλά άλλα σημεία της γηραιάς ηπείρου. Το διαφορετικό σημείο είναι σαφώς ο αριθμός των μετοχών που κυκλοφορούν, ο οποίος μέσα στα χρόνια έχει διαφοροποιηθεί αρκετές φορές, πράμα το οποίο είναι αναμενόμενο, αφού το μετοχικό κεφάλαιο δέχεται πολλές και σημαντικές αλλαγές οι οποίες αποφασίζονται από τους ασκούντες της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης. Συγκεκριμένα ο αριθμός των μετοχών που κυκλοφορούν στην τράπεζα της EFG Eurobank Ergasias σήμερα είναι 468.777.000.

| Έτος | Καθαρά Κέρδη | Τιμή Μετοχής | Αριθμός Μετοχών | Καθαρά Κέρδη / Αριθμό Μετοχών | Κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους | Μέρισμα/ Μετοχή |
|------|--------------|--------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|
| 2003 | 256.000 | 9,70 | 474.074,1 | 0,54 | 284.444 | 0,60 |
| 2004 | 292.000 | 12,52 | 486.666,7 | 0,60 | 350.400 | 0,72 |
| 2005 | 434.000 | 17,39 | 336.434,1 | 1,29 | 302.790 | 0,90 |
| 2006 | 607.000 | 20,41 | 381.761 | 1,59 | 351.220 | 0,92 |
| 2007 | 861.000 | 24,50 | 460.427,8 | 1,87 | 377.550 | 0,82 |

Πίνακας 14.2.1.

Αυτό που με την πρώτη ματιά φαίνεται στη συγκεκριμένη τράπεζα είναι ότι ανήκει σε εκείνη την κατηγορία τραπεζών όπου ακολουθεί μια σταθερή διανομή μερίσματος για όλη την πενταετία. Τα κέρδη της EFG Eurobank Ergasias ακολουθούν αυξητική πορεία κατά τη διάρκεια όλης της περιόδου, τα οποία μάλιστα σημειώνουν το μεγαλύτερο επίπεδο το έτος 2007, όπου φτάνουν τα 861 εκατομμύρια ευρώ.

Ένας άλλος σημαντικός δείκτης είναι βέβαια η μερισματική απόδοση. Από αυτό τον δείκτη προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

| <i>Έτος</i> | <i>Μερισματική Απόδοση</i> |
|-------------|----------------------------|
| 2003 | 5,7% |
| 2004 | 4,6% |
| 2005 | 4,3% |
| 2006 | 4,5% |
| 2007 | 3,3% |

Πίνακας 14.2.2.

Ένας άλλος βασικός δείκτης είναι η τιμή μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E). Χρησιμοποιώντας αυτό το δείκτη βρίσκουμε τον παρακάτω πίνακα.

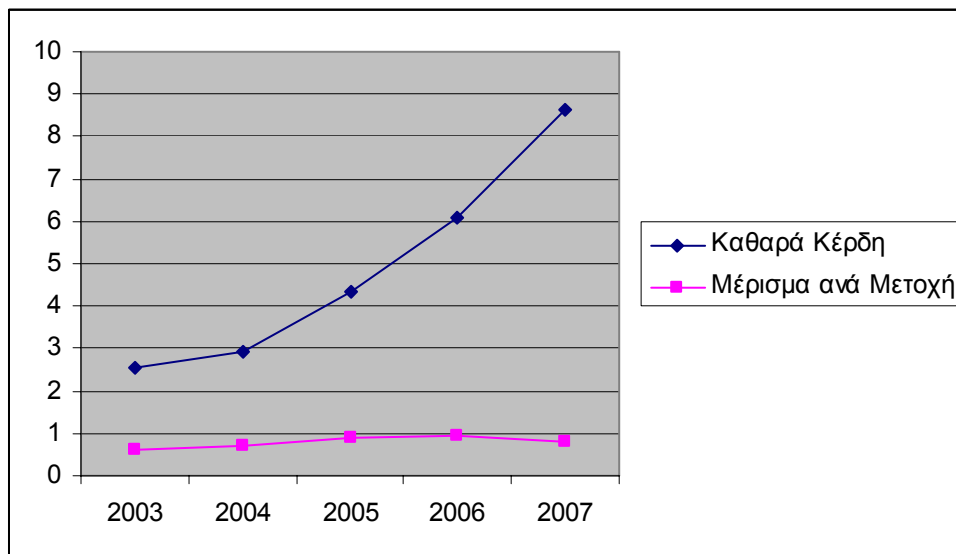
| <i>Έτος</i> | <i>Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E)</i> |
|-------------|--|
| 2003 | 19,40 |
| 2004 | 19,20 |
| 2005 | 14,41 |
| 2006 | 12,83 |
| 2007 | 13,61 |

Πίνακας 14.2.3.

Από τον πρώτο πίνακα παρατηρούμε πως υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών και της αξίας των μερισμάτων.

Το βασικό στοιχείο που διαφοροποιεί σε κάποιο βαθμό αυτή τη θετική σχέση σε αυτήν την τράπεζα είναι το έτος 2007. Πιο συγκεκριμένα παρατηρούμε πως ενώ τα καθαρά κέρδη αυξάνονται το 2007, φτάνοντας μάλιστα και στο υψηλότερο επίπεδό τους, το μέρισμα σημειώνει μια οριακή μείωση στην αξία του και διαμορφώνεται στα 0,82 ευρώ.

Στα υπόλοιπα έτη ισχύει αυτό που είπαμε αναφορικά με τη θετική σχέση. Όλα τα παραπάνω μπορούμε να τα δούμε καλύτερα στο παρακάτω σχεδιάγραμμα.



Διάγραμμα 14.2.1.

Για όλα τα παραπάνω δεδομένα, αντλήσαμε στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της EFG Eurobank Ergasias:

<http://www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=23&mid=353&lang=gr>

<http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/ΣΤΧΠΛΗΡΑΠΕΕΝΟΠΜΗΤΡ.pdf>

http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/press_GR_26_02.pdf

<http://www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=375>

http://admin.eurobank.gr/Uploads/pdf/Isologismos_2004.pdf

<http://admin.eurobank.gr/Uploads/PDF/2003.pdf>

Μέσα στα υπόλοιπα συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από τους δείκτες είναι ότι η υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται χαμηλό δείκτη P/E. Πράγμα που φαίνεται αν συγκρίνουμε το δεύτερο με τον τρίτο πίνακα.

Τα έτη εκείνα όπου σημειώνεται υψηλή μερισματική απόδοση, ο δείκτης τιμή μετοχής ανά κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζεται με μικρότερα ποσοστά. Χωρίς αυτό όμως να είναι παγιωμένο.

Όπως γνωρίζουμε από τη θεωρία, υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται συνήθως χαμηλό δείκτη P/E χωρίς όμως να συμβαίνει και το αντίστροφο γιατί σε περίπτωση που η επιχείρηση διανέμει στους μετόχους μικρό ποσοστό κερδών της ένας χαμηλός δείκτης δε συνεπάγεται αυτόματα και υψηλή μερισματική απόδοση. Όλα αυτά μπορούμε να δούμε και στη συγκεκριμένη τράπεζα. Το έτος 2006 όπου έχουμε υψηλή μερισματική απόδοση έχουμε και μικρό δείκτη P/E.

Τέλος ένα άλλο βασικό συμπέρασμα που μπορούμε να εξάγουμε από το δείκτη της μερισματικής απόδοσης είναι ότι όσο υψηλότερος είναι, τόσο λιγότερες είναι οι πιθανότητες πτώσης της τιμής των μετοχών.

