



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΨΗΦΙΑΚΩΝ
ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΥΛΙΣΗΣ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ .

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΒΕΝΕΡΟΣ ΜΤΕ 1141

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΡΤΙΚΗΣ

Πειραιάς, 2013

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή.....	4
1.1 Αντικειμενικός σκοπός.....	4
1.2 Μεθοδολογία	4
1.3 Χρησιμότητα	4
1.4 Διάρθρωση Εργασίας	5
2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας πολιτικής μερισμάτων	6
2.1 Θεωρητική προσέγγιση μερισματικής πολιτικής	6
2.1.1. Οι τρεις θεωρίες για την μερισματική πολιτική.....	12
2.1.2 Αξιολόγηση και εκτίμηση των θεωριών	17
2.2 Προσδιορισμός μερισματικής πολιτικής και τύποι μερισμάτων	18
2.3 Χαρακτηριστικά μερισματικής πολιτικής.....	22
2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική.....	24
2.5 Επιλογή μεταξύ παρακρατήσεως και καταβολής μερίσματος ...	31
2.6 Φορολογία μερισμάτων.....	33
3. Ανάλυση Οικονομίας	36
3.1 Ανάλυση της Ελληνικής οικονομίας	36
3.2 Η Ελληνική Οικονομία σήμερα	37
3.3 Διανομή μερίσματος στην Ελλάδα	39
3.4 Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά.....	41
4. Κλάδος Εταιριών Διύλισης πετρελαίου.	44
4.1 Ο κλάδος του πετρελαίου.....	44
4.2 Η αγορά σήμερα.....	45
4.3 Η Θέση της Ελληνικά Πετρέλαια στον κλάδο	47
4.4 Η Θέση της Motor oil στον κλάδο	49
5. Παρουσίαση Εταιρειών.....	50

5.1 Ελληνικά πετρέλαια (ΕΛΠΕ).....	50
5.2 Μότορ Όιλ (MOTOR – OIL).....	52
5.3 Ανάλυση SWOT	54
5.3.1 ΕΛΠΕ	54
5.3.2 MOTOR OIL	55
6. Δεδομένα εταιρειών και Σύγκριση για την πενταετία 2008-2012	58
6.1.1 ΕΛΠΕ.....	58
6.1.2 MOTOR OIL.....	59
6.2 Επενδυτικοί αριθμοδείκτες	59
6.3 Γενικά Συμπέρασμα	68
7. Επίλογος.....	70
7.1 Συμπεράσματα	70
7.2 Κατεύθυνση για περαιτέρω έρευνα	71
Βιβλιογραφία	72
Παραρτήματα	73
Πίνακες – Διαγράμματα	73

1. Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Σκοπός της μελέτης αυτής είναι η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής που εφαρμόζεται σε Ελληνικές επιχειρήσεις και συγκεκριμένα στις επιχειρήσεις του κλάδου διύλισης πετρελαίου (ΕΛΠΕ – MOTOR OIL). Συγκεκριμένα στη μελέτη αυτή γίνεται προσπάθεια να εξεταστεί η μερισματική πολιτική από δύο πλευρές. Το πρώτο στάδιο είναι η θεωρητική προσέγγιση και το δεύτερο είναι η εμπειρική διερεύνηση. Τα δύο αυτά στάδια συνδέονται μεταξύ τους, διότι για να μεταβούμε στην εμπειρική διερεύνηση εφαρμογής της μερισματικής πολιτικής σε ένα συγκεκριμένο κλάδο επιχειρήσεων, και σε ασφαλή συμπεράσματα, κρίνεται απαραίτητη η θεωρητική κατάρτιση.

1.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί θα είναι καταρχάς η θεωρητική προσέγγιση των μερισματικών πολιτικών και οτιδήποτε συνδέεται άμεσα ή έμμεσα με αυτές. Όπως γνωρίζουμε η μερισματική πολιτική παρέχει εκτός από κέρδη στους μετόχους, και πληροφορίες για τη γενικότερη απόδοση και την πορεία της επιχείρησης. Επίσης το μέρισμα αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα της χρηματοοικονομικής πολιτικής των επιχειρήσεων, καθώς καθορίζει τις χρηματοροές που πηγαινούν στους επενδυτές και τα κεφάλαια που παραμένουν στην επιχείρηση για επανεπένδυση.

Στη συνέχεια θα γίνει ανάλυση της Ελληνικής οικονομίας, και τις επιρροές της στην εφαρμογή των πολιτικών αυτών. Θα εξεταστεί ο κλάδος που θα επιλεγεί, αναδρομικά για μία πενταετία, για να βγουν συμπεράσματα ως προς τις μερισματικές πολιτικές που εφαρμόζουν.

Θα χρησιμοποιηθούν χρηματοοικονομικά στοιχεία για να μας οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα όπως: τα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων, το μέρισμα ανά μετοχή, η τιμή μετοχής, η μερισματική απόδοση, το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών και ο αριθμός των μετοχών σε κυκλοφορία.

1.3 Χρησιμότητα

Η μελέτη αυτή θα μας επιτρέψει να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα για την εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής στην πράξη, συμπεράσματα για την κατάσταση του κλάδου σε σχέση με την ελληνική οικονομία, καθώς και

την τάση των επενδύσεων σε αυτές. Θα γίνει καταγραφή στοιχείων τα οποία θα είναι χρήσιμα όχι μόνο για οικονομολόγους, αλλά και για απλούς πολίτες οι οποίοι καλούνται να αναλάβουν το ρόλο του επενδυτή και του μετόχου.

1.4 Διάρθρωση Εργασίας

Η εργασία αναλύεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος γίνεται η θεωρητική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής η οποία κρίνεται απαραίτητη ώστε μέσα από τα εργαλεία και τις μεθόδους εφαρμογής των μερισματικών πολιτικών, να γίνει η εμπειρική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων του κλάδου. Ο κλάδος στον οποίο θα γίνει αναφορά θα είναι ο κλάδος διυλίσεως πετρελαίου και εμπορίας ειδών πετρελαίου και συγκροτείται από τις εταιρείες Ελληνικά Πετρέλαια (ΕΛΠΕ) στην οποία είναι μέτοχος και το ελληνικό δημόσιο, καθώς και από την εταιρεία Μότορ Οйл (Motor Oil), η οποία είναι ιδιωτικού χαρακτήρα. Είναι και οι δύο εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, και ο ρόλος τους στην οικονομία είναι καθοριστικός τόσο για τις αγορές, καθώς όλες επηρεάζονται από τις μεταβολές των τιμών του πετρελαίου, όσο και για την ελληνική οικονομία. Στα πρώτα κεφάλαια θα γίνει μία θεωρητική αναφορά ως προς τις μερισματικές πολιτικές που εφαρμόζονται, χρησιμοποιώντας στοιχεία τόσο από την ελληνική όσο και από τη διεθνή σύγχρονη βιβλιογραφία, όπως τύποι μερισμάτων, χαρακτηριστικά αυτών και προσδιοριστικοί παράγοντες μερισματικών πολιτικών. Θα γίνει ανάλυση της ελληνικής οικονομίας και των εφαρμογών των μερισματικών πολιτικών στην Ελλάδα. Επίσης θα γίνει αναφορά στη διανομή μερίσματος στην Ελλάδα και θα δοθεί μία εικόνα για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Στη συνέχεια έχοντας τις γνώσεις και τα εργαλεία θα γίνει επεξεργασία των δεδομένων του κλάδου που θα επιλεγεί ως προς τις μερισματικές πολιτικές που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις που τον αποτελούν. Τέλος θα μεταβούμε σε ασφαλή συμπεράσματα για τον αναγνώστη.

2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας πολιτικής μερισμάτων

2.1 Θεωρητική προσέγγιση μερισματικής πολιτικής

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

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

Βλέπουμε λοιπόν, πως η μερισματική πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις της επιχείρησης, αναφορικά με την κατανομή κερδών μεταξύ μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους και αποθεμάτων που θα παραμείνουν στην επιχείρηση. Αυτό που θα συμβεί θα είναι αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής δεν προκύπτει με τον ίδιο τρόπο σε καθεμία περίπτωση, αλλά εμφανίζονται ορισμένες διαφοροποιήσεις. Στην περίπτωση εκείνη όπου τα παρακρατηθέντα και τα μη διανεμηθέντα κέρδη μιας επιχείρησης επενδυθούν σε σχέδια αποδοτικά, θα μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα καθώς και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της στο μέλλον. Στην άλλη περίπτωση, εκείνη δηλαδή της διανομής των κερδών με τη μορφή των μερισμάτων θα έχουμε βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής της μετοχής της.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί πως αν μια επιχείρηση διανείμει ένα υψηλό μέρισμα σε μια χρήση και δεν προβεί στη διενέργεια πρόβλεψης για

επάρκεια κεφαλαίων, στην επόμενη χρήση θα οδηγηθεί σε δανεισμό αυξάνοντας έτσι τα χρηματοοικονομικά της έξοδα και μειώνοντας τα κέρδη της. Τα κέρδη που παρακρατούνται, επενδύονται γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα παρακρατηθέντα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν έχουν κιόλας επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Επομένως, ακόμη και αν κάποια επιχείρηση έχει προϊστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρος για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Επίσης, μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση, ακόμη και αν χαρακτηρίζεται ως εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι πιθανό η επιχείρηση να μην επιλέξει τη διανομή μερίσματος.

Μια επιχείρηση που πραγματοποιεί σχετικά σταθερά κέρδη είναι συχνά σε θέση να προβλέψει και τα μελλοντικά της κέρδη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να διανείμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της, συγκρινόμενη με μια επιχείρηση που διαθέτει κυμαινόμενα κέρδη. Η ασταθής επιχείρηση δεν είναι σε θέση να τα διανείμει, αφού δεν είναι βέβαιη ότι θα μπορέσει μέσα στα επόμενα χρόνια να πραγματοποιήσει τα αναμενόμενα κέρδη, με αποτέλεσμα την πιθανή παρακράτηση ενός αυξημένου ποσοστού των τρεχόντων κερδών. Ο λόγος που γίνεται αυτό, είναι ότι ένα χαμηλότερο μέρος είναι πιο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών. Πάντως, κρίνεται σκόπιμο οι επιχειρήσεις να μπορέσουν να βρουν την κατάλληλη φόρμουλα που θα τους επιτρέψει να ισορροπήσουν ανάμεσα στην μερισματική και την επενδυτική πολιτική, έτσι ώστε να προσδιοριστεί ο ιδανικός συνδυασμός, που θα οδηγήσει στην επίτευξη του αντικειμενικού στόχου της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, βάσει της αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Στη συνέχεια του θεωρητικού επιπέδου της μερισματικής πολιτικής, αναγκαίο κρίνεται να εστιάσουμε στις βασικές μορφές της πολιτικής μερίσματος.

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

Μια άλλη βασική μορφή μερισμάτων είναι το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Πολύ λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν αυτού του είδους την πολιτική. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής αυτής σημαίνει κατά ανάγκη ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται.

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

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

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

Αν τώρα περάσουμε λίγο στην αντίθετη όχθη και εξετάσουμε την επενδυτική ψυχολογία των επενδυτών θα καταλάβουμε πολύ εύκολα γιατί θεωρούν την επιχείρηση αυτή, ως την πιο ελκυστική επενδυτικά για αυτούς. Όταν η επιχείρηση θα παρουσιάζει χαμηλά κέρδη ή ακόμα και ζημία, τότε οι επενδυτές θεωρούν αυτά τα γεγονότα ως προσωρινά φαινόμενα. Το σταθερό μέρισμα θεωρείται, από μια πολύ μεγάλη κατηγορία επενδυτών, ως ένα σταθερό και συνεχές εισόδημα και βασίζονται σε αυτό. Αυτό εντοπίζεται

συνήθως στους επενδυτές εκείνους που είναι μεγαλύτερης ηλικίας και δεν αναλαμβάνουν πολλούς κινδύνους. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να προσθέσουμε πως μια σταθερή μερισματική πολιτική είναι αναγκαία για την επιχείρηση, για να συμπεριληφθεί στον κατάλογο των επιχειρήσεων στις οποίες οι θεσμικοί επενδυτές επενδύουν τα χρήματά τους (αμοιβαία κεφάλαια, εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία κ.λ.π.)

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

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

Η τρίτη μορφή όπως έχουμε αναφέρει είναι η πολιτική συμβιβασμού (Compromise policy). Το βασικότερο στοιχείο για αυτήν την μορφή είναι ότι αποτελεί τον συνδυασμό των δύο παραπάνω μορφών, δηλαδή την πληρωμή χαμηλού σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή συν την ποσοστιαία αύξηση σε χρόνια με χαμηλά κέρδη. Από την πλευρά των επενδυτών, αυτή η

μορφή της μερισματικής πολιτικής δημιουργεί αβεβαιότητα όσον αφορά το ποσό των μερισμάτων, το οποίο πιθανότατα να εισπράξουν. Αυτή η αβεβαιότητα είναι κάτι που δεν γίνεται αρεστό σε καμία κατηγορία επενδυτών. Από την πλευρά της επιχείρησης πάλι, αυτή η πολιτική παρουσιάζει σημαντική ωφέλεια. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η άσκηση μιας τέτοιας μερισματικής πολιτικής μπορεί να αποδειχθεί η πιο κατάλληλη όταν τα κέρδη μεταβάλλονται σημαντικά από χρόνο σε χρόνο.

Αυτά τα τρία αποτελούν τα σπουδαιότερα συστήματα μερισματικής πολιτικής κατά τη διεθνή βιβλιογραφία. Υπάρχουν όμως και κάποια ακόμα συστήματα που καλό κρίνεται να αναφερθούν έστω και εάν δεν βρίσκονται στα κύρια.

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

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

Ακολουθώντας την ίδια λογική η επιχείρηση δε θα πρέπει να παρακρατεί κέρδη για επένδυση αν κερδίζει λιγότερα από ότι ο επενδυτής θα μπορούσε να κερδίσει επενδύοντας τα χρήματά του κάπου αλλού. Αν οι επενδυτές έχουν καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες εκτός επιχείρησης, θα πρέπει η

επιχείρηση να πληρώνει μεγαλύτερα ποσά μερισμάτων. Τελικά, ακόμη και από την πρακτική άποψη, οι επενδυτές αναμένουν να εισπράξουν μερίσματα. Αν η επιχείρηση δεν πληρώνει μερίσματα τότε ψυχολογικοί και άλλοι παράγοντες μπορεί να παίξουν ένα σημαντικό αρνητικό ρόλο στη διαμόρφωση της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της.

Τέλος μια άλλη μορφή μερισματικής πολιτικής επιτρέπει στην επιχείρηση να κάνει μερισματική πολιτική χωρίς να πληρώνει μερίσματα. Πρόκειται για την περίπτωση επανεπένδυσης των μερισμάτων, δίνοντας στους μετόχους νέες μετοχές αντί να εισπράττουν χρήματα. Υπάρχουν ακόμη και περιπτώσεις όπου η επιχείρηση προσφέρεται να εξαγοράσει μέρος των μετοχών αντί να καταβάλλει χρηματικά μερίσματα. Αυτές οι μετοχές που προσφέρεται να εξαγοράσει είναι οι μετοχές θησαυροφυλακίου. Κατά αυτόν τον τρόπο, τα ίδια κέρδη κατανέμονται πλέον σε μικρότερο αριθμό μετοχών. Έτσι λοιπόν με αυτή τη μείωση του αριθμού των μετοχών οδηγούμαστε σε παράλληλη αύξηση της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και αποτελεί εναλλακτική λύση προς την εξαγγελία χρηματικού μερίσματος. Αυτό δηλαδή που μπορούμε να εξάγουμε ως συμπέρασμα, είναι ότι η αύξηση αλλά και η μείωση κεφαλαίου αποτελούν εναλλακτικές μορφές μερισματικής πολιτικής.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι το πόσο σταθερά πρέπει να είναι τα μερίσματα διαχρονικά, καθώς και το ποσοστό των κερδών προς διάθεση στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος, αποτελούν αποφάσεις σχετικές με το ύψος των μερισμάτων. Είναι πάντως απολύτως λογικό να πιστεύει κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται πράγματι και με υψηλότερες τιμές για μετοχές.

Καταρχήν, είναι εύλογο ότι οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα που είναι πιο σίγουρο ότι θα εισπράξουν, αφού τα κυμαινόμενα μερίσματα φέρουν κίνδυνο μεγαλύτερο. Έτσι, το ίδιο μέσο ύψος μερισμάτων που θα εισπραχτεί από μια επιχείρηση που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων θα έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που θα έχει στην περίπτωση μιας επιχείρησης που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση που διανέμει σταθερό μέρισμα θα έχει μικρότερη απαιτούμενη απόδοση ή κόστος ιδίων κεφαλαίων, από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Ακόμη, και πολλοί

μέτοχοι-επενδυτές ζουν από εισοδήματα που αποκτούν με τη μορφή χρηματικών μερισμάτων. Οι μέτοχοι αυτοί βρίσκονται σε δύσκολη θέση από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων και για αυτό θα προτιμήσουν μάλλον να πληρώσουν ένα πριμ για μια μετοχή με σχετικά εξασφαλισμένο ελάχιστο μέρισμα.

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

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

2.1.1. Οι τρεις θεωρίες για την μερισματική πολιτική

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

Η πρώτη είναι η “The divided irrelevance theory” των Modigliani-Miller (1961), η δεύτερη είναι η “The bird in the hand theory” των Gordon-Litner και τέλος η “The tax preference theory” των Litrenberger-Ramaswamy. Στην

συνέχεια γίνεται μια συνοπτική περιγραφή των σπουδαιότερων σημείων και στοιχείων που συνθέτουν και τρεις παραπάνω θεωρίες.

The divided irrelevance theory

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

- Η ύπαρξη τέλειων αγορών, δηλαδή αγορών χωρίς φόρους, έξοδα μεταβίβασης και χωρίς τη δυνατότητα από κανέναν να επηρεαστεί η τιμή οποιασδήποτε μετοχής και με ύπαρξη όμοιας και δωρεάν πληροφόρησης προς όλους τους επενδυτές,
- Η ορθολογική συμπεριφορά επενδυτών
- Η βεβαιότητα για την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης
- Η προς όφελος των μετόχων της επιχείρησης δράση των χρηματοοικονομικών managers.

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

Σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani-Miller, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μετοχές και αν δεν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές.

Οι Merton Miller και Franco Modigliani ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η

επιχείρηση, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

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

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

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

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

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

The bird in the hand theory

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

Κατά τον Litner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής.

Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης, παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις επιχειρήσεις με σταθερή μερισματική πολιτική. Μάλιστα οι επιχειρήσεις καθορίζουν πρώτα τη μερισματική πολιτική τους και στη συνέχεια προχωρούν στον υπόλοιπο οικονομικό σχεδιασμό τους.

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

Σύμφωνα με τη θεωρία των Gordon και Litner, οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη, επομένως προτιμούν τα μερίσματα. Αν κάτι τέτοιο ισχύει, οι επενδυτές θα αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις που διανέμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών, δηλαδή ένα ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια υψηλή τιμή. Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani. Εδώ η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αποτελεί εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων προς διανομή και καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Οι Gordon και Litner υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα έχουν, σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, μικρότερο κίνδυνο, δηλαδή είναι πιο σίγουρα για τους επενδυτές. Μάλιστα προτρέπουν τις επιχειρήσεις να κρατούν λόγο, δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (αυτό το λόγο στη διεθνή βιβλιογραφία το συναντάμε ως payout ratio).

The tax preference theory

Η θεωρία επιλογής φορολογίας των Litzenberg-Ramaswamy (1979) βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη.

Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία τους, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει σαν αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή. Έτσι, οι μέτοχοι προτιμούν την διανομή χαμηλού ποσοστού μερισμάτων από τα κέρδη της χρήσεως λόγω του ότι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τα κεφαλαιακά κέρδη.

