



Μερισματική Πολιτική Τραπεζών: Θεωρία και Εμπειρική Διερεύνηση

Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με
στόχο την απόκτηση του διπλώματος

Μεταπτυχιακό Δίπλωμα Σπουδών στην

«Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική»

M.Sc. – Master of Science in Economic and Business Strategy

από

ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Δημήτριος Σ. Μανέλης

Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, 2006

Μερισματική Πολιτική Τραπεζών:

Θεωρία & Εμπειρική Διερεύνηση

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΙΑ

Δήλωση

Η εργασία αυτή είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Σπουδών στην «Οικονομική και Επιχειρησιακή Στρατηγική».

Δημήτριος Σ. Μανέλης

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διερευνήσει την μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι ελληνικές, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τράπεζες. Η μερισματική πολιτική την οποία ακολουθεί μια επιχείρηση γενικότερα δεν είναι μια ανεξάρτητη απόφαση την οποία παίρνει η διοίκηση της επιχείρησης κάθε χρόνο. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται μαζί με τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και τον προγραμματισμό επενδύσεων κεφαλαίου. Για τους λόγους αυτούς η σωστή διαχείριση της πολιτικής των μερισμάτων κρίνεται απολύτως αναγκαία για την ορθή λειτουργία της επιχείρησης, αλλά και για την ικανοποίηση των μετόχων της. Η μελέτη αποτελείται από τρία βασικά μέρη. Μετά τις εισαγωγικές παρατηρήσεις και τη βιβλιογραφική ανασκόπηση ξεκινάει το πρώτο μέρος όπου γίνεται αναφορά στον ελληνικό τραπεζικό κλάδο. Μετά από μία σύντομη παρουσίαση των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα παρουσιάζονται τα γενικά χαρακτηριστικά του τραπεζικού κλάδου, έτσι όπως έχουν διαμορφωθεί τα τελευταία χρόνια. Παραδείγματος χάριν γίνεται αναφορά στις τάσεις συγκέντρωσης που παρουσιάζει ο κλάδος την τελευταία πενταετία, στην πορεία των επιτοκίων, στους λόγους της υψηλής κερδοφορίας των τραπεζών καθώς και στο τι μέλλει γενέσθαι. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρεται η διαδικασία που ακολουθεί μια επιχείρηση για να καθορίσει το μέρισμα το οποίο θα διανεμίει στους μετόχους της, παρουσιάζονται διάφορες μερισματικές πολιτικές και επιπλέον εξετάζεται η επίδραση που έχει η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης στην τιμή της μετοχής της. Στο τρίτο και τελευταίο κεφάλαιο λαμβάνοντας υπόψη οικονομικά στοιχεία και χρηματοοικονομικούς δείκτες εισηγμένων τραπεζών γίνεται ανάλυση με σκοπό να εξαχθούν και να ερμηνευτούν συμπεράσματα αναφορικά με τις πολιτικές των τραπεζών.

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	5
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση.....	9
Κεφάλαιο 3 : Ελληνικός Τραπεζικός Κλάδος.....	11
3.1 Ορισμός : Τι είναι Τράπεζα.....	11
3.2 Ιστορία των Τραπεζών.....	11
3.3 Είδη Τραπεζών.....	12
3.4 Τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα.....	14
3.5 Γενικά χαρακτηριστικά του ελληνικού τραπεζικού κλάδου.....	16
3.5.1 Οι εξελίξεις του τραπεζικού τομέα τελευταία δέκα χρόνια.....	17
3.5.2 Οι τάσεις συγκέντρωσης στον τραπεζικό κλάδο.....	19
3.5.3 Συγχωνεύσεις, εξαγορές και η επεκτατική πολιτική των τραπεζών.....	21
3.5.4 Η πορεία των επιτοκίων-Ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια.....	23
3.5.5 Οι λόγοι της κερδοφορίας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων.....	25
Κεφάλαιο 4: Πολιτική Μερισίματος.....	30
4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	30
4.2 Βασικές Έννοιες της Μερισματικής Θεωρίας.....	31
4.3 Η μερισματική πολιτική, οι προτιμήσεις των επενδυτών και η επίδραση στη τιμή της μετοχής.....	33
4.3.1 Η θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερισίματος.....	33
4.3.2 Η Θεωρία του «Καλύτερα Πέντε και στο Χέρι».....	35
4.3.3 Η θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης.....	35
4.3.4 Η Υπολειμματική Θεωρία των Μερισμάτων.....	36
4.4 Κύριες Πολιτικές Μερισίματος.....	39
4.5 Εναλλακτικές πολιτικές μερίσματος.....	44
4.6 Παράγοντες που Επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική.....	52
4.7 Κλάδοι με υψηλό και χαμηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών.....	57
Κεφάλαιο 5: Εμπειρική Διερεύνηση της Μερισματικής Πολιτικής των τραπεζών.....	59
5.1 Εθνική Τράπεζα.....	61
5.2 Alpha Bank.....	64
5.3 EFG Eurobank Ergasias.....	67
5.4 Τράπεζα Πειραιώς.....	70
5.5 Εμπορική τράπεζα.....	74
5.6 Τράπεζα Κύπρου.....	77
5.7 Αγροτική Τράπεζα.....	80
5.8 Aspis Bank.....	82
5.9 Η Μερισματική Πολιτική των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών.....	84
Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα.....	88
Κεφάλαιο 7: Πηγές.....	93

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

The Harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle with pieces that just don't fit together

Fisher Black, 1976

Με τον όρο μέρισμα εννοούμε τη διανομή των κερδών της επιχείρησης στους μετόχους της με βάση το ποσοστό ιδιοκτησίας που αντιστοιχεί στον καθένα, όπως προκύπτει από τον αριθμό των μετοχών που έχει ο καθένας στην κατοχή του. Ο ορισμός αυτός περιλαμβάνει τρία μέρη που είναι εξίσου σημαντικά. Το πρώτο είναι ότι τα μερίσματα που πληρώνονται προέρχονται αποκλειστικά και μόνο από τα κέρδη της επιχείρησης και όχι από καμία άλλη πηγή κεφαλαίων. Το δεύτερο μέρος είναι ότι τα μερίσματα πρέπει να είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα και για αυτό η συνήθης πρακτική είναι να πληρώνονται τα μερίσματα με μετρητά. Τέλος το τρίτο μέρος του ορισμού αναφέρει ότι όλοι οι μέτοχοι της επιχείρησης έχουν δικαίωμα στη διανομή μερίσματος. Τα μερίσματα πληρώνονται από το εισόδημα της επιχείρησης μετά τη φορολογία και για τους δικαιούχους θεωρείται εισόδημα που φορολογείται.

Η πολιτική μερισμάτων καθορίζει τον βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Ο αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής αποφασίζει αν θα απελευθερώσει τα κέρδη της εταιρείας από τον έλεγχο της. Επειδή η πολιτική μερισμάτων μπορεί να έχει επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετοχών και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό ότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Σύμφωνα με τη μερισματική θεωρία, από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, πρέπει να ακολουθήσει

αυτόματα η πολιτική μερισμάτων. Τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών. Αν ακολουθηθεί πράγματι η υπολειμματική πολιτική και αν οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για το αν θα εισπράξουν την απόδοση των επενδύσεών τους με την μορφή μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών, τότε οι μέτοχοι είναι σε καλύτερη θέση από ό,τι κάτω από οποιαδήποτε δυνατή πολιτική μερισμάτων. Ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος όμως δεν διαθέτει όλες τις πληροφορίες με αποτέλεσμα να πρέπει να χρησιμοποιήσει την κρίση του.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένας συνοπτικός κατάλογος των βασικών οικονομικών και χρηματοοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν την πολιτική μερισμάτων.

Οι παράγοντες αυτοί είναι:

1. ο ρυθμός αύξησης και το επίπεδο των κερδών,
2. η σταθερότητα των κερδών,
3. η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης,
4. η ταμιακή θέση,
5. η ανάγκη αποπληρωμής δανείων,
6. ο έλεγχος,
7. η διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το ύψος των μερισμάτων,
8. η φορολογική κατάσταση των μετόχων και
9. η φορολογική κατάσταση της εταιρείας (στην οποία περιλαμβάνεται και το ζήτημα της αθέμιτης συσσώρευσης).