14.3. Alpha Bank.

Ο Όμιλος Alpha Bank, ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα, προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της λιανικής τραπεζικής, της τραπεζικής μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, των πιστωτικών καρτών, της διαχείρισης κεφαλαίων, της επενδυτικής τραπεζικής, του private banking, των χρηματιστηριακών εργασιών, του leasing και του factoring.

Ο Όμιλος Alpha Bank δραστηριοποιείται επίσης στη διεθνή αγορά, με παρουσία στην Κύπρο, στην Ρουμανία, στο Λονδίνο, στην Σερβία, στην Αλβανία, στο Jersey, στην Βουλγαρία, στην ΠΓΔΜ, στην Ουκρανία και στη Νέα Υόρκη.

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα βασικά μεγέθη που χρησιμοποιήσαμε προκειμένου να μελετήσουμε τη μερισματική πολιτική της τράπεζας.

| Έτος | Καθαρά Κέρδη | Τιμή Μετοχής | Αριθμός Μετοχών | Καθαρά Κέρδη / Αριθμό Μετόχων | Κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους | Μέρισμα/ Μετοχή |
|------|--------------|--------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|
| 2003 | 260.368 | 10,18 | 195.835 | 1,33 | 117.501 | 0,60 |
| 2004 | 316.407 | 12,83 | 235.105 | 1,34 | 169.275 | 0,72 |
| 2005 | 377.870 | 16,52 | 291.203 | 1,30 | 244.610 | 0,84 |
| 2006 | 451.987 | 21,38 | 408.022 | 1,11 | 346.818 | 0,85 |
| 2007 | 670.698 | 23,91 | 410.977 | 1,63 | 369.879 | 0,90 |

Πίνακας 15.3.1.

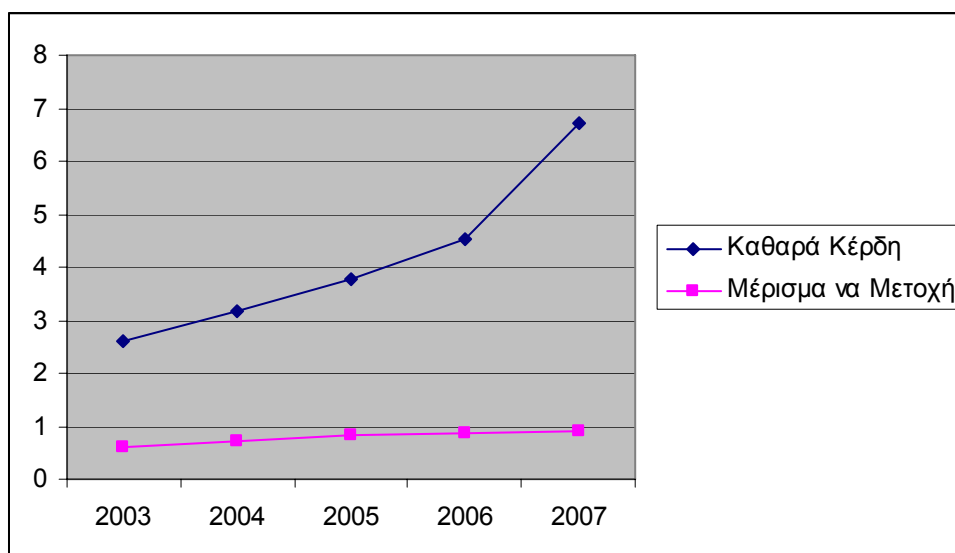
Η πρώτη γενικά εικόνα είναι ότι έχουμε σταθερή διανομή μερίσματος και στα πέντε χρόνια.

Τα καθαρά κέρδη και εδώ παρουσιάζουν μια συνεχή θετική πορεία. Η κερδοφορία των περισσότερων τραπεζών που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό χώρο είναι αναμφισβήτητη. Η Alpha Bank σαφώς και δεν αποτελεί εξαίρεση αλλά αντίθετα ενισχύει την άποψη αυτή.

Η χρονιά με τα περισσότερα κέρδη είναι το 2007 όπου η κερδοφορία της τράπεζας έφτασε τα 671 εκατομμύρια ευρώ. Μέσα στα πέντε χρόνια δηλαδή που εξετάζουμε η τράπεζα σχεδόν διπλασίασε τα καθαρά της κέρδη. Πράγμα που δείχνει την οικονομική υγεία του ελληνικού τραπεζικού κλάδου.

Ένα άλλο πολύ σημαντικό στοιχείο που θα πρέπει να προσθέσουμε για αυτήν την τράπεζα, κάτι το οποίο παρατηρούμε μέσα στις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις, είναι ότι πέρα από το μέρισμα διανέμει ένα άλλο τύπο μερισμάτων αυτό των μετοχών, πιο συγκεκριμένα διανέμει τέσσερις νέες μετοχές για κάθε δέκα παλαιές που κατέχει ο μέτοχος-επενδυτής. Το μετοχικό κεφάλαιο της Alpha Bank δέχτηκε, όπως είναι αναμενόμενο και λογικό μέσα στα χρόνια, πολλές μεταβολές. Σήμερα πάντως ο αριθμός των μετοχών που είναι σε κυκλοφορία είναι 411.000.652.

Εξετάζοντας από την άλλη πλευρά τα μερίσματα, παρατηρούμε πως παρουσιάζουν μια αυξητική πορεία για όλα τα έτη που εξετάζουμε. Από το 2003 έως το 2007 η αξία των μερισμάτων κυμαίνεται από 0,60 σε 0,90 ευρώ. Την μεγαλύτερη αξία τους τη σημειώνουν το έτος 2007 που διαμορφώνονται στην τιμή των 0,90 ευρώ. Με άλλα λόγια παρατηρούμε πως τα καθαρά κέρδη συσχετίζονται θετικά με τα μερίσματα. Η συνεχής αυξητική πορεία των καθαρών κερδών αντανακλάται και στα μερίσματα τα οποία διανέμει η τράπεζα. Αυτό φαίνεται καλύτερα στο σχεδιάγραμμα που ακολουθεί.



Διάγραμμα 14.3.1.

Για όλα τα παραπάνω δεδομένα, αντλήσαμε στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Alpha Bank:

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=30>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=52>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=53>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=549>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=2763>

Χρήσιμα συμπεράσματα μπορούμε να εξάγουμε και σε αυτήν την περίπτωση από τη μερισματική απόδοση. Αυτό φαίνεται καλύτερα και στον παρακάτω πίνακα όπου μας δίνεται η μερισματική απόδοση. Σημείο διαφοροποίησης είναι ότι στη συγκεκριμένη τράπεζα η μερισματική απόδοση μειώνεται, ενώ η μέση τιμή της μετοχής αυξάνεται συνεχώς για όλα τα έτη. Θα πρέπει να σημειώσουμε πάντως πως η μερισματική απόδοση για τα τρία πρώτα έτη είναι σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

| <i>Έτος</i> | <i>Μερισματική Απόδοση</i> |
|-------------|----------------------------|
| 2003 | 6% |
| 2004 | 5,8% |
| 2005 | 5,1% |
| 2006 | 3,8% |
| 2007 | 3,9% |

Πίνακας 14.3.2.

Τέλος αν προβούμε σε σύγκριση της μερισματικής απόδοσης με τον δείκτη P/E παρατηρούμε πως υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται χαμηλό δείκτη P/E, πράγμα το οποίο σημαίνει πως η μετοχή της συγκεκριμένης τράπεζας είναι ιδιαίτερος ελκυστική προς τους επενδυτές.

| <i>Έτος</i> | <i>Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E)</i> |
|-------------|--|
| 2003 | 10,82 |
| 2004 | 11,11 |
| 2005 | 12,52 |
| 2006 | 15,21 |
| 2007 | 12,30 |

Πίνακας 14.3.3.