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

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

2.1.2 Αξιολόγηση και εκτίμηση των θεωριών

The divided irrelevance theory

Η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία, ούτε για τους επενδυτές που μπορούν να την υποκαταστήσουν με αγοροπωλησίες μετοχών, ούτε για τις επιχειρήσεις που μπορούν να διατηρήσουν της αξία της επιχείρησης σταθερή με τη χρήση δανεισμού. Αυτό που έχει σημασία για την επιχείρηση είναι η επενδυτική πολιτική.

The bird in the hand theory

Οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης, παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο.

The tax preference theory

Βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη.

Οι τρεις παραπάνω θεωρητικές προσεγγίσεις ως βασικό σκοπό έχουν να ερμηνεύσουν την επιλογή της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι επιχειρήσεις. Αυτό όμως που καταφέρνουν στην ουσία των πραγμάτων είναι, να οδηγούν σε αντιφατικά αποτελέσματα και συμπεράσματα. Ο εμπειρικός έλεγχος δεν έχει προσδιορίσει ποια θεωρία είναι - αν μπορούμε να το θέσουμε έτσι - άριστη. Αυτό έχει παρατηρηθεί στην πράξη σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική επιχειρήσεων και κατέληξαν σε αντιφατικά και σε τελείως διαφορετικά αποτελέσματα και συμπεράσματα.

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

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

2.2 Προσδιορισμός μερισματικής πολιτικής και τύποι μερισμάτων

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

Γύρω από τη μερισματική πολιτική έχει αναπτυχθεί όπως είναι αυτονόητο, ένα ολόκληρο θεωρητικό πλέγμα για την αντιμετώπιση και την πρόβλεψη χρηματοοικονομικών καταστάσεων και προβλημάτων. Όλη αυτή η θεωρία περιστρέφεται γύρω από τον πολύπλοκο και συναρπαστικό κόσμο των επιχειρήσεων.

Ειδικότερα, η μερισματική πολιτική ασχολείται και διαπραγματεύεται τις επιχειρήσεις εκείνες που όχι απλά παρουσιάζουν κερδοφορία, αλλά αντιμετωπίζουν ταυτόχρονα διάφορα προβλήματα που για τη δική μας περίπτωση, αυτή δηλαδή της μερισματικής πολιτικής, παίρνουν τη μορφή των οικονομικών διλημάτων. Τα διλήματα αυτά μπορούν να κωδικοποιηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- Η πρώτη βασική κατηγορία διλημάτων έχει να κάνει με τις ταμειακές ροές. Ο προβληματισμός εδώ υπάρχει γύρω από το ποσό των ταμειακών ροών που η επιχείρηση θα διανείμει στους μετόχους της.
- Η δεύτερη κατηγορία έρχεται σα συνέχεια της πρώτης και έχει να κάνει με τη μορφή αύξησης του μερίσματος ή με επαναγορά μετοχών.

- Τέλος έχουμε την τρίτη κατηγορία που έρχεται και αυτή με τη σειρά της να συμπληρώσει και να ολοκληρώσει την ακολουθία διλημάτων που στέκονται μπροστά από την επιχείρηση, αναφορικά με τη μερισματική πολιτική και προσδιορίζεται στο αν θα πρέπει να ακολουθηθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική ή να αφήσει τις πληρωμές να ποικίλουν ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν.

Το πλέγμα θεωρίας που έχει αναπτυχθεί γύρω από τη μερισματική πολιτική, καθορίζει πως από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική καθώς και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, η επιχείρηση καλείται να ακολουθήσει αυτόματα την πολιτική μερισμάτων. Στην πλειοψηφία τους οι επιχειρήσεις ανήκουν σε μια ευρύτερη κατηγορία, όπου βασικό χαρακτηριστικό είναι ότι ακολουθούν μια συγκεκριμένη πολιτική, η οποία συνδυάζει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές με τα προβλεπόμενα έξοδα και προσπαθούν να την τηρήσουν. Από χρηματοοικονομική άποψη, αυτό που συμβαίνει σε αυτή την περίπτωση, είναι ότι τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών.

Σε αυτό το σημείο, θα πρέπει να επισημάνουμε πως υπάρχουν περιπτώσεις κατά τις οποίες μπορούν να σημειωθούν διαφοροποιήσεις. Οι διαφοροποιήσεις αυτές προκαλούν δυσαρέσκεια στους μετόχους, οι οποίοι μπορεί να το εκλάβουν σαν αρνητικό σημάδι από την επιχείρηση και τελικά να έχει αρνητική επίπτωση στην τιμή της μετοχής. Η μερισματική πολιτική σε καμία περίπτωση βέβαια δε θα πρέπει να μένει στάσιμη. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως θα πρέπει να μεταβάλλεται ανάλογα με τις οικονομικές συνθήκες.

Το πως θα καθορίζεται το ποσοστό του μερίσματος το οποίο διανέμεται, όπως επίσης αν θα εμπεριέχονται και άλλες πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση αντιμετωπίζει τους μετόχους της, απασχολούν τους οικονομολόγους σε διεθνές επίπεδο και σε σημαντικό βαθμό.

Πέρα όμως από το θεωρητικό πλέγμα στο οποίο αναφερθήκαμε, εξαιρετικό ενδιαφέρον για το θέμα μας παρουσιάζουν οι πολλές εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες και οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία ποσοστών διανεμόμενων

κερδών. Τα διανεμόμενα αυτά κέρδη δεν αφορούν μόνο τους κλάδους μεταξύ τους αλλά και τις επιχειρήσεις μεταξύ των ίδιων κλάδων. Οι εμπειρικές αυτές μελέτες, δείχνουν ότι τα μερίσματα είναι πιο σταθερά από τα κέρδη και ότι συχνά οι επιχειρήσεις εμφανίζονται απρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα σε εποχές ικανοποιητικών κερδών και αντιστέκονται στην μείωση των μερισμάτων όταν ελαχιστοποιούνται τα κέρδη. Με βάση την εμπειρικά γνωστή προτίμηση των επενδυτών για σταθερά μερίσματα και την πιθανότητα ότι μια μείωση των μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως πρόβλεψη ελαχιστοποίησης των κερδών, θα έλεγε κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων φαίνεται να είναι ορθότερη.

Παρακάτω αναφέρονται οι τύποι μερισμάτων.

Η κάθε επιχείρηση καλείται να πάρει ορισμένες σημαντικές αποφάσεις που έχουν να κάνουν με το τύπο, το μέγεθος και τον χρόνο της διανομής κερδών προς τους μετόχους. Αυτό στη χρηματοοικονομική ορολογία αναφέρεται ως μερισματική πολιτική. Αυτή η διανομή των κερδών που πραγματοποιεί η επιχείρηση απέναντι στους μετόχους της, είναι το μέρισμα και βάση αυτής της διαδικασίας προσδιορίζεται η μερισματική πολιτική. Μια τέτοια μερισματική πολιτική θεωρείται άριστη όταν μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της επιχείρησης.

Μέρισμα λοιπόν, είναι ένας τρόπος καθορισμού της επιχειρηματικής πολιτικής που έχει στα χέρια της κάποια επιχείρηση. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε πως δεν υπάρχει μόνο ένας τύπος μερίσματος που καθορίζει τη μερισματική πολιτική αλλά αρκετοί. Εκείνος ο τύπος που αποτελεί και τον πιο συνηθισμένο, είναι η μορφή του μερίσματος σε μετρητά.

Ένα χαρακτηριστικό τέτοιο παράδειγμα είναι η πολιτική των δημοσίων επιχειρήσεων, οι οποίες προβαίνουν στη διανομή μερίσματος υπό τον τύπο των μετρητών πολύ συχνά στους επενδυτές τους και αυτό πραγματοποιείται συνήθως κάθε τρίμηνο. Η επιλογή αυτής της πολιτικής έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση των εταιρικών διαθεσίμων και βεβαίως των απομενόντων κερδών, κάτι το οποίο εμφανίζεται στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Πέρα όμως από το μέρισμα με τη μορφή μετρητών συναντάμε και ένα άλλο τύπο μερίσματος. Αυτός ο τύπος είναι η διανομή μερισμάτων στους μετόχους

με τη μορφή όμως των μετοχών. Σε αυτήν την περίπτωση έχουμε ένα τύπο μερίσματος που καλείται μέρισμα μετοχής. Ο τρόπος με τον οποίο το μέρισμα μετοχής εκφράζεται στις περισσότερες περιπτώσεις είναι ο λόγος τρέχοντος μερίσματος προς κέρδη. Παρακάτω αναφέρεται ένα παράδειγμα.

Έτσι, αν έχουμε ένα μέρισμα μετοχής 2%, τότε ο μέτοχος λαμβάνει μια νέα μετοχή για κάθε 50 που ήδη κατέχει ή δύο για κάθε 100.

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

Παρατηρήσαμε ως τώρα ότι υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες μερισμάτων, όπου στη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία καλούνται μορφές ή τύποι μερισμάτων.

Συνοψίζοντας, μπορούμε να πούμε ότι ο πιο συνηθισμένος τύπος είναι το χρηματικό μέρισμα ή το μέρισμα σε μετρητά και ο δεύτερος τύπος είναι σε μετοχές ή μετοχικό μέρισμα. Στη διεθνή βιβλιογραφία τον πρώτο τύπο θα τον συναντήσουμε ως **cash dividend** και τον δεύτερο ως **stock dividend**.

Ένα σημαντικό στοιχείο για τον πρώτο τύπο μερίσματος είναι ότι προσδιορίζεται, τόσο από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όσο και από στοιχεία που θα λέγαμε πως βρίσκονται στα χέρια της ή εντός της, όπως η πρόοδος και η αποδοτικότητά της ή ακόμα οι ενέργειες στις οποίες

προβαίνει και η γενικότερη πολιτική την οποία ασκεί. Η καταβολή του δεύτερου μερίσματος, του μετοχικού δηλαδή μερίσματος, θα πρέπει να προσθέσουμε πως σε καμία περίπτωση δεν μεταβάλλει την συνολική αξία της επιχείρησης και ούτε βέβαια επηρεάζει την ικανότητα χρηματοδότησης της. Το μετοχικό μέρισμα είναι ακριβώς αυτό το οποίο εξηγήσαμε στην παραπάνω παράγραφο στο σημείο εκείνο της διαίρεσης ή διάσπασης των μετοχών. Σε αντίθετη περίπτωση βρίσκεται ο πρώτος τύπος μερίσματος που είδαμε, αφού αυτός επηρεάζει το συνολικό ποσό κεφαλαίων που είναι διαθέσιμο στην επιχείρηση και μπορεί να επηρεάσει τη συνολική αξία της επιχείρησης.

Τελειώνοντας, με τη βοήθεια της χρηματοοικονομικής λογιστικής θα πρέπει να αναφερθούν κάποιες παρατηρήσεις αναφορικά με την προηγούμενη παράγραφο. Θα πρέπει να τονιστεί πως τα μερίσματα καταβάλλονται αποκλειστικά από τα καθαρά κέρδη ή τα αδιανέμητα κέρδη προηγούμενων περιόδων και χρήσεων και σε καμία περίπτωση από το κεφάλαιο, το οποίο έχει επενδυθεί ή από τα διάφορα αποθεματικά ή από τη διαφορά μετοχών υπέρ το άρτιο. Τα μερίσματα, είτε αυτά είναι χρηματικά, είτε μετοχικά δεν διανέμονται αν δεν υπάρχουν κέρδη και ούτε υπόλοιπο εις νέον αδιανεμητών κερδών προηγούμενων χρήσεων. Αυτό που μπορεί να ειπωθεί γενικά και για τους δύο τύπους μερισμάτων, καθώς για την μερισματική πολιτική που ασκεί κάθε επιχείρηση είναι πως όσο πιο σταθερά είναι τα κέρδη της, τόσο πιο κανονική είναι και η διανομή των μερισμάτων της.

2.3 Χαρακτηριστικά μερισματικής πολιτικής

Υπάρχουν πολλά και διαφορετικά σημεία που χαρακτηρίζουν τις μερισματικές πολιτικές όπως έχουν αναλυθεί και εξεταστεί ως τώρα. Τα κυριότερα χαρακτηριστικά έχουν να κάνουν με τις επιχειρήσεις, οι οποίες διαπραγματεύονται σε δημόσιο επίπεδο. Οι προτιμήσεις των επιχειρήσεων, που βάση αυτών εντοπίζονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής, είναι ότι πληρώνουν μερίσματα, ότι αποφεύγουν το μηδενισμό των μερισμάτων, ότι διαμορφώνουν μια σταθερή αναλογία πληρωμής μερίσματος και τέλος ότι κάνουν τακτικές πληρωμές μερισμάτων.

Όσον αφορά το πρώτο χαρακτηριστικό τόσο σε εθνικό, όσο και σε διεθνές επίπεδο, οι επιχειρήσεις οι οποίες ιδρύθηκαν πρόσφατα συνήθως δεν πληρώνουν μερίσματα. Οι επιχειρήσεις όμως αυτές, τόσο με την πάροδο του

χρόνου, όσο και με την οικονομική πρόοδο που σημειώνουν, φτάνουν σε ένα επίπεδο κατά το οποίο μπορούν να αρχίσουν τη διανομή μερίσματος. Το επίπεδο αυτό της προόδου είναι αυτό το σημείο την επιχειρηματικής ωριμότητας βάση του οποίου η επιχείρηση κρίνει ότι η πολιτική διανομής μερίσματος θα είναι προς όφελός της. Η ωριμότητα αυτή βέβαια έχει να κάνει με διάφορους λόγους. Ο κυριότερος είναι η επιθυμία της επιχείρησης να περάσει διάφορα μηνύματα στο εξωτερικό της περιβάλλον, τα οποία θα αποδεικνύουν την ισχυρή αυτή ωριμότητά της και επίσης τη διάθεση της να ισχυροποιηθεί ακόμη περισσότερο. Έτσι, τα χαρακτηριστικά αυτής της μερισματικής πολιτικής αντλούνται από το να γνωστοποιήσει η επιχείρηση το γεγονός της λογιστικής και οικονομικής γενικότερα σταθερότητάς της, την ικανοποίηση των πελατών της αλλά και ενός ευρύτερου κύκλου επενδυτικού κοινού με τη διανομή μερισμάτων, κάτι που σημαίνει απλά τη διανομή μετρητών και όπως επίσης την αύξηση των μετοχών της στην αγορά.

Το δεύτερο χαρακτηριστικό όπως είπαμε είναι η αποφυγή του μηδενισμού των μερισμάτων. Το χαρακτηριστικό αυτό θα λέγαμε ότι αγκαλιάζεται χωρίς καμία διαφωνία από όλες τις επιχειρήσεις. Η συντριπτική πλειοψηφία βλέπει αρνητικά την πιθανότητα τερματισμού της πληρωμής των μερισμάτων. Αν μηδενιστούν τα μερίσματα τότε αυτό για τις περισσότερες επιχειρήσεις μεταφράζεται σαν κάτι το εξαιρετικά ζημιογόνο για την εικόνα της στον επιχειρηματικό και στον επενδυτικό κόσμο. Το σήμα που θα αποστέλλονταν, αν γινόταν μηδενισμός των μερισμάτων στον έξω κόσμο, θα ήταν ουσιαστικά ένα αρνητικό σήμα για την αγορά. Αυτό το αρνητικό σήμα θα σήμαινε για τους επενδυτές ότι αυτή η επιχείρηση μειώνει τα μερίσματά της, αφού πιστεύει πως τα μελλοντικά της κέρδη θα χειροτερεύσουν. Αυτό, γνωρίζουμε από την χρηματοοικονομική επιστήμη, πως σημαίνει ότι σίγουρα θα επηρεαστεί η τιμή της μετοχής αυτής της επιχείρησης και σε αρκετές περιπτώσεις το επενδυτικό κοινό δε θα αρκестεί μόνο σε αυτό, αλλά υπάρχει εξαιρετικά μεγάλη πιθανότητα να παρασύρει προς τα κάτω και τις τιμές των μετοχών άλλων επιχειρήσεων του κλάδου.

Το τρίτο χαρακτηριστικό των μερισματικών πολιτικών είναι ότι κρατείται μια σταθερή αναλογία μεταξύ μερισμάτων και κερδών. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως πολλές επιχειρήσεις και κυρίως οι επιχειρήσεις ατομικής νομικής μορφής διατηρούν ένα σταθερό λόγο πληρωμής μερίσματος συγκριτικά με τα κέρδη τους. Αυτό βέβαια γίνεται εύκολα αντιληπτό αφού

με αυτόν τον τρόπο οι επιχειρήσεις κρατούν μια συνεχόμενη δελεαστική εικόνα προς τους επενδυτές, διατηρώντας ένα προφίλ οικονομικής σταθερότητας και αισιοδοξίας για την επίτευξη μεγαλύτερων κερδών στο μέλλον. Έχει παρατηρηθεί μάλιστα ότι τα μερίσματα ακολουθούν την τάση των χρηματοροών ανά μετοχή περισσότερο πιστά, από όσο την τάση των κερδών ανά μετοχή.

Τέλος σημαντικό χαρακτηριστικό μερισματικών πολιτικών είναι η διάθεση των επιχειρήσεων να κάνουν τακτικές πληρωμές μερισμάτων. Οι επιχειρήσεις, οι οποίες επιλέγουν τη μερισματική πολιτική, πληρώνουν τη διανομή των μερισμάτων συνήθως κάθε τρίμηνο. Αυτό όμως δεν αποτελεί και τον κανόνα της μερισματικής πολιτικής. Κάποιες άλλες επιχειρήσεις προτιμούν να πραγματοποιούν πληρωμές μερισμάτων κάθε εξάμηνο, κάποιες άλλες ετήσια και τέλος κάποιες άλλες, που θα τις χαρακτηρίζαμε ως εξαιρετικά γενναιόδωρες κάθε μήνα.

Γεγονός πάντως είναι, ότι από τη στιγμή που μια επιχείρηση ξεκινήσει να πληρώνει μερίσματα προσπαθεί να διατηρήσει αυτές τις πληρωμές σε τακτικές. Διατηρώντας τις πληρωμές των μερισμάτων τακτικές, πάλι ο σκοπός της επιχείρησης είναι να αποδείξει ότι βρίσκεται σε σταθερή πορεία και πως επιθυμεί να έχει στραμμένη πάνω της την προσοχή του επενδυτικού κοινού.

2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

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

Οι κυριότεροι παράγοντες είναι οι παρακάτω:

- Νομικοί και συμβατικοί παράγοντες
- Προτιμήσεις των μετόχων
- Πρόσοδοι
- Επενδυτικές ευκαιρίες
- Κεφαλαιακή διάρθρωση

- Πληθωρισμός
- Σηματοδότηση
- Σταθερότητα
- Ρευστότητα
- Έλεγχος
- Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης
- Η ηλικία και μέγεθος της επιχείρησης
- Φόρος για αθέμιτα συσσωρευθέντα κέρδη

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

Όσο αφορά τους νομικούς περιορισμούς, αυτοί έχουν διάφορες προεκτάσεις και παραμέτρους. Για να γίνει αντιληπτό αυτό θα πρέπει να εξεταστούν αυτές οι προεκτάσεις. Μία περίπτωση είναι εκείνη όπου δεν είναι δυνατό να καταβληθεί μέρισμα από το κεφάλαιο. Ο λόγος είναι ότι εάν δεν γίνει αυτό τότε δεν προστατεύονται οι πιστωτές. Οι νομικοί περιορισμοί σε αυτήν την περίπτωση υπάρχουν για να περιβάλλουν την επιχείρηση με πλαίσιο νομιμότητας, αφού δεν είναι δυνατόν να διανεμηθούν μερίσματα όταν υπάρχουν ζημίες προηγούμενων χρήσεων και ούτε βέβαια να διανεμηθούν μερίσματα όταν η επιχείρηση βρίσκεται υπό πτώχευση ή υπό εκκαθάριση.