Ορισμένοι από τους παραπάνω παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών, ενώ άλλοι μικρότερα. Δεν είναι δυνατό να διαμορφωθεί κάποια σχέση με την οποία να προσδιορίζεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Αυτό είναι θέμα κρίσης.

Παρ' όλα αυτά, οι παράγοντες που παρουσιάστηκαν συνοπτικά πιο πάνω προσφέρουν ένα τρόπο ελέγχου της πληρότητας των αποφάσεων που παίρνονται σχετικά με τα μερίσματα.

Οι εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία ποσοστών διανεμόμενων κερδών, όχι μόνο μεταξύ των διάφορων κλάδων αλλά και μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Οι μελέτες αυτές δείχνουν ακόμη ότι τα μερίσματα είναι πιο σταθερά από τα κέρδη. Οι επιχειρήσεις εμφανίζονται απρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα σε εποχές ικανοποιητικών κερδών και αντιστέκονται στην ελάττωση των μερισμάτων όταν μειώνονται τα κέρδη. Με βάση την εμπειρικά γνωστή προτίμηση των επενδυτών για σταθερά μερίσματα και την πιθανότητα ότι μια ελάττωση των μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως πρόβλεψη μείωσης των κερδών, θα έλεγε κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων φαίνεται να είναι η ορθότερη.

Ούτε η διανομή μερίσματος με την μορφή μετοχών ούτε η αντικατάσταση μετοχών με πολλαπλάσιο αριθμό άλλων ίσης ονομαστικής αξίας ασκούν σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής των μετοχών. Ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της τιμής των μετοχών μιας εταιρείας είναι η ικανότητα που έχει να πραγματοποιεί κέρδη σε σύγκριση με την ίδια ικανότητα άλλων εταιρειών. Παρ' όλα αυτά, η διανομή μερίσματος με την μορφή μετοχών και η αντικατάσταση μετοχών με πολλαπλάσιο αριθμό άλλων ίσης ονομαστικής αξίας μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως αποτελεσματικά όργανα χρηματοοικονομικής πολιτικής. Οι μέθοδοι αυτές αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τη μείωση των τιμών διαπραγμάτευσης των μετοχών, ενώ υπάρχουν μελέτες, όπου αποδεικνύεται ότι αυτές οι μέθοδοι έχουν την τάση να διευρύνουν τη βάση ιδιοκτησίας των μετοχών της επιχείρησης.

Οι επαναγορές μετοχών έχουν χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική λύση των χρηματικών μερισμάτων. Παρόλο που οι επαναγορές παρουσιάζουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τα μερίσματα, παρουσιάζουν επίσης και μειονεκτήματα. Συγκεκριμένα, συνεπάγονται μεγαλύτερη αβεβαιότητα από τα χρηματικά μερίσματα. Η διατύπωση γενικών απόψεων για τις επαναγορές μετοχών παρουσιάζει εμφανείς δυσχέρειες, αφού κάθε επιχείρηση έχει ιδιαίτερα προβλήματα και συνθήκες και οποιαδήποτε πολιτική επαναγοράς πρέπει να διαμορφωθεί μέσα στο πλαίσιο των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της επιχείρησης και των συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργεί (Weston J. F. - Brigham E.F.,1986).

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

Οι **Merton Miller & Franco Modigliani** ανέπτυξαν τη θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος, σύμφωνα με την οποία η μερισματική πολιτική ουδεμία επίδραση έχει στην τιμή της μετοχής της εταιρείας ή στο κόστος κεφαλαίου της.

Οι **Miller & Modigliani** υποστηρίζουν ότι η αξία μιας εταιρείας εξαρτάται από την επενδυτική της πολιτική και όχι από τον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα κέρδη της σε μερίσματα και παρακρατηθέντα κέρδη. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται μόνο για τις συνολικές αποδόσεις μιας μετοχής και όχι για τη μορφή που θα έχει η απόδοση αυτή (δηλαδή εάν θα έχει τη μορφή μερίσματος ή κεφαλαιακών κερδών τα οποία θα προέλθουν από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών). Εάν ένας μέτοχος της εταιρείας χρειάζεται μετρητά, δεν έχει παρά να πουλήσει μερικές από τις μετοχές του. Οι συγγραφείς αυτοί απέδειξαν ότι, εάν μια εταιρεία διανέμει υψηλά μερίσματα, τότε θα πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της προγράμματα, ίσης αξίας με τα μερίσματα που διένειμε, τις οποίες θα πουλήσει σε νέους επενδυτές. Η επίδραση των μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων αντισταθμίζεται πλήρως από την επίδραση της έκδοσης των νέων μετοχών. Θα πρέπει, πάντως, να σημειώσουμε ότι η άποψη των M-M στηρίζεται σε ορισμένες μη ρεαλιστικές υποθέσεις (Miller M. H.-F., Modigliani, «Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, October 1961 p. 411-433).

Οι **M. J. Gordon & J. Lintner** ανέπτυξαν τη θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι», σύμφωνα με την οποία τα μερίσματα ενέχουν μικρότερο κίνδυνο απ' ό,τι τα κέρδη κεφαλαίου και επομένως το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου

μειώνεται (και η τιμή της μετοχής αυξάνεται) όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμομένων κερδών (Gordon M. J., «Optimal Investment and Financing Policy», *Journal of Finance*, May 1963, p. 264-272, Lintner J., «Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations», *Review of Economics and Statistics*, August 1962, p. 243-269).

Τέλος οι **R.H. Lintzenberger & Ramaswamy** ανέπτυξαν τη θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης, σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές προτιμούν το μελλοντικό εισόδημα των επανεπενδυμένων κερδών (δηλαδή των παρακρατηθέντων κερδών) παρά το τρέχον εισόδημα των μερισμάτων, λόγω της διαφορετικής φορολογικής αντιμετώπισης των μερισμάτων από τα κέρδη κεφαλαίου. Εάν ισχύει η άποψη αυτή, οι εταιρείες οι οποίες θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους θα πρέπει να εφαρμόζουν μια πολιτική χαμηλών μερισμάτων (Lintzenberg R. H.-K. Ramaswany, «The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices», *Journal of Financial Economics*, June 1979, p. 163-196).

Κεφάλαιο 3: Ο Ελληνικός Τραπεζικός Κλάδος

3.1 Ορισμός : Τι είναι Τράπεζα

Τράπεζα είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που δέχεται καταθέσεις και χορηγεί δάνεια. Ο όρος χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι κανονικά λανθασμένος διότι ίδρυμα θεωρείται ένας οργανισμός μη κερδοσκοπικός που έχει ως σκοπό την διαχείριση μίας περιουσίας. Ωστόσο η πολύχρονη καθημερινή πρακτική παγίωσε αυτόν το όρο και θεωρείται αποδεκτός. Η κερδοφορία της τράπεζας βασίζεται στην λεγόμενη ψαλίδα δηλαδή τη διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο δανεισμού και στο επιτόκιο καταθέσεων. Έτσι αν για παράδειγμα μία τράπεζα χορηγεί ένα δάνειο με επιτόκιο 9% και δέχεται κατάθεση με ετήσιο επιτόκιο 2% η διαφορά αυτή (7%) αποτελεί την ψαλίδα που οδηγεί στα κέρδη της τράπεζας. Βέβαια οι τράπεζες αποκομίζουν και από αλλού χρήματα όπως από προμήθειες ή από συμμετοχές και επενδύσεις. Ωστόσο η κύρια λειτουργία της έγκειται στον δανεισμό, δηλαδή χορηγήσεις και καταθέσεις (Βικιπαίδεια, 2006).