14.4. Τράπεζα Πειραιώς.

Ο Όμιλος Πειραιώς αποτελεί έναν από τους πιο δυναμικούς και δραστήριους της ελληνικής οικονομίας. Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα και το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Στις αρχές του 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBAbank ενώ η απορρόφησή της ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003. Σήμερα η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα (universal bank). Πέρα από τη διανομή χρηματικού μερίσματος η τράπεζα επιλέγει και τη διανομή μερίσματος με μορφή μετοχών. Το 2004 για παράδειγμα αποφάσισε να διανείμει μία μετοχή για κάθε τέσσερις παλαιές.

| Έτος | Καθαρά Κέρδη | Τιμή Μετοχής | Αριθμός Μετοχών | Καθαρά Κέρδη / Αριθμό Μετοχών | Κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους | Μέρισμα/ Μετοχή |
|------|--------------|--------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|
| 2003 | 111.777 | 6,33 | 197.587 | 0,57 | 59.276 | 0,30 |
| 2004 | 127.000 | 7,60 | 200.257 | 0,63 | 80.102 | 0,40 |
| 2005 | 263.000 | 11,91 | 248.030 | 1,06 | 124.015 | 0,50 |
| 2006 | 337.300 | 18,95 | 262.354 | 1,28 | 167.906 | 0,64 |
| 2007 | 423.300 | 25,50 | 291.172 | 1,45 | 209.643 | 0,72 |

Πίνακας 14.4.1.

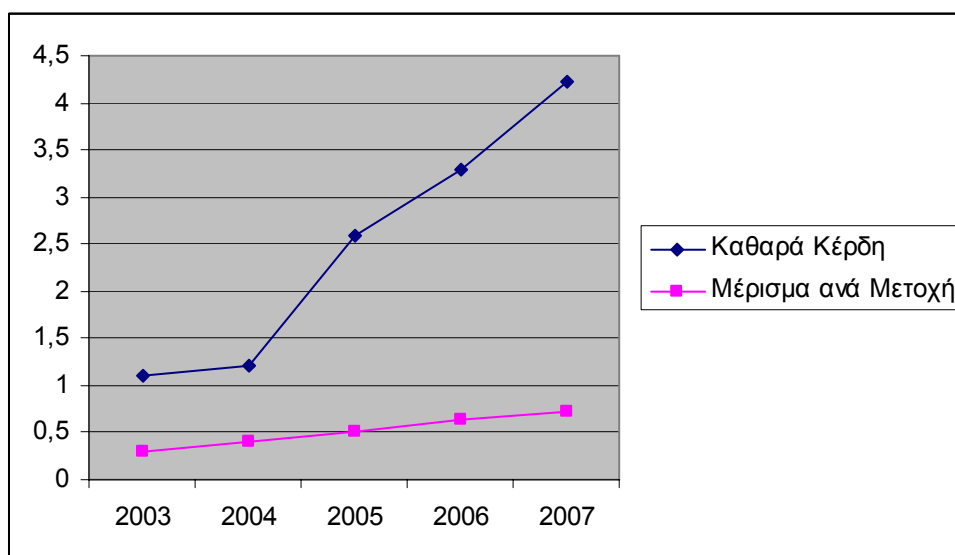
Όπως και οι υπόλοιποι μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι στην Ελλάδα, έτσι και η τράπεζα Πειραιώς ανήκει σε εκείνη την κατηγορία τραπεζών που διανέμουν μερίσματα.

Τα καθαρά κέρδη παρουσιάζουν μια συνεχόμενη αυξητική πορεία αλλά δεν αγγίζουν τα επίπεδα της κερδοφορίας των υπολοίπων τραπεζών που έχουμε εξετάσει έως τώρα. Ένα κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα της Τράπεζας Πειραιώς με τις υπόλοιπες τράπεζες αναφορικά με την κερδοφορία είναι ότι σημειώνει τα υψηλότερα κέρδη της και αυτή το 2007, όπου τα κέρδη αγγίζουν τα 423 εκατομμύρια ευρώ.

Τα μερίσματα από την άλλη παρουσιάζουν και αυτά μια συνεχόμενη αυξητική πορεία. Συγκεκριμένα από το 2003, τον αρχικό δηλαδή χρόνο μελέτης μας έως το τελευταίο έτος, το 2007, το μέρισμα έχει σχεδόν διπλασιαστεί. Και σε αυτή την περίπτωση ισχύει ότι τα μερίσματα τα οποία διανέμει η τράπεζα τείνουν να ακολουθούν τη διαμόρφωση των επιπέδων των καθαρών κερδών. Βέβαια θα πρέπει να προσθέσουμε πως τα κέρδη αυξάνονται με πολύ υψηλότερο ρυθμό από ότι αυξάνονται τα μερίσματα, τα διανεμόμενα μερίσματα απλά παρουσίασαν μια δυναμική πορεία αύξησης που επιτρέπει τη διαμόρφωση μιας πορείας συνεχόμενης αύξησης χωρίς όμως τη δυναμικότητα των καθαρών κερδών.

Επίσης σημαντικό στοιχείο το οποίο μπορούμε να αντλήσουμε από τον πρώτο πίνακα είναι ότι το μεγαλύτερο μέρισμα δίνεται το 2007, το έτος δηλαδή εκείνο όπου έχουμε και τα υψηλότερα κέρδη. Οι υπόλοιπες τιμές των μερισμάτων είναι ανάλογες του επιπέδου της κερδοφορίας της τράπεζας.

Όλα αυτά μπορούμε να τα δούμε καλύτερα στο σχεδιάγραμμα που ακολουθεί και όπου μπορούμε να δούμε τόσο την πορεία των καθαρών κερδών όσο και την πορεία των μερισμάτων μέσα στη πενταετία.



Διάγραμμα 14.4.1.

Για όλα τα παραπάνω δεδομένα, αντλήσαμε στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας Πειραιώς:

<http://www.piraeusbank.gr/ecpage.asp?id=233249&nt=19&lang=1>

<http://www.piraeusbank.gr/ecPage.asp?id=278179&lang=1&nt=96&sid=&fid=233555>

<http://www.piraeusbank.gr/ecPage.asp?id=235054&lang=1&nt=102&sid=&fid=233568>

Ένας άλλος χρήσιμος δείκτης της μερισματικής πολιτικής είναι η μερισματική απόδοση. Ο δείκτης αυτός ο οποίος παρουσιάζει τα μερίσματα προς τα την τιμή μετοχής κάθε έτους.

Τα πρώτα τρία χρόνια έχουμε τις υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις. Η διαφορά εδώ είναι ότι το τρίτο έτος αρχίζει πτώση της μερισματικής απόδοσης.

Η μεγαλύτερη απόδοση σημειώνεται το έτος 2004 όπου η τιμή της μερισματικής απόδοσης είναι 5,2%.