Υπό νομικούς όρους, εάν η επιχείρηση προβεί στη διανομή μερισμάτων στην περίπτωση που αναφέρθηκε, αυτό πρακτικά αλλά και νομικά σημαίνει ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης θα λαμβάνουν κεφάλαια τα οποία όμως ανήκουν στους πιστωτές της.

Μια άλλη σημαντική νομική παράμετρος που έχει μπροστά της η επιχείρηση, είναι η περίπτωση εκείνη, όπου η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να περιοριστεί με διάφορες συμβατικές υποχρεώσεις που επιβάλλονται στην

επιχείρηση. Αυτές τις συμβατικές υποχρεώσεις τις επιβάλλουν οι πιστωτές της ή ακόμα και οι τράπεζες και τους περιορίζουν έτσι στη διανομή μερισμάτων μέχρι ενός ποσού. Σα συνέχεια αυτής της παραμέτρου, μπορούμε να προσθέσουμε πως με αυτές τις συμβατικές υποχρεώσεις μπορεί να περιοριστεί ή ακόμα και να απαγορευτεί η έκδοση ομολογιακού δανείου ή και η πληρωμή χρηματικών μερισμάτων μέχρι να επιτευχθεί ένα ορισμένο πολλαπλάσιο του δείκτη της κάλυψης τόκων (κέρδη / χρηματοοικονομικά έξοδα), δηλαδή (πόσες φορές καλύφθηκαν οι τόκοι).

Μία ακόμα σημαντική παράμετρος, που πλαισιώνει την επιχείρηση και την επηρεάζει για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής και αφορά τους νομικούς περιορισμούς, είναι ότι μια επιχείρηση δε δύναται να πληρώσει μερίσματα, τα οποία θα προκαλέσουν την πτώχευσή της.

Επίσης, οι νομικοί περιορισμοί είναι εκείνοι που υπαγορεύουν σε μια επιχείρηση ότι αν δεν έχουν πληρωθεί μερίσματα στους προνομιούχους μετόχους τότε δεν μπορεί να πληρωθούν μερίσματα στους κοινούς μετόχους. Επιπλέον οι νομικοί περιορισμοί είναι αυτοί που συμβάλλουν αποφασιστικά στο να δίνονται θετικά κίνητρα συμμετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Ο λόγος είναι ότι οι νόμοι δεσμεύουν την επιχείρηση με την πληρωμή των υποχρεωτικών μερισμάτων και με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζει τους μετόχους ότι δε θα εξαπατηθούν από ανώτερα στελέχη της εταιρείας.

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

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

πολιτική. Ένας τέτοιος οι προτιμήσεις των μετόχων. Καμία σοβαρή επιχείρηση δεν μπορεί να προβεί στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής, αν πρώτα δε λάβει σοβαρά υπόψη της, τις προτιμήσεις των μετόχων της (Αρτίκης Γεώργιος, 2003). Οι προτιμήσεις των μετόχων επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Έτσι βλέπουμε πως αν οι μέτοχοι-επενδυτές διακατέχονται από ισχυρή επιθυμία επενδυτικών ευκαιριών και αυτές τους επηρεάζουν ιδιαίτερα, τότε μπορεί να προτιμήσουν να λάβουν μέρισμα αν έχουν επιλογή, από κάποιες άριστες ευκαιρίες επένδυσης σε άλλες επικερδείς τοποθετήσεις.

Σε μία άλλη περίπτωση, όπως είναι αυτή όπου οι μέτοχοι επιβαρύνονται από υψηλή φορολογία, τότε κρίνεται εξαιρετικά πιθανόν να προτιμήσουν να αποκομίσουν κεφαλαιακά κέρδη από το να λάβουν μέρισμα. Ο λόγος που καθιστά αυτήν την κατάσταση εξαιρετικά πιθανή, είναι ότι το αποτελεσματικό επίπεδο φόρου στα μερίσματα είναι υψηλότερο από αυτό στα κεφαλαιακά κέρδη. Όπως είναι λογικό, τα αντίθετα φαινόμενα θα παρουσιάζονται στην περίπτωση όπου ο μέτοχος επιβαρύνεται με χαμηλή φορολογία. Τότε ο μέτοχος είναι πιθανότερο να προτιμήσει μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Ο λόγος είναι παρόμοιος με τον προηγούμενο που διατυπώσαμε, αφού τώρα το αποτελεσματικό επίπεδο φόρου πάνω στα μερίσματα είναι χαμηλότερο από αυτό των κεφαλαιακών κερδών.

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

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

μερισματική της πολιτική, αφού έτσι η επιχείρηση θα πληρώνει περισσότερα μερίσματα. Στην αντίθετη περίπτωση, τότε δηλαδή που αντί για κέρδη η επιχείρηση παρουσιάζει ζημίες, αυτό θα έχει επιφέρει επιπλοκές στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση θα σταματήσει να δίνει μερίσματα.

Όλα αυτά που περιγράφηκαν, θα συμβούν στη μακροχρόνια παρουσία της επιχείρησης, αφού οι βραχυχρόνιες διακυμάνσεις των κερδών δε θα έχουν τις ίδιες επιπτώσεις στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Θα πρέπει να αναφερθεί επίσης, πως αν αυτές οι διακυμάνσεις, τόσο σε μακροχρόνιο επίπεδο, όσο και σε βραχυχρόνιο, οφείλονται σε κυκλικότητα του κλάδου ή σε σημαντική κεφαλαιακή απαξίωση, η επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει τη συνέχιση της πληρωμής μερίσματος.

Στην ίδια κατηγορία με την προηγούμενη, θα μπορούσαν να ενταχθούν επενδυτικές ευκαιρίες. Όταν μια επιχείρηση είναι στην πλεονεκτική θέση να προβεί σε πολύ καλές επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες θα την οδηγήσουν σε πρόοδο και ανάπτυξη, τότε έχει μπροστά της ένα σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει αποφασιστικά τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής. Σε περίπτωση που ισχύουν τα προηγούμενα, η επιχείρηση είναι πιθανότερο να πληρώσει χαμηλότερα μερίσματα.

Στην ερώτηση αν μια τέτοια πολιτική είναι πιθανόν να μειώσει από τους επενδυτές την χρηματική τροφοδότηση της επιχείρησης, τότε η απάντηση είναι πως η επιχείρηση προκειμένου να πραγματοποιήσει τα παραπάνω επενδυτικά της σχέδια, θα το κάνει χρησιμοποιώντας τα μη διανεμόμενά της κέρδη, χωρίς να περιμένει την υποστήριξη ενός νέου μετοχικού κεφαλαίου. Αυτό βέβαια μπορεί να πραγματοποιηθεί από εταιρείες που έχουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, ενώ οι μικρές εταιρείες μπορεί να κρατήσουν όλα τα κέρδη ως πηγή μετοχικού κεφαλαίου και να επιλέξουν να μη δώσουν μερίσματα. Η στρατηγική που έχει επιλέξει μια επιχείρηση, θα αποτελέσει τον κύριο άξονα πάνω στον οποίο θα βαδίσει, προκειμένου να πραγματοποιήσει τους επιχειρηματικούς στόχους τους οποίους έχει θέσει. Πολλές φορές όμως, αν όχι τις περισσότερες, πάνω στον άξονα αυτό ορθώνονται σημαντικά εμπόδια που την εμποδίζουν να καταστήσει τους στόχους εφικτούς αλλά και τη γενικότερη στρατηγική της ως επιτυχημένη. Ένα τέτοιο εμπόδιο είναι ένα χρέος, που είναι κατά πολύ υψηλότερο από

αυτό που είχαν στοχεύσει κατά τη διάρκεια σχεδίασης της στρατηγικής τους. Στη περίπτωση ενός τέτοιου χρέους, η επιχείρηση μπορεί να πληρώσει ένα μικρό μέρος ώστε να προσεγγίσει τον στόχο της. Υπάρχει όμως και η περίπτωση να βρεθεί στη θέση εκείνη, όπου θα έχει πραγματικό χρέος χαμηλότερο από το επίπεδο που είχε αρχικά στοχεύσει. Σε αυτήν την περίπτωση η επιχείρηση είναι πιθανόν να πληρώσει υψηλότερα μερίσματα ώστε να κινηθούν πιο κοντά στο στόχο τους.

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

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

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

θα τις χαρακτηρίζαμε ως λιγότερο επιτυχημένες, επιχειρήσεις ίσως επιλέξουν την πληρωμή μερισμάτων ως μια μέθοδο αποεπένδυσης.

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

Σαν προέκταση της σηματοδότησης θα μπορούσε να θεωρηθεί και η έννοια της σταθερότητας. Η επιχείρηση έχοντας ως σκοπό να πετύχει μια σταθερή ανάπτυξη της μερισματικής της πολιτικής, μπορεί να δημιουργήσει μια αίσθηση χαμηλού κινδύνου, η οποία μπορεί να μην ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Με αυτόν τον τρόπο το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται. Ο λόγος που γίνονται βέβαια όλα αυτά είναι ότι κάποιες φορές, αν όχι τις περισσότερες, οι επενδυτές εκλαμβάνουν τη σταθερή ανάπτυξη στα μερίσματα, ως ένα δείκτη χαμηλού κινδύνου. Η επιχείρηση μπορεί να πληρώσει μερίσματα μόνο αν έχει ικανοποιητικά ποσά μετρητών να διαθέσει. Αυτός ο παράγοντας είναι η ρευστότητα. Αν μια επιχείρηση δηλαδή έχει αρκετά κέρδη αλλά αυτά βρίσκονται επενδυμένα σε αποθέματα και χρεώσεις ή και άλλα ακόμα περιουσιακά στοιχεία, τότε δεν μπορεί να διανείμει μερίσματα. Αυτό μπορούμε να το καταλάβουμε καλύτερα αν εξετάσουμε ισολογισμούς εταιρειών όπου και θα δούμε σημαντικά ποσά στο λογαριασμό μη διανεμηθέντα κέρδη και να αδυνατούν να διανείμουν μερίσματα λόγω μικρών ποσών σε μετρητά.

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

αύξηση της αυτοχρηματοδότησης και η σύναψη δανείων, με όποια αποτελέσματα μπορεί να έχει μια τέτοια κίνηση.

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

Η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης έχουν μεγάλη σημασία για την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και τις χρηματαγορές για την άντληση κεφαλαίων. Είναι πολύ εύκολο να αντιληφθούμε όλα τα προβλήματα που θα έχει να αντιμετωπίσει μια μικρή επιχείρηση ή ακόμα μια πολύ νέα στο χώρο επιχείρηση. Απέναντι σε αυτές θα στέκονται εξαιρετικά καχύποπτοι οι επενδυτές και οι τράπεζες.

Αυτές λοιπόν οι επιχειρήσεις δε θα μπορούν να διανείμουν υψηλά ποσοστά κερδών και μερίσματα στους μετόχους σε σχέση με καταξιωμένες επιχειρήσεις.

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

2.5 Επιλογή μεταξύ παρακρατήσεως και καταβολής μερίσματος

Τα αδιανέμητα κέρδη αποτελούν εσωτερική πηγή ιδίων κεφαλαίων για την επιχείρηση. Ως ιδιοκτήτες, οι κοινοί μέτοχοι έχουν δικαιώματα στο σύνολο των κερδών της επιχείρησης, τα οποία καταβάλλονται με μορφή μερισμάτων. Όταν η επιχείρηση παρακρατεί μέρος αυτών των κερδών, χρησιμοποιεί στην ουσία κεφάλαια που ανήκουν στους ιδιοκτήτες της. Αυτή η διαπίστωση οδηγεί αμέσως στην κατευθυντήρια γραμμή, ότι η επιχείρηση οφείλει να παρακρατεί κέρδη ή να μην καταβάλλει μερίσματα, μόνο σε περίπτωση που

μπορεί να τα επενδύσει σε έργα υποσχόμενα, τουλάχιστον τον απαιτούμενο από τους μετόχους συντελεστή απόδοσης.

Στις περιπτώσεις όπου η επένδυση αποδίδει ακριβώς τα ποσά που απαιτούν οι μέτοχοι, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη οι φόροι, η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία.

Αν υπολογιστούν οι ατομικοί φόροι, τότε το αποτέλεσμα αλλάζει εξαιτίας της διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης του εισοδήματος από την υπεραξία των κεφαλαιακών στοιχείων κατά την ρευστοποίησή τους. Τα εισοδήματα δηλαδή ενός μετόχου μειώνονται, αφού τώρα ένα μέρος του μερίσματος θα δαπανάται για την αποπληρωμή του φόρου που του αναλογεί, βάση ενός φορολογικού συντελεστή.

Αντίθετα, όταν η επιχείρηση παρακρατεί κέρδη, ένα μέρος του εισοδήματος του επενδυτή, για το έτος της παρακράτησης, προσλαμβάνει τη μορφή πιθανής αύξησης της αξίας των περιουσιακών του στοιχείων, οι οποίες όταν πραγματοποιηθούν, φορολογούνται με το μισό συντελεστή από ότι το κανονικό εισόδημα.

Στις περιπτώσεις όπου η απόδοση στην επένδυση δεν είναι ίση με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης, ο πλούτος των μετόχων αυξάνεται ή μειώνεται ανάλογα με το αν η απόδοση της επένδυσης είναι μεγαλύτερη του επιτοκίου κεφαλαιοποίησης.

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

Σε θεωρητικό επίπεδο βέβαια αν υπάρχουν παρόμοιες επενδυτικές ευκαιρίες, η επιχείρηση οφείλει να παρακρατεί και να μην διανέμει όλα τα κέρδη της αν θέλει βέβαια να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων της.

2.6 Φορολογία μερισμάτων

Η επιλογή της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία της επιχείρησης. Η νομοθεσία προσδιορίζει ένα ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών, το οποίο σχεδόν πάντα υποχρεούται να τηρήσει η επιχείρηση.

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

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

Όλα αυτά που περιγράφουμε ίσχυαν επί τριάντα πέντε χρόνια. Το έτος όμως 1992 έγινε με το Ν.2065/1992 μια βαθύτατη φορολογική αλλαγή στη χώρα μας. Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες της, ήταν η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (δηλαδή Α.Ε., ΕΠΕ προσωπικών εταιρειών κ.τ.λ.) με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών. Το προηγούμενο ποσοστό αυξήθηκε σε 40% για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/12/1997 και μετά. Με την καταβολή του άνω φόρου εισοδήματος επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, τα άνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν κέρδη με τη μορφή

μερισμάτων δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

Παρόλα αυτά υπήρξαν αλλαγές στη νομοθεσία οι οποίες αναφέρονται στην επόμενη ενότητα.

Φορολογία μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών

Σημαντικός υπήρξε ο νόμος 2238/1994, σχετικά με τη φορολόγηση των εισοδημάτων και των επιχειρήσεων. Βάση των διατάξεων του νόμου και των κανονιστικών πράξεων και εγκυκλίων, φαίνονται παρακάτω οι φορολογικοί συντελεστές από 2008 και μετά ανά έτος, όπως αυτοί διαμορφώθηκαν. Από 1/1/2014 είναι σε ισχύ ο νόμος 4172/2013.

Πίνακας 3.1 Φορολογικοί Συντελεστές

Χρήση	Συντελεστής					
	ΑΕ	ΑΕ Εισηγμένες στο ΧΑ	Συντελεστής παρ/σης μερισμάτων **	Συντελεστής παρακράτησης αμοιβών Δ.Σ.	ΕΠΕ	ΛΟΙΠΕΣ - άρθρου 109 ΚΦΕ
2013	26%	26%	10%	40%	26%	26%
2012	20%	20%	25%	35%	20%	20%
2011	20%	20%	25%	35%	20%	20%
2010	24%	24%	21%	35%	24%	24%
2009	25%	25%	10%	35%	25%	25%
2008	25%	25%	10%	25%	25%	25%

Όπως παρατηρείται, στα μερίσματα που διανέμουν ή κέρδη που κεφαλαιοποιούν οι ανώνυμες εταιρείες την τελευταία πενταετία, ενεργείται παρακράτηση φόρου. Με τη παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των δικαιούχων για τα πιο πάνω εισοδήματα.

Διάθεση κερδών – Υπολογισμός μερίσματος

Με τις αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν με το Ν.3604/2007 καταργήθηκε η προβλεπόμενη στην παραγράφου β, του άρθρου 45 του Ν.2190/1920 διάταξη για την καταβολή ως πρώτου μερίσματος ποσού ίσου προς το 6% επί του καταβλημένου εταιρικού (μετοχικού) κεφαλαίου. Έτσι σύμφωνα με τη νέα

παράγραφο β του ιδίου άρθρου το πρώτο μέρος υπολογίζεται με τα προβλεπόμενα από το άρθρο 3 του Α.Ν.148/1967 (όπως αυτός τροποποιήθηκε διαδοχικά από τους νόμους 2753/1999 - 2789/2000 και 3460/2006). Σύμφωνα με αυτό:

Οι ανώνυμες εταιρείες υποχρεούνται να διανέμουν στους μετόχους ποσοστό τουλάχιστον 35% επί των καθαρών κερδών, μετά την αφαίρεση μόνο του τακτικού αποθεματικού και των κερδών από την εκποίηση μετοχών οι οποίες κατέχονται τουλάχιστον από δεκαετίας και αντιπροσωπεύουν συμμετοχή ανώτερη του 20% επί του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικής τους εταιρείας

Τα παραπάνω δεν εφαρμόζονται:

1. Εάν η γενική συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία τουλάχιστον 65% του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου αποφασίσει αυτό. Στην περίπτωση αυτή, το μη διανεμόμενο μέρος μέχρι τουλάχιστον ποσοστού 35% επί των καθαρών κερδών, μεταφέρεται στα βιβλία της εταιρείας σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού προς κεφαλαιοποίηση. Το αποθεματικό αυτό υποχρεούται η ανώνυμη εταιρεία εντός τετραετίας από το χρόνο του σχηματισμού του να το κεφαλαιοποιήσει, με έκδοση νέων μετοχών που παραδίδει δωρεάν στους δικαιούχους μετόχους.

2. Εάν το αποφασίσει η Γενική Συνέλευση με πλειοψηφία 70% τουλάχιστον του καταβλημένου εταιρικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή, δεν εφαρμόζονται ούτε τα προβλεπόμενα από την προηγούμενη υποπερίπτωση (1).

Συνεπώς, η ως άνω διάταξη του άρθρου 3 του ΑΝ 148/1967, περί υποχρεωτικής διανομής στους μετόχους ποσοστού κερδών 35% τουλάχιστον, δεν εφαρμόζεται, ούτε υπάρχει υποχρέωση κεφαλαιοποίησης, εάν η Γενική Συνέλευση με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% επί του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, αποφασίσει έτσι.

3. Ανάλυση Οικονομίας

3.1 Ανάλυση της Ελληνικής οικονομίας

Η ελληνική οικονομία είχε εντυπωσιακούς ρυθμούς ανόδου μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο πόλεμο και τον Εμφύλιο, κατά κύριο λόγο όμως επειδή ξεκινούσε από πολύ χαμηλή βάση. Η συνεχής σύγκλιση με τις αναπτυγμένες δυτικές χώρες διακόπηκε απότομα το 1973 λόγω της πρώτης μεγάλης πετρελαϊκής κρίσης, κάτι που συνετέλεσε και στην πτώση της χούντας. Ακόμη χειρότερη έγινε η κατάσταση το 1979, με το ξέσπασμα της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης.