3.2 Ιστορία των Τραπεζών

Αν και πολλές από τις τραπεζικές πράξεις έχουν την καταγωγή τους σε πανάρχαιες εποχές όπως στην αρχαία Βαβυλώνα, οι πρώτες πραγματικές τραπεζικές εργασίες μπορούν να εντοπιστούν στον αρχαίο ελληνικό πολιτισμό με τους «τραπεζίτες» και στο ρωμαϊκό με τους «argentarii», οι οποίοι δέχονταν καταθέσεις και χορηγούσαν δάνεια, ενώ παράλληλα εκτελούσαν πληρωμές και για λογαριασμό τρίτων. Μετά την πτώση της Ρωμαϊκής Αυτοκρατορίας οι πείρα των τραπεζικών χάθηκε μαζί με τους τραπεζίτες. Οι επόμενες μορφές τραπεζικών συναλλαγών εμφα-

νίζονται στο Μεσαίωνα όπου οι αργυραμοιβοί, οι χρυσοχόοι και οι έμποροι δέχονταν καταθέσεις για τις οποίες εξέδιδαν πιστοποιητικά – βεβαιώσεις. Το 18ο αιώνα στην Αγγλία οι αποδείξεις κατάθεσης για σταθερά ποσά αποτέλεσαν τα πρώτα τραπεζογραμμάτια. Έτσι σιγά σιγά με την ανταλλαγή των τραπεζογραμματίων, οι τράπεζες άρχισαν να αποκτούν τον ρόλο που κατέχουν σήμερα στην σύγχρονη οικονομία (Βικιπαίδεια, 2006).

3.3 Είδη Τραπεζών

Υπάρχουν 6 βασικά είδη τραπεζών όπου ανάλογα με την δραστηριότητα τους κατατάσσονται σε μία από τις ακόλουθες κατηγορίες:

▼ Οι **κεντρικές τράπεζες** ελέγχουν συνήθως τη νομισματική πολιτική και μπορούν να είναι ο δανειστής της τελευταίας λύσης σε περίπτωση κρίσης. Χρεώνονται συχνά με τον έλεγχο του διαθέσιμου χρήματος, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης νομίσματος. Παραδείγματα κεντρικών τραπεζών είναι η Τράπεζα της Ελλάδος και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα .

▼ **Εμπορική τράπεζα** είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για μία κανονική τράπεζα για να τη διακρίνει από μία τράπεζα επενδύσεων. Μιας και αυτές οι δύο δεν είναι πλέον υποχρεωτικό να λειτουργούν κάτω από χωριστή ιδιοκτησία, ορισμένοι χρησιμοποιούν τον όρο "εμπορική τράπεζα" για να αναφερθούν σε μια τράπεζα ή ένα τμήμα τράπεζας που ασχολείται κυρίως με εταιρίες ή μεγάλες επιχειρήσεις.

▼ **Τράπεζες κοινοτικής ανάπτυξης** είναι οι τράπεζες που παρέχουν οικονομικές υπηρεσίες και πίστωση σε μη αναπτυγμένες αγορές ή πληθυσμούς. Οι επενδυτικές τράπεζες δίνουν εγγυητικές επιστολές για πώληση μετοχών και χρεογράφων και συμβουλεύουν για τις συγχωνεύσεις. Παραδείγματα τραπεζών επενδύσεων είναι οι Goldman Sachs των ΗΠΑ και Nomura Securities της Ιαπωνίας.

Τα ταχυδρομικά ταμιευτήρια είναι ταμιευτήρια που συνδέονται με τα εθνικά ταχυδρομικά συστήματα. Η Ιαπωνία και η Γερμανία είναι παραδείγματα των χωρών με τα προεξέχοντα ταχυδρομικά ταμιευτήρια.

✓ **Private Banking:** Το Private Banking ασχολείται με λογαριασμούς μεγάλων πελατών με μεγάλη οικονομική επιφάνεια.

✓ **Corporate Banking:** Έχει ως αντικείμενο τα τραπεζικά προϊόντα που αφορούν κυρίως επιχειρήσεις και επαρχίες.

✓ **Συνεταιριστικές:** Οι συνεταιριστικές τράπεζες αποτελούν πρωτοβουλίες τοπικού κυρίως χαρακτήρα με σκοπό την ενίσχυση π.χ. των τοπικών παραγωγών γεωργικών προϊόντων (Ενωση Ελληνικών Τραπεζών, 2006).

3.4 Τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα

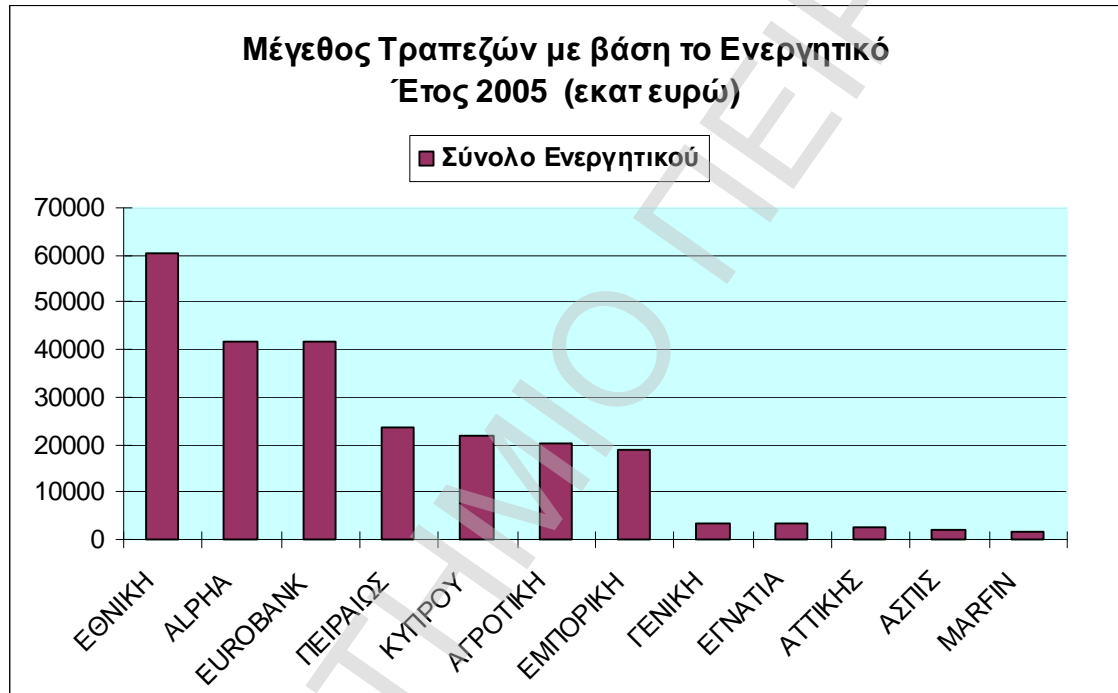
Στην Ελλάδα, εκτός από την Τράπεζα της Ελλάδος που όπως προαναφέρθηκε έχει το ρόλο της κεντρικής τράπεζας, δραστηριοποιούνται άλλα 49 πιστωτικά ιδρύματα διαφόρων ειδών, ελληνικών και ξένων συμφερόντων.