Η μικρότερη απόδοση σημειώνεται το έτος 2007 όπου η μερισματική απόδοση είναι 2,8%. Η τιμή της μετοχής αυξάνεται συνεχώς όλα τα έτη τα οποία εξετάζουμε τα τελευταία χρόνια όμως η μέση τιμή τη μετοχής αυξάνεται με πολύ υψηλούς ρυθμούς. Τα τελευταία μάλιστα χρόνια η τιμή της μετοχής παίρνει διψήφιες τιμές ενώ τα πρώτα χρόνια παρατηρούμε τιμές μικρότερες των 10 ευρώ. Τα μερίσματα και εδώ ενώ αυξάνονται συνεχώς, δεν ακολουθούν τους ίδιους θετικούς ρυθμούς. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό η μερισματική απόδοση. Κάτι το οποίο φαίνεται στον δεύτερο πίνακα αυτής της ενότητας.

| <i>Έτος</i> | <i>Μερισματική Απόδοση</i> |
|-------------|----------------------------|
| 2003 | 4,7% |
| 2004 | 5,2% |
| 2005 | 4,2% |
| 2006 | 3,1% |
| 2007 | 2,8% |

Πίνακας 14.4.2.

Από την μερισματική απόδοση μπορούμε να εξάγουμε και άλλα συμπεράσματα αν χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη τιμή μετοχής προς καθαρά κέρδη (P/E).

Η τιμή που παίρνει ο δείκτης P/E δείχνει πόσες φορές μεγαλύτερη από τα κέρδη ανά μετοχή είναι η τιμή της μετοχής. Γνωρίζουμε πως όσο μικρότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή προς τους επενδυτές. Αυτό βέβαια δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση το γενικό κανόνα. Ο δείκτης αυτός δεν είναι ούτε απόλυτος ούτε βέβαια καθοριστικός για τους επενδυτές. Εξαρτάται πάντα από το ρυθμό της ανάπτυξης της επιχείρησης.

Η μερισματική απόδοση της Τράπεζας Πειραιώς για τα έτη τα οποία εξετάζουμε, παρουσιάζει συνδυασμό υψηλής μερισματικής απόδοσης και χαμηλού δείκτη P/E. Κάτι το οποίο φαίνεται ξεκάθαρα στα πρώτα τρία υπό εξέταση έτη.

Τέλος αν χρησιμοποιήσουμε τη μερισματική απόδοση θα δούμε ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα σε αυτή και στην τιμή της μετοχής. Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο μικρότερα περιθώρια πτώσης της τιμής της μετοχής υπάρχουν.

| <i>Έτος</i> | <i>Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E)</i> |
|-------------|--|
| 2003 | 12,11 |
| 2004 | 11,69 |
| 2005 | 8,7 |
| 2006 | 14,63 |
| 2007 | 16,66 |

Πίνακας 14.4.3.

14.5. Εμπορική τράπεζα.

Η Εμπορική Τράπεζα ιδρύθηκε το 1907, είναι εισηγμένη στο ΧΑ από το 1909 και είναι μία από τις μεγαλύτερες εμπορικές Τράπεζες της Ελλάδας, δραστηριοποιείται στις εγχώριες και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου και χρήματος, προσφέροντας ένα πλήρες φάσμα παραδοσιακών και σύγχρονων τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών, που καλύπτουν τις αποταμιευτικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές ανάγκες της πελατείας της.

Η Εμπορική τράπεζα παρουσιάζει σημαντικές διαφορές με τις προηγούμενες τράπεζες που είδαμε έως τώρα. Η μερισματική πολιτική της τράπεζας αυτής έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, δε διανέμει μέρισμα σε όλες της χρονιές. Αυτό βέβαια το συμπέρασμα θα ήταν άδικο, αν ήταν αποκλειστική απόδοση των πέντε ετών τα οποία εξετάζουμε στην συγκεκριμένη εργασία. Για αυτό το λόγο αναγκαίο κρίνεται να εξετάσουμε τη διανομή μερίσματος από την τράπεζα για ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Διαφορές δε σημειώνονται μόνο στη διανομή μερίσματος σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες που είδαμε έως τώρα. Σημαντική διαφορά παρουσιάζεται και στην κερδοφορία στα υπό εξέταση έτη αλλά και στο ευρύτερο υπόδειγμα ετών που πήραμε παραπάνω.

Τα καθαρά κέρδη της τράπεζας δεν είναι πάντα θετικά αλλά παίρνουν και σε πολλά έτη και αρνητικό πρόσημο. Η τράπεζα πέρασε από πολλές διακυμάνσεις αφού πέρασε από τα δημόσια χέρια στα ιδιωτικά.

Έτη με αρνητικό πρόσημο στα καθαρά κέρδη είναι το έτος 2004 και 2006. Τα υπόλοιπα έτη έχουμε βέβαια κέρδη και όχι ζημίες αλλά πολύ μικρότερου επιπέδου από τις προηγούμενες τράπεζες που είδαμε στις προηγούμενες ενότητες. Αναλυτικότερα, βλέπουμε πως το 2003 έχουμε κέρδη 72 περίπου εκατομμυρίων, το 2005 επίσης κέρδη 88 περίπου εκατομμυρίων και το 2007 έχουμε κέρδη πάλι της τάξης των 48 εκατομμυρίων ευρώ. Τις υπόλοιπες όμως χρονιές έχουμε ζημίες και όχι καθαρά κέρδη. Συγκεκριμένα το έτος 2004 έχουμε ζημίες της τάξης των 94 εκατομμυρίων ευρώ περίπου και το αποκορύφωμα είναι το έτος 2006 με πολύ

μεγάλες ζημιές της τάξης των 237 εκατομμυρίων ευρώ περίπου. Όλα αυτά μπορούμε να τα δούμε καλύτερα στον παρακάτω πίνακα.

| Έτος | Καθαρά Κέρδη | Τιμή Μετοχής | Αριθμός Μετοχών | Καθαρά Κέρδη / Αριθμό Μετοχών | Κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους | Μέρισμα/ Μετοχή |
|------|--------------|--------------|-----------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|
| 2003 | 72.671 | 13,91 | 21.366 | 3,40 | 10.683 | 0,50 |
| 2004 | -94.171 | 15,92 | 88.260 | -1,07 | | - |
| 2005 | 88.067 | 20,71 | 132.391 | 0,66 | | - |
| 2006 | -237.968 | 29,63 | 132.391 | -1,79 | | - |
| 2007 | 48.535 | 21,02 | 132.391 | 0,37 | | - |

Πίνακας 14.5.1.

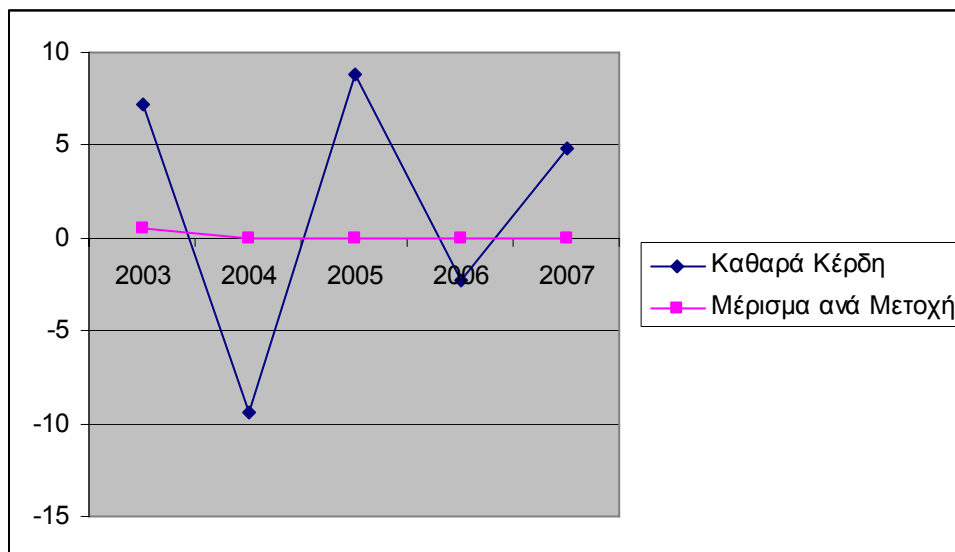
Ένα από τα βασικά συμπεράσματα που μπορούμε να εξάγουμε σε αυτήν την τράπεζα αναφορικά με τη μερισματική πολιτική είναι ότι αυτή δεν εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο από τα κέρδη που μπορεί να έχει σε μια περίοδο αλλά και από τις οικονομικές καταστάσεις που ίσχυαν σε προηγούμενες οικονομικές περιόδους. Αυτό φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα.