Την 1 Ιανουαρίου 2002 η Ελλάδα, και οι άλλες έντεκα τότε χώρες της ευρωζώνης απέκτησαν κοινό νόμισμα, το ευρώ. Η ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ έγινε το 2001 μετά την επιτυχή πορεία σύγκλισης των δημοσιονομικών μεγεθών και την ικανοποίηση κατά τη διάρκεια του 2000 των (τεσσάρων από τα πέντε) κριτηρίων της συνθήκης του Μάαστριχτ (πληθωρισμός, έλλειμμα γενικής κυβέρνησης, δημόσιο χρέος, μηχανισμός συναλλαγματικών ισοτιμιών, μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού). Το ακαθάριστο προϊόν συνέχισε να αυξάνεται με ρυθμούς άνω του ευρωπαϊκού μέσου όρου εν μέρει λόγω των επενδύσεων σε υποδομές σχετιζόμενες με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, αλλά και λόγω της ευκολίας πρόσβασης σε πιστώσεις για καταναλωτικές δαπάνες. Ωστόσο η Ελλάδα από το 2001 έως και το 2005 βρέθηκε να παραβιάζει το κριτήριο για έλλειμμα κάτω από 3% του Συμφώνου Σταθερότητας (το οποίο έχει σκοπό να διασφαλίζει ότι τα κράτη μετά την ένταξη στην ευρωζώνη και την ικανοποίηση των κριτηρίων του Μάαστριχτ, συνεχίζουν να τα τηρούν).

Από τα τέλη του 2009 και αρχές 2010, εξαιτίας συνδυασμού διεθνών (οικονομική κρίση) και τοπικών (ανεξέλεγκτες δαπάνες κατά την περίοδο μέχρι τις εκλογές του 2009) παραγόντων η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, καθώς έχει το δεύτερο μεγαλύτερο ετήσιο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού και το δεύτερο μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

3.2 Η Ελληνική Οικονομία σήμερα

. Η Ελλάδα είναι μια ανεπτυγμένη χώρα, με ένα υψηλό επίπεδο διαβίωσης και πολύ υψηλό Δείκτη Ανθρώπινης Ανάπτυξης, όπου κατατάσσεται 22^η στον κόσμο το 2010, και 22^η στον δείκτη του The Economist του 2005 για την ποιότητα ζωής παγκοσμίως. Με βάση τα στοιχεία της Eurostat το κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας ήταν ίσο με το 94% του μέσου όρου της ΕΕ το 2008. Οι κύριοι μεγάλοι κλάδοι της Ελληνικής οικονομίας είναι ο τουρισμός, η ναυτιλία, η βιομηχανική παραγωγή τροφίμων και η επεξεργασία καπνού, η υφαντουργία, τα χημικά, τα προϊόντα μετάλλου, η μεταλλευτική και οι μονάδες διύλισης πετρελαίου.

Η μεγέθυνση του ΑΕΠ της Ελλάδος είναι επίσης, κατά μέσον όρο, από το 1990 υψηλότερη από αυτόν του μέσου όρου των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Εντούτοις, η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει σημαντικά προβλήματα, περιλαμβανομένων και της αύξησης των επιπέδων της ανεργίας, την γραφειοκρατία και την διαφθορά.

Λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας γύρισε σε αρνητικό πρόσημο το 2009, για πρώτη φορά από το 1993. Μια ένδειξη της τάσης υπερχρέωσης τα περασμένα χρόνια είναι το γεγονός ότι η αναλογία ιδιωτικών δανείων προς καταθέσεις ξεπέρασε τις 100 μονάδες (αναλογία δηλαδή μεγαλύτερη του 1 προς 1) κατά την διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του έτους 2007.

Μέχρι το τέλος του 2009, ως αποτέλεσμα του συνδυασμού της διεθνούς οικονομικής κρίσης και εσωτερικών παραγόντων, η Ελληνική οικονομία αντιμετώπισε την πιο σοβαρή της κρίση από το 1993, με το υψηλότερο δημόσιο έλλειμμα καθώς και το δεύτερο υψηλότερο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην ΕΕ. Το δημόσιο έλλειμμα του 2009 έφτασε στο 15,4% του ΑΕΠ. Αυτό, και τα αυξανόμενα επίπεδα χρέους (στο 127,1% του ΑΕΠ το 2009) οδήγησαν σε υψηλό κόστος δανεισμού, που προκάλεσε μια σοβαρή οικονομική κρίση. Η Ελλάδα προσπαθεί να καλύψει το υπερβολικό δημόσιο έλλειμμα της στα ίχνη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης

Τον Μάιο του 2010 υπογράφηκε Μνημόνιο με το ΔΝΤ την ΕΕ και την ΕΚΤ ώστε να καλυφθεί η δανειακή ανάγκη της χώρας.

Η ελληνική οικονομία παρέμεινε σε βαθιά ύφεση και το 2012, το ΑΕΠ υποχώρησε για πέμπτο συνεχόμενο έτος, ενώ η ανεργία σκαρφάλωσε σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα.

Κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους κορυφώθηκε η πολιτική αστάθεια στη χώρα μέσα από συνεχόμενες εκλογικές αναμετρήσεις, αλλά και στη συνέχεια η μειωμένη αξιοπιστία στο εσωτερικό και το εξωτερικό της χώρας, καθώς και η συνέχιση της μη εφαρμογής των αναγκαίων διαρθρωτικών μέτρων, επέτειναν τις υφιστάμενες επιπτώσεις του προγράμματος σταθερότητας.

Επίσης, σημαντικό αρνητικό παράγοντα αποτέλεσε η αδυναμία του εγχώριου τραπεζικού συστήματος να ανταποκριθεί στις ανάγκες χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα λόγω των ζημιών που υπέστη τόσο από την εφαρμογή του προγράμματος απομείωσης του δημόσιου χρέους (Private Sector Involvement – PSI), όσο και από την αναμενόμενη μεγάλη αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Το δεύτερο εξάμηνο του 2012, άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια ομαλοποίησης του εγχώριου και του διεθνούς κλίματος. Παράλληλα, επήλθε βελτίωση του δημοσιονομικού ελλείμματος αλλά και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών λόγω μείωσης εισαγωγών και αύξησης εξαγωγών, αλλά και βελτίωση στη διεθνή ανταγωνιστικότητα κόστους.

Η ένταση της ύφεσης κατά το 2012 παρέμεινε στα ίδια επίπεδα με το 2011, με το ρυθμό μείωσης του ΑΕΠ να φθάνει το 7,1%. Η Τράπεζα της Ελλάδος εκτιμά, με βάση εύλογες υποθέσεις για την πορεία εφαρμογής του προγράμματος σταθερότητας, ότι το ΑΕΠ θα μειωθεί με ρυθμό της τάξεως του 4% το 2013. Η ανάκαμψη προβλέπεται να αρχίσει στη διάρκεια του 2014.

Ανεργία

Παράλληλα το ποσοστό ανεργίας παρουσιάζει εκρηκτική άνοδο: από 7,6% το 2008 στο 17,7% το 2011 και ελαφρά άνω του 23,5% το 2012 για να φτάσει στο 27% για το 2013.

(Τράπεζα της Ελλάδος «Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Έκθεση»).

Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός ύστερα από μία συνεχή αύξηση με μέγιστη τιμή στο 4,7% το 2010, εμφάνισε υποχώρηση ώστε να έχει αρνητικό πρόσημο το 2013. Ποσοστά πληθωρισμού 2013. (-0,4%). (Ελληνική στατιστική υπηρεσία)

Το εργατικό δυναμικό της Ελλάδος φτάνει συνολικά περίπου τα 4,9 εκατομμύρια, και είναι το δεύτερο πιο σκληρά εργαζόμενο ανάμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ, μετά την Νότιο Κορέα.

Βασικοί στόχοι οικονομικής πολιτικής

Η οικονομική πολιτική που ασκήθηκε στην Ελλάδα τα τελευταία έτη (2010-2013) επιδιώκει δύο βασικούς στόχους:

Ο πρώτος είναι η δημοσιονομική προσαρμογή ώστε να περιοριστεί το δημοσιονομικό έλλειμμα, να δημιουργηθεί πρωτογενές πλεόνασμα και να μειωθεί ο λόγος ακαθάριστο δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ.

Ο δεύτερος είναι να βελτιωθεί η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας.

Παράλληλα και μέχρι σήμερα, πάρθηκαν νέα μέτρα αναπροσαρμογών όπως αύξηση φόρων διάφορων κατηγοριών, μείωση μισθών και αποδοχών και μείωση λειτουργικών εξόδων του δημοσίου ενώ ταυτόχρονα γίνεται η σμίκρυνσή του.

3.3 Διανομή μερίσματος στην Ελλάδα

Εισαγωγικά: Ιστορία Χρηματιστηρίου Αξιών.

Το πρώτο Χρηματιστήριο Αξιών ιδρύθηκε στη Φλάνδρα, πιθανότατα στην Αμβέρσα (σημερινό Βέλγιο) το 1460. Ο θεσμός διαδόθηκε γρήγορα στις ευρύτερες περιοχές. Σήμερα τα χρηματιστήρια είναι ένας απαραίτητος θεσμός για το οικονομικό σύστημα της Δύσης. Στις πλούσιες οικονομίες του

κόσμου συναντάμε και τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές που συνήθως βασίζονται σε ένα χρηματιστήριο αξιών, όπως τα Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (Wall Street και NASDAQ), το χρηματιστήριο του Λονδίνου, του Παρισιού ή της Φρανκφούρτης.

Το χρηματιστήριο Αξιών είναι μια οργανωμένη κ ελεγχόμενη αγορά κινητών αξιών - (αξιογράφων), οι τιμές των οποίων προσδιορίζονται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αντικείμενο συναλλαγής είναι κυρίως οι μετοχές, τα ομόλογα και οι Ομολογίες. Το Χρηματιστήριο αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα των αγορών Χρήματος και κεφαλαίου. Το Χρηματιστήριο είναι ή επίσημη δευτερογενής Αγορά για τα αξιόγραφα των εταιριών που είναι ήδη εισαγμένες σε αυτό. Στο Χρηματιστήριο κάθε εργάσιμη ημέρα εκτελούνται πράξεις και διαμορφώνονται οι τιμές αγοράς των αξιογράφων που διακινούνται σε αυτό.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια δεν έχουν τόσο μακρόχρονη ιστορία. Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε μόλις τον 19ο αιώνα. Όσο η ελληνική οικονομία όμως είχε μαζικό κρατικό έλεγχο και το τραπεζικό σύστημα ήταν μη ανταγωνιστικό, το χρηματιστήριο απευθυνόταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Μαζικά γνωστό και αγαπητό έγινε την δεκαετία του 1990, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ. Μετοχοποιήσεις μεγάλων δημόσιων εταιρειών όπως ο ΟΤΕ και αρκετά αργότερα η ΔΕΗ, βοήθησαν στο να διαδοθεί η κατοχή μετοχών στους Έλληνες. Κατά το τέλος της δεκαετίας το χρηματιστήριο είχε **περίπου 1,5 εκατομμύρια ενεργούς** μετόχους οι οποίοι έψαχναν για πιο αποδοτικές επενδύσεις από τα πενιχρά επιτόκια καταθέσεων και τα ελάχιστα άλλα επενδυτικά εργαλεία.

Η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου από το 1999 μέχρι το 2003 ονομάστηκε Χρηματιστηριακό κραχ του 1999 και επηρέασε σχεδόν ολόκληρη την οικονομική πορεία της Ελλάδας. Ο αριθμός των ενεργών επενδυτών σε μετοχές σήμερα είναι χαμηλότερος, λόγω της πτώσης των τιμών και την συνακόλουθη μείωση του ενθουσιασμού. Αυτή η αρκετά μεγάλη πτώση ήταν παράλληλη με την πτώση τιμών στα περισσότερα δυτικά χρηματιστήρια που ακολούθησε την φούσκα των μετοχών υψηλής τεχνολογίας.

Στην Ελλάδα, λόγω της μεγάλης απειρίας των μετόχων και του τυχοδιωκτικού χαρακτήρα των περισσότερων επενδυτών, η πτώση έγινε πιο αισθητή ψυχολογικά. Οι επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία όμως παρέμειναν πολύ περιορισμένες.

Το Ελληνικό Χρηματιστήριο, μετά την σημαντική υποχώρηση που σημείωσε το 2011 και το πρώτο εξάμηνο του 2012, ανέκαμψε το δεύτερο εξάμηνο του έτους από ιστορικά χαμηλά των τελευταίων δεκαετιών, κι έκλεισε το έτος με συνολικά κέρδη άνω του 33% πετυχαίνοντας την καλύτερη επίδοση μεταξύ των κυριότερων ευρωπαϊκών αγορών.

Τον τελευταίο χρόνο έχουμε πάλι μια δυνατή άνοδο στο ΧΑΑ. Κυρίως δύναμη αυτή την φορά φαίνονται να είναι ξένα επενδυτικά κεφάλαια που βλέπουν προοπτικές δυνατής ανόδου, κυρίως στις επιχειρήσεις που έχουν κάποια ανάμιξη σε βαλκανικά κράτη.

3.4 Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρά τις αναμφισβήτητες ποσοτικές και ποιοτικές προόδους είναι ακόμη μικρή, συγκρινόμενη με άλλες ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού.

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

Οι συναλλαγές στο Χ.Α.Α. εκτελούνται ηλεκτρονικά. Η εγκατάσταση και λειτουργία του αυτόνομου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών από το καλοκαίρι του 1992 είχε ως αποτέλεσμα τη διασταύρωση εντολών αγοράς

και πώλησης με διαφάνεια και ταχύτητα. Οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται μέσα σε τρεις ημέρες από την ημερομηνία συναλλαγής. Έτσι, αν αγοραστεί μια μετοχή σήμερα μπορεί να πουληθεί μόνο τρεις μέρες κατόπιν.

Γενικά από τη στιγμή που μια εταιρεία έχει πραγματοποιήσει κέρδη, διανέμει μέρισμα με ελάχιστο το 35% των κερδών μετά την φορολογία, πληρωτέα μία φορά το χρόνο(συνήθως μεταξύ Απρίλιο και Ιούνιο) μετά από γενική συνέλευση των μετόχων. Το ελληνικό φορολογικό σύστημα δε θέτει προσωπικούς φόρους επί των μερισμάτων. Τα εταιρικά μερίσματα καθορίζονται μετά την αφαίρεση των εταιρικών φόρων από τα κέρδη προ φόρου.

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

Κατά την ημερομηνία αποκοπής στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενώ θα περιμένει κανείς τη μείωση της τιμής κατά ένα ποσό που να ισοδυναμεί με το διανεμόμενο μέρισμα, τελικά η μείωση στην τιμή είναι ίση με ποσό μικρότερο του πληρωθέντος μερίσματος. Η αιτιολογία για τη συμπεριφορά αυτή βασίζεται όπως και στην αγορά του Χονγκ Κονγκ που αναλύθηκε παραπάνω, στη μη ύπαρξη φορολογίας τόσο στα μερίσματα, όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη.

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

Το πληροφοριακό περιεχόμενο αυτής της πολιτικής συνίσταται στο ότι στο μέλλον η διοίκηση της εταιρείας προβλέπει ανάκαμψη, η οποία και θα εξουδετερώσει τις αρνητικές συνέπειες από τη μείωση των κερδών στο παρόν.

Είναι γεγονός πάντως, πως οι επενδυτές στην πλειοψηφία τους προτιμούν μια εταιρεία που μοιράζει σταθερό μέρισμα διαχρονικά, από μια άλλη με βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των μερισμάτων της, ανεξαρτήτως εάν μακροπρόθεσμα και οι δύο παρουσιάζουν το ίδιο (μέσω) δείκτη διανομής κερδών και την ίδια αυξητική πορεία στα κέρδη προ φόρων.

Η εξήγηση προκύπτει από το γεγονός ότι οι επενδυτές προσδοκούν σε σταθερό σίγουρο ετήσιο εισόδημα από τις μετοχές τους, αποφεύγοντας τη διαδικασία και το κόστος πώλησης αυτών για την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών.

4. Κλάδος Εταιριών Διύλισης πετρελαίου.

4.1 Ο κλάδος του πετρελαίου

Ο κλάδος του πετρελαίου επηρεάζεται από το διεθνές οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον ταυτόχρονα όμως θεωρείται ένας από τους σημαντικότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας. Συνδέεται στενά με την ανάπτυξη της χώρας και παίζει σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση τάσεων και εξελίξεων στα μεγέθη της οικονομίας .

Τα πετρελαιοειδή καύσιμα κατέχουν τη σημαντικότερη θέση στο ενεργειακό ισοζύγιο της Ελλάδας, καταλαμβάνοντας διαχρονικά το υψηλότερο μερίδιο στην εγχώρια κατανάλωση ενέργειας. Τα υγρά καύσιμα αποτελούν τυποποιημένα προϊόντα και δεν υπάρχει ουσιαστική διαφοροποίηση. Ως αποτέλεσμα ο ανταγωνισμός στην αγορά εστιάζεται στην ανάπτυξη του δικτύου διανομής, στην εξυπηρέτηση και στην τιμολογιακή πολιτική της κάθε εταιρείας.

Η οικονομική κρίση στην ελληνική αγορά επηρέασε αρνητικά τον κλάδο πετρελαίου καθώς η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας, οι αυξημένοι φόροι κατανάλωσης (ΕΦΚ και ΦΠΑ), η αυστηρή εισοδηματική πολιτική και η κρίση στο τραπεζικό σύστημα δημιούργησαν νέες συνθήκες στην αγορά. Η αγορά πετρελαιοειδών κατέγραψε περαιτέρω μείωση ζήτησης, η οποία εκτιμάται με βάση τα τελευταία στοιχεία περίπου σε 13% σε σχέση με τον προηγούμενο χρόνο.

Η εγχώρια αγορά πετρελαιοειδών ουσιαστικά λειτουργεί σε τρία επίπεδα (Διύλιση, Χονδρική και Λιανική Εμπορία), καθώς η παραγωγή αργού πετρελαίου στην Ελλάδα είναι ελάχιστη και η ζήτηση αργού καλύπτεται σχεδόν ολόκληρη μέσω εισαγωγών. Οι 2 εγχώριες εταιρείες διύλισης προμηθεύουν με έτοιμα καύσιμα περίπου 50 εταιρείες χονδρικής εμπορίας καυσίμων, ενώ πολλές από αυτές διαθέτουν άδεια εμπορίας πετρελαιοειδών και δραστηριοποιούνται στην αγορά της βενζίνης, πετρελαίου κίνησης και θέρμανσης. Η τελευταία περίοδος χαρακτηρίστηκε από την αποχώρηση 2 πολυεθνικών ομίλων από την ελληνική αγορά καυσίμων εδάφους, δραστηριότητες οι οποίες εξαγοράστηκαν από ελληνικούς πετρελαϊκούς ομίλους.

Η ευρύτερη αγορά πετρελαιοειδών καυσίμων υποχώρησε το 2009 κατά 5,82% σε όγκο κατανάλωσης. Ο κλάδος διύλισης και εμπορίας πετρελαιοειδών χαρακτηρίζεται από ένταση κεφαλαίου, μεταβλητότητα τιμών, πολυπλοκότητα λειτουργίας και συνεχώς συναντά προκλήσεις. Συνεισφέρει στο εξαγωγικό ισοζύγιο της Ελλάδας περίπου 3 δισ. Ευρώ ετησίως, απασχολεί με άμεσο και έμμεσο τρόπο 100.000 από το εργατικό δυναμικό της χώρας και συλλέγει για λογαριασμό του κράτους περίπου 10 δισ. ευρώ ετησίως πέραν των φόρων εισοδήματος που αποδίδει. Οι υγιείς επιχειρήσεις καλούνται να συμβαδίζουν με τις συνεχείς εξελίξεις των προδιαγραφών ποιότητας, να συμμορφώνονται με την περιβαλλοντική νομοθεσία και να διατηρούν σύγχρονα, ασφαλή και εξυπηρετικά στον πελάτη δίκτυα διανομής, επενδύοντας σημαντικά κεφάλαια σε ετήσια βάση σε ένα δυσχερές περιβάλλον, όπου η επίλυση των προβλημάτων καθυστερεί, στρεβλώνοντας τον ανταγωνισμό. Η πρόσφατη αύξηση των τιμών των καυσίμων κίνησης οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην αύξηση της φορολογίας, ενώ τα περιθώρια εμπορίας συρρικνώνονται.

