

**Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ**  
**ΣΧΟΛΗ Σ.Δ.Ο.**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΘΕΜΑ**

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**  
**ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**Επιβλέπων καθηγητής**

**ΖΑΧΟΥΡΗΣ ΠΑΡΗΣ**

**ΚΕΦΑΛΙΑΚΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

**ΚΩΤΣΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ**

**ΠΛΕΙΑΝΘΙΔΗΣ ΚΥΡΙΑΚΟΣ**

## Σύνοψη

Η δομή της εργασίας έχει ως εξής. Στο πρώτο κεφάλαιο εισάγουμε τον αναγνώστη στην έννοια της μερισματικής πολιτικής αλλά και μια σύντομη αναφορά στην ιστορική αναδρομή της. Στο δεύτερο κεφάλαιο δίνεται ένας ορισμός της μερισματικής πολιτικής και περιγράφεται η διαδικασία καταβολής των μερισμάτων στους μετόχους. Γίνεται μια πρώτη προσπάθεια για να προσδιορισθούν εν συντομία οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική και περιγράφονται οι πρώτες θεωρίες σχετικά με αυτή. Σημαντικό ρόλο παίζει η θεωρία των Miller και Modigliani. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι πρακτικές μερισματικής πολιτικής αλλά και διάφορες πρακτικές μερισμάτων όπως το μέρισμα σε μετρητά και σε μετοχές. Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται μια πιο ολοκληρωμένη και συστηματική προσέγγιση στις θεωρητικές και εμπειρικές έρευνες που αφορούν την μερισματική πολιτική, εξετάζοντας την επίδραση παραγόντων όπως η φορολογία, η ασύμμετρη πληροφόρηση και η θεωρία αντιπροσώπευσης. Ακόμα αναλύεται η ελληνική κεφαλαιαγορά, δηλαδή το πλαίσιο που δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις που απαρτίζουν το δείγμα της έρευνας. Στο πέμπτο κεφάλαιο δίνονται ορισμένα συμπεράσματα και προτάσεις όσον αφορά την ιδανική πολιτική μερισμάτων που θα ακολουθούσε μια επιχείρηση ανάλογα βέβαια και από τον τύπο της επιχείρησης. Τέλος, παρατίθενται η βιβλιογραφία και η αρθρογραφία που χρησιμοποιήθηκαν, τόσο η ελληνική όσο και η ξενόγλωσση.

## **Αφιέρωση**

Αφιερωμένο στις οικογένειές μας

## *Ευχαριστίες*

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε:

- Ø το ΤΕΙ Πατρών για την υποστήριξη του κατά τη διάρκεια της εργασίας.
- Ø τον επιβλέποντα καθηγητή της πτυχιακής μας εργασίας, κ. Ζαχούρη.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|  |    |
|--|----|
| Σύνοψη .....   | 2  |
| Αφιέρωση .....   | 3  |
| Ευχαριστίες.....   | 4  |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 .....   | 6  |
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....   | 6  |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....  | 9  |
| ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....  | 9  |
| 2.1 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ .....  | 12 |
| ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....   | 12 |
| 2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....   | 15 |
| 2.3 Πρώιμη Ακαδημαϊκή Ερευνα και η Θεωρία των Miller-Modigliani .....  | 19 |
| 2.4 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ GORDON & LINTNER .....  | 25 |
| 2.5 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΔΙΑΦΟΡΙΚΟΥ ΦΟΡΟΥ .....  | 27 |
| 2.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ .....   | 32 |
| 2.7 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΕΛΑΤΕΙΑΣ .....   | 36 |
| 2.8 ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....  | 36 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....  | 38 |
| ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....   | 38 |
| 3.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΡΗΤΑ – ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....  | 38 |
| 3.1.1 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....   | 38 |
| 3.1.2 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΠΟΣΟΥ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ .....   | 41 |
| 3.1.3 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....  | 43 |
| 3.1.4 ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΤΑΚΤΙΚΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΥΝ ΕΚΤΑΚΤΟΥ .....  | 43 |
| ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....  | 45 |
| 3.2 ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ .....   | 45 |
| 3.2.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ .....   | 45 |
| 3.2.2 ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ .....   | 47 |
| 3.2.3 ΜΕΤΟΧΕΣ ΘΗΣΑΥΡΟΦΥΛΑΚΙΟΥ.....   | 48 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....  | 50 |
| ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....   | 50 |
| 4.1 Η ΔΙΑΘΕΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ .....  | 50 |
| 4.2 ΠΡΟΣΩΡΙΝΟ ΜΕΡΙΣΜΑ (ΠΡΟΜΕΡΙΣΜΑ) (Άρθρο 46 Ν.2190/20) .....  | 53 |
| 4.3 ΧΡΟΝΟΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΟΥ ΠΡΟ- ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ – ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .... | 55 |
| 4.4 ΠΑΡΑΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ .....   | 56 |
| 4.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ .....  | 57 |
| 4.6 ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ ΚΑΙ ΣΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ.....   | 58 |
| 4.6.1 ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕ ΤΗ ΜΟΡΦΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ .....  | 58 |
| 4.6.2 ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΟΡΦΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ.....  | 59 |
| 4.7 ΔΙΑΘΕΣΗ ΑΠΟ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΣΤΑ ΜΕΛΗ ΤΟΥ Δ.Σ. (ΑΜΟΙΒΕΣ Δ.Σ.) ..   | 61 |
| 4.8 ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΟ ΤΑ ΕΤΗΣΙΑ ΚΕΡΔΗ  | 63 |
| 4.9 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ.....   | 66 |
| 4.9.1 ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....   | 66 |
| 4.9.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.....  | 67 |
| 4.9.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΙ .....   | 68 |
| ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΟΥΣ .....   | 68 |
| 4.10 Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΑΔΙΑΝΕΜΗΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΣΤΗ ΧΩΡΑ ΜΑΣ .....        | 70 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....  | 72 |
| ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ .....   | 72 |
| ΓΕΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....  | 77 |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει το σύνολο (σχεδόν) της ακαδημαϊκής κοινότητας, ήδη από τις αρχές του αιώνα, όπως επίσης και το σύνολο των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι πολλοί και, κατά συνέπεια, πολλές είναι και οι θεωρητικές προσεγγίσεις για τον ρόλο της μερισματικής πολιτικής. Πολλές φορές τα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών είναι αντικρουόμενα, γεγονός που καθιστά αδύνατη την συμφωνία των ερευνητών σε κάποιες κοινά αποδεκτές αρχές. Η μερισματική πολιτική εξακολουθεί ακόμη και σήμερα να διχάζει τους ερευνητές. Πολλοί από αυτούς ισχυρίζονται πως είναι ένας γρίφος, και αδυνατούν να τον λύσουν.

Η πιο σημαντική θεωρία σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι αυτή των Miller και Modigliani (1961). Οι δύο ερευνητές ισχυρίζονται πως η μερισματική πολιτική δεν έχει αξία ούτε για τις επιχειρήσεις ούτε για τους επενδυτές και δεν θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψη στην διαδικασία λήψης σχετικών αποφάσεων. Η θεωρία αυτή, ισχύει με βάση τις περιοριστικές προϋποθέσεις που θέτουν οι συγγραφείς για τις αγορές που τις θεωρούν τέλειες και αποτελεσματικές. Οι αποφάσεις που είναι πραγματικά σημαντικές για την εταιρεία είναι αυτές που σχετίζονται με την επενδυτική της πολιτική. Εκείνο που ουσιαστικά μεγιστοποιεί τον πλούτο των μετόχων είναι αποδοτικότητα των επενδύσεων και το επιτόκιο προεξόφλησης και όχι ο τρόπος διανομής των κερδών σε μερίσματα και σε παρακρατηθέντα κέρδη.

Όμως, οι σύγχρονες κεφαλαιαγορές στην πράξη δεν είναι ούτε τέλειες ούτε αποτελεσματικές, οπότε είναι λογικό να αμφισβητείται η θεωρία των Miller και Modigliani. Πολλοί ερευνητές αναγνωρίζουν πως η μερισματική πολιτική διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη διαδικασία αποτίμησης των εταιρειών από τους επενδυτές και, άρα, η μερισματική πολιτική είναι σημαντική για την μεγιστοποίηση

του πλούτου των μετόχων. Η αγορά υπολογίζει τις μεταβολές στο ύψος των διανεμόμενων μερισμάτων και αντιδρά άλλοτε θετικά και άλλοτε αρνητικά.

Στις δύο προσεγγίσεις για τον ρόλο και τη σημασία της μερισματικής πολιτικής που αναφέραμε, με την πάροδο των χρόνων ήρθαν να προστεθούν κι άλλες. Μια τρίτη προσέγγιση ισχυρίζεται πως μέσω των μερισμάτων οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να μεταφέρουν μηνύματα στους επενδυτές σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία τους. Υψηλό μέρισμα εκλαμβάνεται από την αγορά σαν υψηλή μελλοντική κερδοφορία, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της μετοχής. Το πιο γνωστό υπόδειγμα που έχει διατυπωθεί στα πλαίσια της θεωρίας μετάδοσης πληροφοριών είναι το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής του Lintner (1956). Το υπόδειγμα αυτό παρουσιάζει ισχυρή ερμηνευτική ικανότητα και αναγνωρίζεται ακόμη και σήμερα από πολλούς ερευνητές σαν ένα από τα σημαντικότερα υποδείγματα προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής. Το υπόδειγμα αυτό προσπάθησαν με επιτυχία να επεκτείνουν και να βελτιώσουν οι Fama και Babiak (1968). Και τα δύο αυτά υποδείγματα παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στα πλαίσια της παρούσας εργασίας και θα αναλυθούν περισσότερο σε επόμενα κεφάλαια.

Μια τέταρτη προσέγγιση ισχυρίζεται πως μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα μερίσματα για να προσελκύει κάποιες συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών. Άλλοι επενδυτές επιθυμούν την διανομή υψηλού μερίσματος και άλλοι επιθυμούν την παρακράτηση των κερδών. Οι λόγοι που οδηγούν τους επενδυτές να έχουν διαφορετικές προσδοκίες μπορεί να οφείλονται στους φορολογικούς συντελεστές, στα εισοδήματα ή σε δημογραφικούς λόγους. Μια πέμπτη προσέγγιση δίνεται μέσω της θεωρίας αντιπροσώπευσης. Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από την διοίκηση της εταιρείας δημιουργεί νέες συνθήκες στις επιχειρήσεις και επηρεάζει το σύνολο των αποφάσεων που λαμβάνονται. Οι συγκρούσεις ανάμεσα στις ομάδες ενδιαφερομένων (μέτοχοι, πιστωτές και διοίκηση) και η δύναμη της κάθε ομάδας, καθορίζουν πολλές φορές την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μια εταιρεία.

Οι μελέτες που σχετίζονται με τον τρόπο προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής στον χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι τρεις. Οι Έλληνες συγγραφείς προσπάθησαν να εξετάσουν σε ποιο βαθμό κάποια υποδείγματα που έχουν προταθεί από διάφορους συγγραφείς μπορούν να ερμηνεύσουν ικανοποιητικά την μερισματική

πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Η οικονομετρική μεθοδολογία που έχει εφαρμοσθεί, δημιουργεί προβλήματα στην αξιοπιστία των αποτελεσμάτων.

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να ερευνησει το βαθμό που τα δύο υποδείγματα που αναφέραμε προηγουμένως (δηλαδή το υπόδειγμα του Lintner και το υπόδειγμα των Fama και Babiak) ερμηνεύουν την μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών. Η οικονομετρική μεθοδολογία που ακολουθείται συνδυάζει διαστρωματικά και διαχρονικά δεδομένα και είναι αυτή που προτείνεται από όλους σχεδόν τους συγγραφείς στις περιπτώσεις που η εξαρτημένη μεταβλητή του υποδείγματος που μελετάται εμφανίζεται στις ανεξάρτητες μεταβλητές με χρονική υστέρηση, όπως συμβαίνει στα δύο υποδείγματα που θα αναλύσουμε. Πρόκειται για την Generalized Method of Moments (GEM), χρησιμοποιώντας τον εκτιμητή των Arellano και Bond (1991). Η συγκεκριμένη εργασία χρησιμοποιεί πολύ πρόσφατα στοιχεία από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, αναλύει δεδομένα για την περίοδο 2000-2004 και εξετάζει ένα πολύ μεγάλο δείγμα επιχειρήσεων, σε σχέση πάντα με τα δείγματα που έχουν εξετάσει οι προηγούμενοι συγγραφείς.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η απόφαση για τη διανομή των καθαρών κερδών με τη μορφή μερισμάτων ή της παρακράτησης αυτών με τη μορφή αποθεματικών αποτελεί το βασικό ερώτημα που τίθεται από πλευράς θεωρίας και πράξης στα πλαίσια της μερισματικής πολιτικής.

Τα παρακρατηθέντα και μη διανεμηθέντα κέρδη μπορεί να επενδυθούν σε αποδοτικά επενδυτικά σχέδια που θα αυξήσουν τη λειτουργική αποδοτικότητα μίας εταιρίας και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της στο μέλλον, ενώ αντίστοιχα η διανομή των κερδών (μερίσματα) θα επιφέρει επίσης την αύξηση της τιμής της μετοχής βραχυπρόθεσμα.

Από την άλλη μεριά η διανομή ενός υψηλού μερίσματος σε μια χρήση, σε συνδυασμό με την μη διενέργεια πρόβλεψης από την εταιρία για την επάρκεια κεφαλαίων στην επόμενη χρήση, θα οδηγήσει στην προσφυγή σε δανεισμό με αποτέλεσμα την αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων στις επόμενες χρήσεις και τη μείωση των κερδών.

Το βασικό μοντέλο αποτίμησης της τιμής μίας μετοχής<sup>1</sup> δείχνει ότι εάν η επιχείρηση υιοθετήσει την πολιτική πληρωμής υψηλών μερισμάτων, τότε η τιμή της μετοχής θα έχει αυξητικές τάσεις.

$P_0 = D_1 / (K_s - g)$  όπου  $P_0$  = χρηματιστηριακή αξία μετοχής στον χρόνο 0

$D_1$  = μέρισμα που αναμένουν οι μέτοχοι στο χρόνο 1  $K_s$  = η αναμενόμενη απόδοση που ο μέτοχος προσδοκά και  $g$  = ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.

Από την άλλη μεριά εάν αυξηθεί το ύψος των καταβαλλόμενων μερισμάτων, θα μειωθούν τα διαθέσιμα για επενδύσεις με αποτέλεσμα τη μείωση του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων στις επόμενες χρήσεις ( $g$ ) και επομένως θα υπάρξει και μείωση της τιμής της μετοχής.

Επομένως οι εταιρίες πρέπει να ισορροπούν μεταξύ μερισμάτων και μελλοντικής ανάπτυξης για να βρεθεί ο άριστος συνδυασμός που θα οδηγήσει στην επίτευξη του αντικειμενικού σκοπού της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, δηλαδή στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, μέσω της αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής.

Οι αποφάσεις σχετικά με το ύψος των μερισμάτων αναφέρονται σε θέματα, όπως το ποσοστό των κερδών προς διάθεση που πρέπει να διανεμηθεί στους μετόχους (payout ratio), τη σταθερότητα που πρέπει να έχουν τα μερίσματα διαχρονικά, το ποσοστό αύξησης των μερισμάτων σε σχέση με το προηγούμενο έτος και σε συνδυασμό με το αντίστοιχο των κερδών της χρήσης, το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων, την επαναφορά ή την έκδοση νέων μετοχών κ.ά.

Έχει παρατηρηθεί στην πράξη ότι πληρώνονται υψηλά μερίσματα ακόμα και στις περιπτώσεις που υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες με υψηλή αποδοτικότητα, χωρίς να λαμβάνεται υπ' όψιν το κόστος χρηματοδότησης που προκύπτει από την προσφυγή σε δανειακά κεφάλαια.

Μερικοί από τους λόγους αυτής της "ανορθόδοξης πολιτικής" είναι οι εξής:

§ Η πληρωμή μερισμάτων αποτελεί επιχειρηματική παράδοση και η μη πληρωμή τους αποτελεί αρνητικό σημάδι για τους επενδυτές και επιφέρει λόγους ανησυχίας για το μέλλον.

Τα μερίσματα έλκουν τους θεσμικούς επενδυτές, ορισμένοι από τους οποίους αγοράζουν μόνο μετοχές με προσδοκώμενη υψηλή μερισματική απόδοση. Για την μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου τους προσπαθούν να συνδυάζουν υψηλά κεφαλαιακά και μερισματικά κέρδη, πιέζοντας έμμεσα τις εταιρίες στη διανομή μερισμάτων.

§ Οι μέτοχοι συνήθως απαιτούν υψηλά μερίσματα ακόμα και από εταιρίες που έχουν επενδυτικές ευκαιρίες να επανεπενδύσουν τα κέρδη τους με υψηλές αποδοτικότητες.

Υπάρχει η εντύπωση στο χρηματιστήριο ότι τα υψηλά μερίσματα / οδηγούν στην αύξηση της τιμής των μετοχών.

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων επηρεάζει άμεσα ή έμμεσα όλους εκείνους τους παράγοντες που συνθέτουν τις πηγές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (παθητικό) και την αποδοτικότητα των επενδύσεων (αποτελέσματα χρήσεως και ενεργητικό).

Συγκεκριμένα η ακολουθούμενη μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει:

- § Το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας (μέσω της επίδρασης στη σχέση "ίδια προς ξένα κεφάλαια"). Έτσι λοιπόν εάν παρακρατηθούν κέρδη και δεν διανεμηθούν, θα αυξηθούν τα ίδια κεφάλαια (αποθεματικά), άρα και ο σχετικός δείκτης.
- § Το χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Δεδομένου ότι ο συστηματικός κίνδυνος (systematic risk) εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα (beta coefficient) ως μέτρηση του βαθμού μεταβλητότητας (συνδιακύμανσης) της μετοχής "X" σε σχέση με αυτόν του κλάδου και λαμβάνοντας υπόψιν ότι ο υπολογισμός του  $b$  πραγματοποιείται μέσω γραμμικής παλινδρόμησης των αποδόσεων της μετοχής "X" κατά το παρελθόν σε σχέση με τις αποδόσεις του γενικού δείκτη, παρατηρούμε ότι ανάμεσα στις παραμέτρους που διαμορφώνουν την αποδοτικότητα μίας μετοχής περιλαμβάνεται και η μερισματική απόδοση αυτής.
- § Το μέσο σταθμικά κόστος κεφαλαίου. Δεδομένου ότι το ανωτέρω κόστος για την εταιρία υπολογίζεται ως γραμμική σχέση των πηγών χρηματοδότησης μεγάλης διάρκειας (κοινό και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, μακροπρόθεσμο δανεισμό και αποθεματικά) και του κόστους κάθε μίας από τις πηγές αυτές και λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι το ύψος των αποθεματικών καθορίζεται από την μερισματική πολιτική των εταιριών, αποδεικνύεται η συνάρτηση της μερισματικής πολιτικής με το κόστος κεφαλαίου.
- § Τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων. Ως γνωστόν οι μέθοδοι αξιολόγησης των επενδύσεων λαμβάνουν υπόψιν τους τις παρούσες αξίες των καθαρών χρηματικών ροών της επένδυσης (net cash flow), οι οποίες υπολογίζονται με συντελεστή προεξόφλησης, για την εξεύρεση του κόστους κεφαλαίου της εταιρίας. Η χρηματοδότηση μίας επένδυσης μέσω αποθεματικών κεφαλαίων επιφέρει κόστος στην εταιρία ίσο προς την αποδοτικότητα που προσδοκούν οι μέτοχοί της, που φυσικά διαφέρει από τα αντίστοιχα κόστη άλλων μορφών χρηματοδότησης.
- § Το ύφος και τη σύνθεση του ενεργητικού. Πράγματι από τη στιγμή που θα ληφθεί απόφαση για τη μη διανομή των ετησίων κερδών στους μετόχους, η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα της χρησιμοποίησης των χρηματικών αυτών ποσών για την αγορά είτε παγίου είτε κυκλοφορούντος ενεργητικού ή για τη βελτίωση της ρευστότητας της.

§ Τη τρέχουσα αξία των μετοχών. Όπως θα αναπτυχθεί αναλυτικά στη συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου, εμπειρικές έρευνες έχουν καταδείξει ότι μία αύξηση του δείκτη μερισμάτων προς κέρδη, λειτουργεί θετικά ως προς την αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης έχουν αναπτυχθεί τρεις θεωρητικές προσεγγίσεις σχετικά με τη δυνατότητα της πολιτικής μερισμάτων να επηρεάσει την τιμή των μετοχών (χρηματιστηριακή αξία). Η πρώτη είναι η θεωρία των MODIGLIANI - MILLER (the dividend irrelevance theory), η δεύτερη αναπτύχθηκε από τους GORDON & LINTNER (the "bird in the hand theory" και η τρίτη είναι αυτή του "ΔΙΑΦΟΡΙΚΟΥ ΦΟΡΟΥ" (the tax differential or preference theory).

## **2.1 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Σύμφωνα με τη θεωρία του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής επιχείρησης (financial life cycle theory of the firm), το στάδιο ή η φάση του κύκλου ζωής μέσα στο οποίο βρίσκεται μία επιχείρηση καθορίζει και την ακολουθούμενη πολιτική της όσον αφορά το ύψος των προς διάθεση μερισμάτων.