Η διανομή μερίσματος πραγματοποιείται το 2003 όπου έχουμε καθαρά κέρδη, το 2004 όπως είναι αναμενόμενο εξαιτίας της ζημίας και όλων αυτών που είπαμε έως τώρα δεν έχουμε διανομή μερίσματος.

Το 2005 όμως σημειώνεται κάλυψη των ζημιών και επίτευξη καθαρών κερδών, παρόλα αυτά όμως δεν πραγματοποιείται διανομή μερίσματος αφού η τράπεζα βρίσκεται σε μια διαρκή προσπάθεια εξυγίανσης και δεν θεωρεί πως η διανομή μερίσματος θα λειτουργήσει προς αυτήν την κατεύθυνση.

Το ίδιο παρατηρούμε και το τελευταίο υπό εξέταση έτος το 2007.

Όλα αυτά φαίνονται και στη διαγραμματική απεικόνιση που ακολουθεί.



Διάγραμμα 14.5.1

Για όλα τα παραπάνω δεδομένα, αντλήσαμε στοιχεία από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της Εμπορικής τράπεζας:

http://www.emporiki.gr/cbg/gr/cbg_index.jsp

<http://www.emporiki.gr/cbg/gr/investors/investors.jsp>

http://www.emporiki.gr/cbg/gr/investors/shareholders.jsp?docpath=/GR/Investor/static/metoxiki_synthesi

Ο δείκτης της μερισματικής απόδοσης όπως είναι αναμενόμενο δεν μας είναι ιδιαίτερα χρήσιμος σε αυτήν την τράπεζα, αφού όπως εξηγήσαμε δεν έχουμε σταθερή διανομή μερισμάτων.

Η μόνη χρονιά στην οποία μπορούμε να εξάγουμε δείκτη μερισματικής απόδοσης είναι το έτος 2003 όπου είναι και το μόνο έτος που η τράπεζα διανέμει μέρισμα. Στο έτος λοιπόν εκείνο η μερισματική απόδοση είναι 3,59%.

Όσον αφορά το δείκτη P/E μόνο για το έτος 2003 παρατηρούμε πως υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται χαμηλό δείκτη P/E. Τέλος, όσον αφορά τη σχέση της μερισματικής απόδοσης και της τιμής της μετοχής μπορούμε να πούμε πως μόνο από το έτος 2003 παρατηρούμε πως δίνεται ώθηση στην μελλοντική διαμόρφωση της μέσης τιμής των μετοχών. Η μέση τιμή των μετοχών σημειώνει αύξηση σε όλα τα εξεταζόμενα έτη εκτός από το 2007 όπου σημειώνει μια οριακή μείωση σε σχέση με την τιμή του 2006.

Όλα αυτά φαίνονται καλύτερα στους παρακάτω πίνακες.

| <i>Έτος</i> | <i>Μερισματική Απόδοση</i> |
|-------------|----------------------------|
| 2003 | 3,59% |
| 2004 | 0 |
| 2005 | 0 |
| 2006 | 0 |
| 2007 | 0 |

Πίνακας 14.5.2.

| <i>Έτος</i> | <i>Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (P/E)</i> |
|-------------|--|
| 2003 | 12,11 |
| 2004 | 11,69 |
| 2005 | 8,7 |
| 2006 | 14,63 |
| 2007 | 16,66 |

Πίνακας 14.5.3.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Αν εξετάσουμε τη συνολική μερισματική πολιτική των τεσσάρων πρώτων πολιτικών που είδαμε, δηλαδή της Εθνικής Τράπεζας, της EFG Eurobank Ergasias, της Alpha Bank και της Τράπεζας Πειραιώς θα δούμε πως έχουν ένα κοινό σημείο στη μερισματική τους πολιτική.

Προτού όμως δούμε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε ένα άλλο χαρακτηριστικό τους που δεν έχει να κάνει τουλάχιστον άμεσα με την μερισματική τους πολιτική. Αυτό το χαρακτηριστικό είναι ότι αυτές οι τέσσερις τράπεζες κατέχουν την πρωτοκαθεδρία σε όλες τις οικονομικές κινήσεις που αφορούν τον τραπεζικό κλάδο στην Ελλάδα. Αποτελούν αυτό που θα λέγαμε στην οικονομική επιστήμη ως οι ηγέτες του κλάδου τους. Οι υπόλοιπες τράπεζες απλά περιμένουν τι είδους κινήσεις θα κάνουν αυτές για να ακολουθήσουν και να προσαρμοστούν σε νέες συνθήκες και νέα δεδομένα.

Πέρα όμως από αυτό, άλλο χαρακτηριστικό γνώρισμα είναι το γεγονός πως αυτές οι τέσσερις τράπεζες κατέχουν και τα περισσότερα κέρδη σε σχέση με όλες τις υπόλοιπες. Με άλλα λόγια η κερδοφορία που παρουσιάζουν είναι τόσο μεγάλη σε σχέση με τις υπόλοιπες γεγονός που τους δίνει το δικαίωμα να επενδύουν τα κέρδη τους και στο εξωτερικό και να γίνονται συγκρίσιμες και ανταγωνιστικές όχι μόνο με ξένες τράπεζες αλλά ακόμη και σε πολλές περιπτώσεις και με τραπεζικούς κολοσσούς.

Ξαναγυρίζοντας τώρα στη μερισματική πολιτική θα πρέπει να σημειώσουμε πως είναι οι μόνες ελληνικές τράπεζες που ασπάζονται τη σταθερή απόδοση χρηματικού μερίσματος διαχρονικά.

Δίνουν έτσι την εντύπωση πως πιστεύουν ότι με αυτόν τον τρόπο έχουν με το μέρος τους την πλειοψηφία των επενδυτών είτε αυτοί χαρακτηρίζονται μικροί ή μεγάλοι. Κρατούν υπεύθυνοι στάση απέναντί τους και σε πολλές περιπτώσεις όπως είδαμε πέρα από τη διανομή χρηματικού μερίσματος διανέμουν και μετοχές.

Σα βασικό συμπέρασμα, το οποίο βγαίνει από την όλη έως τώρα εμπειρική μελέτη της μερισματικής πολιτικής των ελληνικών τραπεζών είναι ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των καθαρών κερδών και της αξίας των μερισμάτων που διανέμουν σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις. Αυτό σημαίνει πως, όταν αυξάνονται τα κέρδη, αυξάνονται και τα μερίσματα και αντίστροφα.

Η αξία του μέσου μερίσματος για αυτές τις μεγάλες και ισχυρές τράπεζες είναι 0,6 ευρώ, αφού τα μερίσματα κινούνται μεταξύ 0,4 και 1,1 ευρώ.