4.2 Η αγορά σήμερα.

Σήμερα η αγορά πετρελαιοειδών έχει κάνει σταδιακά βήματα προς την απελευθέρωση της αγοράς με τις τροποποιήσεις του Ν. 1571/85 και την κατάργηση του από τον Ν. 3054/02.

Γενικά, στην Ελληνική αγορά πετρελαιοειδών λειτουργούν τέσσερα διυλιστήρια, τρία από αυτά είναι κρατικά, συγκεκριμένα της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. στον Ασπρόπυργο τη Θεσσαλονίκη, και της πρώην Petrola ΕΛΛΑΣ Α.Ε. στην Ελευσίνα, και ένα ιδιωτικό της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. στους Αγίους Θεοδώρους, πάνω από 50 εταιρείες εμπορίας με άδειες εμπορίας διαφόρων τύπων και τέλος, περίπου 8.200 πρατήρια.

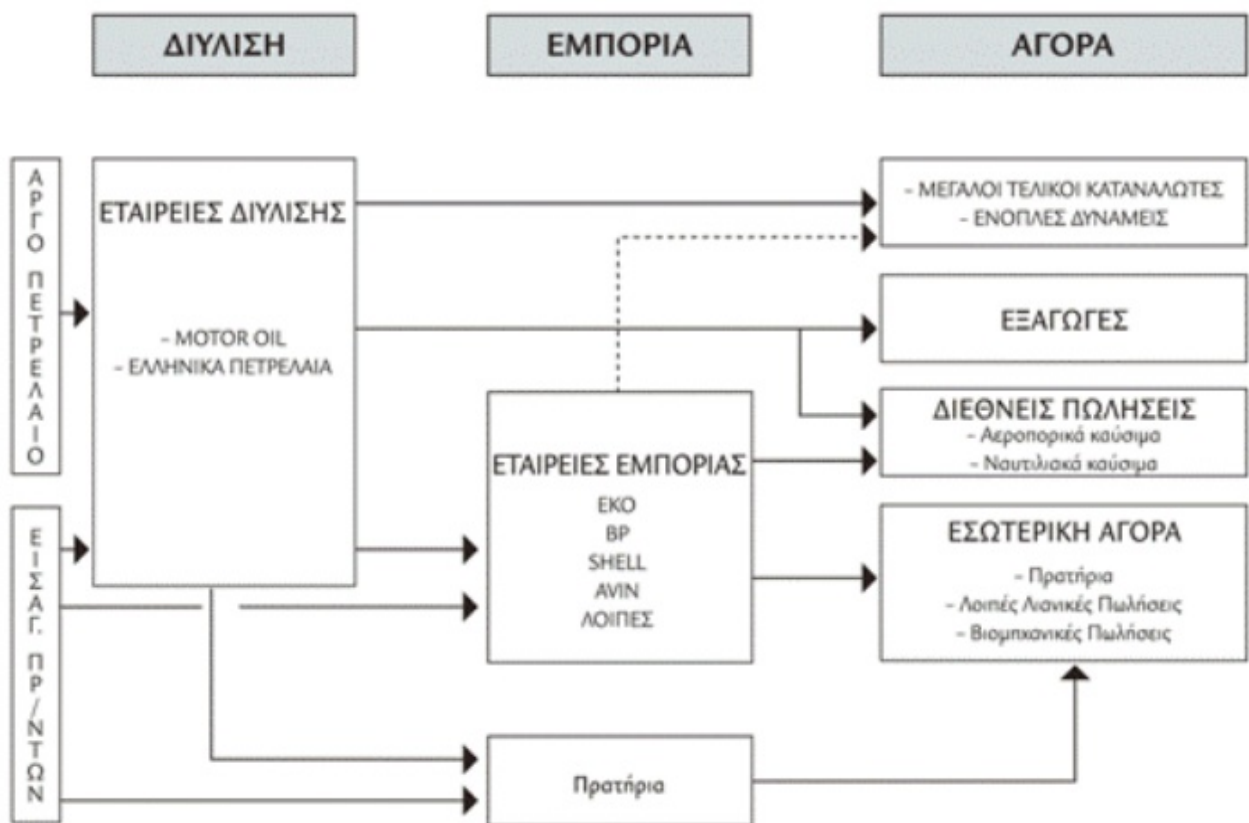
Κυρίαρχο ρόλο στην εγχώρια αγορά πετρελαιοειδών εξακολουθεί να διαδραματίζει η εταιρεία Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε., η οποία ιδρύθηκε το 1975, και είχε την επωνυμία Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου (Δ.Ε.Π.), μετά την επιτυχή ανακάλυψη των κοιτασμάτων υδρογονανθράκων ΠΡΙΝΟΥ στη Θάσο και νότια Καβάλα. Η εταιρεία δραστηριοποιείται σε όλους τους τομείς

της αγοράς. Εδώ και λίγα χρόνια συγχωνεύθηκε με μία από τις 3 εταιρείες Διύλισης που υπάρχουν στην αγορά, την Petrola ΕΛΛΑΣ Α.Ε. που ενδυνάμωσε τη θέση της στην αγορά αφού κατέχει πάνω από το 70% της εγχώριας διύλισης πετρελαίου.

Η εσωτερική αγορά αναφέρεται στις πωλήσεις προϊόντων που καταναλώνονται στην εγχώρια αγορά, ενώ η εξωτερική αγορά περιλαμβάνει τις πωλήσεις καυσίμων για την αεροπορία και ναυσιπλοΐα, καθώς και τις ποσότητες εξαγωγών στην διεθνή αγορά.

Σύμφωνα με το Διάγραμμα 1 που παρουσιάζει την δομή της Ελληνικής αγοράς πετρελαιοειδών, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη αγορά διακρίνονται σε αυτές που ασχολούνται με την διύλιση και σε αυτές που εμπορεύονται πετρελαιοειδή προϊόντα.

Διάγραμμα 4.1: Δομή της Ελληνικής Αγοράς πετρελαιοειδών.



Πηγή Ετήσιο δελτίο Motor oil.

4.3 Η Θέση της Ελληνικά Πετρέλαια στον κλάδο

Η Ελληνικά Πετρέλαια, είναι ένας από τους κορυφαίους ομίλους στον τομέα της ενέργειας στην Νοτιοανατολική Ευρώπη, με δραστηριότητες σε ολόκληρη την ενεργειακή αλυσίδα και σε περισσότερες από 11 χώρες. Ο τομέας διύλισης αποτελεί την κύρια δραστηριότητα του Ομίλου, απασχολώντας περισσότερο από το 70% του συνολικού ενεργητικού. Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. διαθέτει τρία από τα τέσσερα συνολικά διυλιστήρια της Ελλάδας, κατέχοντας μερίδιο περίπου 70% της ελληνικής αγοράς στον τομέα του χονδρικού εμπορίου πετρελαιοειδών.

Ο Όμιλος επίσης βρίσκεται στην κορυφαία θέση στην εγχώρια εμπορία, μέσω των εξολοκλήρου θυγατρικών του ΕΚΟ και της Ελληνικά Καύσιμα(πρώην BP Hellas). Οι δραστηριότητες της ΕΚΟ περιλαμβάνουν δίκτυο λιανικής με περίπου 1.200 πρατήρια σε ολόκληρη την Ελλάδα, καθώς και δραστηριότητες στο υγραέριο και σε βιομηχανικά, αεροπορικά και ναυτιλιακά καύσιμα και λιπαντικά. Η πρόσφατη εξαγορά των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της BP στα καύσιμα επίγειων μεταφορών στην Ελλάδα (με μετονομασία της εταιρείας σε Ελληνικά Καύσιμα) ενίσχυσε περαιτέρω την εγχώρια θέση του Ομίλου στην εμπορία. Η συμφωνία αφορούσε το δίκτυο των 1200 πρατηρίων με το σήμα της BP σε ολόκληρη την Ελλάδα, εγκαταστάσεις αποθήκευσης με χωρητικότητα 170.000 κυβικά μέτρα, καθώς και τις δραστηριότητες εμπορικών και βιομηχανικών πωλήσεων.

Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. έχει ισχυρή θέση στις αγορές της νοτιοανατολικής Ευρώπης. Ο Όμιλος κατέχει το μοναδικό διυλιστήριο στην Πρώην Γιουγκοσλαβική Δημοκρατία της Μακεδονίας (ΠΓΔΠ) και αποτελεί έναν από τους κύριους παράγοντες εμπορίας καυσίμων στην Κύπρο, τη Σερβία, τη Βουλγαρία, την ΠΓΔΜ, το Μαυροβούνιο, την Αλβανία, τη Βοσνία και τη Γεωργία, μέσω ενός δικτύου που αριθμεί περισσότερα από 300 πρατήρια λιανικής. Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. δραστηριοποιείται σε ερευνητικά προγράμματα στην Αίγυπτο, ενώ κατέχει δικαιώματα έρευνας στην Ελλάδα και το Μαυροβούνιο. Αυτή τη στιγμή, οι δραστηριότητες έρευνας και παραγωγής εστιάζονται στην Αίγυπτο και συγκεκριμένα στην περιοχή West Obayed, η οποία έχει κατακυρωθεί στον Όμιλο ως διαχειριστή

(συμμετοχή 100%), καθώς και στην περιοχή Mesaha της Άνω Αιγύπτου, παραχώρηση στην οποία ο Όμιλος συμμετέχει με ποσοστό 30%.

Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. διαθέτει το μοναδικό συγκρότημα παραγωγής πετροχημικών στην Ελλάδα, σε ενοποιημένη βάση με τα διυλιστήριά της. Το μερίδιο της εγχώριας αγοράς υπερβαίνει το 50%, ενώ οι εξαγωγές αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 60% των πωλήσεων. Τα κυριότερα πετροχημικά προϊόντα είναι το πολυπροπυλένιο, το φιλμ πολυπροπυλενίου, το PVC, οι διαλύτες και τα ανόργανα χημικά.

Η Ελληνικά Πετρέλαια έχει συνάψει στρατηγική συμμαχία με την ιταλική EDISON, με στόχο τη δημιουργία ενός κορυφαίου παραγωγού ενέργειας στην Ελλάδα. Η Elpedison, μια κοινοπραξία που σχηματίστηκε πρόσφατα με ίση συμμετοχή των 2 εταίρων (50/50), στοχεύει στη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου παραγωγής ενέργειας 1.500-2.000MW. Επιπλέον, η Elpedison αξιολογεί ευκαιρίες στον τομέα των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. συμμετέχει κατά 35% στην Δημόσια Επιχείρηση Αερίου Α.Ε. (ΔΕΠΑ), που αποτελεί τον μοναδικό εισαγωγέα και πάροχο φυσικού αερίου στην Ελλάδα. Η ΔΕΠΑ κατέχει το 100% των μετοχών της εταιρείας Διαχειριστής Εθνικού Συστήματος Φυσικού Αερίου Α.Ε. (ΔΕΣΦΑ) και το 51% καθεμίας από τις Εταιρείες Παροχής Αερίου (ΕΠΑ), εταιρειών τοπικού χαρακτήρα που έχουν ως αντικείμενο την ανάπτυξη δικτύων πόλης.

Η Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. συμμετέχει ενεργά στην ανάπτυξη βασικών δικτύων αγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου. Ο όμιλος είναι μέλος της κοινοπραξίας που κατασκευάζει και πρόκειται να διαχειριστεί τον Αγωγό Μπουργκάς-Αλεξανδρούπολης και, μέσω της συμμετοχής του με 35% στη ΔΕΠΑ, συμμετέχει στην ανάπτυξη των αγωγών φυσικού αερίου Τουρκίας-Ελλάδας-Ιταλίας, Ελλάδας-Βουλγαρίας, καθώς και του αγωγού ρωσικού φυσικού αερίου South Stream.

4.4 Η Θέση της Motor oil στον κλάδο

Η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ αποτελεί τη δεύτερη εταιρεία του κλάδου διύλισης και εμπορίας προϊόντων πετρελαίου της χώρας. Με βάση την υφιστάμενη παραγωγική δυναμικότητα των τεσσάρων ελληνικών διυλιστηρίων, το μερίδιο αγοράς της ΜΟΗ στην ελληνική αγορά διαμορφώνεται στο 25% περίπου ενώ επιπρόσθετα πραγματοποιεί το 50% των εξαγωγών του κλάδου. Η παραγωγική δυναμικότητα του Διυλιστηρίου της ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ αυξάνεται κατά 25% περίπου με την προσθήκη της νέας Μονάδας Απόσταξης Αργού (Crude Distillation Unit).

Το ουσιαστικό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της εταιρείας έναντι του ανταγωνισμού συνίσταται στο συσχετισμό των μονάδων του διυλιστηρίου της (refinery configuration) που της επιτρέπει να επιτυγχάνει σημαντικές επιδόσεις στην παραγωγή προϊόντων πετρελαίου υψηλής προστιθέμενης αξίας έχοντας, μεταξύ άλλων, υψηλό βαθμό πολυπλοκότητας (Nelson Complexity Index) ο οποίος ανέρχεται στο 10,42 (από τους υψηλότερους σε Ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο), καθώς και πιστοποιήσεις ISO 9001:2008 και 14001:2004 για την ποιότητα και το περιβάλλον αντίστοιχα.

Επιπρόσθετα, έχει γίνει Διαπίστευση του Χημείου του Διυλιστηρίου, σύμφωνα με το πρότυπο ISO 17025:2005, από το Εθνικό Σύστημα Διαπίστευσης (Ε.ΣΥ.Δ.) με πιστοποιητικό που ισχύει μέχρι το Σεπτέμβριο του 2014.

Τέλος, από το 2007 στο πλαίσιο της δέσμευσής της για συνεχή βελτίωση στη Διαχείριση του Περιβάλλοντος, η Εταιρεία εκδίδει σε εθελοντική βάση την ετήσια Περιβαλλοντική Δήλωση, σύμφωνα με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) 761/2001 επικυρωμένη από τη Bureau Veritas.

5. Παρουσίαση Εταιρειών

5.1 Ελληνικά πετρέλαια (ΕΛΠΕ).

Το 1955 με απόφαση της ελληνικής κυβέρνησης ιδρύθηκε στον Ασπρόπυργο Αττικής η πρώτη μονάδα διύλισης πετρελαίου στην Ελλάδα, τα Ελληνικά Διυλιστήρια Ασπροπύργου (ΕΛ.Δ.Α.), τα οποία λειτούργησαν για πρώτη φορά το 1958. Στη δημιουργία και κατόπιν ανάπτυξη συνεισέφερε ο εφοπλιστής Σταύρος Νιάρχος, ο οποίος κατείχε και το μεγαλύτερο ποσοστό μετοχών της επιχείρησης (86%) μέχρι το 1976, όταν ο όμιλος που φέρει το όνομα του τις πώλησε στο ελληνικό δημόσιο και από τότε είναι κρατικά. Με αφορμή την ανεύρεση το 1973-1974 κοιτασμάτων στη θαλάσσια περιοχή της Θάσου (θέση Πρίνος), ιδρύεται το 1975 η Δημόσια Επιχείρηση Πετρελαίου (ΔΕΠ), με σκοπό την έρευνα και εξόρυξη πετρελαίου στον Ελληνικό χώρο. Στο μεταξύ η ΕΣΣΟ (ελληνική θυγατρική της ExxonMobile) εγκαταλείπει την Ελλάδα λόγω του αρνητικού κλίματος απέναντι στην εταιρία λόγω της στήριξης που παρείχε στη Χούντα των Συνταγματαρχών.

Την δεκαετία του 1980 το πανελλήνιο δίκτυο πρατηρίων της ΕΣΣΟ και το διυλιστήριο στη Θεσσαλονίκη εξαγοράζεται από την ΔΕΠ και μετονομάζεται σε ΕΚΟ. Το 1986 τα ΕΛΔΑ εντάσσονται στον όμιλο της ΔΕΠ. Το 1998, η ΔΕΠ Α.Ε. μετονομάστηκε σε ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. και εισήχθη στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου. Κατά τα επόμενα χρόνια, προχώρησε σε συστάσεις και εξαγορές θυγατρικών εταιρειών, όπως η ΕΛ.ΠΕ.Τ.-ΒΑΛΚΑΝΙΚΗ Α.Ε., μέσω της οποίας απέκτησε το πλειοψηφικό πακέτο του διυλιστηρίου ΟΚΤΑ των Σκοπίων, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ – ΠΟΣΕΙΔΩΝ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, η HELLENIC PETROLEUM CYPRUS, η ΕΚΟ SERBIA AD και η ΕΚΟ BULGARIA για την επέκταση των εμπορικών δραστηριοτήτων του Ομίλου στην Κύπρο, Σερβία και Βουλγαρία αντίστοιχα.

Το 2003, συγχωνεύθηκε στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. η εταιρεία ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε., μέσω της οποίας ο Όμιλος απέκτησε το διυλιστήριο Ελευσίνας. Κατά την επόμενη τριετία, ακολούθησαν συστάσεις θυγατρικών εταιρειών, όπως η ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ Α.Ε., με σκοπό τη δραστηριοποίηση του Ομίλου στον τομέα παραγωγής και εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας, μέσω της κατασκευής και λειτουργίας εργοστασίου ισχύος 395 MW στη Θεσσαλονίκη, η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ – ΑΠΟΛΛΩΝ ΝΑΥΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, και η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ

ΠΗΓΕΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ Α.Ε., με σκοπό την παραγωγή, διάθεση και εμπορία ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

Επίσης, αναπτύχθηκε κοινοπραξία της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (20%) με τις εταιρείες WOODSIDE ENERGY της Αυστραλίας (45%) και REPSOL YPF της Ισπανίας (35%), για έρευνα και παραγωγή υδρογονανθράκων σε περιοχές της Λιβύης. Το 2007, με σκοπό την περαιτέρω ισχυροποίηση στον τομέα παραγωγής και εμπορίας ηλεκτρικής ενέργειας, σημαντικό βήμα αποτέλεσε η υπογραφή Μνημονίου Συνεργασίας μεταξύ της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε και της Ιταλικής EDISON SpA.

Στον τομέα Έρευνας και Παραγωγής Υδρογονανθράκων υπογράφηκαν δυο συμβάσεις παραχωρήσεων στις περιοχές West Obayed και Mesaha, στην Αίγυπτο. Το 2008 ολοκληρώθηκε η συμφωνία στρατηγικής συνεργασίας με την EDISON και συστήθηκε η κοινή εταιρεία συμμετοχών ELPEDISON, με στόχο τη δημιουργία ενός σύνθετου ενεργειακού χαρτοφυλακίου, δυναμικότητας 1.500MW – 2.000MW, καθώς και την περαιτέρω δραστηριοποίηση στην εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας.

Στον τομέα εμπορίας χημικών, πραγματοποιήθηκε σημαντική εμπορική συμφωνία μεταξύ της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. και της INEOS CHLORVINYLS, μια από τις μεγαλύτερες εταιρίες παραγωγής χλωρίου-αλκαλικών στην Ευρώπη, για διανομή ρητινών στην Ελλάδα.

Επίσης, μεταβιβάστηκαν τα δικαιώματα έρευνας και παραγωγής υδρογονανθράκων στη Λιβύη στον Γάλλο-βελγικό ενεργειακό όμιλο GDF Suez.

Στον τομέα της διεθνούς εμπορίας πετρελαιοειδών, πραγματοποιήθηκε η εξαγορά του 100% της Opet Aygaz Bulgaria EAD στη Βουλγαρία., ενισχύοντας έτσι το χαρτοφυλάκιο του Ομίλου στη Ν.Α. Ευρώπη. Το 2009, με στόχο την ενδυνάμωση του Ομίλου στην εγχώρια λιανική αγορά πετρελαιοειδών και την περαιτέρω ανάπτυξη της εμπορίας, η BP HELLAS μεταβίβασε τα εμπορικά δικαιώματά της στην Ελλάδα στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., συμπεριλαμβανομένων του δικτύου πρατηρίων καυσίμων, αποθηκευτικών χώρων, καθώς και εμπορικών και βιομηχανικών πελατών.