Σύμφωνα με την ανωτέρω θεωρία η ζωή των επιχειρήσεων αποτελείται από τέσσερα στάδια. Πρώτον το "νηπιακό στάδιο" (BOBBY DAZZLER), δεύτερο το στάδιο της ανάπτυξης (CROWN PRINCE), τρίτο το στάδιο της σταθεροποίησης (WHITE GIANT) και τέταρτο το στάδιο της παρακμής (RED GIANT). Τα διάφορα χρηματοοικονομικά στοιχεία που συνθέτουν την κατάταξη των επιχειρήσεων στα τέσσερα στάδια, καθώς επίσης οι διάφορες πηγές χρηματοδότησης και οι ακολουθούμενες πολιτικές συνοψίζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης κατανέμονται κατά σειρά σπουδαιότητας σε καθένα από τα τέσσερα στάδια με πρώτη επιλογή το 1 και τελευταία το 4.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 6

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

| FINANCIAL LIFE CYCLE       | ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ |             |           |          |
|----------------------------|-------------------------|-------------|-----------|----------|
|                            | BOBBY                   | CROWN       | WHITE     | RED      |
| A. ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑ ΤΑ ΤΑΞΗΣ    |                         |             |           |          |
| 1. ΜΕΓΕΘΟΣ                 | ΜΙΚΡΟ                   | ΜΕΓΑΛΟ      | ΜΕΓΑΛΟ    | ΜΕΓΑΛΟ   |
| 2. ΤΑΣΗ ΕΣΟΔΩΝ             | ΑΥΞΗΤΙΚΑ                | ΑΥΞΗΤΙΚΑ    | ΣΤΑΘΕΡΑ   | ΜΕΙΩΣΗ   |
| 3. ΤΑΜΕΙΑΚΟ ΥΠΟΛΟΙΠΟ       | ΟΥΔΕΤΕΡΟ                | ΘΕΤΙΚΟ      | ΘΕΤΙΚΟ    | ΑΡΝΗΤΙΚΟ |
| 4. ΔΙΟΙΚΗΣΗ                | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ              | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ  | ΓΡΑΦΕΙΟΚΡ | ΑΡΝΗΤΙΚΗ |
| 5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ            | ΚΕΡΔΗ                   | ΚΕΡΔΗ       | ΚΕΡΔΗ     | ΖΗΜΙΕΣ   |
| B. ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ    |                         |             |           |          |
| * Μ. Κ. (ΙΔΡΥΣΕΩΣ)         | 1                       |             |           |          |
| * ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ    | 2                       |             | 4         | 4        |
| ' ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ              | 3                       | 1           | 3         |          |
| * ΧΡΗΜΑΤΟΔ. ΜΙΣΘΩΣΗ        | 4                       |             |           | "% Ο     |
| * Μ. Κ. {ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΣΩ ΧΑΑ}  |                         | 2           |           |          |
| * ΜΕΤΡΑΤΕΨ. ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ     |                         | 3           |           | -        |
| * ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ               |                         | 4           | 1         | 1        |
| * ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ     |                         |             | 2         | 0        |
| Γ. ΜΕΡΙΣΜΑ                 | ΜΗΔΕΝΙΚΟ                | ΜΕΡΙΣΜΑ     | ΥΨΗΛΟ     | ΖΗΜΙΕΣ   |
| Δ. ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ - ΕΞΑΓΟΡΕΣ | ΑΜΥΝΟΜΕΝΗ               | ΕΣΩΤ.ΑΝΑΠΤΥ | ΕΠΙΘΕΤΙΚΗ |          |

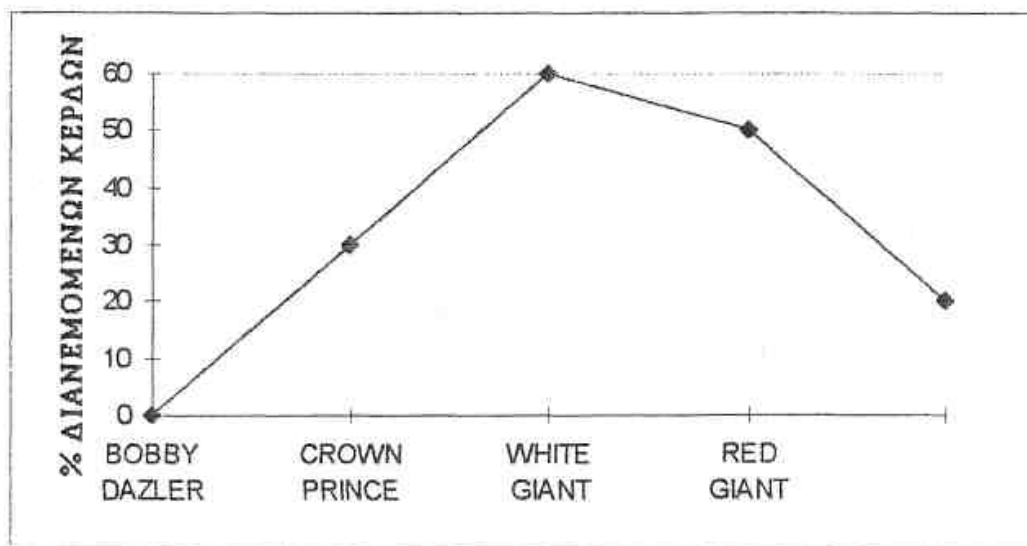
Κατά τα δυο πρώτα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής των επιχειρήσεων (BOBBY DAZZLER και CROWN PRINCE) οι εταιρίες επεκτείνονται πραγματοποιώντας νέες επενδύσεις που απαιτούν σημαντικά κεφάλαια.

Επομένως ο υψηλός δείκτης παρακράτησης κερδών διαμορφώνει χαμηλά ή ακόμη και μηδενικά επίπεδα μερισμάτων εν αντιθέσει με το τρίτο στάδιο (WHITE GIANT) στο οποίο οι επενδυτικές ανάγκες για παραγωγικό και μηχανολογικό εξοπλισμό μειώνονται έτσι ώστε σε συνδυασμό με την

ύπαρξη υψηλής ρευστότητας, να υπάρχουν τα απαραίτητα κεφάλαια για την πληρωμή υψηλών μερισμάτων. Τέλος, στο στάδιο του RED GIANT οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν ζημίες, επομένως δεν διανέμουν μερίσματα.

Σχηματικά η ακολουθούμενη μερισματική πολιτική στα τέσσερα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής των επιχειρήσεων έχει ως εξής:

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΚΑΙ ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ**



## 2.2 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Παρακάτω θα αναλύσουμε εν συντομία ορισμένους από τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών.

### Νομικές Διατάξεις

Παρόλη την πολυπλοκότητα της νομοθεσίας που καθορίζουν την μερισματική πολιτική, μπορούμε να αποδώσουμε περιληπτικά τη βασική έννοια της. Σύμφωνα με τις νομικές διατάξεις, τα μερίσματα πρέπει να καλυφτούν από τα κέρδη - είτε από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης, είτε από τα κέρδη των παρελθουσών χρήσεων που στον ισολογισμό αντικατοπτρίζονται στο λογαριασμό παρακρατηθέντων κερδών.

Οι νομικές διατάξεις δίνουν έμφαση σε τρεις κανόνες:

- 1) Τον κανόνα των καθαρών κερδών,
- 2) Τον κανόνα μείωσης του κεφαλαίου και
- 3) Τον κανόνα αφερεγγυότητας.

Ο κανόνας των καθαρών κερδών (net profits rule) ορίζει ότι τα μερίσματα μπορούν να καλυφτούν από τα κέρδη των παρελθουσών και της τρέχουσας χρήσης.

Ο κανόνας μείωσης του κεφαλαίου (capital impairment rule) προστατεύει τους πιστωτές απαγορεύοντας τη διανομή μερίσματος από το κεφάλαιο. (Η καταβολή μερίσματος από το κεφάλαιο ισοδυναμεί με διανομή των επενδύσεων της εταιρείας και όχι των κερδών της).

Ο κανόνας αφερεγγυότητας (insolvency rule) ορίζει ότι οι εταιρείες δεν μπορούν να διανεμούν μέρισμα, όταν βρίσκονται σε κατάσταση αφερεγγυότητας. (Η αφερεγγυότητα ορίζεται εδώ με την έννοια της πτώχευσης, δηλ. όταν οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα περιουσιακά στοιχεία. Η διανομή μερίσματος κάτω από τέτοιες συνθήκες σημαίνει ότι στους μετόχους της εταιρείας θα διανεμηθούν κεφάλαια που ανήκουν δικαιωματικά στους πιστωτές της). Οι νομικές διατάξεις έχουν σημασία επειδή ορίζουν το πλαίσιο, μέσα στο οποίο μπορεί να διαμορφωθεί η μερισματική πολιτική. Από την άλλη όμως πλευρά, με δοσμένα τα όρια αυτά, υπάρχουν διάφοροι χρηματοοικονομικοί και οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν αποφασιστικά την μερισματική πολιτική.

## **Ρευστότητα**

Τα κέρδη που παρακρατούνται (και που εμφανίζονται στο δεξιό μέρος του ισολογισμού) επενδύονται, γενικά, σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα παρακρατηθέντα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν έχουν κιόλας επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμη και αν μια επιχείρηση έχει μια προϊστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα μια αναπτυσσόμενη εταιρεία, ακόμη και αν είναι εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση είναι πιθανό η επιχείρηση να επιλέξει την μη διανομή μερίσματος.

## **Ανάγκη Αποπληρωμής Κερδών**

Όταν μια επιχείρηση έχει συνάψει δάνεια για τη χρηματοδότηση επεκτάσεων ή σε αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, αντιμετωπίζει δύο εναλλακτικές λύσεις. Μπορεί είτε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια στη λήξη τους αντικαθιστώντας τα με κάποια άλλη μορφή χρεογράφων, είτε να αποφασίσει την εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων από υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα. Αν αποφασιστεί η εξόφληση των δανείων, αυτό θα απαιτήσει γενικά την παρακράτηση κερδών, που συνήθως κρατούνται από τα κέρδη.

## **Περιορισμοί στις Δανειακές Συμβάσεις**

Οι δανειακές συμβάσεις, ιδιαίτερα αυτές που αφορούν σε μακροπρόθεσμα δάνεια, συχνά περιορίζουν την ικανότητα διανομής μερισμάτων μιας επιχείρησης. Τέτοιοι περιορισμοί, που έχουν σχεδιαστεί για την προστασία της θέσης του δανειστή, συχνά προβλέπουν ότι: (1) τα μελλοντικά μερίσματα μπορούν να καταβληθούν μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά από την υπογραφή της σύμβασης (δηλ. δεν μπορούν να καταβληθούν από τα παρακρατηθέντα κέρδη του παρελθόντος) και (2) δεν μπορούν να καταβληθούν μερίσματα όταν τα κεφάλαια κίνησης (δηλαδή κυκλοφορούν ενεργητικό μείον βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) είναι μικρότερα από ένα προκαθορισμένο ποσό. Με παρόμοιο τρόπο οι συμφωνίες έκδοσης προνομιούχων μετοχών προβλέπουν, γενικά, ότι δεν μπορεί να καταβληθεί μέρισμα για τις κοινές μετοχές αν δεν καταβληθούν πρώτα τα δεδουλευμένα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών.



### **Ρυθμός Επέκτασης των Στοιχείων του Ενεργητικού**

Όσο ταχύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερες οι ανάγκες χρηματοδότησης για την επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων. Αρα, όσο μεγαλύτερες είναι οι μελλοντικές ανάγκες σε κεφάλαια, τόσο πιο πιθανό είναι η επιχείρηση να παρακρατήσει τα κέρδη της αντί να τα διανεμίει. Αν η επιχείρηση επιδιώξει να αποκτήσει κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, οι πλησιέστερες είναι οι μέτοχοι της που γνωρίζουν ήδη την επιχείρηση. Αν όμως τα κέρδη έχουν διανεμηθεί με τη μορφή μερισμάτων που υπόκεινται σε ψηλούς φορολογικούς συντελεστές ατομικού εισοδήματος, μόνο ένα τμήμα των μερισμάτων αυτών θα είναι διαθέσιμο για επανεπένδυση.

### **Σταθερότητα των Κερδών**

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 διανεμίει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της από μια επιχείρηση με κυμαινόμενα κέρδη. Η ασταθής επιχείρηση 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. Κι αυτό γιατί ένα χαμηλότερο μέρισμα είναι πιο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών.

### **Πρόσβαση στις Κεφαλαιαγορές**

Μια μεγάλη και καθιερωμένη επιχείρηση με προϊστορία αποδοτικότητας και σταθερότητας κερδών έχει εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και στις άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης. Μια καινούργια και μικρή επιχείρηση, όμως, ή μια ριψοκίνδυνη επιχείρηση αντιπροσωπεύει μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές. Η ικανότητα που έχει μια τέτοια επιχείρηση να αντλήσει μετοχικά ή δανειακά κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές είναι περιορισμένη, γι' αυτό και είναι υποχρεωμένη να παρακρατεί μεγαλύτερο μέρος των κερδών της για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Έτσι είναι πιο πιθανό μια καθιερωμένη επιχείρηση να έχει μεγαλύτερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών από ό,τι μια καινούργια ή μικρή επιχείρηση.

## **Έλεγχος**

Μια άλλη σημαντική μεταβλητή είναι οι επιπτώσεις που έχουν οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης στον έλεγχο της επιχείρησης. Πολλές εταιρείες έχουν υιοθετήσει την πολιτική να επεκτείνονται μόνο μέχρι του σημείου που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους από εσωτερικές πηγές. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετοχών εξασθενίζει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετόχων της επιχείρησης. Ταυτόχρονα η πώληση δανείων αυξάνει τον κίνδυνο διακυμάνσεων των κερδών για τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Η εξάρτηση λοιπόν από την εσωτερική χρηματοδότηση με σκοπό τη διατήρηση του ελέγχου μειώνει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών.

## **Φορολογική Κατάσταση των Μετόχων**

Η επιθυμία για μερίσματα επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τη φορολογική κατάσταση των ιδιοκτητών της εταιρείας. Για παράδειγμα, μια εταιρεία με μικρό αριθμό ιδιοκτητών, που φορολογούνται με ψηλούς συντελεστές, είναι πιθανό να διανείμει ένα σχετικά χαμηλό μέρος. Κι αυτό γιατί οι ιδιοκτήτες ενδιαφέρονται να αποκτήσουν εισόδημα με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών και όχι μερισμάτων που υπόκεινται σε ψηλότερους συντελεστές φορολογίας ατομικού εισοδήματος. Αντίθετα, το ενδιαφέρον των μετόχων μιας μεγάλης ανώνυμης εταιρείας με μεγάλη διασπορά μετοχών μπορεί να συγκεντρώνεται στη διανομή αυξημένων μερισμάτων.

Στις μεγάλες εταιρείες δημιουργείται κατά καιρούς σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων που βρίσκονται σε ψηλά φορολογικά κλιμάκια και αυτών που βρίσκονται σε χαμηλά κλιμάκια. Οι πρώτοι μπορεί να προτιμούν τη διανομή ενός μικρού ποσοστού των κερδών και την αποθεματοποίηση ενός μεγάλου μέρους, ελπίζοντας σε μια ανατίμηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Οι δεύτεροι πιθανό να προτιμούν ένα σχετικά ψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Έτσι η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις αυτές μπορεί να αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ ψηλών και χαμηλών ποσοστών διανεμόμενων κερδών - δηλ. ένα ενδιάμεσο ποσοστό. Αν μια ομάδα μετόχων καταφέρει να επικρατήσει στην εταιρεία και να καθορίσει, ας πούμε, μια πολιτική διανομής χαμηλού ποσοστού κερδών, οι μέτοχοι που επιζητούν εισόδημα είναι πιθανό να πουλήσουν τις μετοχές τους και να μετακινηθούν σε μετοχές ψηλών αποδόσεων. Συνεπώς, και ως έναν ορισμένο βαθμό τουλάχιστον, η πολιτική διανομής κερδών της

επιχείρησης προσδιορίζει τον τύπο των μετόχων της και αντίστροφα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται «επίδραση πελατείας» (clientele influence) στη μερισματική πολιτική.

### **2.3 Πρώτη Ακαδημαϊκή Έρευνα και η Θεωρία των Miller-Modigliani**

Η μερισματική πολιτική των εταιρειών έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον των οικονομικών και, ιδιαίτερα, των χρηματοοικονομικών αναλυτών τα τελευταία 100 χρόνια και έχει γίνει αντικείμενο διεξοδικής έρευνας τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο για τα τελευταία 40 χρόνια. Σήμερα υπάρχει ένας πολύ μεγάλος αριθμός θεωρητικών υποδειγμάτων που προσπαθούν να εξηγήσουν το φαινόμενο (ή, καλύτερα, το γρίφο) της μερισματικής πολιτικής, κανένα όμως από αυτά δεν προσφέρει ικανοποιητική εμπειρική υποστήριξη στη θεωρία.

Αρκετοί αναλυτές συνηγορούν υπέρ της άποψης ότι η ασφάλεια και η συνολική απόδοση από τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη των κοινών μετοχών υπερβαίνουν μακροχρόνια τις αποδόσεις των ομολόγων (common stock theory). Οι κοινές μετοχές διατηρούν μια πιο ικανοποιητική διαπραγματευτική δύναμη από τις ομολογίες διότι καθώς οι τιμές των αγαθών αυξάνονται τόσο μειώνεται η ονομαστική τιμή στη λήξη (και κατά συνέπεια η διαπραγματευτική δύναμη) των ομολογιών, που γίνονται έτσι λιγότερο ελκυστικές. Η συγκεκριμένη θεωρία, φυσικά, θέτει κάποιες βασικές υποθέσεις, όπως αυτή των τέλει αγορών, τις περιορισμένης πιστοληπτικής ικανότητας του επενδυτή και την ικανότητα του κάθε επενδυτή να διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιο του. Λίγες είναι, όμως, οι εμπειρικές μελέτες που υποστηρίζουν αυτή τη θεωρία.

Οι πρώτες προσπάθειες για να εξηγηθεί ο ρόλος της μερισματικής πολιτικής κατηγοριοποιούνται με κριτήριο το αποτέλεσμα που έχει η καταβολή μερισμάτων στις τιμές των μετοχών και κατά πόσο είναι δυνατό να προβλεφθεί αυτό το αποτέλεσμα. Έτσι δημιουργούνται τρεις κατηγορίες. Η πρώτη θεωρεί την καταβολή μερισμάτων σαν ελκυστική και πιστεύεται πως έχει θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών, η δεύτερη ισχυρίζεται πως οι τιμές των μετοχών συσχετίζονται αρνητικά με τα επίπεδα των διανεμόμενων μερισμάτων και η τρίτη κατηγορία πιστεύει πως η μερισματική πολιτική δεν συνδέεται με την αποτίμηση των μετοχών από την αγορά.

Η βιβλιογραφία αναφέρει πως ο Preinreich ήταν ο πρώτος που ισχυρίστηκε πως οι αποφάσεις που αφορούν την μερισματική πολιτική λαμβάνονται τελευταίες. Δηλαδή, τα μερίσματα πληρώνονται στους μετόχους εάν (και μόνο εάν) όλες οι επενδυτικές ευκαιρίες που έχουν καθαρά παρούσα αξία (ΚΠΑ) μεγαλύτερη από μηδέν έχουν χρηματοδοτηθεί. Αργότερα υποστηρίχθηκε πως η καταβολή των μερισμάτων καθορίζεται εξετάζοντας και αναλύοντας όλα τα πιθανά ενδεχόμενα και όλες τις χρηματοδοτικές ανάγκες για την εταιρεία βραχυπρόθεσμα. Οι προτάσεις αυτές είναι πιο ορθές και δείχνουν πως η μερισματική πολιτική δεν εξαρτάται

από την διαθεσιμότητα χρηματικών πόρων στην τρέχουσα περίοδο.

Οι Graham και Dodd ισχυρίστηκαν πως ο κύριος αντικειμενικός στόχος για μια εταιρεία είναι να πληρώνει τα μερίσματα που αναλογούν στους ιδιοκτήτες-μετόχους της. Αυτό είχε σαν συνέπεια να δημιουργηθεί μια προτίμηση για τις μετοχές που πλήρωναν τακτικά και υψηλά μερίσματα. Η προτίμηση αυτή έμελλε να γίνει η επικρατούσα επενδυτική στρατηγική από το σύνολο των επενδυτών. Οι ερευνητές έδειξαν πως ένα δολάριο που πληρώνεται σαν μέρισμα αυξάνει τέσσερις φορές περισσότερο την τιμή της μετοχής απ' ότι ένα δολάριο που παρακρατείται. Αργότερα ο Auerbach (1979) προσπάθησε να αποδείξει τον ίδιο ισχυρισμό.

Ο Harkavy (1953) ήταν ο πρώτος που υποστήριξε με εμπειρικό τρόπο την θέση των Graham και Dodd. Ο Harkavy στην έρευνα του βρήκε πως υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στις τιμές των μετοχών και στο ύψος των μερισμάτων που πληρώνονται από τις επιχειρήσεις. Παρόλα αυτά, οι Walter (1956) και ο Gordon (1959) ήταν οι πρώτοι που δημιούργησαν ένα θεωρητικό υπόδειγμα για να επιβεβαιώσουν αυτή τη σχέση. Η βασική λογική που είναι κοινή και στα τρία αυτά μοντέλα είναι η αντίληψη πως μακροπρόθεσμα, η τιμή της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία από τα μελλοντικά αναμενόμενα μερίσματα. Οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλά πριμ για μετοχές με σταθερή αύξηση στα μερίσματα που καταβάλλουν διαχρονικά, αφού τα μερίσματα που θα εισπραχθούν έχουν μικρότερο κίνδυνο (και, άρα, παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια) από τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη ή από υψηλά αναμενόμενα μερίσματα. Επομένως, αποδεικνύεται πως η μερισματική πολιτική σχετίζεται και λαμβάνεται υπ' όψη στην αποτίμηση των εταιρειών (Gordon, 1962).

Πολλοί ερευνητές έχουν χαρακτηρίσει αυτά τα υποδείγματα με την γενική ονομασία «Bird-in-the-hand». Αυτό το οποίο θέλουν να τονίσουν με αυτή την ονομασία είναι πως για τους επενδυτές είναι προτιμότερο να έχουν κάτι σίγουρο και βέβαιο σήμερα παρά να υπάρχει κάτι αβέβαιο αλλά με πιο υψηλή απόδοση στο μέλλον. Ακόμη και αν δεχθούμε πως αυτές οι προσδοκίες είναι κοινές για τους περισσότερους επενδυτές, είναι πολύ δύσκολο έως αδύνατο να πείσουμε το σύνολο των επενδυτών πως οι αποφάσεις που σχετίζονται με την μερισματική πολιτική στηρίζονται σε αυτές τις προσδοκίες. Άλλωστε, το διοικητικό συμβούλιο της κάθε εταιρείας δεν μπορεί να γνωρίζει ποιες είναι οι προσδοκίες των μετόχων για την μερισματική πολιτική (πολλές φορές δεν γνωρίζει καν ποιοι είναι οι μέτοχοι της εταιρείας). Αυτό που ξέρει το διοικητικό συμβούλιο είναι πως στους μετόχους αρέσουν και αναμένουν τα μερίσματα. Αυτό είναι γνωστό σε όλους τους συναλλασσόμενους στην αγορά, και η αγορά με τη σειρά της αναμένει και «χειροκροτεί» τις ανακοινώσεις για διανομή μερίσματος.

Τα υποδείγματα με την ονομασία «Bird-in-the-hand», στηρίζονται στη βασική υπόθεση πως υπάρχουν διαφορετικές αποδόσεις (από τις επενδύσεις που θα πραγματοποιηθούν) για την εταιρεία και για τους επενδυτές στην αγορά. Εάν οι αποδόσεις για την εταιρεία είναι μεγαλύτερες από εκείνες των επενδυτών τότε η εταιρεία οφείλει να παρακρατήσει το σύνολο των κερδών. Εάν ισχύει το αντίθετο, τότε η εταιρεία οφείλει να διανείμει το σύνολο των κερδών της. Εάν τα δύο επιτόκια είναι ίσα (όπως ισχύει συνήθως στην περίπτωση που υποθέτουμε τέλειες αγορές), τότε οι αποφάσεις για διανομή μερίσματος ή παρακράτησης των κερδών είναι άνευ σημασίας για την αγορά.

Ο Lintner (1962) και ο Gordon (1963) έδειξαν πως καθώς τα μερίσματα αυξάνονται, υπάρχει μια μείωση στις αποδόσεις που αναμένουν οι επενδυτές από τις συγκεκριμένες μετοχές, αφού τα μερίσματα είναι πιο ασφαλή από τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη. Σε αντίθεση με αυτές τις μελέτες, οι Friend και Puckett (1964) ισχυρίστηκαν πως οι παραλείψεις σημαντικών μεταβλητών, οι μέχρι τότε χρησιμοποιούμενες μεθοδολογίες και πιθανά λάθη μέτρησης είναι πιθανό να καθιστούν ανεπαρκείς και προκατειλημμένες (biased) τις προηγούμενες μελέτες που έδειχναν μια σαφή προτίμηση των επενδυτών για τα μερίσματα.

Η σημαντικότερη, όμως, και πιο γόνιμη θεωρία στα πλαίσια της μελέτης της μερισματικής πολιτικής είναι η θεωρία των Miller-Modigliani (1961). Ονομάζεται θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία των επιχειρήσεων και αποτελεί την πρώτη σύγχρονη προσπάθεια να εξηγηθεί ο ρόλος της μερισματικής πολιτικής μέσω της οικονομικής θεωρίας.