Οι τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα είναι οι εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΚΤΥΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΠΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ & ΣΥΝΟΛΟΥ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ					
ΣΤΟΙΧΕΙΑ 31/12/2005					
	Δίκτυο καταστημάτων / υποκαταστημάτων				Σύνολο προσωπικού
	Νομός Αττικής	Νομός Θεσ/νίκης	Λοιπή Χώρα	Σύνολο	
ΣΥΝΟΛΟ	1445	406	1736	3587	63040
A. Πιστωτικά ιδρύματα	1426	404	1539	3369	59215
B. Π.Ι. με τη μορφή Π.Συνεταιρ.	4		119	123	923
Γ. Τράπεζα της Ελλάδος	15	2	78	95	2902
A1. Ελληνικά Π.Ι.	1269	382	1475	3126	53678
1. Εθνική Τράπεζα	200	49	318	567	13175
2. Alpha Bank	164	37	162	363	6949
3. Εμπορική	167	85	121	373	6368
4. EFG Eurobank – Ergasias	159	43	130	332	7015
5. Πειραιώς	109	41	123	273	4320
6. Γενική	53	9	59	121	1221
7. Εγνατία	30	15	24	69	1370
8. Αγροτική Τράπεζα	98	31	329	458	5727
9. Τράπεζα Αττικής	26	8	25	59	1118
10. Λαϊκή Τράπεζα	28	5	22	55	778
11. Nova Bank	77	23	22	122	1065
12. Ομέγα	11	1	5	17	402
13. Probank	33	5	21	59	729
14. Πανελλήνια Τράπεζα	7	3	10	20	165
15. First Business Bank	9	1	3	13	192
16. Marfin Bank	5	1	3	9	175
17. ΑΣΠΙΣ	34	6	27	67	892
18. Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	53	16	67	136	1220
19. Τ.Παρακατ. & Δανείων	2	1	1	4	456
20. Προton Επενδυτική Τράπεζα	1			1	38
21. Επενδυτική Τράπεζα	1	1	1	3	152
22. Aegean Baltic Bank	1			1	39
23. Εμπορική Credicom	1	1	2	4	112
A2. Υποκ/τα Αλλοδαπών Π.Ι.	157	22	64	243	5537
A2i. Μέλη της Ε.Ε.					
24. Bayerische HVb	1			1	78
25. HSBC Bank	19	2	1	22	501
26. Societe Generale	2			2	42
27. BNP Paribas (Hellas)	5			5	181
28. ABN AMRO	2			2	81
29. CETELEM	1			1	82
30. Royal Bank of Scotland	1			1	75
31. SANPAOLO IMI S.p.A.	1			1	22
32. CITIBANK	43	5	10	58	1334
33. F.C.E. Bank Plc	1			1	39
34. GMAC Bank	1			1	30
35. EUROHYPO AG.	1			1	4
36. Union de Credits Inmobiliarios	2	1		3	29
37. FIDIS BANK	1			1	18
38. Τράπεζα Κύπρου	48	10	52	110	2407
39. BNP Securities Services	1			1	38
40. Ελληνική Τράπεζα	20	4	1	25	372
41. Volkswagen Bank	1			1	27
A2ii. Μη μέλη της ΕΕ					
42. Bank of America	1			1	28
43. Bank Saderat Iran	1			1	19
44. American Express	3			3	99
45. American Bank of Albania	1			1	31

πίνακας 1: Πιστωτικά Ιδρύματα που λειτουργούν στην Ελλάδα & σύνολο προσωπικού
Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι δώδεκα τράπεζες (πλην της Κεντρικής Τράπεζας) που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με σειρά μεγέθους με βάση το ενεργητικό τους, έτσι όπως προκύπτει από τους ισολογισμούς του έτους 2005 (Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, 2006).



Διάγραμμα 1: Μέγεθος Τραπεζών με βάση το Ενεργητικό

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

ΤΡΑΠΕΖΑ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (εκατ ευρώ)
ΕΘΝΙΚΗ	60427
ALPHA	41849
EUROBANK	41724
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	23546
ΚΥΠΡΟΥ	21770
ΑΓΡΟΤΙΚΗ	20208
ΕΜΠΟΡΙΚΗ	19088
ΓΕΝΙΚΗ	3510
ΕΓΝΑΤΙΑ	3284
ΑΤΤΙΚΗΣ	2469
ΑΣΠΙΣ	1987
ΜΑΡΦΙΝ	1634

3.5 Γενικά χαρακτηριστικά του ελληνικού τραπεζικού κλάδου

Ο ελληνικός χρηματοπιστωτικός τομέας είναι συνολικά υγιής και χαρακτηρίζεται από ανθεκτικότητα σε ενδεχόμενες δυσμενείς διαταραχές. Η σταθερότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος έχει διασφαλιστεί, καθώς οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, η κερδοφορία και η ρευστότητα των ελληνικών τραπεζών βρίσκονται σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα. Ωστόσο, ο τραπεζικός τομέας μεσοπρόθεσμα αντιμετωπίζει προκλήσεις, λόγω των κινδύνων που είναι δυνατόν να προκύψουν από την ταχεία πιστωτική επέκταση σε περίπτωση επιβράδυνσης της αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας ή περαιτέρω ανόδου των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ. Επίσης, η ανταγωνιστικότητα των ελληνικών τραπεζών, το μέγεθος των οποίων είναι σχετικά μικρό, επηρεάζεται δυσμενώς από ρυθμίσεις που περιορίζουν τη δυνατότητα των τραπεζών να μειώσουν το λειτουργικό τους κόστος και το επιτοκιακό τους περιθώριο.

Η διαφορά μεταξύ του μέσου επιτοκίου του συνόλου των τραπεζικών δανείων και του αντίστοιχου επιτοκίου των καταθέσεων μειώθηκε περαιτέρω το 2005 (κατά 27 μονάδες βάσης). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση του επιτοκίου των δανείων (συγκεκριμένα στη μείωση του επιτοκίου των δανείων προς τα νοικοκυριά, ενώ το επιτόκιο των δανείων προς τις επιχειρήσεις αυξήθηκε ελαφρά) και - σε μικρότερο βαθμό - στην ελαφρά αύξηση του επιτοκίου των καταθέσεων. Η αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών συνέβαλε σημαντικά στον περιορισμό του ανωτέρω περιθωρίου, το οποίο παραμένει όμως μεγαλύτερο από ό,τι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Το γεγονός αυτό αντανακλά, μεταξύ άλλων, διαφορές μεταξύ της Ελλάδος και των άλλων χωρών ως προς το κόστος λειτουργίας των τραπεζών αλλά και διαφορές ως προς το κόστος διαχείρισης των δανείων οι

οποίες, με τη σειρά τους, είναι δυνατόν να συνδέονται με διαφορές, π.χ., όσον αφορά το μέγεθος των δανειοδοτούμενων επιχειρήσεων ή το βαθμό κάλυψης από ασφάλειες των δανείων προς τα νοικοκυριά (Εκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος για τη Νομισματική Πολιτική 2005-2006).

3.5.1 Οι εξελίξεις του τραπεζικού τομέα τελευταία δέκα χρόνια

Μετά από τις σημαντικές εξελίξεις του δεύτερου μισού της δεκαετίας του '90, ο τραπεζικός τομέας στην Ελλάδα σήμερα είναι πιο ανταγωνιστικός και κεφαλαιακά ενισχυμένος και καλείται να λειτουργήσει μέσα στο νέο περιβάλλον που διαμορφώνεται από την εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής στις χώρες της ζώνης του ευρώ.

Το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού και επιτοκίων οδήγησε σε αύξηση των εισοδημάτων και της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών και ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας και επέφερε σημαντική πιστωτική επέκταση των ελληνικών τραπεζών προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Επίσης, η πραγματοποίηση μεγάλων επενδύσεων για την υποδομή της χώρας και τα έργα για την Ολυμπιάδα του 2004, καθώς και η ανάπτυξη κλάδων της οικονομίας όπως η αγορά ακινήτων οδήγησαν στην αύξηση της δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών και στην ισχυροποίησή τους. Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες αξιοποίησαν τη δυνατότητα να συνεχίσουν την επέκτασή τους στη διεθνή αγορά και ειδικότερα στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή των Βαλκανίων, του Εύξεινου Πόντου και της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Η έντονη δραστηριότητα των τραπεζών είχε σαν αποτέλεσμα και την αύξηση του ανταγωνισμού που αποτυπώνεται, εκτός των άλλων, και στη μείωση του spread των επιτοκίων χορηγήσεων και καταθέσεων, η οποία οδηγεί τις τράπεζες στη

διαφοροποίηση των πηγών των εσόδων τους και την εύρεση νέων πηγών εσόδων. Το 2001 σημειώθηκε αύξηση της δραστηριότητας των ελληνικών τραπεζών, με τις χορηγήσεις τους να αποτελούν σχεδόν το ήμισυ της δραστηριότητάς τους και τα καθαρά έσοδα τόκων να αυξάνονται σημαντικά λόγω του υψηλού ρυθμού αύξησης των χορηγήσεων αλλά και του μειωμένου κόστους του χρήματος. Αρνητικά στην κερδοφορία των τραπεζών επέδρασε η μείωση των εσόδων από προμήθειες και των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις λόγω της αρνητικής συγκυρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Θετική εξέλιξη κατά το 2001 ήταν η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών τραπεζών λόγω της πολύ συγκρατημένης αύξησης των λειτουργικών τους δαπανών.