Πίνακας 5.1: Μετοχική σύνθεση ΕΛΠΕ.

ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ (31.12.2012)			
Μέτοχος	Αριθμός Μετοχών	% Συμμετοχής	Δικαιώματα Ψήφου
Ελληνικό Δημόσιο	108.430.304	35,4770	108.430.304
Pan-European Oil & Industrial Holdings S.A.	130.122.305	42,5744	130.122.305
Τράπεζα Πειραιώς	7.296.114	2,3872	7.296.114
Ευρύ Επενδυτικό Κοινό	59.786.462	19,5614	59.786.462
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	305.635.185	100,0000	305.635.185

5.2 Μότορ Όιλ (MOTOR – OIL).

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1970 και έχει εξελιχθεί σε έναν από τους κύριους στυλοβάτες της εθνικής οικονομίας, ενώ παράλληλα διατηρεί και πρωταγωνιστικό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Η ΜΟΕ είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και συμπεριλαμβάνεται στο Γενικό δείκτη (ATHEX COMPOSITE INDEX), στο δείκτη Υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/ ATHEX 20) καθώς και στο δείκτη της Διεθνούς Αγοράς (FTSE/ATHEX NAKWINTERNATIONAL).

Επιπρόσθετα, η Εταιρεία συμπεριλαμβάνεται στο δείκτη Morgan Stanley Capital International (MSCI) Small Cap. Το Διυλιστήριο μαζί με τις βοηθητικές εγκαταστάσεις και τις εγκαταστάσεις διακίνησης καυσίμων αποτελεί το μεγαλύτερο αμιγώς ιδιωτικό βιομηχανικό συγκρότημα της Ελλάδος και θεωρείται ένα από τα πιο ευέλικτα διυλιστήρια της Ευρώπης. Μπορεί να κατεργάζεται αργό πετρέλαιο διαφόρων τύπων, παράγοντας ένα ευρύ φάσμα πετρελαϊκών προϊόντων, που καλύπτουν τις πιο αυστηρές διεθνείς προδιαγραφές, εξυπηρετώντας έτσι μεγάλες εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επιπλέον, η ΜΟΕ είναι η μοναδική ελληνική εταιρεία παραγωγής και συσκευασίας λιπαντικών. Τα

παραγόμενα βασικά και τελικά λιπαντικά είναι εγκεκριμένα από διεθνείς οργανισμούς (Association des Constructeur Europeens d'Automobiles, American Petroleum Institute) και από τις Ένοπλες δυνάμεις των ΗΠΑ.

Το Διυλιστήριο βρίσκεται στους Αγίους Θεοδώρους, Κορινθίας, περίπου 70 χλμ. έξω από την Αθήνα. Η Διοίκηση της εταιρείας, καθώς και οι Γενικές Διευθύνσεις Εμπορίας, Οικονομικών και Επιχειρησιακού Σχεδιασμού, στεγάζονται σε σύγχρονο κτίριο στο Μαρούσι Αττικής.

Κατέχει εξολοκλήρου τις εταιρείες εμπορίας πετρελαιοειδών AVIN – Coral (Shell), και το 35% της Cyclon A.E.

Το Σύστημα Διαχείρισης Ποιότητας της MOE είναι πιστοποιημένο σύμφωνα με το ISO 9001:2008 για την παραγωγή και παράδοση καυσίμων, λιπαντικών, κεριών και λαδιών. Το Σύστημα Περιβαλλοντικής Διαχείρισης είναι και αυτό πιστοποιημένο σύμφωνα με το ISO 14001:2004 για συστήματα περιβαλλοντικής διαχείρισης. Είναι το μόνο διυλιστήριο στην Ελλάδα, και ένα από τα ελάχιστα στην Ευρώπη, το οποίο έχει πιστοποιηθεί και για τα δύο συστήματα. Η δέσμευση της Εταιρείας για συνεχή βελτίωση της ποιότητας είναι καθολική. Στα πλαίσια της δέσμευσης αυτής, το Σεπτέμβριο του 2006 έγινε Διαπίστευση του Χημείου του Διυλιστηρίου, σύμφωνα με το πρότυπο ISO 17025:2005, από το Εθνικό Σύστημα Διαπίστευσης (Ε.ΣΥ.Δ.). Η πιστοποίηση ισχύει μέχρι το Σεπτέμβριο του 2014.

Η μεγάλη επιτυχία της MOE οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στο ανθρώπινο δυναμικό, που αποτελεί ένα ανεκτίμητο κεφάλαιο για την εταιρεία. Μέσα από συνεχή εκπαίδευση, διασφάλιση πολύ καλών συνθηκών εργασίας, και σημαντικές παροχές η εταιρεία προσπαθεί να αναπτύξει τους εργαζομένους στο καλύτερο δυνατό επίπεδο ώστε να συμβάλλουν στις προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης της.

Πίνακας 5.2: Μετοχική σύνθεση Motor oil.

PETROVENTURE HOLDINGS LIMITED	40,0%
DOSON INVESTMENTS COMPANY	8,5%
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ	51,5%
ΣΥΝΟΛΟ	100,0%

5.3 Ανάλυση SWOT

Η ανάλυση **SWOT** είναι ένα εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση του εσωτερικού και του εξωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης . Κατά την ανάλυση **SWOT** μελετώνται τα δυνατά (Strengths) και αδύνατα (Weaknesses) σημεία μιας επιχείρησης ,οργανισμού ή και περιοχής, καθώς και οι ευκαιρίες (Opportunities) και οι απειλές (Threats) που υπάρχουν .

Τα δυνατά και αδύνατα σημεία αφορούν το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης καθώς προκύπτουν από τους εσωτερικούς πόρους που αυτή διαθέτει και αντίθετα οι ευκαιρίες και οι απειλές αντανακλούν μεταβλητές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης , τις οποίες η επιχείρηση θα πρέπει να εντοπίσει , να προσαρμοστεί σε αυτές ή ακόμα και να τις προσαρμόσει όπου κάτι τέτοιο είναι εφικτό.

5.3.1 ΕΛΠΕ

Strengths- Δυνάμεις: Η ΕΛΠΕ σε μια περίοδο επενδυτικής ανομβρίας και ατολμίας προβαίνει στον εκσυγχρονισμό και αναβάθμιση των διυλιστηρίων της στην Ελευσίνα προσφέροντας πιο καθαρά καύσιμα για το περιβάλλον και αυξάνει τις θέσεις εργασίας (ολοκλήρωση 2012). Έχοντας διευρύνει τις δραστηριότητες της και στο εξωτερικό , κυρίως στην περιοχή των Βαλκανίων, κατέχει ηγετική θέση στον ενεργειακό χάρτη της Ν.Α Ευρώπης και πρωταγωνιστεί στις ενεργειακές εξελίξεις. Στην Ελλάδα ο όμιλος διαθέτει και λειτουργεί τρία διυλιστήρια στον Ασπρόπυργο την Ελευσίνα και στην Θεσσαλονίκη . αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι το αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος τροφοδοτείται απευθείας με αγωγό από το διυλιστήριο του Ασπροπύργου.

Weaknesses- Αδυναμίες: Ο πολύ σκληρός ανταγωνισμός που υπάρχει στον κλάδο του πετρελαίου και οι δύσκολες οικονομικές περίοδοι που διανύουμε καθιστά τα πλεονεκτήματα των ανταγωνιστών, όπως αυτό της παραγωγής φυσικού αερίου, θεωρείτε βασική αδυναμία για μια εταιρία όπως τα Ελληνικά Πετρέλαια.

Opportunities- Ευκαιρίες: Η εταιρία με τη επέκταση της στα Βαλκάνια προχωρώντας σε εξαγορές, αναζητήσεις ευκαιριών στη Ανατολική Μεσόγειο αλλά και την διεύρυνση των αναπτυξιακών επιλογών εστιάζει στην ηλεκτροπαραγωγή και αργότερα στην εμπορία ηλεκτρικού ρεύματος αλλά στην αναβάθμιση και ενίσχυση της εγχώριας διύλισης και εμπορίας καυσίμων. Σε πλήθος χωρών εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, από τη Λιβύη, τη Τυνησία, το Μαρόκο, την Αλγερία, την Αίγυπτο, μέχρι το Λίβανο, τη Συρία, το Ισραήλ, και την Τουρκία, η ανάπτυξη παραμένει ισχυρή και τα χιλιάδες νέα φορτηγά και οχήματα που κυκλοφορούν κάθε χρόνο στους δρόμους τους έχουν μεγάλη ανάγκη για ντίζελ, το οποίο είναι ένα αυξανόμενα ελλειμματικό προϊόν.

Η ανάγκη αυτή της ευρύτερης περιοχής συνεπάγεται σημαντικές ευκαιρίες για τα ΕΛΠΕ αφού το έργο εκσυγχρονισμού του διυλιστηρίου της Ελευσίνας, αφορά κυρίως στην παραγωγή ντίζελ μηδενικού. Την σημαντική ισχυροποίηση της διυλιστικής δραστηριότητάς του έχει ως βασικό στόχο ο Όμιλος των Ελληνικών Πετρελαίων (ΕΛΠΕ), κυρίως μέσω των επενδύσεων αναβάθμισης, αλλά και του προγράμματος βελτίωσης απόδοσης που πραγματοποιεί ήδη.

Threats- Απειλές: Η μείωση του όγκου των πωλήσεων στην Ελλάδα κυρίως λόγω της οικονομικής επιβράδυνσης και της μειωμένης ζήτησης πετρελαίου θέρμανσης λόγω των καιρικών συνθηκών.

5.3.2 MOTOR OIL

Strengths-Δυνάμεις: Η Motor Oil κατάφερε να αυξήσει τα κέρδη της, χάρη στη νέα μονάδα διύλισης και στις αυξημένες εξαγωγές. Τα κέρδη ήταν πολύ υψηλότερα από τις προβλέψεις των αναλυτών σε δημοσκόπηση του Reuters. Κατά τη διάρκεια της χρήσης του 2010 η εταιρεία επέδειξε ιδιαίτερη

δραστηριότητα στους τομείς υλοποίησης επενδύσεων και εξαγορών θέτοντας τις βάσεις για την περαιτέρω δυναμική ανάπτυξη του Ομίλου ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ.

Το διυλιστήριο της Μοτορ Οιλ είναι το μοναδικό στην Ελλάδα με καθετοποίηση που περιλαμβάνει συγκρότημα παραγωγής λιπαντικών. Πέραν των σύγχρονων βασικών μονάδων (ατμοσφαιρικής απόσταξης, καταλυτικής αναμόρφωσης και υδρογονοκατεργασίας), περιλαμβάνει και συγκροτήματα ειδικής μετατροπής (θερμικής, καταλυτικής και υδρογονοδιάσπασης). Μπορεί να κατεργάζεται αργό πετρέλαιο όλων των τύπων, παράγοντας ένα ευρύ φάσμα προϊόντων, που καλύπτουν τις πιο αυστηρές διεθνείς προδιαγραφές, εξυπηρετώντας έτσι μεγάλες εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό καθώς και ξένους κρατικούς φορείς.

Επίσης είναι ενεργειακά αυτόνομο και τέλος πληροφορίες αναφέρουν ότι η MotorOil θα εξαγει στην Κίνα το 5 με 6% της παραγωγής της, εξέλιξη η οποία, σύμφωνα με την αγορά αναμένεται να εκτοξεύσει τα οικονομικά αποτελέσματα της εισηγμένης στις επόμενες εταιρικές περιόδους.

Weaknesses- Αδυναμίες: Έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Της δόθηκε Παράταση αποπληρωμής του ομολογιακού δανείου (250 εκατ.) η εξόφληση των 70 εκατομμυρίων θα γίνει σε τέσσερις ισόποσες βμηνιαίες δόσεις με τελευταία τον Ιούλιο του 2013.

Opportunities- Ευκαιρίες: Η ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ανακοινώνει την από κοινού με τη ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ σύσταση και έναρξη λειτουργίας της εταιρείας με την επωνυμία Μ και Μ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΦΥΣΙΚΟΥ ΑΕΡΙΟΥ και τον διακριτικό τίτλο Μ & Μ GAS Co. Στόχος και των δυο είναι τόσο η διασφάλιση της κάλυψης των αναγκών τους σε φυσικό αέριο με ανταγωνιστικούς όρους όσο και την εμπορία φυσικού αερίου σε τρίτους. Νέα μονάδα διύλισης αργού πετρελαίου είχε ανακοινώσει στις αρχές του 2008 η κατασκευή της συγκεκριμένης μονάδας και ολοκληρώθηκε σε χρόνο ρεκόρ (Μάιος 2010) για έργα αντίστοιχου μεγέθους και πολυπλοκότητας. Τα προϊόντα της νέας μονάδας θα κατευθύνονται για κάλυψη των αναγκών της εσωτερικής αγοράς, για τους κλάδους ναυτιλίας και αεροπορίας, καθώς και για εξαγωγές. Όπως επισημαίνεται, η νέα υπερσύγχρονη μονάδα αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες επενδύσεις στον τομέα της ενέργειας στη χώρα μας τα τελευταία χρόνια, δημιουργώντας πολλαπλά οφέλη τόσο για την εταιρία, όσο και για το ενεργειακό ισοζύγιο

της χώρας. ,θα βοηθήσει στη μείωση του κόστους παραγωγής καθώς θα μειώσει την ανάγκη για εισαγωγές μαζούτ (fuel oil), που ήταν μέχρι πρότινος απαραίτητες για την λειτουργία του διυλιστηρίου. Και τέλος , τον Ιούνιο του 2010 ολοκληρώθηκε η εξαγορά του 100% των μετοχών των SHELL HELLAS ΑΕ.(μετονομάστηκε σε Coral Α.Ε.) και SHELL GAS Α.Ε.Β.Ε. ΥΓΡΑΕΡΙΩΝ (μετονομάστηκε σε Coral Gas Α.Ε.Β.Ε.Υ). Το δίκτυο πρατηρίων της SHELL είναι το πλέον αποδοτικό στην εγχώρια αγορά και με την εξαγορά του αναμένεται σημαντική ενίσχυση του μεριδίου αγοράς του Ομίλου ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ. Δημιουργία ηλιοθερμικής μονάδας στην Κρήτη από Μοτορ Οιλ και Nur Energy.

Threats- Απειλές: Ενδεχόμενη πίεση στην τιμή του πετρελαίου σύμφωνα με τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες καθώς και τα ομολογιακά δάνεια για την κάλυψη υφιστάμενων βραχυπρόθεσμων τραπεζικών υποχρεώσεων της εταιρείας.

6. Δεδομένα εταιρειών και Σύγκριση για την πενταετία 2008 - 2012

Όπως αναφέρθηκε για τις ανάγκες της μελέτης θα εξεταστούν οι δύο εταιρείες διύλισης πετρελαίου ΕΛΠΕ και MOTOR OIL οι οποίες συγκροτούν και το κλάδο διύλισης πετρελαίου και είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Μέσα από την ανάλυση χρηματοοικονομικών στοιχείων για την πενταετία 2008-2012, θα γίνει προσπάθεια εξαγωγής συμπερασμάτων για την επενδυτική και αναπτυξιακή στρατηγική των εταιριών μέσα από την πολιτική μερισμάτων και την ικανοποίηση και προσέλκυση των επενδυτών. Τέλος θα εξαχθούν συμπεράσματα για την πολιτική μερισμάτων των εταιρειών σύμφωνα με τα οικονομικά δεδομένα και τους κανόνες που διέπουν τις αγορές.

Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθούν συγκριτικοί πίνακες και δείκτες που προέρχονται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών για την πενταετία 2008 – 2012. Τα οικονομικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν θα είναι τα καθαρά κέρδη των εταιριών ανά έτος, η τιμή της μετοχής ανά έτος, τα μερίσματα ανά έτος, το πλήθος των μετοχών, το κεφάλαιο που δόθηκε στους μετόχους ανά έτος, και οικονομικοί δείκτες των στοιχείων αυτών που θα μας οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα.

6.1 Οικονομικά δεδομένα των εταιρειών.

6.1.1 ΕΛΠΕ.

Παρακάτω αναφέρονται στον πίνακα τα οικονομικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν και τα μερίσματα για την ΕΛΠΕ ανά έτος.

Πίνακας 6.1: Οικονομικά στοιχεία ΕΛΠΕ

Έτος	Καθαρά Κέρδη	Τιμή Μετοχής	Αριθμός Μετοχών	Καθαρά Κέρδη/Αριθμό μετοχών	Κεφάλαιο που δόθηκε στους Μετόχους	Μέρισμα /Μετοχή	Μέρισμα
2008	-108.290.000	5,25	305.635.185	0	137.535.833	0,086	0,45
2009	162.516.000	7,81	305.635.185	0,53	137.535.833	0,058	0,45
2010	153.953.000	5,86	305.635.185	0,5	137.535.833	0,077	0,45
2011	112.764.000	6,37	305.635.185	0,37	137.535.833	0,07	0,45
2012	97.505.000	7,4	305.635.185	0,32	137.535.833	0,06	0,45

6.1.2 MOTOR OIL.

Παρακάτω αναφέρονται στον πίνακα τα οικονομικά στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν και τα μερίσματα για την **MOTOR OIL** ανά έτος.

Πίνακας 6.2: Οικονομικά στοιχεία Motor Oil.

Έτος	Καθαρά Κέρδη	Τιμή Μετοχής	Αριθμός Μετοχών	Καθαρά Κέρδη/Αριθμό μετοχών	Κεφάλαιο που δόθηκε στους Μετόχους	Μέρισμα/Μετοχή	Μέρισμα
2008	75.676.000	7,64	110.782.980	0,68	66.469.788	0,0785	0,6
2009	84.902.000	10,64	110.782.980	0,76	77.548.086	0,0657	0,7
2010	82.282.000	7,50	110.782.980	0,74	55.391.490	0,0666	0,5
2011	140.930.000	5,92	110.782.980	1,27	55.391.490	0,0844	0,5
2012	90.711.000	8,30	110.782.980	0,82	44.313.192	0,0482	0,4

Από τα στοιχεία των πινάκων θα αποτυπωθούν συγκριτικοί δείκτες οι οποίοι θα είναι ικανοί για να μας οδηγήσουν σε ασφαλή συμπεράσματα ως προς την πολιτική των μερισμάτων.

6.2 Επενδυτικοί αριθμοδείκτες

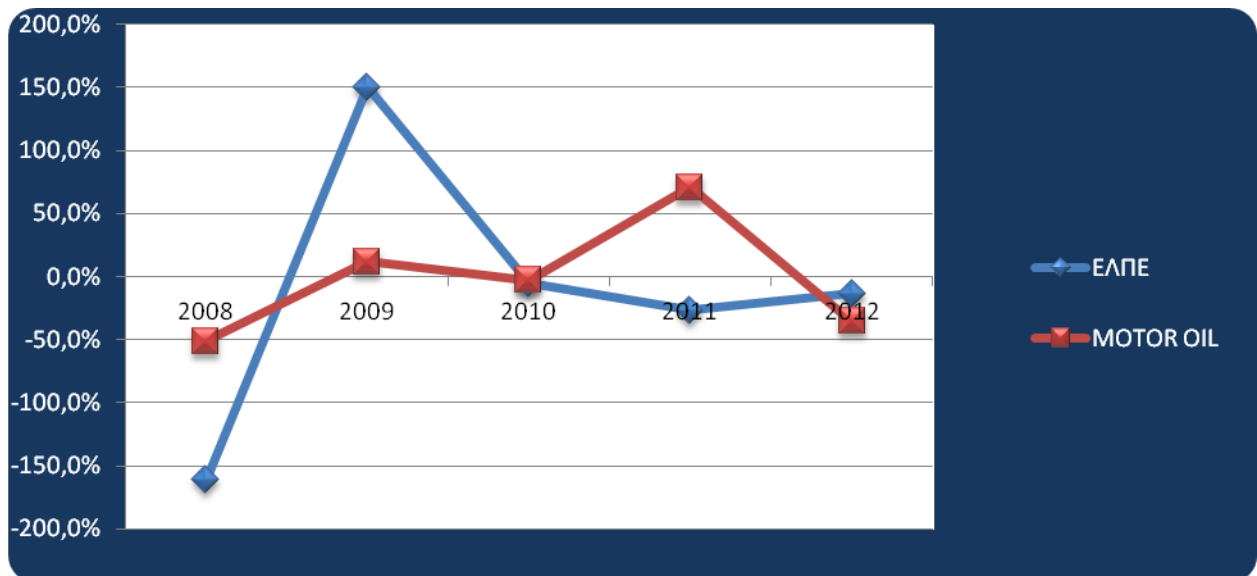
Είναι οι αριθμοδείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές ώστε να είναι σε θέση να κρίνουν αν θα πρέπει να αγοράσουν, να πουλήσουν ή να διατηρήσουν τις επενδύσεις τους σε μετοχικούς τίτλους. Πρακτικά επειδή οι αριθμοδείκτες αναφέρονται σε κατά μετοχή σχέσεις είναι χρήσιμοι γιατί οι τιμές που αναφέρονται στη χρηματιστηριακή αγορά αφορούν τη μια μετοχή και όχι συνολικά μεγέθη της επιχείρησης.