Από την άλλη πλευρά ο πολύ σημαντικός δείκτης της μερισματικής πολιτικής παρατηρούμε πως κυμαίνεται από 2,6 σε 8,3 για τις παραπάνω τράπεζες. Αυτό που ισχύει σε ένα πολύ μεγάλο ποσοστό είναι ότι η μερισματική απόδοση εντοπίζεται στις τιμές 3% και 6%. Ο δείκτης αυτός κρατάει τις τιμές των μετοχών σε υψηλό επίπεδο και σε πολλές περιπτώσεις παρέχει κάποιου είδους εγγύησης πως η τιμή της μετοχής θα διατηρηθεί σε αυτό το ύψος και σε πολλές ακόμη περιπτώσεις ότι θα αυξηθεί. Η πιθανότητα δηλαδή πτώσης της μέσης τιμής της μετοχής ενώ η μερισματική απόδοση είναι υψηλή είναι εξαιρετικά μικρή.

Η μερισματική απόδοση σε συνδυασμό με τον δείκτη P/E μας δείχνει πόσο ελκυστική είναι η μια μετοχή. Στις περισσότερες περιπτώσεις που εξετάσαμε παρατηρούμε πως υψηλή μερισματική απόδοση συνεπάγεται με χαμηλό δείκτη P/E, πράγμα που σημαίνει πως η μετοχή είναι αρκετά ελκυστική προς τους επενδυτές και μετόχους της τράπεζας.

Επίσης δε θα πρέπει να ξεχάσουμε να αναφέρουμε την περίπτωση της Εμπορικής Τράπεζας η οποία τα τελευταία χρόνια δε διανέμει μέρισμα. Το Διοικητικό Συμβούλιο φοβόταν πως θα χάσει ένα μέρος των επενδυτών της και για αυτό το λόγο προέβη σε διευκρινίσεις σχετικά με την απόφαση αυτή. Από το 2001 έως το 2007 παρατηρούμε μάλιστα πως προσπάθησε να διανείμει μέρισμα χρονιές που είχε υψηλά καθαρά κέρδη προκειμένου να γίνει αρεστή στους νέους επενδυτές αλλά και στους μετόχους της.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η εργασία αυτή ερεύνησε ένα από τα πιο σοβαρά και ενδιαφέροντα θέματα της σημερινής χρηματοοικονομικής κατάστασης. Η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής αποτελεί αναμφίβολα πεδίο διαρκούς συζήτησης στα διοικητικά συμβούλια των επιχειρήσεων, είτε αυτές χαρακτηρίζονται ως μεγάλες και ισχυρές, είτε ως μικρές και νεοσύστατες. Η ανάλυση όμως δε σταματά μόνο σε αυτούς τους ειδικούς της χρηματοοικονομικής επιστήμης, αφού συνεχίζεται και από τους απλούς επενδυτές και μετόχους, είτε αυτοί είναι ευκαιριακοί ή μικρομέτοχοι εταιρειών, είτε είναι διεθνή κερδοσκοπικά ή επενδυτικά funds. Το μέρισμα αποτελεί στις μέρες μας ένα σοβαρό δείκτη που χρησιμοποιείται από τους επενδυτές στην προσπάθειά τους να δουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και μέσα από τη διαχρονική πολιτική διανομής μερισμάτων να ελέγξουν τις οικονομικές της δυνατότητες.

Αυτό γίνεται πιο εύκολα αντιληπτό αν προσθέσουμε τη βούληση πολλών επιχειρήσεων, οι οποίες διανέμουν μερίσματα ακόμη και την εποχή εκείνη όπου τα κέρδη τους δεν παρουσιάζουν την καλύτερη εικόνα τους. Γεγονός παραμένει πάντως πως η υψηλότερη διανομή μερισμάτων θα πραγματοποιηθεί όταν η επιχείρηση επιτυγχάνει την υψηλότερη δυνατή κερδοφορία της. Σε γενικές γραμμές, αυτό που συμβαίνει στη χώρα μας τις τελευταίες δεκαετίες είναι η σημείωση μιας αξιόλογης και γενικότερης διοικητικής μεταβολής προς τη στροφή εκείνη της διανομής μερίσματος από την παρακράτηση των κερδών τους. Αυτό το γεγονός δε δικαιολογείται επαρκώς και μόνο από το ότι όλο και περισσότερες ελληνικές επιχειρήσεις εισάγονται στο χρηματιστήριο αλλά δείχνει ακριβώς αυτή τη μεταβολή οικονομικής σκέψης που δηλώσαμε προηγουμένως.

Οι επιχειρήσεις πλέον γνωρίζουν πως το μέρισμα αποτελεί ένα σοβαρό για τους επενδυτές δείκτη οικονομικής ευρωστίας και προτιμούν να μην χάσουν αυτή την εμπιστοσύνη που έχουν αναπτύξει με το επενδυτικό τους κοινό παρακρατώντας κέρδη, χωρίς δηλαδή να προχωρούν στη διανομή μερισμάτων. Οι μεγάλες και ανταγωνιστικές επιχειρήσεις ενστερνίζονται μια πολιτική βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας με ενίσχυση της παραγωγικότητας, βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος και τόνωση των επενδύσεων που όλα αυτά αποτελούν απαρέγκλιτη προϋπόθεση για την εξασφάλιση υψηλού ρυθμού ανάπτυξης και σε όλα αυτά έρχεται να προστεθεί η υιοθέτηση της διανομής μερίσματος. Σε όλα τα προηγούμενα εξάιρεση δε θα μπορούσε να αποτελέσει ο ελληνικός τραπεζικός

κλάδος. Αυτός ο κλάδος πέρα της τεράστιας θεσμικής του σημασίας χαρακτηρίζεται και από ιδιαίτερα υψηλή κερδοφορία σε σχέση πάντα με άλλους κλάδους που δραστηριοποιούνται στη χώρα μας.

Από αυτή τη σκοπιά αλλά και σε συνδυασμό με τη διανομή μερισμάτων στην οποία προβαίνουν αρκετές και ισχυρές ελληνικές τράπεζες, συντέλεσαν αποφασιστικά στο να επιλέξουμε τον συγκεκριμένο κλάδο για μια εμπειρική διερεύνηση της μερισματικής του πολιτικής στην παρούσα μελέτη. Προτού όμως φτάσουμε σε αυτό το σημαντικό μέρος της μελέτης, σκόπιμο κρίθηκε να προβούμε στην θεωρητική κατάρτιση του συγκεκριμένου θέματος. Αναλύσαμε και περιγράψαμε καθετί το οποίο κρίθηκε ως απαραίτητο και αναγκαίο στοιχείο, έτσι ώστε να υπάρχει πλήρη και αξιόλογη εικόνα γύρω από τα στοιχεία εκείνα που στοιχειοθετούν, θεωρητικά τουλάχιστον, το θέμα των μερισμάτων. Η περιπτωσιολογική μελέτη οικονομικών καταστάσεων κρίνεται ως άτοπη, αφού μπορούμε να οδηγηθούμε σε λανθασμένα συμπεράσματα αν προηγουμένως δεν έχουμε γεμίσει τη φαρέτρα μας με τα απαραίτητα όπλα της γνώσης και ειδικότερης επιστημονικής κατάρτισης ενός αξιόλογου θέματος.

Αφού πραγματοποιήθηκε αυτό, προχωρήσαμε στο πιο ενδιαφέρον κομμάτι της μελέτης που αποτελεί την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής πέντε ελληνικών τραπεζών και την απόδοση συμπερασμάτων σε σχέση με την πολιτική αυτή. Αυτό το οποίο μπορούμε να πούμε γενικά σε σχέση με όλα τα προηγούμενα στον επίλογο της μελέτης μας είναι ότι οι ελληνικές τράπεζες δεν ξεφεύγουν και δεν αποκλίνουν σημαντικά με όλα όσα ειπώθηκαν προηγουμένως.