Παράλληλα, οι ελληνικές τράπεζες, υιοθετώντας τις νέες εφαρμοσμένες τεχνολογίες και αναβαθμίζοντας την τηλεπικοινωνιακή τους υποδομή καθώς και τη λειτουργική τους πλατφόρμα συνολικά, απέκτησαν τη δυνατότητα να προσφέρουν στην πελατεία τους, εκτός από τα παραδοσιακά, σύγχρονα και καινοτόμα προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας καθώς και εξυπηρέτηση με έμφαση στην ποιότητα και την ταχύτητα των παρεχόμενων υπηρεσιών. Ιδιαίτερα σημαντικός είναι πλέον και ο ρόλος των εταιρειών των ομίλων των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς αξιοποιούνται σε μεγάλο βαθμό οι συνέργιες που προκύπτουν.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδας διακρίνεται σήμερα από σημαντικό βαθμό εξωστρέφειας και χαρακτηρίζεται ως ιδιαίτερα ανταγωνιστικό με σημαντικότερα στοιχεία την αύξηση μεριδίων αγοράς και τη διαφοροποίηση στην επιχειρηματική στρατηγική. Η ολοκλήρωση σημαντικών ενεργειών στο πεδίο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, η σύναψη στρατηγικών συμμαχιών με διεθνείς χρηματοπιστωτικούς ομίλους, η είσοδος ξένων τραπεζών, η διεθνής επέκταση και η περαιτέρω απελευθέρωση της αγοράς που προωθείται, αναμένεται να οδηγήσουν σε

νέα κορύφωση του ανταγωνισμού και στην προώθηση εναλλακτικών δράσεων (Εκθεση Εμπορικής Τράπεζας, 2005).

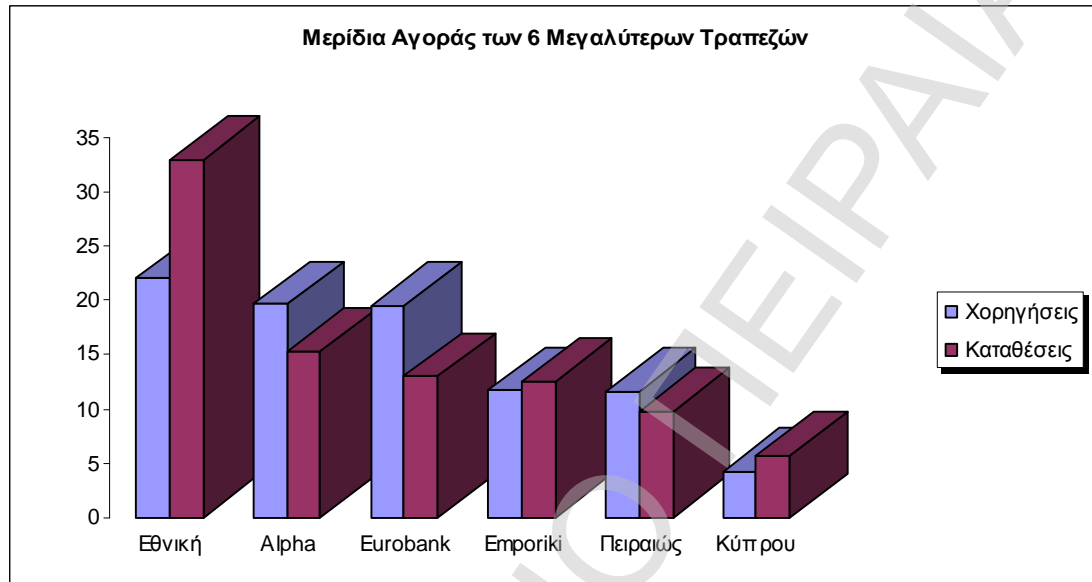
3.5.2 Οι τάσεις συγκέντρωσης στον τραπεζικό κλάδο.

Ο ανταγωνισμός στην ελληνική αγορά δεν «ακουμπά» ζητήματα λειτουργικού κόστους και αποτελεσματικής τιμολόγησης και εξαντλείται στην παροχή μιας ομολογουμένως ευρύτατης ποικιλίας προϊόντων και υπηρεσιών. Ο κλάδος του οποίου οι συγχωνεύσεις και οι αποκρατικοποιήσεις επηρεάζουν περισσότερο την οικονομία και τον κάθε πολίτη ξεχωριστά είναι ο τραπεζικός, αφού τα προϊόντα του αφορούν συχνά σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις για την επαγγελματική σταδιοδρομία ή την καθημερινή ζωή των ατόμων. Ο κύριος όγκος των χρηματοδοτήσεων προς τις επιχειρήσεις και την επαγγελματική, καταναλωτική και στεγαστική πίστη προς τους ιδιώτες ελέγχεται σε πολλές χώρες από πολύ λίγες τράπεζες.

Την τελευταία εξαετία, ο αριθμός των τραπεζών μειώθηκε κατά 24% περίπου στην Ευρωζώνη, ενώ το μέσο μέγεθος αυξήθηκε σημαντικά. Τη μεγαλύτερη συγκέντρωση του τραπεζικού κλάδου παρουσίασαν η Γερμανία και η Γαλλία, όπου μειώθηκε ο αριθμός των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά 35% και 25% αντίστοιχα. Ανάλογη συγκέντρωση στην Ευρώπη παρατηρείται και με βάση το μέγεθος του ενεργητικού. Από το 1997 έως το 2003, το μερίδιο των πέντε μεγαλύτερων τραπεζικών ομίλων σε κάθε χώρα αυξήθηκε σημαντικά.

Το ελληνικό τραπεζικό τοπίο, όπως είναι σήμερα διαμορφωμένο, χαρακτηρίζεται από έντονο συγκεντρωτισμό. Οι έξι μεγαλύτερες τράπεζες ελέγχουν περίπου το 90% της ελληνικής αγοράς. Το μόνο ενθαρρυντικό στοιχείο από πλευράς

ανταγωνισμού είναι η μείωση του υψηλού μεριδίου αγοράς της Εθνικής Τράπεζας σε σχέση με την κατάσταση που επικρατούσε προ δεκαετίας.



Διάγραμμα 2: Μερίδιο Αγοράς των 6 πρώτων τραπεζών

Πηγή: : Τράπεζας της Ελλάδος, Ετήσια Έκθεση 2005

Τράπεζα	Χορηγήσεις (δισ ευρώ)	Καταθέσεις (δισ ευρώ)
Εθνική	22	33
Alpha	19,6	15,3
Eurobank	19,5	13
Εμπορική	11,7	12,5
Πειραιώς	11,6	9,8
Κύπρου	4,3	5,7

Ο αυξημένος βαθμός συγκέντρωσης -αν και προέκυψε μέσω σκληρού ανταγωνισμού μεταξύ των εκκολαπτόμενων ισχυρών τραπεζικών σχημάτων της Τράπεζας Πειραιώς, της Eurobank και της Alpha Bank- δεν διεύρυνε ουσιαστικά τις

επιλογές των πολιτών και έχει δημιουργήσει ένα ασφυκτικό περιβάλλον. Αποτέλεσμα ήταν ο ανταγωνισμός να μην «ακουμπά» ζητήματα λειτουργικού κόστους και αποτελεσματικής τιμολόγησης παρά μόνο περιστασιακά (σε περιπτώσεις οριακών τραπεζών) και να εξαντλείται στην παροχή μιας ομολογουμένως ευρύτατης ποικιλίας προϊόντων και υπηρεσιών. Παράλληλα έχουν δημιουργηθεί οι συνθήκες για ενδεχόμενη συσπείρωση δυνάμεων μεταξύ ορισμένων μικρών τραπεζών, με κύριο στόχο την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητάς τους και την ενδυνάμωση της παρουσίας τους, διευκολύνοντας παράλληλα τη βιωσιμότητά τους (Νομισματική Πολιτική 2004-2005, Τράπεζα της Ελλάδος).