1) Μεταβολή κερδών

Πίνακας 1: Μεταβολή κερδών

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	-161,5%	150,0%	-5,2%	-26,7%	-13,5%
MOTOR OIL	-51,0%	12,2%	-3,0%	71,0%	-35,5%

Διάγραμμα 1: Μεταβολή κερδών



Στη μεταβολή των κερδών για την ΕΛΠΕ παρατηρείται ότι το έτος 2008 μειώθηκαν κατά 161,5% και εμφάνισε ζημιές, σε σχέση με το 2007, ύστερα είχε μία σημαντική αύξηση της τάξεως 150% για το 2009, ενώ ακολούθησε μία σχετική μείωση των κερδών τα επόμενα έτη με τελευταία τη μείωση 13,5% για το 2012. Για την Motor Oil επίσης το 2008 είχε την σημαντικότερη μείωση κερδών της τάξεως 51%, αύξηση 12,2% για το 2009, μείωση των κερδών για το έτος 2010 κατά 3%, ενώ ακολούθησε σημαντική αύξηση 71% των κερδών για το 2011, καταλήγοντας σε μείωση πάλι το 2012 κατά 35,5%. Και στις δυο εξεταζόμενες εταιρίες παρατηρούμε πολύ μεγάλες αυξομειώσεις στα ποσοστά των κερδών τους και αυτό γιατί τα περιθώρια διύλισης υποχώρησαν στα χαμηλότερα επίπεδα της πενταετίας και η ζήτηση για προϊόντα πετρελαιοειδών παρουσίασε μείωση.

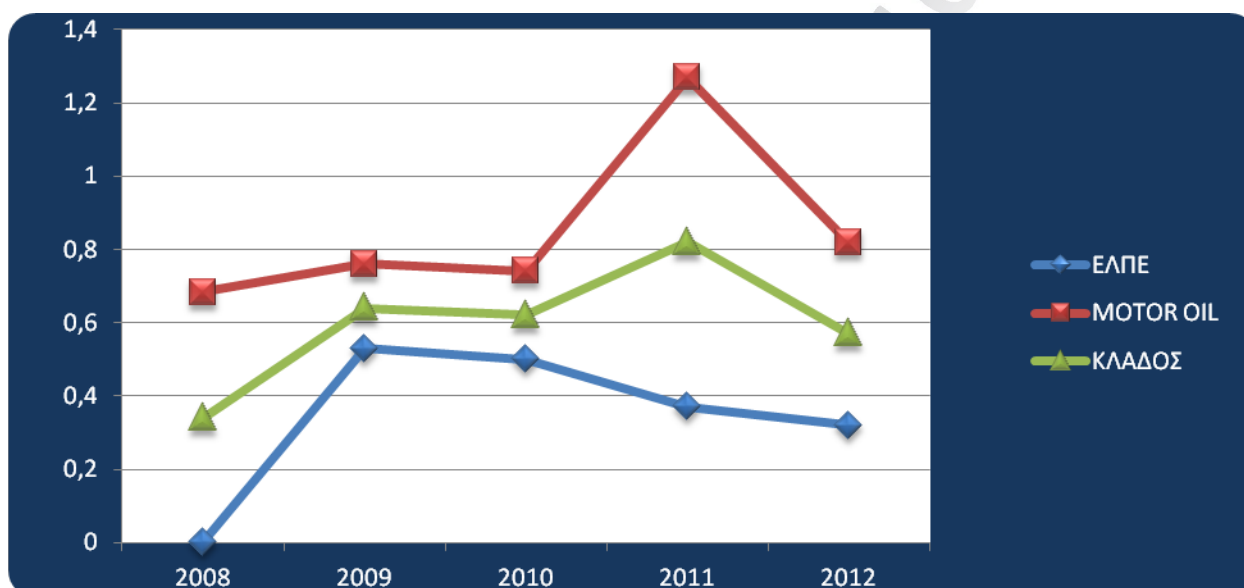
2) Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή = Συνολικά Καθαρά Κέρδη Χρήσης/ Μέσο αριθμό μετοχών.

Είναι ένας από τους πιο σπουδαίους αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται στην χρηματοοικονομική ανάλυση αλλά είναι ταυτόχρονα και παραπλανητικός. Δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχείρησης όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Ο αριθμοδείκτης κέρδη ανά μετοχή αντανάκλα την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης με βάση τη μια μετοχή της και χρησιμοποιείται ευρύτατα.

Πίνακας 2: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	0	0,53	0,5	0,37	0,32
MOTOR OIL	0,68	0,76	0,74	1,27	0,82
ΚΛΑΔΟΣ	0,34	0,64	0,62	0,82	0,57

Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή



Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει τα καθαρά κέρδη που αντιστοιχούν σε κάθε μία μετοχή. Για την ΕΛΠΕ για το έτος 2008, δεν υπήρχαν κέρδη ενώ στην επόμενη τετραετία τα κέρδη ανά μετοχή διακυμάνθηκαν μεταξύ 0,53 και 0,32 euro, με καλύτερη χρονιά το 2009 και χειρότερη το 2012. Για την Motor Oil, τα κέρδη ανά μετοχή κυμάνθηκαν σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με της ΕΛΠΕ, και συγκεκριμένα 0,68 euro ανά μετοχή για το 2008, μέγιστο κέρδος τη χρονιά του 2011 όπως φαίνεται και από το πίνακα 1,27 euro ανά μετοχή και τέλος 0,82 euro το 2012. Είναι εμφανές ότι η Motor oil επέφερε στην πενταετία μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή.

3) Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή = Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής/Κέρδη ανά Μετοχή, (P/E) ratio.

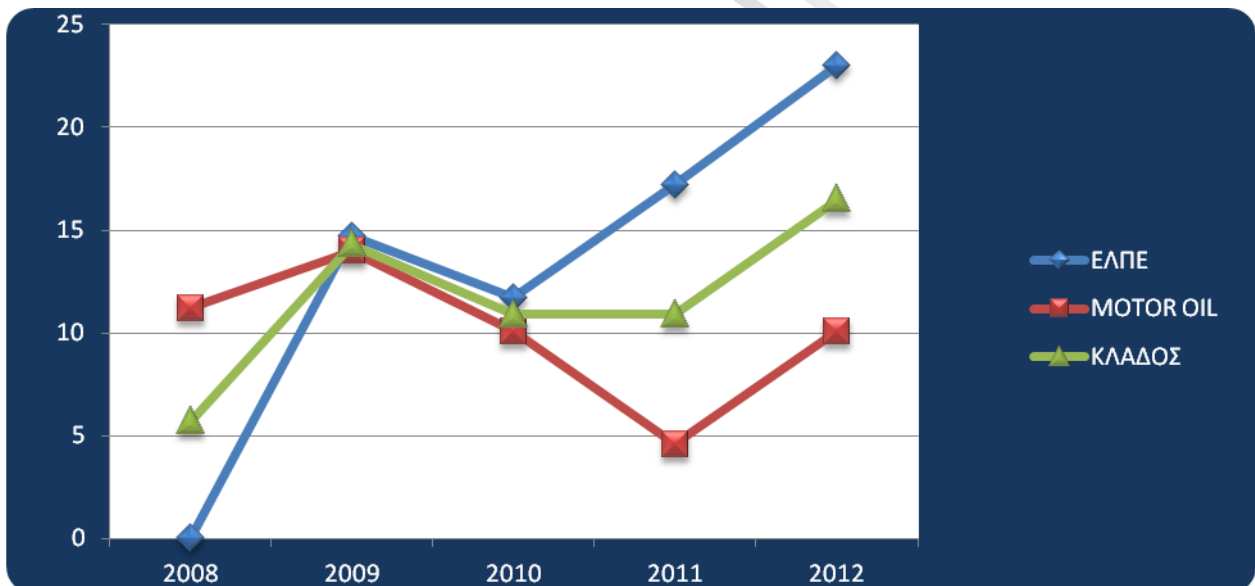
Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο χρηματιστήριο ή πόσα ευρώ είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένας επενδυτής για κάθε ευρώ κέρδους της

επιχείρησης. Είναι πάντοτε θετικός και αν η επιχείρηση έχει ζημιές ή μηδενικά κέρδη δεν υπολογίζεται.

Πίνακας 3: Τιμές προς Κέρδη ανά Μετοχή , (P/E) ratio.

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	0	14,7	11,7	17,2	23
MOTOR OIL	11,2	14	10,1	4,6	10,1
ΚΛΑΔΟΣ	5,7	14,3	10,9	10,9	16,5

Διάγραμμα 3: Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή , (P/E) ratio.



Για την ΕΛΠΕ το 2008 ο δείκτης είναι μηδενικός για το λόγο ότι δεν μπορεί να πάρει αρνητική τιμή, το 2009 είναι στο 14,7 συνεχίζει πτωτικά στο 11,7 για το 2010, 17,2 2011 και 23 για το 2012 όπου είναι και η μέγιστη τιμή του που σημαίνει ότι το 2012 διαπραγματεύτηκαν 23 φορές τα κέρδη της προηγούμενης χρονιάς.

Για την Motor oil το 2008 όπου ήταν και μία δύσκολη χρονιά ο δείκτης της ήταν στο 11,2, αυξήθηκε το 2009 στο 14, είχε μία μείωση το 2010 στο 10,1, συνέχισε πτωτικά το 2011 και έφτασε στο 4,6 ενώ εμφάνισε πάλι αύξηση το 2012 στο 10,1.

4) Αριθμοδείκτης Τιμή / Κέρδη / Ρυθμός αύξησης κερδών (P/E/G)

(Price Earning Growth)

Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο χρηματιστήριο συνυφασμένος με τη μεταβολή των κερδών ανά έτος.

Πίνακας 4: (Price Earning Growth)

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	0,0	9,8	-225,0	-64,4	-170,3
MOTOR OIL	-21,9	114,7	-336,6	6,5	-28,4
ΚΛΑΔΟΣ	-10,9	62,2	-280,5	-28,9	-99,3

Διάγραμμα 4: (Price Earning Growth)



Τόσο για την Motor Oil όσο για την ΕΛΠΕ βλέπουμε ότι υπάρχουν αρνητικά αποτελέσματα για πολλά από τα έτη και αυτό γιατί όπως είδαμε και σε προηγούμενους αριθμοδείκτες υπάρχουν μεγάλες διαφορές ανά χρόνο, αρνητικές συνήθως, στα ποσοστά κερδών και για τις δυο εταιρίες και αυτό έχει ως αποτέλεσμα και τις αρνητικές τιμές για τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη.

5) Αριθμοδείκτης Εσωτερική αξία μετοχής (BOOK VALUE)

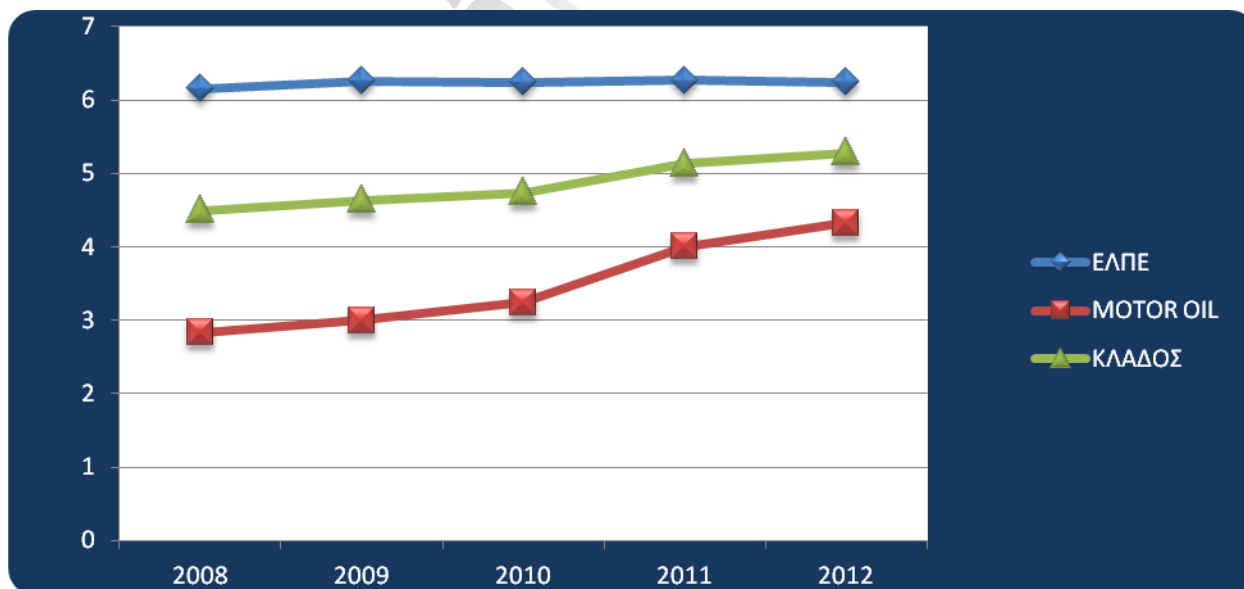
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων/ αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία.

Ο αριθμοδείκτης της εσωτερικής αξίας της μετοχής ο οποίος υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία χρησιμοποιείται από ορισμένες επιχειρήσεις (εταιρίες επενδύσεως και επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας) και αυτό γιατί η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και έτσι δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.

Πίνακας 5: Εσωτερική αξία μετοχής (BOOK VALUE)

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	6,15	6,26	6,24	6,27	6,24
MOTOR OIL	2,83	3	3,24	4	4,33
ΚΛΑΔΟΣ	4,49	4,63	4,74	5,135	5,28

Διάγραμμα 5: Εσωτερική αξία μετοχής (BOOK VALUE)



Αυτός ο αριθμοδείκτης δεν χρησιμοποιείται ευρύτατα και αυτό διότι αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και αυτό σημαίνει ότι δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.

Για την ΕΛΠΕ παρατηρείται ότι κυμαίνεται μεταξύ του 6,15 και 6,27 με χαμηλότερη τιμή το 2008 και υψηλότερη το 2011. Αντίστοιχα η τιμές της Motor Oil κυμάνθηκαν μεταξύ του 2,83 και 4,33 με χαμηλότερη τιμή το 2008 και υψηλότερη το 2012. Παρατηρείται ότι οι τιμές των ΕΛΠΕ είναι σταθερά σε υψηλότερα επίπεδα.

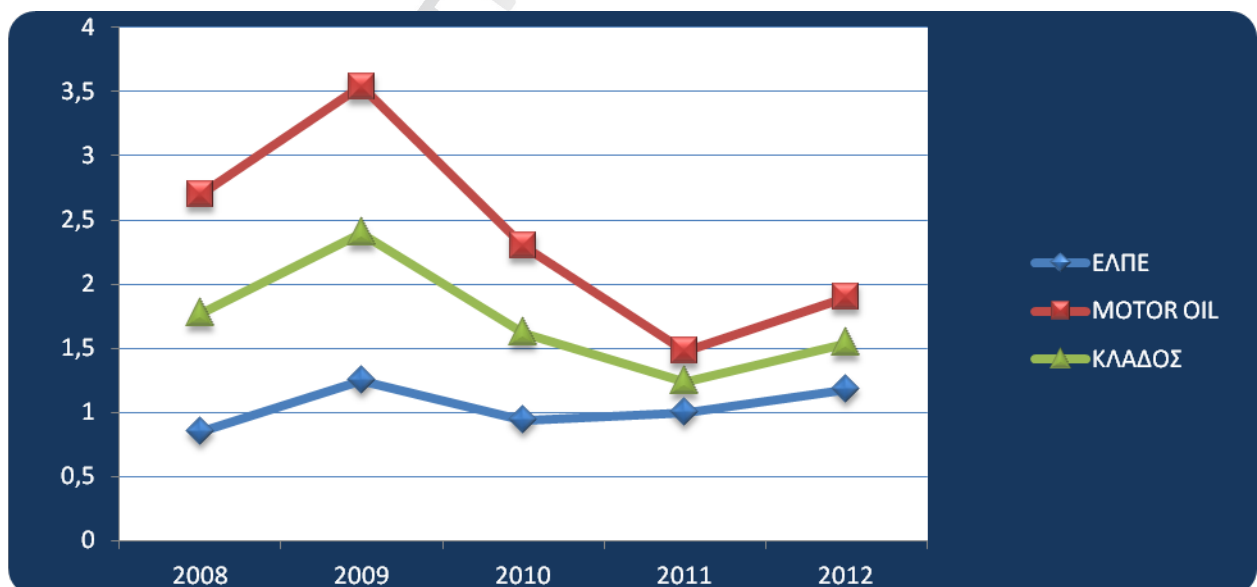
6) Αριθμοδείκτης τιμής μετοχής/ Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV).

Είναι ο αριθμοδείκτης ο οποίος δείχνει πόσες φορές την εσωτερική της αξία διαπραγματεύεται η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης στην αγορά. Μπορούμε ουσιαστικά να δούμε αν μια μετοχή είναι υπεριμμημένη ή υποτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία.

Πίνακας 6: Τιμές μετοχής/ Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV).

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	0,85	1,25	0,94	1	1,18
MOTOR OIL	2,7	3,54	2,3	1,48	1,9
ΚΛΑΔΟΣ	1,77	2,4	1,62	1,24	1,54

Διάγραμμα 6: Τιμές μετοχής/ Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV).



Για την ΕΛΠΕ η τιμή του δείκτη ήταν 0,85 το 2008 όπου ήταν και η χαμηλότερη, 1,25 το 2009 μέγιστη τιμή για την πενταετία και 1,18 το 2012. Που σημαίνει το 2009 είχαμε περισσότερες φορές διαπραγμάτευση της εσωτερικής τιμής της μετοχής.

Για την Motor Oil οι τιμές ήταν πιο ανοδικές σε σχέση με της ΕΛΠΕ, με μέγιστη στα 3,54 το 2009 και 1,9 ελάχιστη το 2012.

Παρατηρείται ότι κατά το έτος 2012 και οι δύο μετοχές είναι υπερτιμημένες σε σχέση με την εσωτερική αξία τους.