Οι Miller και Modigliani απέδειξαν πως σε τέλειες και αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές και με δεδομένη την επενδυτική πολιτική και τη χρηματοδοτική διάρθρωση της κάθε επιχείρησης, η διανομή ή μη μερίσματος δεν ασκεί καμία επίδραση στην αξία της.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της θεωρίας των Miller-Modigliani θα πρέπει να εξετάσουμε τις προϋποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η συγκεκριμένη θεωρία. Οι τέλειες και αποτελεσματικές αγορές (Perfect Capital Markets, PCM) έχουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση στην αγορά. Όλοι οι συμμετέχοντες έχουν την ίδια πρόσβαση σε πληροφόρηση σχετικά με την τιμή και άλλα χαρακτηριστικά των μετοχών και μάλιστα χωρίς κόστος.
- Όλοι οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά δέχονται την τρέχουσα τιμή ως δεδομένη. Αυτό σημαίνει πως κανένας επενδυτής ή επιχείρηση δεν έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει συναλλαγές τόσο μεγάλου μεγέθους, ώστε να μπορεί να επηρεάσει την τιμή των μετοχών.
- Κατά τη φορολόγηση τόσο των επιχειρήσεων όσο και των επενδυτών, δεν υπάρχουν διαφορές στη φορολογική μεταχείριση ανάμεσα στα μερίσματα και τα παρακρατηθέντα κέρδη.
- Δεν υπάρχουν προμήθειες, φόροι μεταβίβασης και γενικότερα κόστος στις αγοραπωλησίες μετοχών.
- Το σύνολο των επενδυτών συμπεριφέρεται ορθολογικά (rational investors). Αυτό σημαίνει ότι προτιμούν να έχουν περισσότερο πλούτο στη διάθεση τους παρά λιγότερο.
- Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ των εναλλακτικών μορφών που μπορεί να λάβει μια πιθανή αύξηση του πλούτου που έχουν στην κατοχή τους, δηλαδή χρηματική καταβολή ή αύξηση της αξίας των τίτλων που κατέχουν.

Αυτό που φαίνεται από τις προϋποθέσεις της θεωρίας των Miller-Modigliani είναι πως οι επενδυτές είναι αδιάφοροι στο εάν η επιχείρηση θα προβεί σε διανομή μερίσματος ή σε παρακράτηση των κερδών. Αφού ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων ισούται με τον φορολογικό συντελεστή των παρακρατηθέντων κερδών, οι αγοραπωλησίες γίνονται χωρίς κόστος και η πληροφόρηση είναι συμμετρική η αγοραία τιμή της μετοχής δεν θα μεταβληθεί, από μια ενδεχόμενη μεταβολή στην μερισματική πολιτική. Αλλά και για τις επιχειρήσεις ισχύουν τα ίδια. Οι επιχειρήσεις, λοιπόν, είναι εξίσου αδιάφορες μεταξύ των δύο παραπάνω επιλογών.

Η ενιαία φορολόγηση σημαίνει πως το κόστος του εταιρικού κεφαλαίου θα παραμείνει αμετάβλητο. Όποια μερισματική πολιτική αποφασίσει να ακολουθήσει μια εταιρεία η αγοραία τιμή της μετοχής δεν θα αλλάξει.

Η ανυπαρξία προμηθειών, φόρων μεταβίβασης και, γενικότερα, κόστους στις αγοραπωλησίες μετοχών ενισχύει την αδιαφορία στις δύο επιλογές τόσο των επενδυτών όσο και των επιχειρήσεων. Εάν ένας μέτοχος δεν λάβει το ύψος του μερίσματος που επιθυμεί, τότε θα πουλήσει μέρος των μετοχών του, ενώ εάν λάβει υψηλό μέρισμα και έχει πλεόνασμα τότε θα αγοράσει μετοχές. Άλλωστε, η αγορά αποτιμά σωστά και με ακρίβεια τις μετοχές λόγω της συμμετρικής πληροφόρησης. Από την πλευρά της επιχείρησης, εάν θέλει να δώσει υψηλό μέρισμα αλλά τα κέρδη δεν επαρκούν μπορεί να εκδώσει νέες μετοχές. Εάν έχει καλύψει το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων και έχει πλεόνασμα χρημάτων τότε μπορεί να προβεί σε επαναγορά μετοχών της. Σε κάθε περίπτωση, η αγοραία τιμή της μετοχής δεν θα αλλάξει από την απόφαση για διανομή μερίσματος.

Η σωστή αποτίμηση των εταιρειών από την αγορά και η μη μεταβολή της αξίας της τιμής της μετοχής λόγω της μερισματικής πολιτικής είναι αυτονόητο πως δεν θα μεταβάλλει τον πλούτο των μετόχων. Για τους επενδυτές μόνο η επιλογή των βέλτιστων επενδυτικών σχεδίων μπορεί να μεταβάλλει την αξία της επιχείρησης στην αγορά. Άρα, το μέρισμα αποτελεί ένα υπολειμματικό μέγεθος, αφού είναι η διαφορά μεταξύ των κερδών και των επενδύσεων.

Οι περισσότερες εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει για να αποδείξουν τη θεωρία των Miller-Modigliani είναι ατελέσφορες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Brigham και Gordon (1968), McDonald et al (1975), Bar-Yosef και Kolodny (1976), McCabe (1979), Peterson και Benesh (1983) και Jensen et al (1992) απέτυχαν να υποστηρίξουν την θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία των επιχειρήσεων των Miller-Modigliani. Όλες οι παραπάνω μελέτες δείχνουν πως οι επενδυτικές αποφάσεις και οι αποφάσεις που αφορούν τη διανομή μερίσματος συσχετίζονται (άλλοτε περισσότερο και άλλοτε λιγότερο έντονα) μεταξύ τους. Σύμφωνα με τους Peterson και Benesh (1983), ο κύριος λόγος για αυτές τις αλληλεξαρτήσεις είναι οι ατέλειες των κεφαλαιαγορών.

Παρόλα αυτά, τα εμπειρικά αποτελέσματα αυτών των ερευνών δεν είναι επαρκή για να απορρίψουν την ισχύ της πρότασης των Miller-Modigliani για τρεις λόγους. Πρώτον, διότι κανένα στατιστικό τεστ βασισμένο σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα (όπως συμβαίνει με όλες τις ανωτέρω έρευνες) δεν μπορεί να είναι αρκετά δυνατό τόσο ώστε να απορρίψει μια θεωρία, όπως αυτή των Miller-Modigliani, που μέσα στους περιορισμούς και τις προϋποθέσεις που θέτει είναι σωστή και αδύνατο να απορριφθεί. Δεύτερον, διότι όλες αυτές οι εργασίες που έχουν γίνει έχουν στηριχθεί σε μάλλον απλοϊκές οικονομετρικές μεθοδολογίες. Τρίτον, διότι υπάρχουν εμπειρικές έρευνες που δείχνουν το αντίθετο (βλέπε παρακάτω) αλλά και για αυτές τις μελέτες ισχύουν όλα όσα έχουμε ήδη αναφέρει.

Αντιστρόφως, ο Higgins (1972), ο Fama (1974) καθώς και οι Smirlock και Marshall (1983) βρήκαν εμπειρικές αποδείξεις που ενισχύουν την θεωρία της μη επίδρασης των Miller-Modigliani. Ιδιαίτερα ο Fama (1974) ισχυρίστηκε οι υπάρχουσες ατέλειες των κεφαλαιαγορών δεν είναι αρκετά σημαντικές για να απορρίψουν ή να ακυρώσουν την ανεξαρτησία των δυο αυτών πολιτικών που αφορούν τη μερισματική πολιτική. Η θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία των επιχειρήσεων είναι ορθή εάν δεν παραβιάζονται οι υποθέσεις της. Πιθανές αλλαγές στις υποθέσεις της θεωρίας των Miller-Modigliani καθώς και η εισαγωγή των ατελειών των σύγχρονων αγορών κεφαλαίου μπορεί να οδηγήσουν στο συμπέρασμα πως η μερισματική πολιτική σχετίζεται και επιδρά στην αξία των επιχειρήσεων. Όπως αναφέρουν και οι Brealy και Myers η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία των επιχειρήσεων είναι αποτέλεσμα τόσο των ατελειών των αγορών κεφαλαίου, όσο και της μη αποτελεσματικότητας των αγορών αυτών. Τέλος μπορεί να οφείλεται και σε πιθανούς παραλογισμούς των αγορών.

Συνοψίζοντας, οι πρώιμες έρευνες με θέμα τη μερισματική πολιτική μπορούν να χωρισθούν σε δύο εκ διαμέτρου αντίθετες κατηγορίες. Στη μια κατηγορία, τα υποδείγματα με την ονομασία «Bird-in-the-hand», που είχαν σαν αφετηρία τους τις απόψεις των Graham και Dodd, ισχυρίζονται πως η μόνη πηγή πλούτου για την επιχείρηση (αλλά και τους επενδυτές) είναι οι αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές που προέρχονται από τα μερίσματα. Από την άλλη, η επαναστατική θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην εταιρική αξία βλέπει τα μερίσματα (μέσα στο πλαίσιο των υποθέσεων που έθεσαν οι ερευνητές) σαν ένα παράγοντα που δεν μπορεί να επιδράσει άμεσα στην εταιρική αξία.



## 2.4 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ GORDON & LINTNER

Η δεύτερη θεωρητική προσέγγιση στο θέμα της μερισματικής πολιτικής, έρχεται σε πλήρη αντίθεση με την προηγούμενη θεωρία, αφού υποστηρίζει ότι τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.

Σύμφωνα με τους M. Gordon και J. Lintner (G.L.), η τρέχουσα αξία της μετοχής μίας εταιρίας είναι εξηρημένη μεταβλητή του ύψους των διανεμομένων μερισμάτων, καθορίζεται δε από την παρούσα αξία των προσδοκόμενων μερισμάτων.

Η εξίσωση που καθορίζει την τρέχουσα αξία της μετοχής σύμφωνα με τους G.L. είναι η εξής:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g} \quad (2-6)$$

όπου:  $P_0$  = η τρέχουσα αξία της μετοχής στο χρόνο 0

$D_1$  = το προσδοκόμενο μέρισμα ανά μετοχή στο χρόνο 1

$K_s$  = η απαιτούμενη αποδοτικότητα από τους μετόχους και  $g$  = ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.

Από την εξίσωση (2-8) φαίνεται ότι όσο μεγαλώνει ο αριθμητής ( $D$ ) τόσο αυξάνει η τρέχουσα αξία της μετοχής, επομένως οι εταιρίες που θέλουν να αυξήσουν τη χρηματιστηριακή τους αξία πρέπει να διανέμουν υψηλά μερίσματα. Ουσιαστικά η εξίσωση 2-6 είναι η αντιστροφή του υποδείγματος του Gordon για τον υπολογισμό του κόστους των κεφαλαίων που έχει μία επιχείρηση, αντικαθιστώντας την απαιτούμενη αποδοτικότητα που προσδοκούν οι μέτοχοι ( $K_s$ ) με το κόστος των κεφαλαίων της εταιρίας.

Οι G.L. στηρίζουν την θεωρία τους στο γεγονός ότι τα μερίσματα έχουν μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, είναι δηλαδή πιο σίγουρα για τους επενδυτές, προτείνουν δε στις επιχειρήσεις να διατηρούν τον δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (payout ratio) υψηλό.

Οι G.L. υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές προτιμούν να επενδύσουν μία χρηματική μονάδα για να εισπράξουν προσδοκόμενα μερίσματα, παρά μία χρηματική μονάδα για να εισπράξουν προσδοκόμενα κεφαλαιακά κέρδη λόγω του ότι η απόδοση των μερισμάτων (yield)  $D_1/P_0$  έχει μικρότερο κίνδυνο από την μεταβλητή  $g$  (ρυθμός αύξησης μερισμάτων) από την οποία εξαρτάται η συνολική απόδοση του επενδυτή ( $K_s = D_1/P_0 + g$ ).

Πράγματι το  $g$  εξαρτάται από τα κέρδη ανά μετοχή που θα πραγματοποιήσει η εταιρία τα οποία με την σειρά τους εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες μεταξύ των οποίων είναι και αυτοί του πληθωρισμού, του δείκτη αποδοτικότητας (ROA), του ποσοστού παρακράτησης κερδών για επενδύσεις κ.ά.

Το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flow model) θεωρεί το κόστος κεφαλαίου εξηρημένη μεταβλητή της απόδοσης της μετοχής (yield) και του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων ( $g$ ). Για το υπόδειγμα αυτό βλέπε ανάπτυξη σε Γ, ΑΡΤΙΚΗ, "Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων", σελίδα 77, εκδόσεις ΣΤΑΜΟΥΛΗ, 1996. Οι Μ.Μ. υποστήριξαν σχετικά με την παρούσα θεωρία ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών δεδομένου ότι οι περισσότεροι επενδυτές έχουν την τάση να επανεπενδύσουν τα κέρδη τους από τα μερίσματα που εισπράττουν στην ίδια εταιρία ή αντίστοιχη.

Υποστήριξαν ότι η κατηγορία κινδύνου των ταμειακών ροών προς τους επενδυτές εξαρτάται μακροπρόθεσμα από τις επιτυγχανόμενες ταμειακές ροές που προέρχονται, από το ενεργητικό της εταιρίας και όχι από την μερισματική της πολιτική.

## 2.5 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΔΙΑΦΟΡΙΚΟΥ ΦΟΡΟΥ

Η παρούσα θεωρία (tax preference or differential Theory) υποστηρίχτηκε από τους Litrenberger και Ramaswamy (L.R.) και στηρίχτηκε στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη αντίστοιχα.

Οι L.R. υποστηρίζουν ότι δεδομένου του υψηλότερου φορολογικού συντελεστή επί των μερισμάτων, οι μέτοχοι προτιμούν την διανομή χαμηλού ποσοστού μερίσματος από τα κέρδη της χρήσης. Πράγματι στις Η.Π.Α. ο ανώτερος φορολογικός συντελεστής που επιβάλλεται επί των κεφαλαιακών κερδών ανέρχεται στο 28%, εν αντιθέσει με τον φορολογικό συντελεστή των μερισμάτων που ανέρχεται έως και 40%.

Επίσης στη χώρα μας έως και το 1991, η φορολογική επιβάρυνση των μερισμάτων ήταν κατά πολύ υψηλότερη από αυτή των μη διανεμομένων κερδών.

Υποστηρίζεται λοιπόν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές (μέτοχοι μίας εταιρίας) πρέπει να προτιμούν οι εταιρίες στις οποίες συμμετέχουν να παρακρατούν κέρδη τα οποία και θα επανεπενδύουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια, γεγονός που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους.

Με αυτό τον τρόπο θα είναι σε θέση οι μέτοχοι να καρπωθούν τα διαφορικά κέρδη από τους χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές που θα επιβληθούν στα ενδεχόμενα κεφαλαιακά τους κέρδη που θα προέλθουν από την πώληση των μετοχών τους, αποφεύγοντας την πληρωμή υψηλών φόρων που αντιστοιχούν σε υψηλές μερισματικές αποδόσεις στον χρόνο 0. Με άλλα λόγια υποστηρίζουν ότι η μελλοντική αξία των φόρων αυτών έχει μικρότερο κόστος σε σχέση με την παρούσα αξία του φόρου μερίσματος. Αμέσως μετά ακολουθεί ένα αριθμητικό παράδειγμα από το οποίο και φαίνεται το φορολογικό πλεονέκτημα που επέρχεται στους επενδυτές όταν επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη και όχι υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

Έστω ότι ένας επενδυτής προτίθεται να επενδύσει 10.000 δρχ. και ότι έχει δύο εναλλακτικές προτάσεις. Η πρώτη αφορά την αγορά μετοχών της "X" εταιρίας η οποία έχει μερισματική απόδοση 5% και απόδοση κεφαλαιακών κερδών 10% και η δεύτερη την αγορά μετοχών της "Ψ" εταιρίας με αντίστοιχες αποδόσεις 10% και 5%, δηλαδή οι δύο μετοχές έχουν την ίδια συνολική απόδοση 15%. Επίσης, υποθέτουμε ότι οι δύο μετοχές ανήκουν στην ίδια κατηγορία κινδύνου.

Ο επενδυτής μπορεί να αγοράσει στην ίδια τιμή (1.000 δρχ./μτχ) 10 μετοχές της μίας ή της άλλης εταιρίας, ενώ οι φορολογικοί συντελεστές του παραδείγματος αυτού, ανέρχονται για μεν τα μερίσματα σε 40% για- δε τα κεφαλαιακά κέρδη σε 30%.

Μετά από τα ανωτέρω η συνολική απόδοση των δύο εναλλακτικών προτάσεων, αφού ληφθεί υπ' όψιν και η αντίστοιχη φορολογική επιβάρυνση, έχει ως εξής:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**  
**ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ**  
**ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ**

|                             | ΑΠΟΔΟΣΗ<br>ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ | ΑΠΟΔΟΣΗ<br>ΚΕΦ.ΚΕΡΔΩΝ | ΣΥΝΟΛΙΚΗ<br>ΑΠΟΔΟΣΗ | %<br>ΑΠΟΔΟΣΗΣ |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------------|
| <b>1. ΜΕΤΟΧΗ Ψ</b>          |                       |                       |                     |               |
| Απόδοση προ Φόρου (10%-5%)  | 1.000                 | 500                   | 1.500               | 15%           |
| Μείον Φόρος (40%-30%)       | 400                   | 150                   | 550                 | 5,5%          |
| Καθαρή απόδοση              | 600                   | 350                   | 950                 | 9,5%          |
| <b>2. ΜΕΤΟΧΗ Χ</b>          |                       |                       |                     |               |
| Απόδοση προ Φόρου (5% -10%) | 500                   | 1.000                 | 1.500               | 15%           |
| Μείον: Φόρος (40% - 30%)    | 200                   | 300                   | 500                 | 5%            |
| Καθαρή απόδοση              | 300                   | 700                   | 1.000               | 10%           |

Δηλαδή παρατηρούμε ότι, ενώ η συνολική απόδοση των δύο μετοχών πριν την επιβολή φόρου είναι η ίδια (15%) οι αποδόσεις μετά την επιβολή

των φόρων διαφοροποιούνται, καθιστώντας την μετοχή της "X" εταιρίας ελκυστικότερη επένδυση με διαφορετικό κέρδος 0,5% ή 50 δρχ.

Επομένως οι επενδυτές πρέπει μακροπρόθεσμα να αναζητούν μετοχές με υψηλότερα κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλότερα μερίσματα, ειδικά δε στις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν βραχυπρόθεσμα τα κεφαλαιακά τους κέρδη, δηλαδή δεν πωλούν τις μετοχές τους, τότε, η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου αυξάνει τη συνολική απόδοση, καθιστώντας τις μετοχές αυτές περισσότερο ελκυστικές σε σχέση με τις μετοχές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

Οι επενδυτές που γνωρίζουν τις δύο διαφορετικές αποδόσεις (μετά την αφαίρεση των φόρων) θα συμπεριφερθούν θετικά προς την μετοχή "X" με αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης που θα προκαλέσει με την σειρά της την αύξηση της τιμής της μετοχής. Έτσι μακροπρόθεσμα τα κεφαλαιακά κέρδη της μετοχής αυτής θα έχουν μεγαλύτερη αποδοτικότητα σε σχέση με τα αντίστοιχα της μετοχής "Φ", της οποίας οι αποδόσεις θα είναι χαμηλότερες.

Το αντίστοιχο παράδειγμα που συναντάτε στην διεθνή βιβλιογραφία για να υποστηρίξει την σχετική θεωρία της φορολογικής προτίμησης των μετόχων, είναι εξαιρετικά αμφίβολο εάν μπορεί να επαληθευθεί στην πράξη. Πράγματι, η συμπεριφορά των επενδυτών στις αγορές απέχει μακράν από αυτή που περιγράφηκε. Οι επενδυτές έχουν τάσεις κερδοσκοπίας, πιέζουν τις εταιρίες για υψηλά μερίσματα χωρίς να ενδιαφέρονται τις περισσότερες φορές για τη φορολογική επιβάρυνση αυτών, προτιμούν τις μερισματικές αποδόσεις επειδή έχουν χαμηλότερο κίνδυνο, ρευστοποιούν τις μετοχές τους σε περιπτώσεις έκτακτες χωρίς να συνυπολογίζουν τη ζημιά που απορρέει απ' αυτήν την ενέργεια και γενικά υπολογίζουν τις αποδόσεις τους κάτω από το πρίσμα πιο στενών κριτηρίων σε σχέση με αυτά του παραδείγματος.

Σε αυτό το σημείο, αξίζει να αναφερθεί η περίπτωση του επηρεασμού της μερισματικής πολιτικής από την φορολογική επιβάρυνση, λαμβάνοντας υπόψη το φορολογικό καθεστώς που ίσχυε στην Ελλάδα έως και το έτος 1991. Για το λόγο αυτό θα παραθέσουμε ένα αριθμητικό παράδειγμα με υποθετικά δεδομένα.

Έστω ότι η εταιρία "X" έχει πρόβλεψη στο καταστατικό της σχετικά με την διανομή των ετησίων κερδών, την κατανομή αυτών μεταξύ μερισμάτων και αποθεματικών σε ποσοστά 40% και 60% αντίστοιχα.

Επίσης, έστω:

Κέρδη προ φόρων: 1.000.000 δρχ.

Φορολογικός συντελεστής αδιανεμήτων κερδών : 35%

Φορολογικός συντελεστής διανεμομένων κερδών : 45%

Ως γνωστόν ο πρώτος συντελεστής (35%) επιβάλλεται στο νομικό πρόσωπο, ενώ ο δεύτερος (45%) στα φυσικά πρόσωπα που αποτείνουν τους μετόχους της εταιρίας. Για να είναι σε θέση η εταιρία να τηρήσει την πρόβλεψη του καταστατικού της θα πρέπει να υπολογίσει πρώτα τον φόρο εισοδήματος επί των μη διανεμομένων κερδών και αμέσως μετά από το υπόλοιπο των καθαρών κερδών (μετά φόρων) να κρατήσει το 60% για το σχηματισμό αποθεματικών και να διανείμει τα υπόλοιπα.

Επομένως ισχύει ότι:  $1.000.000 - [ 0,60 X 0,35 ] = 0,40 X + 0,60 X$

όπου Α'είναι τα κέρδη μετά την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος.

Λύνοντας την εξίσωση ως προς το X βρίσκουμε ότι τα κέρδη προς διάθεση ανέρχονται σε 826.446 δρχ. Η διαφορά τους από τα κέρδη προ φόρων (1.000.000 δρχ. ) είναι ο φόρος εισοδήματος (35%), που αντιστοιχεί στα αδιανεμήτα κέρδη.

Επομένως ο πίνακας διάθεσης της εταιρίας έχει ως εξής:

|                           |          |       |
|---------------------------|----------|-------|
| Κέρδη χρήσεως             | 1000.000 |       |
| (Μειον) Φόρος εισοδήματος | 173.554  |       |
| Κέρδη προς διάθεση        | 826.446  |       |
| Μερίσματα πληρωτέα        | 330.578  | (40%) |
| Αποθεματικά               | 495.868  | (60%) |
| Σύνολο                    | 826.446  |       |

Ο μέτοχος έχει καθαρή απόδοση, δηλαδή απόδοση μετά την αφαίρεση του ανάλογου φόρου μερίσματος  $330.578 - 330.578 (0,45) = 181.818$  δρχ.