3.5.3 Συγχωνεύσεις, εξαγορές και η επεκτατική πολιτική των τραπεζών

Η ώρα των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών έχει έλθει στην Ευρώπη. Οι εγχώριες συγχωνεύσεις από το υφιστάμενο επίπεδο συγκέντρωσης μπορούν να θεωρηθούν ως προεξόφληση κερδοφορίας που προκύπτει από τον χαμηλό ανταγωνισμό. Συχνά ακούγεται το επιχείρημα ότι οι τραπεζικοί όμιλοι στην Ελλάδα δεν έχουν αποκτήσει ακόμη το κρίσιμο εκείνο μέγεθος που θα τους επέτρεπε να εισχωρήσουν ανταγωνιστικά στις αγορές των ανεπτυγμένων χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, παρά μόνο σε χώρες των Βαλκανίων. Το γεγονός, ωστόσο, ότι η ενοποίηση της ευρωπαϊκής τραπεζικής δραστηριότητας, κυρίως στη χονδρική και όχι στη λιανική τραπεζική, θα έχει ως αποτέλεσμα περαιτέρω συγκέντρωση, δεν συνεπάγεται σε καμία περίπτωση ότι αυτή η συγκέντρωση πρέπει να προέλθει από την πρόσθεση των εγχώριων μεριδίων αγοράς.

Η λεγόμενη θεωρία των «εθνικών πρωταθλητών», που στο παρελθόν οδήγη-

σε σε επιχειρηματικά ναύαγια τύπου συγχώνευσης Alpha-Εθνικής, συνιστά μια ξεπερασμένη βαλκανοκεντρική αντίληψη που δεν συνάδει με την πραγματική σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας στον επιχειρηματικό πολιτισμό της Ευρωζώνης. Πράγματι, η διαδικασία της τραπεζικής ενοποίησης στην Ευρώπη αναμένεται να συνεχισθεί μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών, αναμορφώνοντας το ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό τοπίο τα επόμενα χρόνια. Τα περιθώρια περαιτέρω συγκεντροποίησης του χρηματοοικονομικού κεφαλαίου είναι ακόμη σημαντικά, δεδομένου ότι ο αριθμός των τραπεζών ανά 1.000 κατοίκους στην Ευρωπαϊκή Ένωση είναι σχεδόν διπλάσιος σε σχέση με τις ΗΠΑ. Επιπλέον, παρατηρείται σημαντικός βαθμός ετερογένειας στη συγκέντρωση των τραπεζικών μεριδίων στις ευρωπαϊκές χώρες.

Περισσότερες διασυνοριακές τραπεζικές συμφωνίες αναμένονται τα επόμενα χρόνια, που μέχρι σήμερα ήταν περιορισμένες. Οι περιορισμένης έκτασης διασυνοριακές συνεργασίες επικεντρώθηκαν έως σήμερα κυρίως στον τομέα της χονδρικής τραπεζικής. Η πρόκληση που θα αντιμετωπίσει πανευρωπαϊκά ο κλάδος τα επόμενα χρόνια είναι τόσο η ισχυροποίηση των διασυνοριακών συνεργασιών μέσω συγχωνεύσεων και απορροφήσεων με στόχο τη χονδρική τραπεζική, όσο και η διασυνοριακή ενοποίηση του κλάδου με στόχο τη λιανική. Από αυτή τη διαδικασία των διασυνοριακών συγχωνεύσεων και εξαγορών η Ελλάδα δεν πρέπει να λείπει. Αλλιώς, η απουσία πολυεθνικών τραπεζών από την Ελλάδα μπορεί να οδηγήσει σε αποδυνάμωση των ανταγωνισμού. Η έλευσή τους στη χώρα μας μπορεί να αποτελέσει ανάχωμα στη συγκέντρωση των μεριδίων της αγοράς σε λίγους παίκτες.

3.5.4 Η πορεία των επιτοκίων-Ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια

Τα στεγαστικά δάνεια στην Ευρωζώνη αυξάνονται πλέον με ρυθμό 11,7%, ενισχύοντας τις ανοδικές τάσεις στις τιμές των ακινήτων. Ο πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Ζαν-Κλοντ Τρισέ μάλιστα τονίζει την ανάγκη επαγρύπνησης για την αποφυγή δημιουργίας «φούσκας» σε ορισμένες χώρες της Ευρωζώνης. Μέχρι στιγμής με υψηλότερο ρυθμό αυξάνονται οι τιμές στη Γαλλία, την Ισπανία και την Ιρλανδία.

Τα τελευταία στοιχεία που ανακοινώθηκαν στην Ευρωζώνη αποθάρρυναν σε κάποιο βαθμό τις προσδοκίες για ουσιαστική ανάκαμψη των μεγάλων οικονομιών και δημιούργησαν αμφιβολίες όσον αφορά την πορεία αύξησης των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Το πιο ενδιαφέρον, ωστόσο, είναι η πορεία των ιαπωνικών επιτοκίων. Ο διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας ξεκαθάρισε ότι ωρίμασαν οι συνθήκες για αλλαγή νομισματικής πολιτικής. Οι αγορές εκτίμησαν τη θέση αυτή ως ένδειξη για επικείμενη αύξηση των ιαπωνικών επιτοκίων.

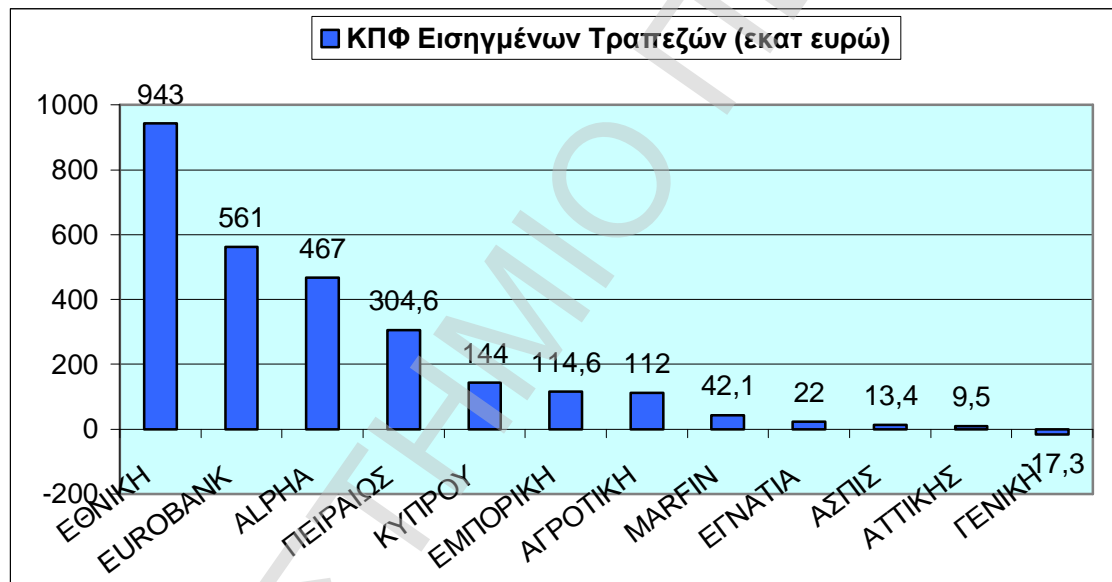
Επίσης, οι οικονομικές εξελίξεις στην Ευρωζώνη συμβάλλουν στην υποχώρηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ως αποτέλεσμα της διατήρησης σε υψηλά επίπεδα του spread τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Παράλληλα, τα χαμηλά επιτόκια στην Ευρωζώνη συμβάλλουν τους τελευταίους μήνες σε μια υψηλότερη αύξηση της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (με ρυθμό άνω του 10%), που μπορεί να αποτελέσει ουσιαστικό παράγοντα ενίσχυσης της εγχώριας ζήτησης το 2006. Η προοπτική, βεβαίως, για διατήρηση των τιμών του πετρελαίου σε επίπεδα υψηλότερα των 62 δολ. το βαρέλι -σε συνδυασμό με την πίεση που υπάρχει για συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων και του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα

προϊόντος εξαιτίας του εντεινόμενου ανταγωνισμού από τις χώρες χαμηλού κόστους και κυρίως την Κίνα- δημιουργεί τις προϋποθέσεις για υψηλότερο πληθωρισμό στην Ευρωζώνη. Σε τούτο συνηγορεί και η αδυναμία συγκράτησης της ισοτιμίας του ευρώ με το δολάριο στα επίπεδα του 1,20.