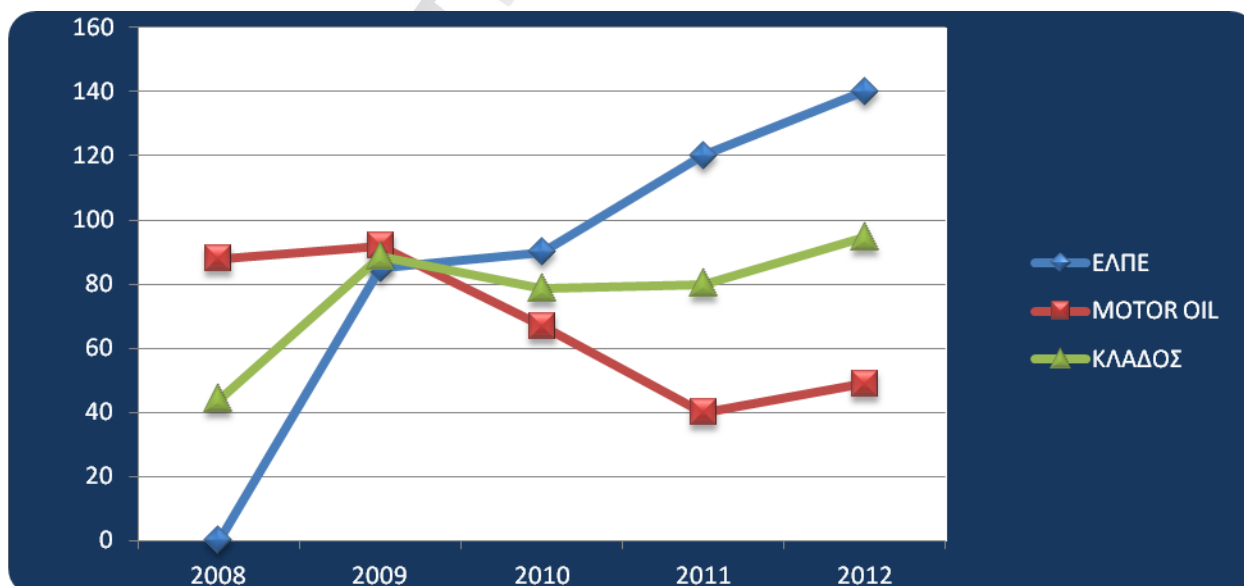
7) Αριθμοδείκτης Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό διανεμομένων κερδών για μια επιχείρηση προς τους μετόχους. (%).

Πίνακας 7: Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή (%).

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	0	85	90	120	140
MOTOR OIL	88	92	67	40	49
ΚΛΑΔΟΣ	44	88,5	78,5	80	94,5

Διάγραμμα 7: Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή (%).



Εδώ παρατηρείται ότι με εξαίρεση το 2008 όπου η ΕΛΠΕ είχε ζημιές, και εξαιρουμένου του έτους 2009 όπου η Motor Oil διέμεινε

περισσότερο ποσοστό κερδών προς τους μετόχους της σε σχέση με την ΕΛΠΕ, όλα τα επόμενα έτη η ΕΛΠΕ είχε μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών προς τους μετόχους από αυτά της Motor oil. Συγκεκριμένα δόθηκαν κέρδη και προηγούμενων ετών αγγίζοντας το 140% των κερδών που δόθηκαν για το έτος 2012. Ενώ οι Motor Oil έδωσε ποσοστιαία και ανά έτος 88% των κερδών το 2008, 92% το 2009, 67% το 2010, 40% το λιγότερο στη πενταετία για το 2011 και 49% το 2012.

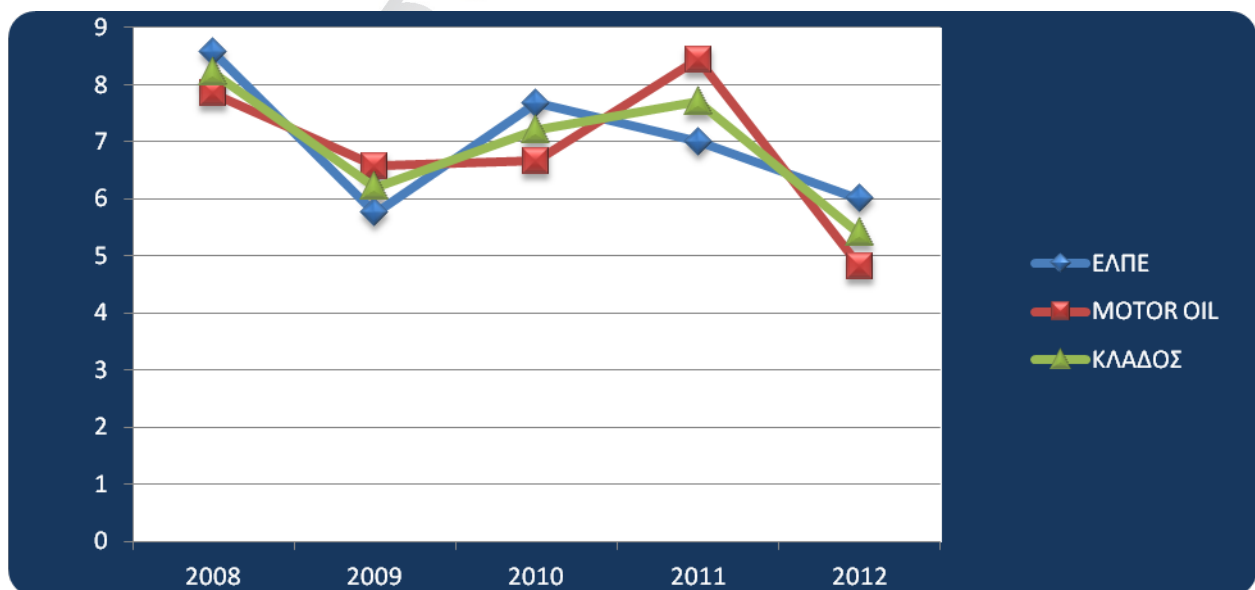
8) Αριθμοδείκτης Μερισματικής απόδοσης (%).

Ο αριθμοδείκτης της μερισματικής απόδοσης δείχνει κατά πόσο είναι συμφέρουσα μια επένδυση στις μετοχές της εκάστοτε επιχείρησης με βάση το μέρισμα το οποίο διανέμει και την τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία. (Μέρισμα / Τιμή Μετοχής) %.

Πίνακας 8: Μερισματική απόδοση (%).

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ				
	2008	2009	2010	2011	2012
ΕΛΠΕ	8,57	5,76	7,68	7	6
MOTOR OIL	7,85	6,57	6,66	8,44	4,82
ΚΛΑΔΟΣ	8,2	6,2	7,2	7,7	5,4

Διάγραμμα 8: Μερισματική απόδοση (%).



Όσο πιο μεγάλη η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστική για τους επενδυτές.

Για την ΕΛΠΕ η μερισματική απόδοση κυμάνθηκε στη πενταετία από 8,5 περίπου στο 5,75 με κατάληξη στο 6% για το 2012.

Αντίστοιχα για την Motor Oil η μερισματική απόδοση πήρε τιμές από 7.85 το 2008, μέγιστη το 2011 8,44, και 4,82 για το 2012. Με εξαίρεση τα έτη 2009 και 2011, η αποδόσεις της ΕΛΠΕ είναι σχετικά μεγαλύτερες της Motor Oil και αυτό συνεπάγεται ένα σημαντικό κριτήριο για την προτίμηση μετοχών με υψηλές αποδόσεις.

6.3 Γενικά Συμπέρασμα

Παρατηρείται από το δείκτη μερισματικής απόδοσης ότι η ΕΛΠΕ σε σχέση με την Motor Oil δίνει σταθερά μεγαλύτερα μερίσματα με εξαίρεση 2 ετών όπου έχει μία μικρή απόκλιση. Η προτίμηση των επενδυτών που έχουν ως στόχο τα κέρδη θα είναι σαφώς η ΕΛΠΕ. Παρόλα αυτά από τον δείκτη του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών (Μέρισμα/ Κέρδη ανά μετοχή), συμπεραίνεται ότι και οι δύο Εταιρείες έχουν ως πολιτική τη διανομή μεγάλων μερισμάτων για την ικανοποίηση των μετόχων τους. Μεγαλύτερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών εμφανίζει η ΕΛΠΕ διαχρονικά. Αυτό συνεπάγεται ότι η Motor Oil διατηρώντας μεγαλύτερο ποσοστό αδιανεμήτων κερδών, τροφοδοτεί της επενδύσεις της από ίδια κεφάλαια σε μεγαλύτερο βαθμό από την ΕΛΠΕ.

Από τον αριθμοδείκτη τιμή προς κέρδη ανά μετοχή αλλά και την εσωτερική αξία της μετοχής, διαπιστώνεται εκτός από την υπερτίμηση της μετοχής για την ΕΛΠΕ, ότι ο επενδυτής θα πρέπει να καταβάλει μεγαλύτερο κεφάλαιο σε σχέση με τον εάν επένδυε στην Motor Oil, για να επωμιστεί τα ετήσια κέρδη των μετοχών του. Στην περίπτωση αυτή οι μετοχές της Motor Oil είναι ευνοϊκότερες.

Επίσης ως προς τη μεταβολή των κερδών η Motor Oil δείχνει μία καλύτερη σταθερότητα, μικρότερο βαθμό μεταβολών σε σχέση με την ΕΛΠΕ. Και αυτό αποτελεί ένα σημαντικό κριτήριο για τον επενδυτή που προτιμάει την σταθερότητα.

Επίσης τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή, ανεξαρτήτως μερίσματος που δίνεται είναι ευνοϊκότερα για την Motor Oil όπου εμφανίζει σταθερά μεγαλύτερα κέρδη ανά μετοχή.

Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι και οι δύο Εταιρείες ανήκουν στις Εταιρείες που προτιμούν την ικανοποίηση των μετόχων τους και ασκούν για το λόγο αυτό μία σταθερή πολιτική μερισμάτων ώστε να εμφανίζουν μία σταθερή εικόνα προς το επενδυτικό κοινό. Παράλληλα έχουν σχετικά ελκυστικές αποδόσεις, και δημιουργούν ένα κλίμα εμπιστοσύνης. Δεδομένου του συγκεκριμένου δείγματος Εταιρειών αλλά και της γενικότερης εικόνας του ΧΑΑ, η ευρεία πολιτική των Εταιρειών είναι η διασφάλιση μίας σταθερής πολιτικής μερισμάτων κυρίως την πενταετία την οποία μελετούμε που χαρακτηρίζεται από οικονομική ύφεση και δημοσιονομικές αναπροσαρμογές. Η δυσκολίες ανάπτυξης αλλά και διατήρησης της λειτουργίας των υφιστάμενων Εταιρειών για το Ελλαδικό χώρο, δεν επιτρέπει φιλόδοξες πολιτικές μερισμάτων αλλά προσπάθεια μίας σταθερής πολιτικής μερισμάτων, στηριζόμενες στην οικονομική σταθερότητα ύστερα από μία πενταετία ύφεσης και προσδοκώντας την ανάπτυξη.

7. Επίλογος

7.1 Συμπεράσματα

Στην παρούσα μελέτη έγινε αναφορά στις διαδεδομένες θεωρίες μερισματικών πολιτικών των εταιρειών, στους παράγοντες που τις επηρεάζουν και στα χαρακτηριστικά αυτών. Έγινε μία προσπάθεια ανάλυσης των πολιτικών μερισμάτων χρησιμοποιώντας τη διεθνή βιβλιογραφία και αποτυπώνοντας τους κεντρικούς άξονες των πολιτικών αυτών στην μελέτη.

Στη συνέχεια έγινε αναφορά στην ελληνική οικονομία σήμερα για να χρησιμοποιηθεί στη μελέτη ως παράγοντας άμεσα συνυφασμένος με τις λειτουργίες και της πολιτικές των εταιρειών, καθώς και με την οικονομική τους ισχύ, που βρίσκονται στον ελλαδικό χώρο.

Δόθηκε μια σύντομη περιγραφή και εικόνα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών καθώς και η σημερινή του μορφή.

Μέσα από το κλάδο που μελετήθηκε, βγήκαν εύλογα συμπεράσματα ως προς την πολιτική μερισμάτων στην πράξη και την επιρροή που έχει αυτή προς το επενδυτικό κοινό.

Διαπιστώθηκε ότι οι εταιρείες επιλέγουν την μερισματική πολιτική η οποία δίνει μία εικόνα σταθερότητας προς το επενδυτικό κοινό, μέσω των σταθερών μερισμάτων ανά μετοχή και έτος. Σε περιπτώσεις όπου δεν υπήρχαν τα επιθυμητά κέρδη, καθώς εμφανίστηκαν και ζημιές, παρατηρήθηκε ότι οι εταιρείες επέλεξαν να ξαναδώσουν υψηλά μερίσματα θέλοντας να διατηρήσουν τη σταθερή εικόνα προς το κοινό.

Στην περίπτωση της ΕΛΠΕ, στην οποία υπάρχει η διαφοροποίηση ότι ένας από τους κύριους μετόχους της είναι το ελληνικό δημόσιο κατά 35%, ακολουθείται αυστηρά η σταθερή πολιτική μερισμάτων δίνοντας σε όλες της χρονιές, ανεξαρτήτως το μέγεθος των κερδών της ή και της ζημιάς, σταθερό μέρισμα της τάξεως των 0,45 euro ανά μετοχή.

Με αυτή την πολιτική οι εταιρείες επιθυμούν να μεταφέρουν μία εικόνα σταθερότητας προς το ευρύ επενδυτικό κοινό, καθώς να εξυπηρετήσουν και την πλειοψηφία των μετόχων που είναι η εξασφάλιση ενός σταθερού εισοδήματος.

Η ελληνική φορολογία δεν είχε καθοριστικό ρόλο στην απόφαση των εταιρειών όσο αφορά την παρακράτηση των κερδών και κεφαλαιοποίηση τους ή της διανομής με τη μορφή μερισμάτων, για το λόγο ότι σε περίπτωση κεφαλαιοποίησης των κερδών ή διανομής μερισμάτων οι επιπλέον φορολογικές επιβαρύνσεις ήταν ίδιες.

Οι υπό εξέταση εταιρείες διάνυσαν μία δύσκολη πενταετία, εφόσον όπως αναφέρθηκε μειώθηκε η κύρια ζήτηση πετρελαίου και συναφή προϊόντα, για την ελληνική αγορά, καθώς εμφανίστηκε και μείωση των εξαγωγών. Καθοριστικό παράγοντα διαδραμάτισε και η γενικότερη οικονομική ύφεση που εμφάνισε η χώρα την πενταετία αυτή.

Παρόλα αυτά κατάφεραν και διατήρησαν οι εταιρείες τα ελάχιστα επίπεδα λειτουργίας τους και κατάφεραν παρά τις δυσμενείς συνθήκες να φροντίσουν και για την μελλοντική τους ανάπτυξη πετυχαίνοντας εκσυγχρονίσεις των διυλιστηρίων τους με προσόδους στο μέλλον, και βελτιώνοντας την συνεργασία τους προς τα βαλκάνια, αυξάνοντας διαχρονικά την εξαγωγική τους δυνατότητα.

Όλοι οι παραπάνω λόγοι, αλλά και η διατήρηση της σταθερότητας προς το ευρύ επενδυτικό κοινό, διασφαλίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών που τις επέλεξαν, προς αυτές.

7.2 Κατεύθυνση για περαιτέρω έρευνα

Γενικότερα οι ελληνικές εταιρείες εξαιρουμένων μερικών ομίλων είναι οικογενειακού χαρακτήρα. Στη σημερινή οικονομία η οποία τείνει να είναι σταθερή, και η οποία προέρχεται από μία συνεχή ύφεση, δεν υπήρξαν πολλά περιθώρια εναλλαγών των πολιτικών των εταιρειών που εμφάνισαν κέρδη, ως προς τη διαχείριση των κερδών αυτών. Η επιλογή της σταθερής πολιτικής είναι η βέλτιστη όσο αφορά τη διανομή μερισμάτων, λόγο ότι με αυτό τον τρόπο δημιουργείται ένα κλίμα εμπιστοσύνης προς το επενδυτικό κοινό, και ταυτόχρονα εγκυμονεί ελπιδοφόρες αποδόσεις σε συνθήκες οικονομικής ανάπτυξης.

Θα παρουσίαζε ενδιαφέρον η συνέχεια της μελέτης για το δείγμα εταιρειών και για την αγορά που συναλλάσσεται στο ΧΑΑ, σε συνδυασμό με τους ξένους επενδυτές που πρόσφατα δείχνουν το ενδιαφέρον τους προς τις ελληνικές εταιρείες. Σε συνδυασμό με την αναπτυξιακή πολιτική της χώρας

και την επιρροή της στα εταιρικά κέρδη, θα παρουσιάζει ενδιαφέρον για τα επόμενα χρόνια η χάραξη των πολιτικών μερισμάτων των εταιριών.

Βιβλιογραφία

- Αρτίκης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2002.
- Αρτίκης Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα, 2001.
- Αρτίκης Γεώργιος, «Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα, 2003.
- Φίλιππος Νικόλαος, «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον», Globus Invest, Μάρτιος 2000
- Καραθανασής Γεωργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές», Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1999
- Κοτζαμάνης Στέφανος, «Ο κόσμος των επενδύσεων», Εκδόσεις Finance Invest Ρεπούσης, 2007.
- Μητσιόπουλος Γιάννης, «Χρηματιστηριακές κρίσεις και Επενδυτικά εργαλεία» Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2001
- Νιάρχος Ν. Α., (2002), «Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», 6η έκδοση: Σταμούλης, Αθήνα.
- Caran Walsh (2006), « Αριθμοδείκτες και Management » 2η έκδοση Εκδόσεις Πατάκη.
- Miller, Merton and Modigliani, «Dividend policy, Growth and valuation of Shares», Journal of Business 34, October 1961, pp 411-433.
- Lintner, (1956), «Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes», American Economic Review, pp. 97-113.
- Litzenberg, R. and Ramaswamy, «The Effect of Personal Taxes», Journal of Financial Economics, Vol. 7, 1979, pp. 163,195.
- Patsouratis, (1989), «Corporate Taxation and Dividend Behavior: An Empirical Analysis», Greek Economic Review, pp. 323-338.

Ηλεκτρονικές πηγές

<http://hellenic-petroleum.gr>

<http://moh.gr>

<http://helex.gr>

<http://www.ase.gr/>

<http://www.capital.gr>

<http://wikipedia.org>

<http://unipi.gr>

<http://icap.gr>

<http://www.statistics.gr/>

Παραρτήματα

Πίνακες – Διαγράμματα

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 3.1 Φορολογικοί Συντελεστές Σελ 34

Πίνακας 5.1: Μετοχική σύνθεση ΕΛΠΕ. Σελ 52

Πίνακας 5.2: Μετοχική σύνθεση Motor oil. Σελ 53

Πίνακας 6.1: Οικονομικά στοιχεία ΕΛΠΕ Σελ 58

Πίνακας 6.2: Οικονομικά στοιχεία Motor Oil. Σελ 59

Πίνακας 1: Μεταβολή κερδών Σελ 59

Πίνακας 2: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή. Σελ 61

Πίνακας 3: Τιμές προς Κέρδη ανά Μετοχή, (P/E) ratio. Σελ 62

Πίνακας 4: (Price Earning Growth) Σελ 63

Πίνακας 5: Εσωτερική αξία μετοχής(BOOK VALUE) Σελ 64

Πίνακας 6: Τιμής μετοχής/ Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV). Σελ 65

Πίνακας 7: Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή (%). Σελ 66

Πίνακας 8: Μερισματική απόδοση (%). Σελ 67

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 4.1: Δομή της Ελληνικής Αγοράς πετρελαιοειδών. Σελ 46

Διάγραμμα 1: Μεταβολή κερδών. Σελ 60

Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης Κερδών ανά Μετοχή. Σελ 61

Διάγραμμα 3: Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή , (P/E) ratio. Σελ 62

Διάγραμμα 4: (Price Earning Growth) Σελ 63

Διάγραμμα 5: Εσωτερική αξία μετοχής(BOOK VALUE) Σελ 64

Διάγραμμα 6: Τιμής μετοχής/ Εσωτερική αξία μετοχής (P/BV). Σελ 65

Διάγραμμα 7: Μέρισμα / Κέρδη ανά μετοχή (%). Σελ 66

Διάγραμμα 8: Μερισματική απόδοση (%). Σελ 67