Αμέσως μετά θα παρατεθούν δύο εναλλακτικά σενάρια διανομής κερδών, ένα με υψηλό ποσοστό διανομής 45% (αντί 40%) και ένα με χαμηλότερο **ποσοστό 35%**.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**  
**ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

|  | Α)<br>ΤΟΥ<br>40% ΚΕΡΔΩΝ | ΔΙΑΝΟΜΗ<br>Β)ΔΙΑΝΟΜΗ<br>ΤΟΥ<br>45% ΚΕΡΔΩΝ | Γ) ΔΙΑΝΟΜΗ ΤΟΥ<br>35% ΚΕΡΔΩΝ |
|--|-------------------------|---|------------------------------|
| Κέρδη Χρήσης   | 1.000.000               | 1.000.000                                 | 1.000.000                    |
|  | 173.554                 | 161.426                                   | 185.336                      |
| Κέρδη προς διάθεση   | 826.446                 | 838.574                                   | 814.664                      |
| Μερίσματα πληρωτέα:  | 330.578 (40%)           | 377.358 (45%)                             | 285.132 (35%)                |
| Αποθεματικά:   | 495.868 (60%)           | 461.216 (55%)                             | 529.532 (65%)                |
| Σύνολο   | 826.446                 | 838.574                                   | 814.664                      |
| Ταμειακές εκροές εταιρίας<br>(μέρισμα + φόροι)                   | 504,132                 | 538.784                                   | 470.488                      |
| Ταμειακές εισροές<br>μετόχων(μικτό μέρισμα –<br>φόρος)           | 181.818                 | 207.547                                   | 156.823                      |
| Φόρος επί των μερισμάτων<br>45%                                  |                         |   |                              |
| Έσοδα Ελλ. Δημοσίου από<br>φόρους(εισοδήματος και<br>μερίσματος) | 148.760                 | 169.811                                   | 128.309                      |

Αναφορικά με το σύνολο των ταμειακών εκροών της εταιρίας σημειώνεται ότι σύμφωνα με την τότε ισχύουσα Νομοθεσία η εταιρία ήταν υποχρεωμένη να παρακρατήσει τον φόρο μερίσματος από τους μετόχους και να τον αποδώσει στην Εφορία εντός δύο μηνών από την παρακράτηση, δηλαδή ουσιαστικά πλήρωνε το 55% του μικτού μερίσματος στον μέτοχο και το 45% αυτού στο Κράτος.

Παρατηρούμε λοιπόν ότι με δεδομένο το φορολογικό καθεστώς του παραδείγματος την εταιρία την συμφέρει να πληρώνει χαμηλό μέρισμα

Σημειώνεται ότι παρόμοιο φορολογικό καθεστώς ισχύει στις περισσότερες χώρες του εξωτερικού, δεδομένου ότι όπως αναπτύχθηκε και προηγουμένως τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερους συντελεστές.

και να παρακρατεί κέρδη για αποθεματικά. Αντιθέτως, τον μέτοχο τον συμφέρει υψηλό μέρισμα δεδομένου ότι ο φορολογικός συντελεστής είναι αναλογικός και όχι προοδευτικός.

Με την καταγραφή του ανωτέρω παραδείγματος αμφισβητείται η ισχύς της θεωρίας του διαφορικού φόρου ή της φορολογικής προτίμησης, έχοντας λάβει φυσικά υπ' όψιν μία παράμετρο της διανομής κερδών (παρούσες αξίας ταμειακών ροών), θεωρώντας όλες τις λοιπές παραμέτρους (τιμή μετοχής, κεφαλαιακά κέρδη κ.λπ.) *ceteris paribus*.

Τέλος, σημειώνεται ότι με το φορολογικό καθεστώς που ισχύει πλέον στη χώρα μας από το 1992 και μετά, η μερισματική πολιτική της εταιρίας δεν επηρεάζεται από την φορολογική επιβάρυνση, επειδή πλέον όλα τα κέρδη διανεμόμενα ή μη, φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου και τα μερίσματα αποδίδονται ελεύθερα φόρου στους μετόχους.

## 2.6 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ

Για να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι τρεις θεωρίες της μερισματικής πολιτικής, καθώς και οι μεταξύ τους διαφορές θα παρατεθεί το ακόλουθο παράδειγμα.<sup>10</sup>

Έστω ότι η εταιρία "X" ακολουθεί επί χρόνια την ίδια πολιτική σχετικά με τα κέρδη της η οποία συνίσταται στην παρακράτηση αυτών για επενδύσεις και ότι δεν έχει ποτέ διανείμει μερίσματα. Η διοίκηση της εταιρίας εξετάζει τρία εναλλακτικά σενάρια για τη διάθεση των κερδών της τελευταίας χρήσης αποσκοπώντας στην μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας (της τρέχουσας αξίας των μετοχών). Υποθέτουμε επίσης ότι η εταιρία θα έχει αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) 15% ανεξάρτητα από την πολιτική μερισμάτων που πρόκειται να ακολουθήσει και ότι η λογιστική αξία της μετοχής είναι 30 δρχ. Με τα δεδομένα αυτά καταστρώνεται ο παρακάτω Πίνακας 3.



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**  
**ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ ΤΗΣ**

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

|                            |                           |                             |                    |                      | MODIGLIANI - MILLER |                 |                  | GORDON - LINTNER |                 |                  | TAX PREFERENCE THEORY |                 |                  |
|----------------------------|---------------------------|-----------------------------|--------------------|----------------------|---------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| ΕΝΑΛΛΑΚΤ. ΜΕΡΙΣΜ. ΠΟΛΙΤΙΚΗ | ΠΟΣΟΣΤΟ(%) ΔΙΑΝΕΜ. ΚΕΡΔΩΝ | ΠΟΣΟΣΤΟ(%) ΠΑΡΑΚΡΑΤ. ΚΕΡΔΩΝ | ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ | ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ (g) | ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ        | ΜΕΡΙΣΜ. ΑΠΟΔΟΣΗ | ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ | ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ     | ΜΕΡΙΣΜ. ΑΠΟΔΟΣΗ | ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ | ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ          | ΜΕΡΙΣΜ. ΑΠΟΔΟΣΗ | ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ |
| 1                          | 0                         | 100                         | 0                  | 0,15                 | 30                  | 0               | 0,15             | 30               | 0               | 0,15             | 30                    | 0               | 0,15             |
| 2                          | 50                        | 50                          | 2,25               | 0,075                | 30                  | 0,075           | 0,15             | 35               | 0,064286        | 0,1392857        | 25                    | 0,09            | 0,165            |
| 3                          | 100                       | 0                           | 4,5                | 0                    | 30                  | 0,15            | 0,15             | 40               | 0,1125          | 0,1125           | 20                    | 0,225           | 0,225            |

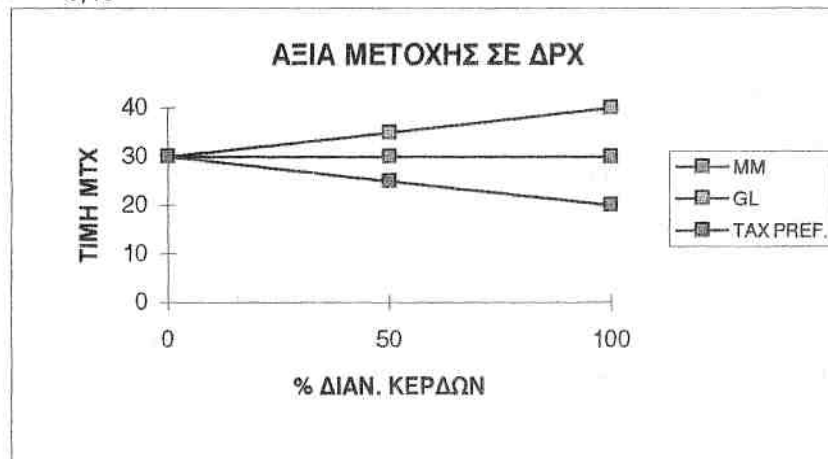
Κέρδη/μτχ =  $0,15 \times 30 = 4,5$  δρχ/μτχ

$g = (\% \text{ παρακρατ. κερδών}) \times \text{ROE}$

Απόδοση μερισμάτων = μέρισμα ανά μτχ / τιμή μτχ

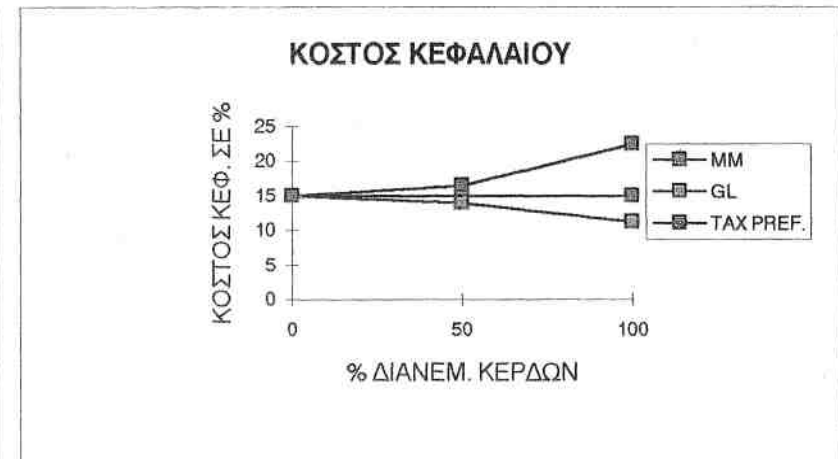
Κόστος κοινού Μ.Κ. = μερισματική απόδοση + g

ROE = 0,15



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 :

ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 :

ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Στη δεύτερη και την τρίτη στήλη του Πίνακα 3 παρατίθενται οι τρεις (3) εναλλακτικές μερισματικές πολιτικές που επεξεργάζεται η εταιρία "X". Στην πρώτη περίπτωση παρακρατεί όλα τα κέρδη, στη δεύτερη διανέμει το 50% αυτών στους μετόχους της και παρακρατεί τα υπόλοιπα για αποθεματικά και τέλος στην τρίτη περίπτωση διανέμει το 100% των κερδών της στους μετόχους.

Στη τέταρτη στήλη παρατίθεται το μέρισμα ανά μετοχή που αναλογεί στις τρεις εναλλακτικές πολιτικές μερισμάτων (π.χ. στην πολιτική 2 είναι  $4,5 \text{ δρχ.} \times 50\% = 2,25 \text{ δρχ./μτχ.}$ ), ενώ στην πέμπτη στήλη παρατίθεται ο ρυθμός ανάπτυξης ( $g$ ) που αντιστοιχεί στις 3 μερισματικές πολιτικές (π.χ. για την περίπτωση της παρακράτησης του 100% των κερδών το  $g = 0,15 \times 100\% = 0,15$  ή 15%).

- a. Μερισματική πολιτική κάτω από το πρίσμα της θεωρίας των Modigliani -Miller.  
Σύμφωνα με την παρούσα θεωρία η τιμή της μετοχής, όπως επίσης και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου θα παραμείνουν σταθερά και αμετάβλητα και στις τρεις περιπτώσεις διάθεσης των κερδών.
- b. Μερισματική πολιτική κάτω από το πρίσμα της θεωρίας των Gordon και Lintner  
Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, όπως αναπτύχθηκε και προηγουμένως, οι μέτοχοι προτιμούν τη διανομή κερδών με τη μορφή μερισμάτων, επομένως και η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί στην περίπτωση της διανομής υψηλού ποσοστού μερίσματος. Από την άλλη μεριά, με δεδομένο υψηλό ποσοστό διανομής, το κόστος κεφαλαίου θα έχει τη τάση να μειώνεται. Αν η θεωρία των G.L. έχει ισχύ, τότε η διανομή του 100% των κερδών της χρήσεως θα οδηγήσει σε μία αύξηση της τιμής της μετοχής από 30 δρχ. σε 40 δρχ. και σε μία μείωση του κόστους κεφαλαίου από 15% σε 11,25%.
- c. Μερισματική πολιτική κάτω από το πρίσμα της θεωρίας του διαφορικού φόρου  
Σε αυτήν την περίπτωση οι μέτοχοι προτιμούν τα κέρδη των εταιριών στις οποίες συμμετέχουν να μη διατίθενται αλλά να παρακρατούνται, έτσι ώστε να έχουν όφελος από τον διαφορικό φόρο που στην περίπτωση των κεφαλαιακών κερδών είναι κατά πολύ χαμηλότερος από τον αντίστοιχο φόρο μερίσματος. Επομένως, στην περίπτωση της διάθεσης υψηλού ποσοστού κερδών, οι τιμές της μετοχής θα μειωθούν και το κόστος κεφαλαίου θα αυξηθεί.

Τέλος, τα ανωτέρω δεδομένα του-Πίνακα 3 απεικονίζονται σε δύο διαγράμματα τα οποία παρουσιάζουν τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής της εταιρίας "X" καθώς επίσης και του κόστους κεφαλαίου, σύμφωνα, με τις τρεις θεωρίες της μερισματικής πολιτικής, στα τρία εναλλακτικά σενάρια διάθεσης των κερδών του παραδείγματος.

Οι τρεις θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν αναπτυχθεί στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης για να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών, οδηγούν σε αντιφατικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμπεράσματα. Εμπειρικές μελέτες που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών (χρησιμοποιώντας πραγματικά δεδομένα), έχουν καταλήξει σε διαφορετικά συμπεράσματα. Άλλες συμπεραίνουν ότι κάποια από τις τρεις μερισματικές πολιτικές είναι σωστή και άλλες ότι και οι τρεις δεν φαίνονται να επαληθεύονται από τα πραγματικά δεδομένα. Η εξήγηση των αντιφατικών αποτελεσμάτων των διαφόρων εμπειρικών ερευνών οφείλεται στο ότι για να είναι έγκυρος ένας στατιστικός έλεγχος υποθέσεων που στηρίζεται σε κάποιο δείγμα εταιριών, θα πρέπει όλες οι λοιπές παράμετροι πλην της μερισματικής πολιτικής να είναι σταθερές και κοινές για όλο το δείγμα. Επίσης πρέπει να είναι σε θέση να εκτιμηθεί αξιόπιστα το ύψος που ανέρχεται το κόστος κεφαλαίου των εταιριών του δείγματος. Για τον λόγο αυτό τα εμπειρικά τεστ που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών, κάτω από το πρίσμα των τριών θεωριών, έχουν αποτύχει, με αποτέλεσμα οι ερευνητές να μην είναι σε θέση να ερμηνεύσουν επαρκώς την επίδραση της μερισματικής πολιτικής, στην αξία της μετοχής και στο κόστος κεφαλαίου.

## 2.7 ΤΟ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΠΕΛΑΤΕΙΑΣ

Η μερισματική πολιτική των εταιριών, συνήθως παραμένει σταθερή για έναν μεγάλο αριθμό ετών με αποτέλεσμα να προσελκύει συγκεκριμένες ομάδες μετόχων (πελατείας), οι οποίοι επιλέγουν την συγκεκριμένη μετοχή ως επένδυση, επειδή κρίνουν ότι η φύση των αποδόσεων (μερισματικών, κεφαλαιακών ή και των δύο συγχρόνως) είναι αυτή που αναζητούν, δηλαδή καλύπτει τις ανάγκες τους (clientele effect).

Έτσι λοιπόν ορισμένες κατηγορίες μετόχων, προτιμούν την αποκόμιση βραχυπροθέσμων κερδών αντί μελλοντικών κεφαλαιακών κερδών, επομένως και επιλέγουν εταιρίες με υψηλό δείκτη διανομής κερδών {μερίσματα / κέρδη}.

Το αποτέλεσμα της επιλεγείσας μερισματικής πολιτικής θα καθορίσει και την κατηγορία των μετόχων της εταιρίας που θα παραμείνουν, ενώ εκείνοι οι μέτοχοι που δεν θα ικανοποιούνται από την υφιστάμενη μερισματική πολιτική θα επενδύσουν σε κάποιες άλλες μετοχές.

Είναι ευνόητο ότι συχνές αλλαγές στην μερισματική πολιτική των εταιριών, καθιστούν αντιοικονομική την επένδυση για τους μετόχους, δεδομένων των υψηλών εξόδων προμήθειας, όπως επίσης και των φόρων μεταβίβασης των μετοχών, για τους μετόχους εκείνους που θα θελήσουν να πουλήσουν τις μετοχές τους.

## 2.8 ΤΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Έχει παρατηρηθεί και επιβεβαιωθεί από την πράξη ότι η αναγγελία υψηλού μερίσματος σε κάποια χρήση (π.χ. αναγγέλλεται ποσοστό αύξησης των μερισμάτων σε σχέση με τα αντίστοιχα, της προηγούμενης χρήσης της τάξης του 20% όταν ο πληθωρισμός κυμαίνεται στο 7%) οδηγεί σε θετικά αποτελέσματα για την τιμή των μετοχών. Αντιθέτως χαμηλότερο, μέρισμα σε σχέση με αυτό της προηγούμενης χρήσης, οδηγεί κατά κανόνα σε μείωση της τιμής της μετοχής. Η εξήγηση της επίδρασης αυτής, οφείλεται στο ότι οι μέτοχοι ερμηνεύουν την υψηλή κερδοφορία και το υψηλό μέρισμα ως θεμελιώδους σημασίας κριτήριο για την αξία των μετοχών τους (signaling hypothesis).

Τα ανωτέρω έχουν μερική ισχύ για την κατάσταση στη χώρα μας. Πράγματι τα έξοδα μεταβίβασης μετοχών είναι διαμορφωμένα σε υψηλά επίπεδα (π.χ. 1% για συναλλαγές έως 1.000,000 δρχ.), αλλά όπως αναφέρεται και στην υποσημείωση 55, οι μεταβιβάσεις

μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ δεν επιφέρουν φόρο.

Είναι γεγονός ότι η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών εκφράζεται και δημοσιοποιείται μέσω των οικονομικών καταστάσεων και ότι η εικόνα αυτών όπως εκτίθεται στην κρίση του επενδυτικού κοινού, αποτελεί πηγή πληροφόρησης σχετικά με το παρόν και το μέλλον της επένδυσης τους.

Οι μέχρι στιγμής εμπειρικές μελέτες σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων έχουν διαπιστώσει την ύπαρξη συσχέτισης μεταξύ της τιμής των μετοχών και του ύψους του εξαγγελόμενου

μερίσματος, αλλά υπάρχει επιφύλαξη για το κατά πόσον οι μεταβολές στις τιμές των μετοχών καθορίζονται μόνο από το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων και όχι και από άλλες παραμέτρους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### 3.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΡΗΤΑ – ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

##### 3.1.1 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Σύμφωνα με την πολιτική αυτή, οι μέτοχοι προτιμούν εταιρίες που παρακρατούν τα ετήσια κέρδη τους και τα επανεπενδύουν αντί να τα διανέμουν ως μερίσματα, εφ' όσον η απόδοση που θα επιτύχει η εταιρία από τις επενδύσεις αυτές είναι μεγαλύτερη από τη μέση απόδοση που θα μπορούσαν να επιτύχουν οι επενδυτές από μόνοι τους εάν επένδυναν σε κάποια άλλη δραστηριότητα, αντιστοίχου κινδύνου (residual! Dividend policy).

Οι μέτοχοι για τα μη διανεμηθέντα κέρδη (retained earnings) έχουν κάποιο κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύεται από τις διαθέσιμες αποδόσεις που θα είχαν εάν επένδυναν σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης, το οποίο κόστος από την άλλη μεριά αποτελεί το κόστος των αποθεματικών της εταιρίας.

Για να είναι σε θέση η εταιρία να ελαχιστοποιεί το συνολικό της κόστος, θα πρέπει να χρησιμοποιεί την άριστη αναλογία μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Δεδομένου ότι τα αποθεματικά έχουν χαμηλότερο κόστος και από τον δανεισμό (ως πηγή χρηματοδότησης), αλλά και από την άντληση κεφαλαίου μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου (κόστος αναδόχου τράπεζας, έξοδα έκδοσης νέων μετοχών κ.λπ.), οι εταιρίες πρέπει να καθορίζουν την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση τους αρχίζοντας από την παρακράτηση των κερδών προς επανεπένδυση, με την προϋπόθεση ύπαρξης δυνατοτήτων επιδίωξης απόδοσης υψηλότερης εκείνης των εναλλακτικών αποδόσεων που έχουν οι μέτοχοι της.

Σύμφωνα με την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων η επιχείρηση πρέπει να ακολουθεί τα ακόλουθα τέσσερα βήματα:

- 1) Καθορίζει τον άριστο συνδυασμό επενδύσεων, δηλαδή αυτόν που μεγιστοποιεί την απόδοση.
- 2) Καθορίζει το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που θα, απαιτηθούν για τη χρηματοδότηση της επένδυσης με κριτήριο την επιθυμητή κεφαλαιακή

διάρθρωση της.

- 3) Χρησιμοποιεί όσο το δυνατόν περισσότερα παρακρατηθέντα κέρδη, γιατί όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως αυτά έχουν το μικρότερο κόστος για την εταιρία.
- 4) Διανέμει μερίσματα από το εναπομένον υπόλοιπο, δηλαδή μόνο εάν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για τη χρηματοδότηση της επένδυσης.

Στη συνέχεια παρατίθεται ένα παράδειγμα που εξηγεί την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων. Έστω ότι η επιχείρηση "X" έχει τα ακόλουθα δεδομένα:

α. ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ : 25.000.000 Δρχ.

β. ΑΡΙΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ : 50%

γ. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (Μ.Σ.Κ.Κ.) : 10%

δ. ΑΝΩΤΑΤΟ ΟΡΙΟ ΝΕΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ : 50.000.000 Δρχ.

(χρηματοδότηση, 25.000.000 από κέρδη και 25.000.000 από δάνεια)

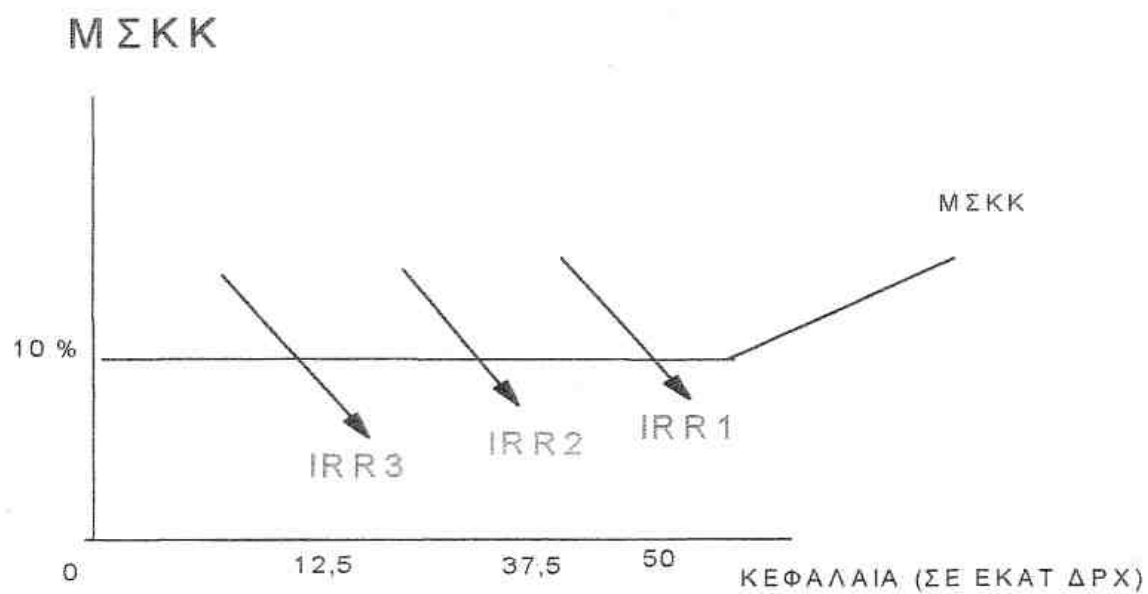
Το Μ.Σ.Κ.Κ. παραμένει σταθερό (10%) για ζητούμενα κεφάλαια έως 50.000.000 δρχ.. Για κεφάλαια μεγαλύτερα των 50.000,000 δρχ. το Μ.Σ.Κ.Κ. αυξάνει γιατί η εταιρεία θα εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο έχει μεγαλύτερο κόστος από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Αμέσως μετά η εταιρία καταρτίζει το επενδυτικό της πρόγραμμα το οποίο αξιολογεί με την μέθοδο του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης (internal rate of return) ως εξής: Ευνοϊκές προβλέψεις IRR 1

Μέτριες προβλέψεις IRR 2

Δυσμενείς προβλέψεις IRR 3

Τα δεδομένα αυτά απεικονίζονται στο διάγραμμα 3.