Κατά συνέπεια, οι προσδοκίες των αγορών ότι η πορεία των επιτοκίων στην Ευρωζώνη θα είναι ανοδική, με όριο το 3,0%, μετά και την αύξησή τους στο 2,5%, μέχρι να εμφανιστούν πιο ισχυρά στοιχεία ανάκαμψης των αγορών και ενίσχυσης των πληθωριστικών πιέσεων, φαίνονται απόλυτα δικαιολογημένες (Εκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Τράπεζα της Ελλάδος).

3.5.5 Οι λόγοι της κερδοφορίας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων

Το 2005 αποδείχτηκε χρυσοφόρα χρονιά για το σύνολο των ελληνικών τραπεζών και ειδικά για τους μεγαλύτερους ομίλους που είδαν τα κέρδη τους να αυξάνονται σημαντικά σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τα κέρδη προ φόρων των δώδεκα εισηγμένων τραπεζών για το οικονομικό έτος 2005.



Διάγραμμα 3: Κέρδη προ Φόρων των Εισηγμένων Τραπεζών (σε εκατ ευρώ)

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Τραπεζών

ΤΡΑΠΕΖΑ	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ 2005 (εκατ ευρώ)
ΕΘΝΙΚΗ	943
EUROBANK	561
ALPHA	467
ΠΕΙΡΑΙΩΣ	304,6
ΚΥΠΡΟΥ	144
ΕΜΠΟΡΙΚΗ	114,6
ΑΓΡΟΤΙΚΗ	112
ΜΑΡΦΙΝ	42,1
ΕΓΝΑΤΙΑ	22
ΑΣΠΙΣ	13,4
ΑΤΤΙΚΗΣ	9,5
ΓΕΝΙΚΗ	-17,3

Με εξαίρεση τη Γενική Τράπεζα που έκλεισε το έτος με ζημιές, όλες οι υπόλοιπες τράπεζες παρουσίασαν κέρδη στους ετήσιους ισολογισμούς. Εντυπωσιακά είναι τα μεγέθη για την Εθνική Τράπεζα με τα κέρδη προ φόρων να φθάνουν το πραγματικά τεράστιο ποσό των 943 εκατομμυρίων ευρώ, και ακολουθούν οι υπόλοιποι τρεις πρωταγωνιστές του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος Eurobank, Alpha Bank και Τράπεζα Πειραιώς με εξίσου σημαντικά κέρδη, τόσο σε απόλυτα νούμερα όσο και σε σύγκριση με τα αντίστοιχα περσινά αποτελέσματα. Εντυπωσιακά κέρδη θα εμφανίσουν οι τράπεζες και το πρώτο τρίμηνο της τρέχουσας οικονομικής χρήσης, με το μέσο ρυθμό αύξησης να κινείται κοντά στην περιοχή του 35%-40%, χωρίς να αποκλείονται και εκπλήξεις, ενώ το σύνολο του 2006 εκτιμάται ότι θα τρέξει με ρυθμό αύξησης της κερδοφορίας της τάξης του 25%.

Ποιοι είναι, όμως, οι βασικοί παράγοντες που οδηγούν ακόμη σε υψηλά ποσοστά αύξησης τα τραπεζικά κέρδη; Το retail banking, με αιχμή τα στεγαστικά, αλλά και τα «επικίνδυνα», σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, καταναλωτικά δάνεια εξακολουθούν να αποτελούν τις βασικές προσοδοφόρες πηγές εσόδων για τις ελληνικές τράπεζες. Όσο για τα περιθώρια ανόδου των εργασιών της λιανικής για πρώτη φορά υποστηρίζεται ότι «τα κέρδη από τις συγκεκριμένες πηγές θα αντέξουν για ακόμη ενάμιση έτος». Στο τομέα της καταναλωτικής πίστης υπάρχει μια στροφή των δανειοληπτών στην αποπληρωμή πιστωτικών καρτών και στην αποφυγή νέων καταναλωτικών δανείων, δεδομένου της στασιμότητας των εισοδημάτων.

Από την πλευρά τους, οι τράπεζες σε μια προσπάθεια να διατηρήσουν την κερδοφορία τους σε ικανοποιητικό επίπεδο και τα επόμενα έτη αναπτύσσουν τις εργασίες τους στις γειτονικές αγορές, από τις οποίες θα παράξουν κέρδη σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Αυτή η εκπληκτική άνοδος της κερδοφορίας των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων για την οικονομική χρήση του 2005, αποδίδεται σε τέσσερις κυρίως λόγους:

1. Χαμηλή βάση εκκίνησης του 2004

Είναι γεγονός ότι το 2004 ήταν μια δύσκολη χρονιά για τον κλάδο που επισκιάστηκε από τις σημαντικές ζημιές της Εμπορικής Τράπεζας (113 εκατ. ευρώ) και το πρόγραμμα εθελουσίας εξόδου της Εθνικής Τράπεζας, το οποίο επέδρασε αρνητικά κατά περίπου 100 εκατ. ευρώ στα κέρδη του 2004.

2. Υψηλοί ρυθμοί στη λιανική τραπεζική

Ο ρυθμός αύξησης των δανείων στα νοικοκυριά ξεπέρασε το 27% για το σύνολο του 2005, με αιχμή την εξαιρετικά δυνατή στεγαστική πίστη το τελευταίο τρίμηνο του 2005 (λόγω των φορολογικών αλλαγών που τέθηκαν σε ισχύ από 01/01/2006). Οι συνολικές εκταμιεύσεις στεγαστικών δανείων τους δύο τελευταίους μήνες του 2005 ξεπέρασαν τα 3,5 δισ. ευρώ, ανεβάζοντας τον συνολικό ρυθμό αύξησης των στεγαστικών δανείων για το 2005 κοντά στο 33% (λαμβάνοντας υπ' όψιν τις τιτλοποιήσεις). Η Εθνική ανακοίνωσε ήδη ότι στις αρχές του 2006 τα στεγαστικά της δάνεια αυξάνονται με ρυθμό 50%. Στην καταναλωτική πίστη, οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν ισχυροί (πάνω από 20%), με τα προσωπικά δάνεια να αποτελούν την αιχμή του δόρατος.

3. Υψηλά περιθώρια κέρδους

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, τα περιθώρια κέρδους στην καταναλωτική πίστη ανέρχονται σε 891 μονάδες βάσης (με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο στις 552 μονάδες βάσης), ενώ στην στεγαστική πίστη τα περιθώρια -αν και μειούμενα- παραμένουν και αυτά σχετικά υψηλά, στις 210 μονάδες βάσης (με τον

ευρωπαϊκό μέσο όρο στις 165 μονάδες βάσης). Τα περιθώρια κέρδους στην καταναλωτική / στεγαστική αναμένεται να συνεχίσουν να κινούνται πτωτικά, λόγω αυξημένου ανταγωνισμού. Το γεγονός αυτό αντισταθμίζεται από τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης των δανείων προς νοικοκυριά, τα οποία καταλαμβάνουν όλο και μεγαλύτερο μέρος των συνολικών χαρτοφυλακίων των τραπεζών, αντικαθιστώντας επιχειρηματικά δάνεια με μικρότερα περιθώρια κέρδους. Αυτό έχει σαν τελικό αποτέλεσμα τη βελτίωση του συνολικού περιθωρίου κέρδους των τραπεζικών χαρτοφυλακίων. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, το επιτοκιακό περιθώριο (NIM) των 5 μεγαλύτερων τραπεζών αναμένεται να ανέλθει σε 3,3% το 2005 από 3,05% το 2004, βελτιώνοντας σημαντικά τα καθαρά έσοδα από τόκους.