Το σημαντικότερο στοιχείο των ελληνικών τραπεζών σχετικά με τη διανομή μερισμάτων είναι βέβαια η στροφή που περιγράψαμε προηγουμένως. Εάν μέχρι τώρα η συνήθης αντιμετώπιση του μερίσματος ήταν αυτή, της δημιουργίας ενός μαξιλαριού για τη διακράτηση της μετοχής, προσφέροντας στον επενδυτή υπεραξίες σε βάθος χρόνου σε συνδυασμό με ενδιάμεση απόδοση ευθέως συγκρίσιμη με μίας κατάθεσης, οι σημερινές οικονομικές καταστάσεις και πολιτικές έχουν δημιουργήσει νέα δεδομένα και στο σκέλος αυτό. Το μέρισμα εξελίσσεται σε εργαλείο ρευστότητας για τους τραπεζίτες, οι οποίοι βλέπουν στην επανεπένδυσή του σαν έναν έμμεσο τρόπο ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, χωρίς τις διαδικασίες που συνεπάγεται μια νέα έκδοση. Οι έλληνες τραπεζίτες δείχνουν ότι επιθυμούν να διατηρήσουν μια υγιή μερισματική πολιτική για να ικανοποιήσουν και να ανταμείψουν τους επενδυτές τους. Πάνω σε αυτό, θα πρέπει να προσθέσουμε πως

ειδικότερα στις μέρες μας, όπου η παγκοσμιοποίηση βρίσκεται στο απόγειό της και συνεχείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις επικρατούν, κάθε άλλο παρά παραφονία, αποτελεί για το διεθνή οικονομικό περιβάλλον η οπτική γωνία με την οποία αντιμετωπίζουν πλέον το μέρισμα τραπεζίτες και επενδυτές. Έτσι παρατηρούμε πως η μερισματική απόδοση των ελληνικών τραπεζών κινήθηκε κατά μέσο όρο στο 2,5% το 2005, στο 3,36% το 2006 και στο 3,99% το 2007.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α.

Οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζει η ανώνυμη εταιρεία στο τέλος της χρήσης, σύμφωνα με το άρθρο 42α του Ν.2190/1920 εγκρίνονται από το διοικητικό συμβούλιο και θεωρούνται από τα υπεύθυνα πρόσωπα της διοίκησης. Η κατάρτιση και η έγκριση των οικονομικών καταστάσεων πραγματοποιείται εντός τεσσάρων μηνών από τη λήξη της χρήσης. Είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη γενική συνέλευση της εταιρείας, οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται στις εφημερίδες όπως ορίζει η παράγραφος 5 του άρθρου 43β του Ν.2190/1920, δηλαδή σε μια ημερολογιακή πολιτική εφημερίδα και σε δύο ημερήσιες εφημερίδες οικονομικού περιεχομένου, ενώ συγχρόνως υποβάλλονται μαζί με τις εκθέσεις των ελεγκτών και του διοικητικού συμβουλίου στο Υπουργείο Ανάπτυξης. Αυτή ακριβώς είναι η διαδικασία που περιγράφει τον προσδιορισμό του υποχρεωτικού αυτού ποσοστού που η εταιρεία καλείται να τηρήσει.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β.

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα και το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Τον Ιούνιο του 2000 πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας-Θράκης και Χίου, δημιουργώντας μία από τις τρεις μεγαλύτερες ιδιωτικές Τράπεζες στην Ελλάδα. Στις αρχές του 2002, η Τράπεζα Πειραιώς απέκτησε τον έλεγχο της ETBAbank ενώ η απορρόφησή της ολοκληρώθηκε το Δεκέμβριο 2003. Επίσης, στις αρχές του 2002 υπογράφηκε συμφωνία Στρατηγικής Συνεργασίας του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς με το διεθνή τραπεζοασφαλιστικό Όμιλο ING για την ελληνική αγορά, ενώ το Μάρτιο 2006 ολοκληρώθηκε η συγχώνευση των καταστημάτων της Τράπεζας Πειραιώς στη Βουλγαρία με την Eurobank. Σήμερα η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα (universal bank).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ.

Τον Ιούνιο του 2000 η Εμπορική Τράπεζα σύναψε συμφωνία στρατηγικής συνεργασίας με το διεθνή χρηματοοικονομικό όμιλο της Crédit Agricole, που απέκτησε αρχικά το 6,7% του μετοχικού κεφαλαίου της Εμπορικής. Μετά από την δημόσια πρόταση που έκανε η Crédit Agricole τον Ιούνιο του 2006 για την απόκτηση του 100% των μετοχών της Εμπορικής, κατέχει σήμερα το 72 % περίπου του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας, ενώ το υπόλοιπο ποσοστό είναι διασκορπισμένο σε περίπου 46.000 μετόχους. Η Εμπορική Τράπεζα διαθέτει 370 καταστήματα στην Ελλάδα και διεθνή παρουσία μέσω θυγατρικών της Τραπεζών στην Κύπρο, την Ρουμανία, τη Βουλγαρία και την Αλβανία (54 υποκαταστήματα σήμερα) και μέσω ενός υποκαταστήματος στο Λονδίνο. Ο Όμιλος της Εμπορικής Τράπεζας είναι ένας από τους πιο δυναμικούς ομίλους στον χρηματοοικονομικό τομέα και προσφέρει μία μεγάλη γκάμα προϊόντων και υπηρεσιών, μέσω της Τράπεζας αλλά και μιας σειράς θυγατρικών εταιρειών, όπως επενδυτικής τραπεζικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring), ασφάλειες, τραπεζοασφάλειες (bancassurance), διαχείριση διαθεσίμων θεσμικών επενδυτών (asset management), διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, ανάπτυξη και διαχείριση ακινήτων και καταναλωτική πίστη. Ο Όμιλος της Εμπορικής απασχολεί 7.600 άτομα περίπου. Μέσω του νέου της μετόχου, που συγκαταλέγεται στους μεγαλύτερους χρηματοοικονομικούς ομίλους διεθνώς, η Εμπορική Τράπεζα έχει πλέον πρόσβαση σε σημαντική τεχνογνωσία και ένα διεθνές δίκτυο που απλώνεται σε περίπου 70 χώρες.

Η Εμπορική τράπεζα παρουσιάζει σημαντικές διαφορές με τις προηγούμενες τράπεζες που είδαμε έως τώρα. Η μερισματική πολιτική της τράπεζας αυτής έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον, δε διανέμει μέρισμα σε όλες της χρονιές. Αυτό βέβαια το συμπέρασμα θα ήταν άδικο, αν ήταν αποκλειστική απόδοση των πέντε ετών τα οποία εξετάζουμε στην συγκεκριμένη εργασία. Για αυτό το λόγο αναγκαίο κρίνεται να εξετάσουμε τη διανομή μερίσματος από την τράπεζα για ένα μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Με αυτό τον τρόπο μπορούμε να κατατάξουμε την τράπεζα σε κάποια κατηγορία μερισματικής πολιτικής δικαιότερα. Πιο συγκεκριμένα από το 2001 έως το 2007 η τράπεζα προχώρησε σε διανομή μερίσματος μόνο τρεις φορές. Η διανομή