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3:**  
**ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**





Από το διάγραμμα προκύπτει ο ακόλουθος Πίνακας:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

| <b>ΠΡΟΒΛΕΨΗ</b> | <b>ΣΥΝ. ΕΠΕΝΔΥΣΗ</b> | <b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b> | <b>ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</b> | <b>% ΔΙΑΝΕΜ ΚΕΡΔΩΝ</b> |
|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|
| IRR1            | 50.000.000           | 25.000.000           | 25.000.000           | 0                      |
| SRR2            | 37.500.000           | 18.750.000           | 18.750.000           | 25%                    |
| IRR3            | 12.500.000           | 6.250.000            | 6.250.000            | 75%                    |

25.000.000 Κέρδη

(18.750.000) Μείον χρηματοδότηση επένδυσης

6.250.000 Υπόλοιπο προς διανομή  $6.250.000 / 25.000.000 = 25\%$

Δηλαδή παρατηρούμε ότι όσο οι επενδυτικές ευκαιρίες αυξάνονται και κατά συνέπεια χρειάζονται σημαντικά ίδια κεφάλαια για την κάλυψη τους, τόσο το ποσοστό διανεμομένων κερδών μειώνεται.

### **3.1.2 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΠΟΣΟΥ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ**

Πολλές εταιρίες καθορίζουν ένα ποσόν ως μέρισμα ανά μετοχή και το διατηρούν για μία σειρά ετών (constant, or steadily increasing dividends). Εάν σε κάποια χρονική στιγμή προβλέπουν αύξηση της κερδοφορίας τους για τα επόμενα χρόνια, αναπροσαρμόζουν το ποσόν αυτό, δίνοντας έτσι και "πληροφοριακό περιεχόμενο" μέσω του νέου ύψους των μερισμάτων στους επενδυτές. Ο κανόνας που τηρείται κατά την άσκηση αυτής της μερισματικής πολιτικής, απαγορεύει τη μείωση του ποσού αυτού, αφού μία τέτοια ενέργεια θα μειώσει την αξία της μετοχής.

Με το πέρασμα του χρόνου, ο υψηλός δείκτης πληθωρισμού, καθώς και οι αποδόσεις των επενδύσεων που έχουν αρχίσει να βελτιώνουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών, οδηγεί τις επιχειρήσεις στην υιοθέτηση ενός ποσοστού αύξησης των διανεμομένων μερισμάτων σε σχέση με τα αντίστοιχα της προηγούμενης χρήσης, σταθερά διαμορφωμένο σε επίπεδο λίγο υψηλότερο του πληθωρισμού.

Τα πλεονεκτήματα της παρούσας μερισματικής πολιτικής είναι τα εξής:

- Ø Δεδομένου ότι για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών τα μερίσματα αποτελούν τη μοναδική πηγή εισοδήματός τους, αφού δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν

έξοδα και προμήθειες μεταβίβασης για την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών, έτσι η συγκεκριμένη πολιτική καθιστά ελκυστικές τις μετοχές των εταιριών αυτών που την υιοθετούν.

- Ø Οι επενδυτές προτιμούν μετοχές με μικρές διακυμάνσεις στα μερίσματα (από χρόνο σε χρόνο), θέλοντας να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο της απόδοσης της επένδυσης τους και συγχρόνως να μπορούν να προβλέπουν τα μερίσματα για τα επόμενα χρόνια. Επίσης οι διακυμάνσεις στο ύψος των ετήσιων μερισμάτων, αποτελούν μία πληροφόρηση προς τους επενδυτές ή οποία εκλαμβάνεται αρνητικά και οδηγεί σε αβεβαιότητα (security uncertainty), με αποτέλεσμα να αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας και να μειώνονται οι τιμές των μετοχών.

\* Οι εταιρίες που έχουν μεγάλες διακυμάνσεις των μερισμάτων τους έχουν μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο σε σχέση με αυτές με σταθερή μερισματική πολιτική. Οι τελευταίες εταιρίες έχουν μικρότερη απαιτούμενη αποδοτικότητα (κόστος μετοχικού κεφαλαίου) και υψηλότερες τιμές μετοχών. Γ. ΑΡΤΙΚΗΣ, "Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων", εκδόσεις Σταμούλης, 1996, σελίς 63.

- Ø Τέλος, στις Η.Π.Α. υπάρχουν κατάλογοι που περιέχουν τις μετοχές των εταιριών στις οποίες μπορούν να επενδύσουν μεγάλοι οργανισμοί (όπως είναι οι Τράπεζες, Ασφαλιστικοί Οργανισμοί, Ασφαλιστικές εταιρίες κ.λπ.).

Για να καταχωρηθεί μία εταιρία στους καταλόγους των "νόμιμων επενδύσεων" (legal lists) πρέπει να ικανοποιεί ορισμένα κριτήρια, ένα από τα οποία είναι και η ύπαρξη σταθερής μερισματικής πολιτικής.

### **3.1.3 Η ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΟΥ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ**

Όπως φαίνεται και από τον τίτλο, βάσει αυτής της πολιτικής, η εταιρία προκαθορίζει ένα ποσοστό διανεμομένων κερδών επί των ετησίων κερδών της και το τηρεί για μία σειρά ετών (constant payout ratio). Το μειονέκτημα για τους μετόχους, αλλά και για το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας, είναι ότι σε περιόδους χαμηλών κερδών ή και πραγματοποίησης ζημιών, η εταιρία μοιράζει χαμηλό μέρισμα και επομένως σε μία σειρά ετών θα υπάρχει μεγάλη διακύμανση του ύψους των μερισμάτων.

Έχοντας ως δεδομένο ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων αρνητικά, οι εταιρίες που εφαρμόζουν την πολιτική που περιγράφηκε στην προηγούμενη παράγραφο (2.1.2), έχουν πλεονέκτημα σε σχέση με τις εταιρίες που εφαρμόζουν την παρούσα πολιτική. Πράγματι εάν υποθέσουμε ότι για 2 ή 3 χρόνια τα κέρδη μίας εταιρίας θα είναι μειωμένα σε σχέση με αυτά του παρελθόντος, ενώ με την πολιτική του σταθερού μερίσματος οι μέτοχοι θα εισπράξουν σταθερό μέρισμα, κάτω από τις συνθήκες της παρούσας πολιτικής θα εισέπρατταν αισθητά μειωμένα μερίσματα με αποτέλεσμα την μείωση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

### **3.1.4 ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΧΑΜΗΛΟΥ ΤΑΚΤΙΚΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΥΝ ΕΚΤΑΚΤΟΥ**

Αυτή η πολιτική αποτελεί μία ενδιάμεση κατάσταση μεταξύ των δύο προηγούμενων. Έτσι η εταιρία διανέμει ένα σταθερό μέρισμα ετησίως (που κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα) και τις χρήσεις που παρουσιάζει υψηλά κέρδη, διανέμει πέραν των προηγούμενων έκτακτα μερίσματα (extra dividend).

Η πολιτική αυτή προσφέρει ευελιξία στην εταιρία και επιφέρει βεβαιότητα στους μετόχους σχετικά με το ύψος των ελάχιστων μερισμάτων που θα εισπράξουν ετησίως.

Κάτι παρόμοιο προβλέπει και ο Νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών στη χώρα μας. Θεωρώντας ως την ελάχιστη ανεκτή απόδοση το 6% του επενδυμένου κεφαλαίου προβλέπει ότι οι εταιρίες υποχρεούνται να διανέμουν ετησίως τουλάχιστον το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Είναι σαφές ότι εάν τα ετήσια κέρδη μίας εταιρίας παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις,

τότε η παρούσα πολιτική φαίνεται να είναι η καλύτερη και για τις δύο πλευρές (εταιρία - μέτοχοι).

Πολλές μεγάλες αυτοκινητοβιομηχανίες στις Η.Π.Α., συνήθιζαν να εφαρμόζουν την πολιτική αυτή, δεδομένου ότι παρουσίαζαν μεγάλες διακυμάνσεις στα ετήσια κέρδη τους από χρόνο σε χρόνο.

## ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

### 3.2 ΜΗ ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

#### 3.2.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ

Συνηθίζεται στην πράξη οι εταιρίες αντί της διανομής μερισμάτων με τη μορφή μετρητών να διανέμουν πρόσθετες μετοχές στους μετόχους τους, με παράλληλη αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου (stock dividends). Σε αυτή την περίπτωση το ποσοστό συμμετοχής δεν διαφοροποιείται για τους υπάρχοντες μετόχους αλλά απλώς κατέχουν περισσότερες μετοχές από ότι προηγουμένως.

Οι λόγοι που μία εταιρία αποφασίζει τη διάθεση μερίσματος με τη μορφή νέων μετοχών είναι κυρίως οι εξής:

- § Η χρηματιστηριακή αγορά καθορίζει άτυπα ένα άριστο πεδίο τιμών για τις μετοχές (optimal price range) μέσα στο οποίο η μετοχή μίας εταιρίας δύναται να κυμανθεί προσελκύοντας υποψήφιους αγοραστές της. Θεωρητικά εάν η τιμή της μετοχής κυμαίνεται μέσα στο άριστο πεδίο τιμών, τότε ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E) θα βελτιωθεί και η αξία της επιχείρησης θα τείνει προς μεγιστοποίηση. Εμπειρικές μελέτες στις Η.Π.Α. έχουν δείξει ότι μετοχές που οι τιμές τους κυμαίνονται έξω από διάστημα των 20 \$ έως 80\$, δεν διαπραγματεύονται ικανοποιητικά στο Χρηματιστήριο. Πράγματι ένας επενδυτής αγοράζει πιο εύκολα δύο μετοχές μίας εταιρίας αξίας 15.000 δρχ., παρά μία μετοχή της ίδιας αξίας 30.000 δρχ. Σε αυτές λοιπόν τις περιπτώσεις που μία εταιρία επιθυμεί να διατηρήσει την τιμή της μετοχής της σε επίπεδα που επιτρέπουν σε μεγάλο αριθμό επενδυτών την αγορά της, διανέμει μετοχές αντί μετρητά για να μειώσει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της με σκοπό την αύξηση της εμπορευσιμότητας.
- § Η αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών στις περιπτώσεις που μερικοί μέτοχοι κατέχουν υψηλά ποσοστά πλειοψηφίας και που δεν είναι διατεθειμένοι τις μετοχές τους να τις διαπραγματευτούν στο Χρηματιστήριο, υποβοηθεί την αύξηση των μετοχών που είναι διαθέσιμες για διαπραγμάτευση, δεδομένου ότι οι μετοχές με μεγάλο τζίρο σε μία ημέρα έχουν μικρότερο κίνδυνο από αυτές που έχουν μικρό μέσο αριθμό ημερήσιας διαπραγμάτευσης.

- § Η διάθεση μερίσματος με τη μορφή μετοχών μπορεί να επιλεγεί ως μέσον ενίσχυσης της ρευστότητας των επιχειρήσεων, ειδικά για αυτές που τα ταμειακά τους διαθέσιμα είναι πολύ χαμηλά και δεν επαρκούν για την πληρωμή μερίσματος.
- § Εταιρίες που θέλουν να παρακρατήσουν τα κέρδη τους για τη διενέργεια επενδύσεων, επιλέγουν τη διανομή μετοχών και χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με ίδια κεφάλαια χωρίς την προσφυγή σε δανεισμό.

Είναι σαφές ότι το σύνολο της καθαρής περιουσίας της εταιρίας παραμένει αμετάβλητο στην περίπτωση (1) που τα κέρδη παρακρατούνται ως υπόλοιπο κερδών εις νέον ή (2) διανέμονται με τη μορφή μετοχών. Αντιθέτως στην περίπτωση (3) που διανέμονται με τη μορφή μετρητών η καθαρή περιουσία της εταιρίας θα είναι μειωμένη σε σχέση με τις προηγούμενες δύο περιπτώσεις.

Έστω ότι η καθαρή περιουσία (Κ.Π.) της εταιρίας "X" παρουσιάζει την ακόλουθη εικόνα στις 31/12/96 πριν από την διάθεση των ετησίων κερδών που ανήλθαν σε 1000.000 δρχ. για το έτος 1996.

ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (Μ.Κ.) : 10,000.000 δρχ. (1.000 μτχ X 10.000 δρχ.)  
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ : 2.000.000 δρχ.

Οι τρεις εναλλακτικές περιπτώσεις (1-3) όπως αναπτύχθηκαν ανωτέρω έχουν την ακόλουθη επίδραση στην καθαρή περιουσία της εταιρίας:

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

### ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΙ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

|                      |             |             |             |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|
| Μετοχικό Κεφάλαιο    | 10.000.000  | 11.000.000  | 10.000.000  |
| Αποθεματικά          | 2.000.000   | 2.000.000   | 2.000.000   |
| Υπόλ.κερδών εις νέον | 1.000.000   | -           | -           |
| Σύνολο Κ.Π.          | 13.000.000  | 13.000.000  | 12.000.000  |
| Μερίσματα πληρωτέα   | -           | -           | 1.000.000   |
| Αριθμός μετοχών:     | 1.000 μτχ   | 1.100 μτχ   | 1.000 μτχ   |
| Ονομ. αξία μτχ. :    | 10.000 δρχ. | 10.000 δρχ. | 10.000 δρχ. |

#### 3.2.2 ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΗΣ

Οι επιχειρήσεις εκτός της διενέργειας της διανομής μερισμάτων με τη μορφή μετοχών, για λόγους ενίσχυσης της εμπορευσιμότητας των μετοχών τους μέσω της αύξησης του συνολικού αριθμού αυτών (όπως αναπτύχθηκαν στις παραγράφους α και β του Μέρους 3.1.1) συνηθίζουν να διασπών την ονομαστική αξία των μετοχών τους με παράλληλη αύξηση του αριθμού τους (stock split) ή να αυξάνουν την ονομαστική αξία των μετοχών τους με παράλληλη μείωση του συνολικού αριθμού αυτών (reverse split). Με τον τρόπο αυτό η καθαρή περιουσία παραμένει αμετάβλητη και τα μόνα που διαφοροποιούνται είναι ο αριθμός των μετοχών και η ονομαστική αξία αυτών των μετοχών.

Για παράδειγμα το μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρίας μπορεί να έχει ως εξής:

10.000.000 δρχ. (1.000 μτχ X 10.000 δρχ.) ή

10.000.000 δρχ. ( 500 μτχ X 20.000 δρχ.) ή

10.000.000 δρχ. (2.000 μτχ X 5.000 δρχ.)

Σε αυτές τις περιπτώσεις τηρούνται οι προβλεπόμενες διαδικασίες από το Νόμο (αποφάσεις Γ.Σ. με αυξημένη πλειοψηφία, διατυπώσεις δημοσιότητας στον τύπο για την πρόθεση της διάσπασης κ.λπ.) και συνηθίζεται η έκδοση νέων μετοχών με αναγραφή της νέας ονομαστικής αξίας και η παράδοση τους στους μετόχους της εταιρίας, ανάλογα

με το τρέχον ποσοστό συμμετοχής τους. Στην πράξη όταν π.χ. από 1.000 μετοχές επέλθει αύξηση σε 2.000 μετοχές παραδίδεται για κάθε μία μετοχή που κατέχει ο σημερινός μέτοχος της εταιρίας μία νέα μετοχή (1:1).

Στη χώρα μας η ευχέρεια του μέσου της διάσπασης των μετοχών με διαφοροποίηση της ονομαστικής αξίας αυτών, χρησιμοποιείται ευρέως όταν κάθε 4 χρόνια οι εταιρίες κεφαλαιοποιούν τα αποθεματικά των διαφορών αναπροσαρμογής των παγίων στοιχείων του ενεργητικού τους.

### **3.2.3 ΜΕΤΟΧΕΣ ΘΗΣΑΥΡΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

Σε χώρες του εξωτερικού όπως οι Η.Π.Α. και η Αγγλία συνηθίζεται από ορισμένες εταιρίες η αγορά μετοχών τους μέσω του Χρηματιστηρίου με σκοπό τη μείωση του συνολικού αριθμού των μετοχών που κυκλοφορούν στο Χρηματιστήριο (treasury stock).

Το αποτέλεσμα αυτής της ενέργειας είναι η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (για τις εναπομένουσες μετοχές) καθώς επίσης και η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, οδηγώντας σε υψηλότερα κεφαλαιακά κέρδη τους μετόχους.

Ακολουθεί ένα αριθμητικό παράδειγμα για την παρουσίαση της επίδρασης της αγοράς ιδίων μετοχών στην αξία της μετοχής.<sup>2</sup> Έστω ότι η "X" εταιρία αναμένει αποτελέσματα (κέρδη) για το 1996 4.400.000 \$ εκ των οποίων το

*(Στη χώρα μας η απόκτηση "ιδίων μετοχών" από την εταιρία απαγορεύεται με ρητή διάταξη του Νόμου (άρθρο 16 παρ. 1 Ν.2190/20) εκτός από ορισμένες εξαιρέσεις, όπως αυτές της απόκτησης μετοχών με σκοπό τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, της απόκτησης με σκοπό τη διανομή στο προσωπικό τους, την απόκτηση έως του 10% των μετοχών με σκοπό τη στήριξη της τιμής τους, αλλά με την υποχρέωση της πώλησης αυτών εντός 3 ετών κ.λ π.)*

50% σχεδιάζεται να διανεμηθεί ως μέρισμα στους μετόχους. Η εταιρία έχει εκδόσει 1.100.000 μετοχές των οποίων η τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία είναι 20 \$ / μτχ. Η εταιρία εναλλακτικά με την πληρωμή μερίσματος 2.200.000 \$ (2 \$ / μτχ) έχει τη δυνατότητα της επαναγοράς μετοχών της (100.000 μτχ) αντί 22 \$ / μτχ, μη διανέμοντας μέρισμα στους μετόχους.

Τα ανωτέρω δεδομένα έχουν τις εξής επιπτώσεις:

A. ΧΩΡΙΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ      B. ΜΕ ΤΗΝ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

4.400.000 S      4.400.000 S

K.A.M. = 45/μτχ      K.A.M. = 4,4 S/μτχ

1.100.000 MTX      1.000.000 MTX



20\$

$$P/E = 5$$

4\$

Αναμενόμενη χρημ.αξία  $\mu\tau\chi = (P/E) \cdot (KAM) = 5 \cdot (4,40\$) = 22\$/\mu\tau\chi$

Επομένως οι μέτοχοι της εταιρίας και στις δύο περιπτώσεις κερδίζουν το ίδιο ποσό (2\$/ $\mu\tau\chi$ ) είτε με την μορφή μερίσματος (2\$/ $\mu\tau\chi$ ), είτε με την μορφή κεφαλαιακών κερδών από την αύξηση της τιμής της μετοχής (22\$ - 20\$).

Είναι προφανές ότι κάτω από πραγματικές συνθήκες ούτε οι μετοχές μπορούν να αγοραστούν στην αξία των 22\$ ακριβώς, αλλά ούτε και ο δείκτης P/E μπορεί να υπολογιστεί ακριβώς στο 5. Παρόλα αυτά το παράδειγμα αυτό παρουσιάζει τις μεταβλητές που λαμβάνουν υπ' όψιν τα χρηματοοικονομικά στελέχη των επιχειρήσεων κατά τη λήψη αποφάσεων σχετικών με την επαναγορά μετοχών τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

#### 4.1 Η ΔΙΑΘΕΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ

I.

Ο Νόμος υποχρεώνει τις ανώνυμες εταιρίες στην παροχή ενός ελαχίστου ύψους μερίσματος προς τους μετόχους, χωρίς να είναι περιοριστικός για περαιτέρω διάθεση μερίσματος.

Το άρθρο 45 του Ν.2190/20 προβλέπει τη διανομή τουλάχιστον του 6% του μετοχικού κεφαλαίου ετησίως, με την προϋπόθεση βέβαια ότι έχουν απομείνει κέρδη μετά τη κράτηση για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού. Επίσης το άρθρο 3 του Μ.148/67 προβλέπει τη διάθεση από τα ετήσια κέρδη των Α.Ε., τουλάχιστον του 35% αυτών, μετά την αφαίρεση των φόρων που αναλογούν στη χρήση και του υποχρεωτικού τακτικού αποθεματικού."

Έτσι οι ανώνυμες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να διανέμουν ως πρώτο μέρισμα το 35% των κερδών τους, αντί του κατά το άρθρο 45 παρ. 2 β' του Ν. 2190/20 υπολογιζόμενου ποσοστού επί του μετοχικού κεφαλαίου, εκτός αν το διανεμητέο μέρισμα με βάση το Ν. 2190/20 είναι μεγαλύτερο, οπότε και διανέμεται το μεγαλύτερο αυτό ποσό."

Φυσικά το Δ.Σ. της εταιρίας έχει τη δυνατότητα να αποφασίσει την διανομή παραπάνω μερίσματος από το υποχρεωτικό πρώτο μέρισμα, οπότε και δεν ισχύουν οι ανωτέρω υπολογισμοί.

Η εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 3 του Ν. 148/67 μπορεί να αποκλεισθεί, εάν το αποφασίσει η Γ.Σ. των μετόχων με πλειοψηφία τουλάχιστον το 80% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Σε αυτήν την περίπτωση το μέρος που αναλογεί στο μη διανεμόμενο μέρισμα, κεφαλαιοποιείται και εκδίδονται νέες μετοχές που παραδίδονται δωρεάν στους μετόχους της ανωνύμου εταιρίας.

Κατ' αυτόν τον τρόπο προστατεύονται οι μέτοχοι αφού θα εισπράξουν το 6% επί του μετοχικού κεφαλαίου ως μέρισμα, αλλά θα λάβουν και μετοχές που θα αντιστοιχούν στο επιπλέον ποσό που θα εισέπρατταν εάν η διανομή πραγματοποιείτο σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 876/79. Εξαιρέση στον κανόνα της διανομής του 35% των κερδών μπορεί να υπάρξει μόνο εάν αποφασιστεί από τη Τακτική Γ.Σ. των μετόχων

με πλειοψηφία του 95% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Στην παρ. 2 του άρθρου 44α του Ν.2190/20 προβλέπεται ότι το ποσόν που διανέμεται στους μετόχους δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που είχε λήξει, προσαυξημένο με τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται από τη σχετική Νομοθεσία και αποφασίστηκε από τη Γ.Σ. η διανομή τους, μείον το τυχόν υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων.

Αυτά τα αποθεματικά έχουν σχηματιστεί από κέρδη προηγούμενων χρήσεων και κατά κανόνα αφορούν αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων. και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών από το Νόμο και το καταστατικό.

Η έννοια της διανομής περιλαμβάνει ιδίως την καταβολή μερισμάτων και τόκων από μετοχές (άρθρο 44α παρ. 3 Η. 2190/20).

Επίσης ο Μ.2065/92 (άρθρο 15) προβλέπει ότι τα διανεμόμενα κέρδη λαμβάνονται από το υπόλοιπο των κερδών που απομένει μετά την αφαίρεση του αναλογούντος φόρου εισοδήματος, τον οποίο είναι υπόχρεος το Νομικό πρόσωπο να καταβάλλει για τα ετήσια κέρδη του.

Με τις διατάξεις του άρθρου 44α παρ. 1 του Ν. 2190/20 ο Νομοθέτης περιφρουρεί ουσιαστικά την ακεραιότητα του μετοχικού κεφαλαίου απέναντι σε υπερβολικές διανομές μερισμάτων στους μετόχους. Έτσι καθορίζει το ελάχιστο όριο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας που δεν επιτρέπεται να θίγεται από τις διανομές αυτές, όπως επίσης και το μέγιστο όριο των κερδών που επιτρέπεται να διανεμηθούν στους μετόχους.

Ορίζεται στο άρθρο 44 ότι δεν μπορεί να γίνει οποιαδήποτε διανομή στους μετόχους εφόσον, κατά την ημερομηνία λήξης της τελευταίας χρήσης, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας είναι, ή θα γίνει μετά τη διανομή αυτή, κατώτερο από το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών που η διανομή τους απαγορεύεται από το Νόμο ή το καταστατικό της εταιρίας (π.χ. τακτικό αποθεματικό, διαφορά εκδόσεως μετοχών υπέρ το άρτιο κ.λπ.)."

Όπως προσδιορίζονται από το υπόδειγμα Ισολογισμού που προβλέπεται στο άρθρο 42γ του Ν. 2190/20, δηλαδή το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου, των διαφόρων αποθεματικών και του υπολοίπου κερδών ή ζημιών εις νέον.

Το υπόλοιπο των κερδών που απομένει μετά την κράτηση για σχηματισμό του υποχρεωτικού τακτικού αποθεματικού και του πρώτου μερίσματος, διατίθεται σύμφωνα με τις προβλέψεις του καταστατικού της Α.Ε. Το Δ.Σ. της εταιρίας μπορεί να προτείνει στη Γενική Συνέλευση των μετόχων τη διανομή πρόσθετου μερίσματος ή τον σχηματισμό εκτάκτου αποθεματικού ή ακόμα και αφορολόγητου αποθεματικού εάν συντρέχουν οι προϋποθέσεις του Ν. 1892/90.

Εάν το καταστατικό της Α.Ε. δεν προβλέπει τίποτα σχετικά με τη διάθεση των υπολοίπων κερδών, το Δ.Σ. εισηγείται και η Γ.Σ. είναι αρμόδια να αποφασίσει τον τρόπο διάθεσης αυτών. Πρέπει να τονιστεί ότι εάν, παρά το γεγονός ότι δεν υπάρχει σχετική διάταξη στο Καταστατικό, η Δ.Σ. των μετόχων παρακρατεί τα υπόλοιπα κέρδη πέραν του πρώτου μερίσματος σε "κλίμακα μη εμπορικώς δικαιολογημένη", η απόφαση αυτή της Γ.Σ. είναι ακυρώσιμη και μπορεί να προσβληθεί.

Ως προαιρετικά . αποθεματικά θεωρούνται όλα τα αποθεματικά εκτός του τακτικού αποθεματικού και του τυχόν από ειδικό νόμο επιβαλλόμενου υποχρεωτικού αποθεματικού, δηλαδή στην έννοια των προαιρετικών αποθεματικών περιλαμβάνονται τα αποθεματικά που επιτρέπεται η διανομή τους και το μέρος του τακτικού αποθεματικού που σχηματίστηκε πέραν από το υποχρεωτικό ανώτατο όριο που καθορίζεται από το Νόμο ή το καταστατικό.

Άλλη περίπτωση απαγόρευσης διανομής κερδών υπάρχει όταν ισχύουν τα σχετικά που προβλέπονται στο άρθρο 44α του Ν. 2190/20, όπως αναπτύχθηκαν στην παράγραφο II του παρόντος κεφαλαίου.

## **4.2 ΠΡΟΣΩΡΙΝΟ ΜΕΡΙΣΜΑ (ΠΡΟΜΕΡΙΣΜΑ) (Άρθρο 46 Ν.2190/20)**

Οι εταιρίες έχουν τη διακριτική ευχέρεια να μοιράσουν προμέρισμα έναντι των κερδών της τρέχουσας χρήσης τους.

Τα διανεμόμενα προμερίσματα δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 50% των κερδών της λογιστικής κατάστασης της προσωρινής περιόδου. Οι προϋποθέσεις που πρέπει να τηρηθούν είναι:

- § Δημοσίευση 20 ημέρες πριν τη διανομή της ανακοίνωσης διανομής προσωρινών μερισμάτων σε μία ημερήσια εφημερίδα.
- § Δημοσίευση στο ίδιο διάστημα στο τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε.
- § Υποβολή συνοπτικής λογιστικής κατάστασης με τα κέρδη και το προμέρισμα της χρονικής περιόδου αναφοράς στο Υπουργείο Εμπορίου (αρμόδια Νομαρχία).

Λαμβανομένου υπόψη του μεγάλου διαστήματος που μεσολαβεί για την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων και του χρονικού περιθωρίου πληρωμής των μερισμάτων (2 μήνες από την έγκριση τους από τη Γ.Σ.), η λύση της διανομής προμερίσματος αποτελεί πλέον ένα δυνατό "όπλο" στα χέρια της Εταιρίας που έχει σκοπό την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής της.

Όσον αφορά το αρμόδιο όργανο (Γ.Σ. ή Δ.Σ.) που είναι επιφορτισμένο για την απόφαση της διανομής προμερίσματος, το άρθρο 46 προβλέπει την έγκριση μόνο από το Δ.Σ. της εταιρίας. Υπάρχει όμως διχογνωμία στα πλαίσια της νομικής θεοζρίας για το κατά πόσο μόνο η απόφαση του Δ.Σ. αρκεί για τη διανομή προσωρινού μερίσματος. Κατά μία άποψη η έγκριση μόνο από το Δ.Σ. είναι σύμφωνη με το πνεύμα του νόμου, γιατί έτσι εξυπηρετείται ο θεσμός της ανωνύμου εταιρίας διά μέσου απλών και γρήγορων διαδικασιών διανομής.

Εδώ πρέπει να τονιστεί ο κίνδυνος της έλλειψης αξιοπιστίας της λογιστικής κατάστασης βάσει της οποίας αποφασίζεται η διανομή μερισμάτων.

Πράγματι, θα ήταν δυνατόν, εταιρίες- που θέλουν να αυξήσουν τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής τους πλασματικά, να μεγενθύνουν τα αποτελέσματα της συνοπτικής κατάστασης με πλασματικά κέρδη, αφού από τον Νόμο δεν προβλέπεται ο έλεγχος αυτής από Ορκωτούς Ελεγκτές. Για το λόγο αυτόν, ορισμένοι συγγραφείς προτείνουν τον υποχρεωτικό έλεγχο της λογιστικής κατάστασης από ορκωτούς ελεγκτές.

Κατά μία άλλη άποψη, ο κίνδυνος της μη κάλυψης του προσωρινού μερίσματος από

τα ετήσια κέρδη που θα οριστικοποιηθούν στο τέλος της χρήσεως, με όλα τα δυσμενή αποτελέσματα για την Α.Ε. που διένειμε στους μετόχους της προσωρινό μέρισμα από μη υπαρκτά κέρδη, θα μπορούσε να εξισορροπηθεί με προγενέστερη απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.

Πάντως η εποπτεύουσα αρχή των ανωνύμων εταιριών (Υπουργείο Εμπορίου), αρκείτε στην πράξη στην απόφαση του Δ.Σ. και όχι της Γ.Σ. της εταιρίας.

#### **4.3 ΧΡΟΝΟΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΟΥ ΠΡΟ-ΚΑΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ – ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ**

Το άρθρο 44α του Ν.2190/20 ορίζει ότι το προς διανομή μέρισμα καταβάλλεται στους μετόχους εντός δύο μηνών από την απόφαση της τακτικής Δ.Σ. που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις (του άρθρου 42α του Ν.2190/20).

Δεδομένου ότι οι οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται βάσει του άρθρου 17 του Π.Δ. 186/92 εντός τεσσάρων (4) μηνών από την λήξη της οικονομικής χρήσης (31/12) και εγκρίνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας" υποχρεωτικά πριν από την κατάθεση της φορολογικής δήλωσης της εταιρίας," το χρονικό όριο της έγκρισης από το Δ.Σ. καθορίζεται έμμεσα σε 4,5 μήνες. Ακολουθεί η υποχρεωτική δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων, τουλάχιστον 20 μέρες πριν από τη Τακτική Γ.Σ. των μετόχων, όπως προβλέπεται από το άρθρο 43β του Ν. 2190/20 καθώς και η υποβολή αυτών μαζί με την έκθεση των Ορκωτών Ελεγκτών στο Υπουργείο Εμπορίου.

Η σύγκληση της τακτικής Γ.Σ. που θα αποφασίσει τον τρόπο διανομής των κερδών της χρήσεως πρέπει να γίνει εντός έξι (6) μηνών από την λήξη της οικονομικής χρήσεως.

Ο Νόμος όμως προβλέπει ότι δέκα (10) μέρες πριν από την τακτική Γ.Σ. των μετόχων ο κάθε μέτοχος έχει δικαίωμα να λάβει γνώση

- a) των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, μέσα στις οποίες συμπεριλαμβάνεται και ο πίνακας διαθέσεως των κερδών, και
- b) των εκθέσεων του Δ.Σ. και των Ελεγκτών (άρθρο 27 παρ.1 Ν.2190/20).

Τέλος, σαράντα οκτώ (48) ώρες πριν την Γ.Σ. (τακτική ή έκτακτη) καταρτίζεται υποχρεωτικώς ο πίνακας των εχόντων δικαίωμα ψήφου μετόχων, στην επικείμενη Γ.Σ. (άρθρο 27 παρ.2 Ν.2190/20).

#### **4.4 ΠΑΡΑΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ**

Όπως αναπτύχθηκε και σε προηγούμενα κεφάλαια το δικαίωμα για την είσπραξη του μερίσματος, το έχει ο κάτοχος του τίτλου της μετοχής κατά την ημέρα της Γ.Σ.

Η αξίωση του μετόχου ή του κυρίου της μερισμααπόδειξης για την είσπραξη του μερίσματος γεννιέται κάθε χρόνο, εάν φυσικά υπάρχει μέρισμα για διανομή, την ημέρα της έγκρισης του ισολογισμού από την Γ.Σ. των μετόχων.

Η αξίωση αυτή του μετόχου, υπόκειται σε πενταετή παραγραφή, σύμφωνα με την περίπτωση 15 του άρθρου 250 του Α.Κ. και αρχίζει από το τέλος του έτους στο οποίο γεννήθηκε η απαίτηση (άρθρο 253 Α.Κ.). Η παραγραφή αυτή διενεργείται υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου, στο οποίο και εκχωρούνται από την ανώνυμη εταιρία τα ανείσπρακτα ποσά των μερισμάτων που δεν εισπράχθηκαν από τους μετόχους. Επίσης ο Η. 1195/42 προβλέπει ότι οι απαιτήσεις από τόκους, τοκομερίδια, μερίσματα αποδείξεων και μερισμάτων διαπραγματεύσιμων μετοχών, ιδρυτικών τίτλων, ομολογιών και εν γένει κινητών αξιών, που εκδίδονται από ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες, παραγράφονται με την παρέλευση πενταετίας από τη στιγμή που κατέστησαν απαιτητές και περιέρχονται οριστικά στο Ελληνικό Δημόσιο.

Λαμβάνοντας υπόψη αφενός ότι οι διατάξεις του Η. 2190/20 σχετικά με τη διάθεση των κερδών έχουν θεσπιστεί για να υποστηρίζουν τα δικαιώματα και τα συμφέροντα των μετόχων και αφετέρου ότι η είσπραξη του μερίσματος δεν αποτελεί υποχρέωση, αλλά δικαίωμα του μετόχου, συνάγεται ότι ούτε η μη είσπραξη του μερίσματος αντίκειται στον Νόμο, ως παράβαση διάταξης Νόμου δημοσίας τάξεως, ούτε ότι θεωρείται έμμεσος δανεισμός του μετόχου προς την Εταιρία.



#### **4.5 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΣΥΝΕΛΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ**

Σύμφωνα με το άρθρο 33 του Ν.2190/20 η Γ.Σ. είναι το ανώτατο όργανο της εταιρίας και έχει την εξουσία να αποφασίζει για κάθε εταιρική υπόθεση. Σε αυτήν εκφράζουν την βούληση τους οι μέτοχοι, δηλαδή οι "κύριοι" της Εταιρίας, οι οποίοι είναι φυσικό και να έχουν αποφασιστικές εξουσίες και αρμοδιότητες για τα κυριότερα θέματα της ανωνύμου εταιρίας. Με το άρθρο 34 του Ν.2190/20 προβλέπεται ότι η Γ.Σ. είναι αρμόδια στο να αποφασίζει μεταξύ των άλλων και για την έγκριση του ισολογισμού και τη διάθεση των ετήσιων κερδών. Η τακτική Γ.Σ. των μετόχων εγκρίνει τις οικονομικές καταστάσεις, τη διάθεση των κερδών όπως αυτά προτείνονται από το Δ.Σ. της εταιρίας και δίνει απαλλαγή στο Δ.Σ. και τους Ελεγκτές από κάθε ευθύνη για αποζημίωση έναντι της εταιρίας (άρθρο 35 Ν. 2190/20).

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η τακτική Γ.Σ. συγκαλείτε το αργότερο μέσα σε έξι (6) μήνες από τη λήξη της εταιρικής χρήσης στον τόπο της έδρας της εταιρίας, από το νόμιμα εκλεγμένο Δ.Σ. αυτής.

Για να έχει ο μέτοχος το δικαίωμα να συμμετέχει με δικαίωμα ψήφου στη Γ.Σ., πρέπει να καταθέσει τις μετοχές του στο ταμείο της εταιρίας, πέντε (5) τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημέρα που έχει ορισθεί για τη Συνέλευση. Μπορεί όμως ο μέτοχος αντί για την κατάθεση στο ταμείο της εταιρίας, να καταθέσει τις μετοχές του στο Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων ή σε οποιαδήποτε Τράπεζα και να προσκομίσει εντός της ίδιας προθεσμίας, την απόδειξη κατάθεσης στην εταιρία. Για τις μετοχές που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ, κατατίθεται στην εταιρία το αποθετήριο έγγραφο.

Ο πίνακας διαθέσεως των κερδών εγκρίνεται από τη Γ.Σ. με συνήθη απαρτία και πλειοψηφία" και αμέσως μετά την περάτωση της ψηφοφορίας άρχονται τα έννομα αποτελέσματα, δηλαδή η απαίτηση των μετόχων για καταβολή του μερίσματος," εντός δύο (2) μηνών από την ημερομηνία της Συνέλευσης.

#### **4.6 ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ ΚΑΙ ΣΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

Στην πράξη συνηθίζεται από ορισμένες ανώνυμες εταιρίες η διανομή κερδών από το κέρδη της χρήσεως στο προσωπικό τους, είτε με τη μορφή μετρητών, είτε με τη μορφή παραδιδόμενων δωρεάν μετοχών με παράλληλη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Και στις δύο περιπτώσεις, αρμόδιο όργανο για την έγκριση αυτού του είδους της διανομής, είναι η τακτική Γ.Σ. των μετόχων.

##### ***4.6.1 ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΜΕ ΤΗ ΜΟΡΦΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟΥΣ ΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟΥΣ***

Το άρθρο 18 του Ν. 1731/87 προβλέπει ότι:

"Ημεδαπές βιομηχανικές, βιοτεχνικές, μεταλλευτικές και λατομικές ανώνυμες εταιρίες μπορούν να διανέμουν σε κάθε διαχειριστική χρήση, με απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων, μέρος των ετήσιων καθαρών κερδών, όπως αυτά προσδιορίζονται με τις διατάξεις του άρθρου 45 του Ν.2190/20, με τη μορφή μετοχών τους στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό. Οι χορηγούμενες μετοχές στους εργαζομένους θα προέρχονται από αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρίας".

Ο Νομοθέτης θέλοντας να δώσει κίνητρο για την αύξηση της παραγωγικότητας στις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας, θέσπισε με τις ανωτέρω διατάξεις την παροχή μετοχών στους εργαζομένους, η οποία παροχή απαλλάσσεται από το φόρο εισοδήματος, τέλος χαρτοσήμου και οποιαδήποτε άλλη εισφορά υπέρ του Δημοσίου ή τρίτου, καθιστώντας έτσι πολύ ελκυστική την παροχή για τους εργαζόμενους, οι οποίοι μέσω αυτής της διαδικασίας έχουν την ευκαιρία να συμμετέχουν ως μέτοχοι στην εταιρία τους, με όλα τα θετικά συνακόλουθα για την αποδοτικότητα και παραγωγικότητα αυτής, που πηγάζουν από την παροχή των μετοχών.

Με το άρθρο 1 του Π.Δ. 30/88 προβλέπεται η διανομή κερδών με τη μορφή μετοχών στο προσωπικό της ανωνύμου εταιρίας ή στο προσωπικό συνδεδεμένων εταιριών με αυτήν (στην περίπτωση Ομίλου επιχειρήσεων με δεσπόζουσα επιρροή της μητρικής και κοινά Διοικητικά Συμβούλια).

Είναι δυνατόν η διανομή μετοχών στο προσωπικό να συντελεστεί χωρίς την ύπαρξη κερδών προς διανομή, αλλά με την αγορά μετοχών της Ανωνύμου Εταιρείας από το ΧΑΑ και τη διάθεση αυτών στο προσωπικό της. Η πρόβλεψη αυτή του Ν. 2190/20 (άρθρο 16 παρ.2) αποτελεί και μία από τις κυριότερες εξαιρέσεις από τον κανόνα της απαγόρευσης της απόκτησης ιδίων μετοχών της εταιρίας (άρθρο 16 παρ.1).

Οι προς διανομή μετοχές μπορεί να είναι κοινές ή προνομιούχες. Δικαιούχοι μπορεί να είναι πρόσωπα που απασχολούνται με οποιαδήποτε σχέση εργασίας στην επιχείρηση ή σε επιχείρηση που είναι συνδεδεμένη με αυτήν. Η διάθεση των μετοχών γίνεται με πράξη του Δ.Σ. και με παράδοση των μετοχών στους δικαιούχους. Η Γ.Σ. ορίζει το είδος και τον αριθμό των προς διανομή μετοχών και κάθε άλλη σχετική λεπτομέρεια που δεν ρυθμίζεται διαφορετικά από το Νόμο ή το καταστατικό.<sup>6</sup>

Οι περιορισμοί που προβλέπονται από το άρθρο 2 του Π.Δ. 30/88 συνίστανται στο ότι 1) η χορήγηση μετοχών επιτρέπεται μόνο ύστερα από αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας, με την κεφαλαιοποίηση των μη διατεθέντων κερδών σε ποσοστό έως 20% αυτών, 2) οι εκδιδόμενες μετοχές είναι υποχρεωτικά ονομαστικές, 3) οι μετοχές αυτές δεν μπορούν να μεταβιβαστούν επί μία τριετία χωρίς τη σχετική απόφαση της Γ.Σ. και 4) δεν επιτρέπεται η χορήγηση σε συγκεκριμένο εργαζόμενο υπερτριπλάσιου αριθμού μετοχών από τις χορηγούμενες σε οποιοδήποτε άλλο εργαζόμενο.

#### ***4.6.2. ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΟΡΦΗ ΜΕΤΡΗΤΩΝ***

Η δεύτερη μορφή διανομής κερδών στο προσωπικό, αποτελεί είδος παροχής που συνήθως χρησιμοποιείται από τους μεγάλους ομίλους των επιχειρήσεων πολυεθνικής υφής, με σκοπό την αύξηση της παραγωγικότητας και κερδοφορίας της εταιρίας, έχοντας ως βάση τις επιταγές του σύγχρονου management για την παρακίνηση των στελεχών.

Πράγματι, τα στελέχη που γνωρίζουν ότι η αυξανόμενη κερδοφορία της επιχείρησης σημαίνει και αντίστοιχα οφέλη για τους ίδιους, αφού ένα μέρος των κερδών της χρήσεως θα μοιραστεί σε αυτούς, παρακινώμενοι από το ανωτέρω γεγονός αποδίδουν καλύτερα μέσα στην επιχείρηση και επιτυγχάνουν βελτιωμένα οικονομικά αποτελέσματα για την επιχείρηση.

Και σε αυτήν την περίπτωση τηρείται η διαδικασία που προβλέπεται από το Νόμο για τη διανομή, δηλαδή σχετική πρόταση του Δ.Σ. και έγκριση της πρότασης διανομής

από την Γ.Σ. των μετόχων. Επίσης υπάρχει η δυνατότητα της πρόβλεψης στο καταστατικό της εταιρίας για τον τρόπο και το μέρος των κερδών που μπορεί να διατεθούν στο προσωπικό.

Το ποσό των κερδών που καταβάλλεται στο προσωπικό, δεν φορολογείται στο όνομα του φυσικού προσώπου επειδή βάσει του άρθρου 54 του Ν.2238/94 έχει ήδη παρακρατήσει φόρος με συντελεστή 35% στο όνομα του νομικού προσώπου με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης και επομένως καταβάλλεται ελεύθερο φόρου. Οι μοναδικές κρατήσεις που διενεργούνται στο ποσόν που διανέμεται στο προσωπικό είναι αυτές των ασφαλιστικών εισφορών του Ι.Κ.Α. καθώς και 0,6% επί των διανεμόμενων κερδών για τέλη χαρτοσήμου."

#### **4.7 ΔΙΑΘΕΣΗ ΑΠΟ ΤΑ ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΕΩΣ ΣΤΑ ΜΕΛΗ ΤΟΥ Δ.Σ. (ΑΜΟΙΒΕΣ Δ.Σ.)**

Ο Ν. 2190/20 προβλέπει για τα μέλη του Δ.Σ. της ανωνύμου εταιρίας δύο ειδών αμοιβές οι οποίες παρέχονται σε αυτούς ως αντάλλαγμα για την άσκηση των καθηκόντων τους της διοίκησης και διαχείρισης:

α) αμοιβές καταβαλλόμενες στα μέλη του Δ.Σ. σύμφωνα με το άρθρο 24 και

β) αμοιβές καταβαλλόμενες σύμφωνα με το άρθρο 23α.

Ειδικότερα στην πρώτη κατηγορία αμοιβών περιλαμβάνονται οι αμοιβές που λαμβάνουν τα μέλη του Δ.Σ. για τις υπηρεσίες που παρέχουν στην Εταιρεία, σύμφωνα με το Νόμο ή το καταστατικό και οι παροχές που δίδονται χωρίς να υπάρχει συμβατική ή νόμιμη υποχρέωση από την ανώνυμη εταιρία.