μερίσματος πραγματοποιήθηκε το 2001, 2002 και 2003. Το Διοικητικό Συμβούλιο εισηγήθηκε στη Γενική Συνέλευση των μετόχων τη μη διανομή μερίσματος για τη χρήση του 2004. Επίσης, για σκοπούς περαιτέρω εξυγίανσης του ισολογισμού μέσω διαγραφής σωρευμένων ζημιών, το Διοικητικό Συμβούλιο προτείνει στη Γενική Συνέλευση την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την κεφαλαιοποίηση τμήματος του λογαριασμού από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και την ισόποση μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας. Η μη διανομή μερίσματος ενδέχεται να δημιουργήσει απογοήτευση σε κάποιους μετόχους της τράπεζας. Η τράπεζα όμως πιστεύει ότι η απεικόνιση όλων των εκκρεμοτήτων του παρελθόντος αποτελεί μονόδρομο για την εδραίωση μιας σχέσης ειλικρίνειας και εμπιστοσύνης με τους πελάτες, τους εργαζόμενους και τους μετόχους της. Με την ενέργεια αυτή διασφαλίζονται οι μακροπρόθεσμες προοπτικές της τράπεζας που αξιολογήθηκε πως είναι και το πλέον σημαντικό. Το Διοικητικό Συμβούλιο πρότεινε επίσης στη Γενική Συνέλευση τη δωρεάν διανομή 2 νέων μετοχών στις 10 παλαιές που κατέχουν οι επενδυτές.

Διαφορές δε σημειώνονται μόνο στη διανομή μερίσματος σε σχέση με τις υπόλοιπες τράπεζες που είδαμε έως τώρα. Σημαντική διαφορά παρουσιάζεται και στην κερδοφορία στα υπό εξέταση έτη αλλά και στο ευρύτερο υπόδειγμα ετών που πήραμε παραπάνω. Τα καθαρά κέρδη της τράπεζας δεν είναι πάντα θετικά αλλά παίρνουν και σε πολλά έτη και αρνητικό πρόσημο. Η τράπεζα πέρασε από πολλές διακυμάνσεις αφού πέρασε από τα δημόσια χέρια στα ιδιωτικά. Έτη με αρνητικό πρόσημο στα καθαρά κέρδη είναι το έτος 2004 και 2006. Τα υπόλοιπα έτη έχουμε βέβαια κέρδη και όχι ζημίες αλλά πολύ μικρότερου επιπέδου από τις προηγούμενες τράπεζες που είδαμε στις προηγούμενες ενότητες. Πιο αναλυτικά βλέπουμε πως το 2003 έχουμε κέρδη 72 περίπου εκατομμυρίων, το 2005 επίσης κέρδη 88 περίπου εκατομμυρίων και το 2007 έχουμε κέρδη πάλι της τάξης των 48 εκατομμυρίων ευρώ. Τις υπόλοιπες όμως χρονιές έχουμε ζημίες και όχι καθαρά κέρδη. Πιο συγκεκριμένα το έτος 2004 έχουμε ζημίες της τάξης των 94 εκατομμυρίων ευρώ περίπου και το αποκορύφωμα είναι το έτος 2006 με πολύ μεγάλες ζημίες της τάξης των 237 εκατομμυρίων

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξιάκης Χρήστος, Ξανθάκης Εμμανουήλ, 2007, «Ανάλυση Ισολογισμών-Χρηματοοικονομική Αν.Λογ.Καταστ.».

Αληφαντής, Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης», Εκδόσεις Πάμισος, 2002.

Αρτίκης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002

Αρτίκης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα, 2001

Αρτίκης Γεώργιος, «Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2003

Φίλιππος Νικόλαος, «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον», Globus Invest, Μάρτιος 2000

Λαζαρίδης Ιωάννης, «Η ασκούμενη μερισματική πολιτική των κυπριακών επιχειρήσεων», Εμπειρική Έρευνα, Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, 2007

Diacogiannis P. George, «Financial Management : A modeling Approach using Spreadsheets», McGraw-Hill Book Company Int., UK 1994

Καραθανασής Γεωργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1999

Κοτζαμάνης Στέφανος, «Ο κόσμος των επενδύσεων», Εκδόσεις Finance Invest Ρεπούσης, 2007, pp. 196-213

Μητσίπουλος Γιάννης, «Χρηματιστηριακές κρίσεις και Επενδυτικά εργαλεία»
Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2001

Bali, R. Elton, E. and Gruber M., "Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect", The Review of Economics and Statistics, Vol. 52, 1970, pp. 68-74.

Elton - Gruber, (1970), "Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect", Review of Economics and Statistics, pp. 68-74

Fama, Eugene and Merton Miller, "Dividend policy: An Empirical Analysis", American Statistical Assn., Journal 63, December 1968.

Miller, Merton and Modigliani, "Dividend policy, Growth and valuation of Shares", Journal of Business 34, October 1961, pp 411-433.

Litzenberg, R. and Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes", Journal of Financial Economics, Vol. 7, 1979, pp. 163,195.

Kalay, A, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect", Journal of Finance, Vol. 37, pp. 1059-1070.

Fama -Babiak, (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association, pp. 304-318.

Patsouratis, (1989), "Corporate Taxation and Dividend Behavior: An Empirical Analysis", Greek Economic Review, pp. 323-338.

Petit, R.R. and L. Stanley (1979), "Consumption-Investment Decisions with Transaction Costs and Taxes: A Study of the Clientele Effect of Dividends", Journal of Financial Economics, Vol. 5, No. 3

Lintner, (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review, pp. 97-113.

Nakamura - Nakamura, (1985), "Rational Expectations and the Firm's Dividend Behavior", *Review of Economics and Statistics*, pp. 606-615.

Kato, K. and Loewenstein, U., "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices", *The Review of Financial Studies*, 1995.

Menyah, K. "The Ex-Dividend Equity Pricing" *Journal of Business and Accounting*, 20(1), January 1993.

Ηλεκτρονικές πηγές

<http://www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=23&mid=353&lang=gr>

<http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/ΣΤΧΠΛΗΡΑΠΙΕΕΝΟΠΙΜΗΤΡ.pdf>

http://www.eurobank.gr/Uploads/pdf/press_GR_26_02.pdf

<http://www.eurobank.gr/online/home/generic.aspx?id=375>

http://admin.eurobank.gr/Uploads/pdf/Isologismos_2004.pdf

<http://admin.eurobank.gr/Uploads/PDF/2003.pdf>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=30>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=52>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=53>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=549>

<http://www.alphabank.gr/page/default.asp?la=1&id=2763>

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPIwN3fx8XAYmfVwtXXycfQwMfQ6B8JLK8qYsrUD7Q0M_cyM_

http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c1/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPIwN3fx8XAYmfVwtXXycfQwMfQ6B8JLK8qYsrUD7Q0M_cyM_AwNKIgG4_j_zcVP1I_ShznKpcjPQjc1LTE5Mr9QtyI8rzHRUVAd9QEiY!/dl2/d1/

http://www.emporiki.gr/cbg/gr/cbg_index.jsp

<http://www.emporiki.gr/cbg/gr/investors/investors.jsp>

http://www.emporiki.gr/cbg/gr/investors/shareholders.jsp?docpath=/GR/Investor/statistic/metoxiki_synthesi

<http://www.piraeusbank.gr/ecpage.asp?id=233249&nt=19&lang=1>

<http://www.piraeusbank.gr/ecPage.asp?id=278179&lang=1&nt=96&sid=&fid=23355>

5

<http://www.piraeusbank.gr/ecPage.asp?id=235054&lang=1&nt=102&sid=&fid=2335>

68

www.naftemporiki.gr

www.ase.gr

www.stockrally.gr

www.kerdos.gr

www.fundamentals.gr

www.investopedia.com

www.riskglossary.com

www.backoffice.gr

www.ssrn.com

www.jstor.com