Οι αμοιβές αυτές διακρίνονται σε: ποσοστά επί των κερδών "εκτός μισθού αμοιβές" αμοιβές καταβαλλόμενες από ελευθεριότητα της εταιρίας πάγια κατά συνεδρίαση αποζημίωση.

Στην δεύτερη κατηγορία των αμοιβών του Δ.Σ. (άρθρο 23α) περιλαμβάνονται οι αμοιβές που παρέχονται στα μέλη του Δ.Σ. για υπηρεσίες τους προς την εταιρία που δεν

προβλέπονται στο καταστατικό ή στο Νόμο, αλλά εκπηγάζουν από την παροχή εξηρημένης εργασίας (μισθωτοί) ή ανεξαρτήτων υπηρεσιών (ελεύθεροι επαγγελματίες) εκ μέρους των μελών του Δ.Σ. προς την εταιρία.

Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας, θα αναλύσουμε στη συνέχεια το είδος των αμοιβών που απορρέει από τα κέρδη της χρήσεως, υπολογιζόμενο ως ποσοστό επί αυτών, όπως προβλέπεται από την παράγραφο 1 του άρθρου 24 του Ν. 2190/20, δεδομένου ότι η πίστωση αυτή των μελών του Δ.Σ. πραγματοποιείται μέσω του πίνακα διαθέσεως των κερδών χρήσεως και εγκρίνεται από την ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων.

Προϋπόθεση για την παροχή των αμοιβών αυτών, αποτελεί η διανομή προηγούμενων από τα ετήσια κέρδη του πρώτου μερίσματος (τουλάχιστον ίσον προς το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου) και η κράτηση του προβλεπόμενου από το Νόμο ποσού (5% επί των κερδών) για τον σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού.

Ο Νομοθέτης θέτοντας τον ανωτέρω περιορισμό θέλησε να προστατεύσει τα δικαιώματα των μετόχων από ενδεχόμενη καταστρατήγηση του Δ.Σ. απέναντι

στα συμφέροντα της εταιρίας, δεδομένου ότι η πληρωμή υπερβολικών αμοιβών ζημιώνει κυρίως τους μετόχους της μειοψηφίας.

Όσον αφορά τη φορολογική επιβάρυνση αυτού του είδους των αμοιβών, σημειώνεται ότι βάσει του Ν. 2065/92 οι αμοιβές αυτές θεωρούνται ως εισόδημα κινητών αξιών που φορολογείται στο όνομα του νομικού προσώπου (της Α.Ε.) και διατίθεται στα μέλη του Δ.Σ. με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης.

Επομένως οι αμοιβές αυτές φορολογούνται με συντελεστή 35% ή 40% αναλόγως του είδους των μετοχών που έχει η ανώνυμη εταιρία. Επιπλέον επιβάλλεται τέλος χαρτοσήμου 1,2% επί των αμοιβών αυτών στο όνομα του νομικού προσώπου, δίνοντας όμως τη δυνατότητα σε αυτό, να παρακρατήσει το μισό (0,6%) από τα μέλη του Δ.Σ. κατά την καταβολή των αμοιβών αυτών."

#### **4.8 ΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΟ ΤΑ ΕΤΗΣΙΑ ΚΕΡΔΗ**

Το νομικό καθεστώς (Ν. 1892/90) που διέπει την θέσπιση επενδυτικών κινήτρων για την πραγματοποίηση παραγωγικών επενδύσεων από τις ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες διακρίνεται σε τέσσερις (4) βασικές ομάδες κινήτρων;

Α) Παροχή επιχορήγησης

Επιδότηση επιτοκίου

Αυξημένες αποσβέσεις

Β) Επιδότηση για την απόκτηση παγίου εξοπλισμού με χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)

Γ) Δυνατότητα σχηματισμού αφορολογήτων εκπτώσεων από τα κέρδη των επιχειρήσεων.

Δυνατότητα διενέργειας αυξημένων αποσβέσεων

Δ) Δυνατότητα σχηματισμού από τα ετήσια κέρδη ειδικού αφορολογήτου αποθεματικού επενδύσεων. Οι επιχειρήσεις για τις επενδύσεις που πραγματοποίησαν ή θα πραγματοποιήσουν έχουν τη δυνατότητα να επιλέξουν από μία μόνο ομάδα κινήτρων.

Πριν από την επιλογή της ομάδας των κινήτρων που παρέχονται από το Ελληνικό Δημόσιο, οι επιχειρήσεις που πρόκειται να διενεργήσουν την παραγωγική επένδυση πρέπει να διερευνήσουν πρώτον κατά πόσον η επένδυση αυτή περιλαμβάνεται στο άρθρο 1 του Ν. 1892/90 ως ενισχυόμενη επένδυση και δεύτερον κατά πόσον η δραστηριότητα τους περιλαμβάνεται στις υπαγόμενες επιχειρήσεις του άρθρου 2, δηλαδή εάν δικαιούνται την παροχή των κινήτρων.

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας το ενδιαφέρον εστιάζεται στις κατηγορίες κινήτρων Γ και Δ, δηλαδή σε αυτές βάσει των οποίων η επιχείρηση έχει δικαίωμα να μην φορολογηθεί για τα ετήσια κέρδη που αντιστοιχούν στην παραγωγική της επένδυση, με την υποχρέωση της μη διανομής τους και τον σχηματισμό αφορολογήτου αποθεματικού. Αναλυτικότερα, οι αφορολόγητες εκπτώσεις της κατηγορίας Γ συνίστανται στο σχηματισμό αφορολογήτου αποθεματικού από την εταιρία που πραγματοποίησε την επένδυση, από τα μη διανεμόμενα καθαρά κέρδη της κλεισμένης χρήσεως. Δηλαδή, η εταιρία που πραγματοποίησε συγκεκριμένη παραγωγική επένδυση του άρθρου 1 του Ν. 1892/90, μπορεί να

σχηματίζει αφορολόγητο αποθεματικό που ανέρχεται ως ένα ποσοστό του συνολικού κόστους της επένδυσης, αναλόγως της γεωγραφικής περιοχής που δραστηριοποιείται.

Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν μία έμμεση ωφέλεια ίση με τον φόρο των μη διανεμομένων κερδών τους που δεν καταβάλουν στο Ελληνικό Δημόσιο, γεγονός που βελτιώνει την ρευστότητα τους.

Η πρόθεση του Νομοθέτη συνίσταται στην επιβράβευση αυτών των εταιριών που πραγματοποιούν επενδύσεις οι οποίες αυξάνουν την απασχόληση και το εθνικό προϊόν της ελληνικής οικονομίας, παρέχοντας ουσιαστικά κίνητρα για την υποβοήθηση της διενέργειας αυτών των επενδύσεων.

Το συνολικό αφορολόγητο αποθεματικό που δικαιούται η επιχείρηση που πραγματοποίησε την επένδυση, σχηματίζεται σε μία ή περισσότερες χρήσεις από την ολοκλήρωση της επένδυσης, αναλόγως του ύψους των ετήσιων καθαρών κερδών που πραγματοποιούνται μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης.

Οι αφορολόγητες εκπτώσεις που προβλέπονται από το άρθρο 12 του Ν. 1892/90 πραγματοποιούνται εφόσον συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- a) Υπολογίζονται επί των καθαρών κερδών χρήσεως που περιλαμβάνονται στην αρχική δήλωση φορολογίας εισοδήματος και προήλθαν μετά την αφαίρεση των κρατήσεων για τον σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού και των διανεμομένων κερδών (πρώτο, πρόσθετο μέρος, αμοιβές Δ.Σ. κ.λπ.).
- b) Πραγματοποιούνται από τα κέρδη της χρήσεως στην οποία διενεργήθηκε η επένδυση εκτός και εάν αυτά δεν επαρκούν, οπότε πραγματοποιούνται και από τα κέρδη των επομένων από την επένδυση χρήσεων, έως την κάλυψη των ποσοστών αυτής,
- c) Εμφανίζονται με την μορφή αφορολόγητου αποθεματικού σε ξεχωριστούς λογαριασμούς στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης.
- d) Η επιχείρηση τηρεί λογιστικά βιβλία Γ' κατηγορίας του Π.Δ. 186/92 (Κ.Β.Σ.)
- e) Ειδικά για τις δαπάνες ανέγερσης βιομηχανοστασίων και κτιρίων που πραγματοποιούνται σε περισσότερες από μία χρήσεις, η επιχείρηση έχει το δικαίωμα του σχηματισμού αφορολόγητου αποθεματικού από τα ετήσια κέρδη ως ποσοστό των αντιστοίχων δαπανών ανέγερσης που πραγματοποιήθηκαν στο ίδιο έτος, με την προϋπόθεση ότι η επένδυση θα



ολοκληρωθεί εντός πενταετίας από το χρόνο έναρξης της.

Οι επιχειρήσεις οι οποίες αντί για την πραγματοποίηση της επένδυσης (αγορά εξοπλισμού) αποκτούν τον πάγιο εξοπλισμό με σύμβαση leasing, μπορούν να σχηματίσουν αφορολόγητο αποθεματικό σαν να είχαν αγοράσει τον εξοπλισμό, υπό την προϋπόθεση ότι η κυριότητα του εξοπλισμού θα περιέρχεται στην επιχείρηση με τη λήξη της σύμβασης. Τα ποσοστά του άρθρου 12 σε αυτήν την περίπτωση υπολογίζονται επί της αξίας με την οποία η εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης αγόρασε τον πάγιο εξοπλισμό.

Σχετικά με την Δ' κατηγορία κινήτρων, δηλαδή του κινήτρου του σχηματισμού ειδικού αφορολόγητου αποθεματικού επενδύσεων από τα ετήσια κέρδη των επιχειρήσεων, σημειώνεται ότι η διαδικασία και ο τρόπος σχηματισμού από τα μη διανεμόμενα καθαρά κέρδη της χρήσεως των ανωνύμων εταιριών είναι ο ίδιος με αυτόν που αναφέρθηκε προηγουμένως με την ουσιαστική διαφορά ότι εδώ η επιχείρηση σχηματίζει "προκαταβολικά" το αφορολόγητο αποθεματικό, αναλαμβάνοντας την υποχρέωση να πραγματοποιήσει κατά τα επόμενα 3 χρόνια από την πίστωση του αποθεματικού, επένδυση ύψους μεγαλύτερου κατά 30% από το αποθεματικό αυτό.

Αν και η ισχύς του κινήτρου αυτού είχε ήδη εκπνεύσει, δεδομένου ότι η δυνατότητα σχηματισμού του ειδικού αφορολόγητου αποθεματικού έληξε κατά το οικονομικό έτος 1996, με την παράγραφο 15 του άρθρου 13 του Ν. 2459/97 δόθηκε παράταση επιπλέον τριών (3) ετών (χρήσεις 1996, 1997, 1998).

Αναφορικά με τα οφέλη που αποκομίζει η εταιρία και οι μέτοχοι της από τον σχηματισμό αφορολόγητων αποθεματικών, εκτός από αυτά της αποφυγής πληρωμής φόρου εισοδήματος για τα κέρδη αυτά που δεν διανέμονται και σχηματίζουν τα αποθεματικά πρέπει να τονιστεί ότι οι μέτοχοι μπορούν να ωφεληθούν και από ενδεχόμενη κεφαλαιοποίηση των ανωτέρω αποθεματικών με την έκδοση και δωρεάν διανομή σε αυτούς νέων μετοχών που αντιστοιχούν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

## 4.9 Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

### 4.9.1 ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Η αγορά είναι ο χώρος μέσα στον οποίον πραγματοποιούνται οι συναλλαγές μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών (αγοραστές - πωλητές) με σκοπό την ικανοποίηση των αναγκών τους και την επίτευξη του κέρδους.

Η αγορά αποτελείται από όλους τους έχοντες τη ικανότητα για δικαιопραξία αγοραστές και πωλητές, ενός συγκεκριμένου προϊόντος ή υπηρεσίας, αποτελούσα το ανταγωνιστικό περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιούνται οι ανωτέρω.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία ο μηχανισμός της αγοράς στηρίζεται στο νόμο της προσφοράς και της ζήτησης των αγαθών και υπηρεσιών, καθορίζοντας τις τιμές αυτών σε επίπεδα ισορροπίας.

Βασικό στοιχείο του μηχανισμού της αγοράς αποτελεί η δυνατότητα επικοινωνίας των συμμετεχόντων, δηλαδή των φορέων της προσφοράς και της ζήτησης, οι οποίοι και πρέπει να διευκολύνονται για τη διενέργεια των συναλλαγών τους από το θεσμικό πλαίσιο και τους άγραφους κανόνες, με τη διασφάλιση των συνθηκών αυτών που θα καθιστούν την επικοινωνία και την πληροφόρηση βασικά χαρακτηριστικά της αγοράς. Η αγορά ως θεσμός λειτουργεί και ως πηγή οικονομικών πληροφοριών, δηλαδή πληροφοριών που αφορούν τα αντικείμενα των συναλλαγών της.

Από νομική άποψη, σημασία έχει η υπαγωγή της λειτουργίας των αγορών όχι μόνο στις γενικές αρχές του δικαίου, αλλά και σε ειδικούς κανόνες που εκφράζονται από τους σχετικούς νόμους και τη νομολογία. Ιδεατή μορφή οργανωμένης αγοράς αποτελεί το Χρηματιστήριο, δηλαδή η ειδικευμένη αγορά διαμόρφωσης τιμών, μέσω καθορισμένων ειδών συναλλαγών που διεκπεραιώνονται από τους χρηματιστές και τις εταιρίες που προβλέπει η νομοθεσία, δηλαδή τις Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (Α.Χ.Ε.).

#### **4.9.2 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ**

Το Χρηματιστήριο είναι αγορά πλήρους δημοσιότητας και πλήρους ανταγωνισμού, ο συναλλακτικός μηχανισμός του οποίου τείνει προς την απόλυτη οικονομική αποτελεσματικότητα.

Το Ελληνικό δίκαιο (Η. 3632/28) δεν καθορίζει επακριβώς την έννοια του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), απλώς αναφέρεται ως ο τόπος επί του οποίου καταρτίζονται οι χρηματιστηριακές συναλλαγές επί κινητών αξιών.

Ο τρόπος εκτέλεσης των συναλλαγών εντός του ΧΑΑ και το εν γένει νομικό καθεστώς αυτού καθορίζονται με τις διατάξεις του Ν. 1806/88. Ειδικότερα σήμερα όλες οι εισηγμένες μετοχές στο Χρηματιστήριο διαπραγματεύονται μέσω του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών συναλλαγών (Α.Σ.Η.Σ.).

Όταν τα μέλη του Χρηματιστηρίου, δηλαδή οι χρηματιστές, λάβουν μία εντολή αγοράς ή πώλησης μετοχών την εισάγουν στο σύστημα, όπου προσδιορίζεται η τιμή ανοίγματος της αγοράς για τις συγκεκριμένες μετοχές, στην τιμή που μεγιστοποιεί τον όγκο των συναλλαγών με βάση τις εντολές που έχουν εισαχθεί στο σύστημα.

Αφού προσδιορισθεί η τιμή ανοίγματος το σύστημα αρχίζει να διασταυρώνει τις υπάρχουσες εντολές με βάση τις τιμές των εντολών και τον χρόνο καταχώρησης αυτών. Οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης να αλλάξουν την

εντολή τους εάν διαπιστώσουν ότι με βάση τα όρια τιμών που έχουν δώσει, η εντολή τους για οποιοδήποτε λόγο δεν μπορεί να εκτελεσθεί.

Η αγοραπωλησία των μετοχών δεν πραγματοποιείται πλέον με τη μεταβίβαση των τίτλων των μετοχών, αλλά με την παράδοση στον αγοραστή του αποθετηρίου του τίτλου από την Α. Ε. Αποθετηρίων Τίτλων εντός 3 ημερών από τη συναλλαγή, διάστημα μέσα στο οποίο πρέπει επίσης και να εξοφληθεί η αξία της συναλλαγής.

Οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες (ΑΧΕ) είναι επιχειρήσεις με αποκλειστική δραστηριότητα τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, δηλαδή την αγορά και την πώληση μετοχών και λοιπών κινητών αξιών. Ο νόμος καθορίζει τις προϋποθέσεις σύστασης και λειτουργίας τους, καθώς επίσης και των προσόντων που πρέπει να έχουν οι χρηματιστές, οι οποίοι και διορίζονται από την εποπτεύουσα αρχή, την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς.

#### **4.9.3 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΟΥΣ**

Για να έχει μία ανώνυμη εταιρία μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, πρέπει να πληρεί τις προϋποθέσεις που προβλέπονται από το άρθρο 3 του Π.Δ. 350/85 για την εισαγωγή τους δηλαδή:

Νομική κατάσταση της εταιρίας σύμφωνη με τους νόμους και τους Κανονισμούς στους οποίους υπόκειται, όσον αφορά την ίδρυση της και την καταστατική της λειτουργία.

Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας, δηλαδή το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου, των αποθεματικών και των κερδών εις νέον, πρέπει να είναι τουλάχιστον 1.000.000.0000 δρχ.

Η εταιρία πρέπει να έχει δημοσιεύσει νόμιμα τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της για πέντε (5) τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγήθηκαν της αιτήσεως εισαγωγής της στο ΧΑΑ. Επίσης τα αποτελέσματα της τελευταίας πενταετίας πρέπει να είναι ικανοποιητικά, έτσι ώστε να εξασφαλίζουν καλή περιουσιακή διάρθρωση της εταιρίας.

Οι υποχρεώσεις που απορρέουν από την εισαγωγή των\* μετοχών μίας εταιρίας στο ΧΑΑ. είναι:

- α. Υποχρεώσεις πληροφόρησης των επενδυτών και
- β. Υποχρεώσεις συμπεριφοράς

Ειδικότερα:

α. *Υποχρεώσεις πληροφόρησης των επενδυτών.*

Με το Π.Δ. 360/85 (άρθρα 2 και 5) και τον Ν. 1969/91 (άρθρο 57) έχει θεσπισθεί η υποχρέωση της δημοσίευσης συνοπτικής λογιστικής κατάστασης εξαμήνου και ενοποιημένης αντίστοιχης για τις περιπτώσεις ύπαρξης ομίλου συνδεδεμένων εταιριών από τις εταιρίες που έχουν μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, σε μία ή περισσότερες ημερήσιες εφημερίδες για την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού.

Για την ορθή τήρηση της υποχρέωσης αυτής, υπεύθυνο είναι το Δ.Σ. του ΧΑΑ, στο οποίο και οφείλουν την παράδοση των λογιστικών καταστάσεων, τουλάχιστον δύο (2) ημέρες πριν τη δημοσίευση τους οι ανωτέρω εταιρίες (άρθρο 5 Π.Δ. 360/85). Σε περίπτωση παράβασης των υποχρεώσεων αυτών επιβάλλεται πρόστιμο στις παραβάτριες εταιρίες, από το Υπουργείο Εμπορίου μετά από σχετική εισήγηση του

Δ.Σ. του ΧΑΑ.

Οι ανωτέρω υποχρεώσεις σε συνδυασμό με α) την υποχρέωση δημοσίευσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων των Α. Ε. ελεγμένων υποχρεωτικά από Ορκωτούς Ελεγκτές, όπως προβλέπεται από το άρθρο 43β του Ν. 2190/20 και β) το σχέδιο Νόμου για την επαύξηση των υποχρεώσεων του Π.Δ. 360/85 (οι συνοπτικές λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει πλέον να δημοσιεύονται τέσσερις φορές το χρόνο, ανά τρίμηνο, μετά από σχετικό έλεγχο τους από ορκωτούς ελεγκτές, δηλαδή ανάλογη υποχρέωση που υπάρχει από δεκαετίες για τις αντίστοιχες εταιρίες οργανωμένων κεφαλαιαγορών του εξωτερικού) καταδεικνύουν την βούληση της πολιτείας για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, μέσω της εξασφάλισης ίσων δυνατοτήτων πληροφόρησης σε όλους τους επενδυτές.

*β. Υποχρεώσεις συμπεριφοράς*

Όσον αφορά τις υποχρεώσεις συμπεριφοράς για μεν την εταιρία ισχύουν ορισμένες δεσμεύσεις σχετικά με τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής στο κοινό μετά από την μεσολάβηση κάποιας μεγάλης Τράπεζας, για δε τα στελέχη των εταιριών ισχύει η απαγόρευση της χρήσης εμπιστευτικών πληροφοριών που θα μπορούσαν να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής (άρθρο 30 Ν.1806/88).

#### **4.10 Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΩΝ ΑΔΙΑΝΕΜΗΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΘΩΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΣΤΗ ΧΩΡΑ ΜΑΣ**

Η φορολογική νομοθεσία που καθορίζει τον τρόπο φορολογίας των κερδών των Νομικών προσώπων στην Ελλάδα; διακρίνεται σε δύο χρονικές περιόδους. Η πρώτη περίοδος είναι αυτή που ίσχυε πριν από την ψήφιση του Ν. 2065/92 και αφορούσε την φορολογία των κερδών των Νομικών προσώπων για τις διαχειριστικές χρήσεις που έληγαν έως και τις 31/12/91 και η δεύτερη είναι αυτή που ισχύει έως και σήμερα δηλαδή αυτή που αφορά τις διαχειριστικές χρήσεις από 1/1/92 και μετά. Η μεταβολή που επήλθε το 1992 άλλαξε ριζικά τον τρόπο φορολόγησης που ίσχυε έως τότε. Συγκεκριμένα ενώ με το παλιό καθεστώς επιβάλλετο διαφορετική φορολογία στα αδιανέμητα και διαφορετικά στα διανεμητέα κέρδη, με τις νέες ρυθμίσεις επιβάλλεται πλέον ενιαίος φορολογικός συντελεστής 35% επί του συνόλου των καθαρών κερδών της Α.Ε., ανεξαρτήτως εάν μέρος από αυτά θα διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων.

Με αυτόν τον τρόπο, το νομικό πρόσωπο είναι υπόχρεο για την πληρωμή φόρου εισοδήματος για το σύνολο των ετησίων κερδών που πραγματοποιεί, ενώ με το προηγούμενο καθεστώς, επιβαρύνετο με φόρο εισοδήματος μόνο για τα μη διανεμόμενα κέρδη (αποθεματικά κ.λπ.). Για το μέρος των διανεμομένων κερδών (μερίσματα, αμοιβές Δ.Σ. κ.λπ.) υπόχρεοι για την καταβολή του φόρου εισοδήματος που αναλογούσε σε αυτά, ήταν οι δικαιούχοι των μερισμάτων, των αμοιβών Δ.Σ. κ.λπ. Η μόνη υποχρέωση που είχε η εταιρία, συνίστατο στην παρακράτηση του φόρου των μερισμάτων από τους μετόχους και την απόδοση αυτού στις Δ.Ο.Υ. μέσα στο διάστημα που προέβλεπε ο νόμος. Οι μέτοχοι, δηλαδή, εισέπρατταν το μέρισμα μετά την αφαίρεση του φόρου που του αναλογούσε έχοντας τη δυνατότητα κατά τη δήλωση αυτού του είδους των εισοδημάτων (με την δήλωση τους για τη φορολογία εισοδήματος), είτε να δηλώσουν τα εισοδήματα αυτά ως πλήρως φορολογημένα, (με εξόφληση της φορολογικής υποχρέωσης), επομένως και δεν φορολογούντο περαιτέρω, είτε να τα δηλώσουν μαζί με τα λοιπά εισοδήματα τους και επομένως να φορολογηθούν με τον ανάλογο συντελεστή της κλίμακας του άρθρου 9 του Ν. 3323/55 για τη φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων και να εκπέσουν από τον φόρο που αναλογεί βάσει του κλίματος, τον παρακρατηθέντα φόρο των μερισμάτων.

Δεδομένου ότι πλέον οι μέτοχοι εισπράττουν τα μερίσματα τους "ελεύθερα φόρου" αφού αυτά έχουν φορολογηθεί στο όνομα του νομικού προσώπου με συντελεστή 35%, ή ωφέλεια για τους μετόχους από την είσπραξη μερισμάτων είναι πλέον μεγαλύτερη από αυτήν που είχαν με το παλιό καθεστώς.

Το Νομικό Πρόσωπο όμως που φορολογείται πλέον για το σύνολο των κερδών του έχει επιβάρυνση στις περισσότερες περιπτώσεις μεγαλύτερη από ότι στο παρελθόν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Στην Ελλάδα, λόγω ατελούς μετοχικής αγοράς και άγνοιας, η διανομή μερίσματος σε μετοχές και γενικά δωρεάν μετοχών συνδέθηκε με κάποιο πράγμα αξίας. Προφανώς συνέβαλε σε αυτό το γεγονός ότι χρησιμοποιήθηκε ή συνέπεσε με ανοδική αγορά, οπότε η άνοδος αποδόθηκε σε αυτές. Η διανομή όμως δωρεάν μετοχών σε περίοδο καθοδικής αγοράς δεν είχε αντίστοιχο θετικό αποτέλεσμα στις τιμές.

Οι επιχειρήσεις διανέμουν τις δωρεάν μετοχές που προέρχονται τόσο από κέρδη της χρήσης όσο και από άλλες μετοχοποιήσεις για διάφορους λόγους. Πρώτον, για να διατηρήσουν την τιμή της μετοχής εντός ορισμένων ορίων. Εταιρίες που επιθυμούν τη μεγαλύτερη δυνατή διασπορά των μετοχών τους στο κοινό διαιρούν τη μετοχή ή διανέμουν μετοχές αντί για μέρισμα σε ευρώ γιατί η υψηλή τιμή (δεν είναι ταυτόσημη με την "ακριβή τιμή" αλλά μάλλον με την "απρόσφορη τιμή") δεν ελκύει τους μικρούς αποταμιευτές. Δεύτερον, για να αυξήσουν τον αριθμό των μετόχων γιατί έχει παρατηρηθεί ότι όταν αυξάνει ο αριθμός των μετοχών αυξάνει και ο αριθμός των μετόχων. Τρίτον (και φαίνεται ότι αυτή είναι μάλλον η κύρια αιτία στην Ελλάδα) για να εμφανίσουν στον ισολογισμό αυξημένο μετοχικό κεφάλαιο και μεταξύ άλλων να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις των τραπεζών και ομολογιούχων στην περίπτωση σύναψης δανείου. Σημειωτέον ότι η μεταφορά των αποθεματικών στο μετοχικό κεφάλαιο δε βελτιώνει τους αριθμοδείκτες μέσω των οποίων μετρείται η δανειακή επιβάρυνση των επιχειρήσεων ενώ η μετοχοποίηση της υπεραξίας τους βελτιώνει. Τέταρτον, γιατί υπάρχουν καλές ευκαιρίες επενδύσεων και η επιχείρηση θέλει να διατηρήσει μεγάλο μέρος των κερδών της χρήσης. Έτσι αντί για μέρισμα σε ευρώ οι μέτοχοι παίρνουν μετοχές που προέρχονται από την μετοχοποίηση των κερδών της χρήσης. Αυτό φυσικά θα μπορούσε να γίνει και χωρίς τη διανομή κερδών, απλώς με τη μεταφορά από το έκτακτο αποθεματικό αυξημένου κονδυλίου στο μετοχικό κεφάλαιο.

Η διανομή δωρεάν μετοχών έχει ψυχολογικό αποτέλεσμα. Ο μέτοχος αρέσκεται με το να έχει τώρα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών και να διαβάζει στις ανακοινώσεις της εταιρίας ότι διανέμονται "δωρεάν" μετοχές. Πιθανόν είναι ότι ορισμένες εταιρίες χρησιμοποιούν το μέρισμα σε μετοχές και την έμφαση επί της δωρεάν μετοχής για να



αντικαταστήσουν το πραγματικό μέρισμα και διατηρούν έτσι τα ευρώ λόγω στενότητας του κεφαλαίου κίνησης. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται η μετοχοποίηση της υπεραξίας περισσότερο για κερδοσκοπικούς σκοπούς, ίσως και από ψευδαίσθηση ότι ενισχύεται η μετοχική αγορά.

**Προσαρμογή Τιμών:** Οι αναλυτές και μελετητές της αγοράς προσαρμόζουν τις τιμές των μετοχών, κερδών και μερισμάτων όταν διανέμονται δωρεάν μετοχές για να μετρηθεί η πραγματική μεταβολή τους. Επειδή όμως οι αναλυτές δεν κάνουν προσαρμογές όταν διανέμεται μικρό ποσοστό (1%-5% περίπου) δωρεάν μετοχών υπάρχει πιθανότητα να μη μετρείται η πραγματική αύξηση των κερδών όταν η επιχείρηση προβαίνει σε επανειλημμένες διανομές δωρεάν μετοχών αυτού του μεγέθους.

Ο μέτοχος ωφελείται από τη διανομή των δωρεάν μετοχών κατά δυο τρόπους. Ωφελείται όταν η εταιρία διατηρεί το ίδιο ανά μετοχή μέρισμα ή γενικά αυξάνει το συνολικό. Για παράδειγμα, ο κάτοχος 100 μετοχών εταιρίας που πληρώνει € μέρισμα σε μετρητά εισπράττει συνολικά €500 (100 x 5). Όταν η εταιρία αναγγείλει 25% μέρισμα<sup>7</sup> σε μετοχές (δηλαδή 4 παλιές μετοχές (stock dividends) τις πωλεί. Αν αυτός είχε το 10% της περιουσίας της εταιρίας, δηλαδή το 10% των μετοχών που κυκλοφορούν, μετά την πώληση έχει μόνο το 5%. Φυσικά ο συνολικός πλούτος του μετόχου την ημέρα εκείνη δε μεταβλήθηκε γιατί αυτό το μέρος της περιουσίας που ελαττώθηκε, όταν πώλησε τις μετοχές, το έλαβε τώρα σε ευρώ. Μπορεί να λεχθεί ότι ο μέτοχος από πλευράς πλούτου είναι στην ίδια θέση όπως και προ της διανομής των "δωρεάν" μετοχών. Το μόνο που μεταβλήθηκε είναι η σύνθεση του πλούτου του. Τώρα έχει μικρότερη μερίδα στην επιχείρηση και περισσότερα ευρώ. Ο μέτοχος όμως μπορούσε να προβεί στη μείωση της μερίδας του και με πώληση του μισού των μετοχών του χωρίς να αναμένει τη διανομή των "δωρεάν". Από αυτό γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι μετοχές που προέρχονται από λογιστικούς χειρισμούς, αποτέλεσμα των μετοχοποιήσεων, δεν είναι ισοδύναμες με το μέρισμα σε μετρητά, γιατί για το μέτοχο αύξηση των ευρώ μέσω πώλησης των δωρεάν μετοχών σημαίνει μείωση του μεριδίου του στην επιχείρηση.

Πρόσφατα επιτράπη στις εταιρίες να αγοράζουν μέχρι 10% των δικών τους μετοχών. Με βάση την Αμερικανική πρακτική και ενημέρωση, οι επιχειρήσεις αγοράζουν τις δικές τους μετοχές για δυο λόγους. Πρώτον, δεν επιθυμούν άλλο οι μεγάλοι μέτοχοι να βρίσκονται μετοχές στα χέρια του κοινού (μικρομετόχων) και τις αποσύρουν από την κυκλοφορία. Δεύτερον, αγοράζουν τις μετοχές για να τις χρησιμοποιήσουν σαν options, ιδιαίτερα όταν δε θέλουν να αυξήσουν τον αριθμό των

μετοχών αλλά επιθυμούν να αποκτήσουν μετοχές π.χ. τα μέλη του Δ.Σ. Η αγορά των ιδίων μετοχών έχει χρησιμοποιηθεί επίσης για την εισαγωγή χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση από εταιρίες που δεν έχουν χρέος. Αυτό πραγματοποιείται με πώληση χρέους και χρήση αυτού για την αγορά ιδίων μετοχών. Έμμεσο επίσης αποτέλεσμα της αγοράς είναι η αντικατάσταση της μερισματικής απόδοσης από την συνήθως υψηλότερη απόδοση κεφαλαιακών κερδών. Σ' αντίθεση με αυτές ή αιτία παροχής της νομικής δυνατότητας στις Α.Ε. στην Ελλάδα να αγοράσουν τις μετοχές τους είναι η στήριξη της τιμής τους.

Σε περίπτωση επίσης πλεονάζουσας ρευστότητας χρησιμοποιείται αντί διανομής μερίσματος. Επιχειρήσεις δηλαδή που δεν έχουν ευκαιρίες επενδύσεων, έχουν όμως περίσσειμα μετρητών, προβαίνουν, αντί για αύξηση του μερίσματος, σε επαναγορές. Στην περίπτωση αυτή τα κέρδη ανά μετοχή και τα μερίσματα αυξάνουν και κατά συνέπεια και η τιμή, εφόσον φυσικά το P/E παραμένει το ίδιο. Γι' αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επαναγορές υποχρεώνονται να ενημερώνουν το κοινό για την πρόθεση τους αλλά και την αιτία. Όταν επαναγοράζονται μετοχές η αύξηση στην τιμή της μετοχής πιθανόν να είναι κάτι παραπάνω από αυτήν του μερίσματος που θα διανεμόταν αν τυχόν είχε ληφθεί τέτοια απόφαση (με αμετάβλητο P/E). Αυτό γιατί τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνουν και συνεπώς βελτιώνεται η σύγκριση με τις όμοιες μετοχές.

Από φορολογικής πλευράς, λόγω του ότι η αγορά των ιδίων μετοχών πλεονεκτεί της διανομής στην περίπτωση κατά την οποία το μέρισμα φορολογείται, προτιμάται από τους μετόχους ως μη φορολογούμενης. Πρέπει να έχουμε υπόψη για την κατανόηση, την έμμεση δυνατότητα που έχει ο μέτοχος να εισπράξει "μέρισμα" με πώληση μετοχών που αναλογούν στην επαναγορά και έχουν τώρα πάρει τη μορφή κεφαλαιακών κερδών. Κατ' αυτόν τον τρόπο πραγματοποιούν κεφαλαιακά κέρδη τα οποία είναι αφορολόγητα ή και αν φορολογούνται (συνήθως με χαμηλότερο συντελεστή από αυτόν του μερίσματος) αναβάλλουν την πληρωμή φόρου για την περίοδο της ρευστοποίησης.

Η αγορά μετοχών πραγματοποιείται είτε με απ' ευθείας προσφορά της εταιρίας προς τους μετόχους της (tender offer) είτε με εντολές προς τη χρηματιστηριακή εταιρία για αγορές. Όταν η ίδια η εταιρία απευθύνεται στους μετόχους της η τιμή αγοράς είναι μεγαλύτερη της χρηματιστηριακής. Όταν όμως τις αγοράζει, όπως και κάθε επενδυτής, πληρώνει προμήθεια. Οι μετοχές που αγοράστηκαν πωλούνται εκ νέου όταν η εταιρία χρειάζεται κεφάλαια ενώ στην Ελλάδα, στο μικρό διάστημα που εφαρμόζεται, δεν υπήρξε περίπτωση πώλησης ή τουλάχιστον δεν γνωστοποιήθηκε

Το μέρισμα μπορεί να προκηρυχθεί όχι μόνο σε μετρητά αλλά και σε μετοχές (stock dividend). Η πρακτική στην περίπτωση διανομής κερδών της χρήσης με τη μορφή μερίσματος σε μετοχές είναι να δίνονται στους μετόχους μετοχές της ίδιας κατηγορίας με τις μετοχές που κατέχει ο επενδυτής αντί μερίσματος σε μετρητά (ευρώ) που είναι το πραγματικό μέρισμα.

Γι αυτό κεφαλαιοποιούνται κέρδη της χρήσης και οι μετοχές που αντιστοιχούν αυτά διανέμονται αναλογικά 'στους μετόχους...(δωρεάν). Υπενθυμίζουμε ότι μετοχές που προέρχονται από τη μετοχοποίηση αποθεματικών ή υπεραξίας πάγιων ενεργητικών διανέμονται επίσης "δωρεάν" στους μετόχους. Σε όλες τις περιπτώσεις η διαδικασία περιλαμβάνει τη μεταφορά κερδών της χρήσης, αποθεματικών ή υπεραξίας στο μετοχικό κεφάλαιο με την αντίστοιχη χρέωση κεφαλαιοποίηση αυτών των ενεργητικών. Σ' αυτές δηλαδή τις περιπτώσεις νέος αριθμός μετοχών εκδίδεται και διανέμεται (δωρεάν) στους μετόχους. Η μεταβολή που τώρα επέρχεται αφορά στην αντιπροσώπευση της περιουσίας της επιχείρησης. Η αξία η οποία προηγουμένως αντιπροσωπευόταν από τις παλιές μετοχές τώρα αντιπροσωπεύεται από μεγαλύτερο αριθμό μετοχών, από τις παλιές και τις νέες μαζί.

Δηλαδή αυτό το μέρος της αξίας της περιουσίας και των προοπτικών της επιχείρησης που εγκλείει η παλιά μετοχή μειώνεται με την έκδοση των νέων μετοχών. Ειδικότερα, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των νέων δωρεάν μετοχών τόσο μεγαλύτερη είναι και η πτώση της τιμής της μετοχής, αφού τα κέρδη διανέμονται σε μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

Για να αντιληφθούμε καλύτερα ότι οι κεφαλαιοποιήσεις αυτές δεν έχουν σχεδόν κανένα άμεσο ευεργετικό αποτέλεσμα για τους μετόχους θα πρέπει να διερωτηθούμε τι οι μεταβολές αυτές προσθέτουν στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης. Όπως τα πράγματα αποδεικνύουν δεν προσθέτουν απολύτως τίποτε. Ότι ανήκε προ των μετοχοποιήσεων στην επιχείρηση ανήκει και τώρα και κατ' επέκταση και στους μετόχους, χρισμένοι ισχυρίζονται ότι το μέρισμα σε μετοχές αντιπροσωπεύει εισόδημα για το μέτοχο και συνεπώς η τιμή της μετοχής θα πρέπει να ανέλθει εξ' αιτίας της νέας μετοχής που δίνεται. Αυτοί λένουν ότι ο μέτοχος που έλαβε μέρισμα σε μετοχές θα μπορούσε να τις πωλήσει και συνεπώς τα μετρητά που λαμβάνει είναι υποκατάστατα του μερίσματος σε μετρητά. Σ' αυτή την περίπτωση αγνοούν το γεγονός ότι η πώληση ελαττώνει αναλογικά την επένδυση τους στη συνολική περιουσία της

επιχείρησης.

*Η Προτίμηση για Μέρισμα έναντι Κεφαλαιακών Κερδών:* Στην Ελλάδα το μέρισμα δε φορολογείται άμεσα και τα κεφαλαιακά κέρδη καθόλου. Η επιλογή συνεπώς γι' αυτά ξεκινάει από προσωπικό υπολογισμό. Οι μικρομέτοχοι προτιμούν τη διανομή των κερδών σε μέρισμα. Αντιθέτως οι μεγαλομέτοχοι οι οποίοι δεν αντιμετωπίζουν πρόβλημα εσόδων διαβίωσης προτιμούν τη διατήρηση των κερδών και την επανεπένδυση τους ώστε να επιτύχουν αφορολόγητα κεφαλαιακά κέρδη (ή φορολογικό πλεονέκτημα όταν φορολογούνται με μικρότερο συντελεστή). Συνέπεια αυτού είναι η επιχείρηση να βρίσκεται αντιμέτωπη με τις προτιμήσεις των επενδυτών και τις διαφορετικές μερισματικές πολιτικές των άλλων εισηγμένων Α.Ε. Ο τρόπος που ενεργεί είναι να εντοπίσει τις προτιμήσεις των επενδυτών και να προσαρμόσει το λόγο διανομής για να ανταποκριθεί θετικά στις μη ικανοποιημένες προτιμήσεις ομάδων επενδυτών. Σύμφωνα με τους ΜΜ εφόσον επιτευχθεί αυτό, στο σημείο ισορροπίας, καμία εταιρία δε θα μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της μεταβάλλοντας το λόγο διανομής.

Σχετικά με τη διανομή από πλευράς μετόχων πρέπει να έχουμε υπόψη ότι ορισμένοι από αυτούς έχουν ανάγκη από έσοδα ενώ άλλοι δεν τα έχουν. Οι τελευταίοι επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη (από τη διαφορά των τιμών αγοράς και πώλησης) τα οποία δεν φορολογούνται. Από την πλευρά τους οι επιχειρήσεις έχουν ανάγκη από επανεπένδυση κερδών στο πλαίσιο της προσπάθειας επιβίωσης μέσω της συνεχούς ανάπτυξης. Για όλους αυτούς και άλλους λόγους η διοίκηση παίρνει τέτοια απόφαση διανομής μεταξύ μερίσματος και αποθεματικών ώστε στη μεν εισηγμένη επιχείρηση να μεγιστοποιηθεί η αξία της μετοχής στη δε μη εισηγμένη να μεγιστοποιηθούν τα κέρδη ανά μετοχή για να ικανοποιούνται έτσι οι απαιτήσεις των πιστωτών. Μη ξεχνάμε ότι μοναδικός χρηματοδότης των μη εισηγμένων επιχειρήσεων με εξωτερικά κεφάλαια είναι οι τράπεζες και αυτές απαιτούν βελτίωση της σχέσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων για να ενδυναμώσουν τη δανειοληπτική τους ικανότητα.

## ΓΕΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ΑΛΗΦΑΝΤΗΣ Γ. , "Διανεμόμενα Κέρδη Α.Ε. & ΕΠΕ", Εκδόσεις Πάμισος, 1893.
- ΑΛΗΦΑΝΤΗΣ Γ., "Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως", Εκδόσεις Πάμισος
- ΑΝΑΣΤΑΣΟΠΟΥΛΟΣ Π, "Η Νομοθεσία περί Α.ΕΛ Εκδόσεις Συνδέσμου Α.Ε. και Ε.Π.Ε.
- ΑΡΤΙΚΗΣ Γ., "Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων", Εκδ. Σταμούλης, 1996
- ΑΡΤΙΚΗΣ Π, "Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων", Εκδ. Σταμούλης, 1996
- ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Λ., "Το Δίκαιο των Ανωνύμων Εταιριών", (Τόμος Δ), Εκδόσεις Σάκκουλα.
- ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Λ., "Ανώνυμη Εταιρία - Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης", β' Εκδοση, Εκδόσεις "Νομική Βιβλιοθήκη".
- ΓΡΗΓΟΡΑΚΟΣ Θ., "Ανάλυση - Ερμηνεία του ΕΓΛΣ", Εκδόσεις Σάκκουλα.
- ΠΕΡΑΚΗΣ Ε., "Το Δίκαιο της Α.Ε.", (Τόμος Α') Εκδόσεις Σάκκουλα
10. ΡΟΚΑΣ Ν., "Κώδικας Εταιριών, Συλλογή Νομοθεσίας", Εκδόσεις Σάκκουλα
- 11 ΡΟΚΑΣ Μ, "Εμπορικές Εταιρίες", 4η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα
- ΣΑΚΚΕΛΛΗΣ Ε.- ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α., "Η Διάθεση των Κερδών των Εταιριών", Εκδόσεις Βρυλλίου
- ΣΤΑΥΡΟΠΟΥΛΟΣ Σ "Ερμηνεία Εμπορικού και Ναυτικού Δικαίου κατ' άρθρον", Β' Εκδοση, Αθήνα, 1980.
- ΤΟΤΣΗΣ Χ., "Κώδικας Φορολογικών Κινήτρων", Εκδόσεις Πάμισος
- ΤΟΤΣΗΣ Χ., "Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος", Εκδόσεις Πάμισος
- ΤΟΤΣΗΣ Χ., "Ερμηνεία Φορολογίας Εισοδήματος", Εκδόσεις Πάμισος
- ΤΣΙΜΠΡΗΣ Μ., "Η Νομοθεσία της Κεφαλαιαγοράς", Εκδόσεις Σάκκουλα
- ΤΣΙΜΠΡΗΣ Μ., "Εισαγωγή στο δίκαιο Κινητών Αξιών", Δελτίο Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 1994, Τεύχος 42.
- ΦΙΛΙΠΠΑΤΟΣ Γ, - ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΣ Π., "Εισαγωγή στην Χρηματοοικονομική Διοικητική", Εκδόσεις Παπαζήση, 1985,
- "Κώδικας Νομοθεσίας Α.Ε. - ΕΠΕ", Έκδοση 6η, Πάμισος

## B. ENH

I Aharony J, and Swary I, "Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholders' Returns", An empirical Analysis Journal of Finance, 35, March 1980, pages 1-12.

Black F. and Schofes M., The Effects of Dividend Yield and Dividend policy on Common stock Prices and Returns", Journal of Economics, 1, May 1974, pages 1-22.

Brighami E.F. " The Dryden Press, 7th Edition, 1995.

Brigham E. & Gapenski L, "Financial Management, Theory and Practice", The Dryden Press, 7th Edition, (international edition), 1994=

David F. "Strategic Management", Prentice Hall, 5th Edition.

Farna E. - Fisher L- Jensen M. and Roll R., The adjustment of stock prices to new information", International Economic Review. 10, February 1969,

Kieso & Weygandt.

Litrenberger R. and Ramaswamy K., The Effects of personal taxes and Dividends on Capital Asset Prices", , June 1979, pages 163-196.

Marsh A. Terry and Merton Robert "Dividend Behavior for the aggregate stock Market", JkyjmaLoLBusiness, 60, January 1987, pages 1-40Γ

Miller M. and Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", JoumaLoLBusiness, October 1961, pages 411-433»

II Ofer A. and Siegel D, "Corporate Financial Policy, Information and Market expectations. An empirical Investigation of Dividends "Journal of Finance", VOL XL», No 4, September 1987, pages 889-911

12. Salvatore D "Managerial Mc GRAW - HILL, 2nd edition,

13. Van Home James C, "Financial Management & Policy", Prentice Hail, international Editions, 10th Edition, 1995,

14. Weston & Brigham, "Essentials of Managerial Finance", The Dryden Press, 10th Edition,

## ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

|          |                                  |
|----------|----------------------------------|
| ΑΧΕ.     | Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρία  |
| Α. Ε.    | Ανώνυμη Εταιρία                  |
| Α.Κ.     | Αστικός Κώδικας                  |
| Α.Π.     | Άρειος Πάγος                     |
| Γ.Σ.     | Γενική Συνέλευση                 |
| Δ.Σ.     | Διοικητικό Συμβούλιο             |
| Δ.Ο.Υ.   | Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία      |
| Ε.Γ.Λ.Σ. | Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο |
|          |                                  |
| Κ.Β.Σ.   | Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων    |
| Ο.Α.     | Ονομαστική Αξία (μετοχής)        |
| Σ.τ.Ε.   | Συμβούλιο της Επικρατείας        |
| Φ.Ε.     | Φορολογία Εισοδήματος            |
| ΧΑΑ      | Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών       |
|          |                                  |