4. Αύξηση εσόδων από προμήθειες

Το 2005 οι τράπεζες κατέγραψαν σημαντική αύξηση των προμηθειών από χρηματοπιστηριακές εργασίες, asset management και investment banking. Ο μέσος ημερήσιος τζίρος στο ΧΑ αυξήθηκε κατά 49%, στα 210 εκατ. ευρώ το 2005, από 141 εκατ. ευρώ το 2004 (με το περιβάλλον να είναι ακόμα καλύτερο κατά τον πρώτο μήνα του έτους και την μέση ημερήσια αξία συναλλαγών να ανέρχεται σε 394 εκατ. ευρώ τον Ιανουάριο). Η τάση του έτους, όπου το 20%, ήτοι 400 εκατ. ευρώ από τα 2,1 δισ. ευρώ, των καθαρών κερδών των πέντε μεγαλύτερων τραπεζών, Εθνική, ΑΤΕΒank, Eurobank, Alpha Bank και Πειραιώς, προήλθαν από έσοδα εργασιών συνδεδεμένες με τις εργασίες της κεφαλαιαγοράς, εκτιμάται ότι συνεχίσθηκε και το πρώτο τρίμηνο του 2006. Επιπλέον, υπάρχουν περιθώρια ανάπτυξης των εσόδων από προμήθειες, καθώς υπάρχουν ακόμα σημαντικές ευκαιρίες στους τομείς του asset management και των σταυροειδών πωλήσεων (cross-selling). Ο τραπεζικός δείκτης παρουσίασε άνοδο 41% κατά την διάρκεια του 2005, ενώ κατά τον πρώτο

μήνα του 2006 κινήθηκε ανοδικά κατά 10,4% (με τις ευρωπαϊκές τράπεζες να κινούνται κατά 7,5% υψηλότερα).

Σημαντική αύξηση στα κέρδη του πρώτου τριμήνου εκτιμάται ότι θα καταγράψει ο όμιλος της Εθνικής Τράπεζας. Συγκεκριμένα, τα κέρδη, αναμένεται ότι θα σημειώσουν αύξηση που θα κυμαίνεται στην περιοχή του 50% και θα ξεπεράσουν αισθητά τα 230 εκατ. ευρώ. Το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της Εθνικής προέρχεται από τις εργασίες της λιανικής τραπεζικής. Σημειώνεται ότι σημαντικά οφέλη απολαμβάνουν οι τράπεζες και από τους χαμηλούς φορολογικούς συντελεστές. Αντίστοιχη αύξηση αναμένεται και στα κέρδη του α τριμήνου του ομίλου της Alpha Bank, με τη διαφορά ότι το ποσοστό της αύξησης θα είναι μεγάλο, εξαιτίας της σύγκρισής του με το χαμηλό περσινό πρώτο τρίμηνο. Αύξηση της τάξης του 35% εκτιμάται ότι θα σημειώσουν τα κέρδη του ομίλου της EFG Eurobank και θα ανέλθουν περίπου στα 140 εκατ. ευρώ. Η τράπεζα κατέχει σημαντικό μερίδιο αγοράς στις νευραλγικές τραπεζικές εργασίες του retail banking, ενώ παράγει σημαντικά έσοδα από τη διαχείριση κεφαλαίων και εν γένει τις εργασίες του τομέα του asset management (Μαντικίδης Τ., Το Βήμα Online, Απρίλιος 2006).

Κεφάλαιο 4: Πολιτική Μερισματος

Το κεφάλαιο αυτό αναφέρεται στη διαδικασία που ακολουθεί μια επιχείρηση για να καθορίσει το μέρισμα το οποίο θα διανείμει στους μετόχους της. Επιπλέον, στο κεφάλαιο αυτό εξετάζεται η επίδραση που έχει η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης στην τιμή της μετοχής της.

4.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η μερισματική πολιτική την οποία ακολουθεί μια επιχείρηση δεν είναι μια ανεξάρτητη απόφαση την οποία παίρνει η διοίκηση της επιχείρησης κάθε χρόνο. Η απόφαση αυτή λαμβάνεται μαζί με τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και τον προγραμματισμό επενδύσεων κεφαλαίου. Επιπλέον, οι περισσότερες επιχειρήσεις αποφεύγουν να μεταβάλλουν συχνά τη μερισματική τους πολιτική. Κατά συνέπεια, η απόφαση για τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση περιορίζεται από την αντίστοιχη απόφαση που είχε πάρει στο παρελθόν. Ορισμένοι αναλυτές θεωρούν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει κάποια επίδραση στην τιμή της μετοχής της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, όλες σχεδόν οι διοικήσεις των εταιρειών καθορίζουν τη μερισματική τους πολιτική ως εάν η πολιτική αυτή να επηρεάζει την τιμή της μετοχής της εταιρείας τους. Στην πρώτη περίπτωση, η μερισματική πολιτική δεν έχει ιδιαίτερη σημασία για την επιχείρηση, ενώ, στη δεύτερη περίπτωση, η πολιτική αυτή έχει εξαιρετική σημασία.

4.2 Βασικές Έννοιες της Μερισματικής Θεωρίας

Τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης μπορεί να διανεμηθούν στους μετόχους της ως μέρισμα ή να παρακρατηθούν από την ίδια την επιχείρηση. Τα παρακρατηθέντα ή αδιανέμητα κέρδη αποτελούν ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και χρηματοδοτούν τα διάφορα επενδυτικά της προγράμματα. Το ποσό των παρακρατηθέντων κερδών που εμφανίζεται στους ισολογισμούς μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα των κερδών που έχουν παρακρατηθεί σε όλες τις λογιστικές χρήσεις και έχουν επενδυθεί από την επιχείρηση. Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι η πολιτική μερίσματος (dividend policy) αναφέρεται στην απόφαση της επιχείρησης να διανείμει τα κέρδη ως μέρισμα ή να τα παρακρατήσει και να τα επενδύσει σε διάφορα επενδυτικά προγράμματα. Με άλλα λόγια, η πολιτική μερίσματος καθορίζει τον βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης.

Η πολιτική μερίσματος περιλαμβάνει τρία βασικά χαρακτηριστικά, τα οποία είναι τα εξής:

- ✚ Το ποσοστό των διανεμομένων κερδών (dividend payout ratio), το οποίο είναι το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων. Για παράδειγμα, εάν το μέρισμα ανά μετοχή είναι 10 λεπτά και τα κέρδη ανά μετοχή είναι 20 λεπτά, τότε το ποσοστό των διανεμομένων κερδών είναι 50%. Το συμπλήρωμα του ποσοστού των διανεμομένων κερδών ή το $(1,00 - \text{ποσοστό διανεμομένων κερδών})$ είναι το ποσοστό των παρακρατουμένων κερδών (retention rate). Το ποσοστό των παρακρατουμένων κερδών είναι το ποσοστό των ετήσιων καθαρών κερδών που παρακρατείται από την εταιρεία για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών της προγραμμάτων.
- ✚ Η σταθερότητα ή μη του μερίσματος διαχρονικά.
- ✚ Το μέγεθος του επόμενου μερίσματος που θα διανεμηθεί.

Οι αποδόσεις των μετόχων μιας εταιρείας μπορεί να προέλθουν από δύο πηγές: τη μερισματική απόδοση (dividend yield) και τα κέρδη κεφαλαίου (capital gains). Η μερισματική απόδοση είναι το ετήσιο μέρισμα που εισπράττει ο μέτοχος μιας εταιρείας και εκφράζεται συνήθως ως ένα ποσοστό της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της. Τα κέρδη (ή οι ζημίες) κεφαλαίου είναι η απόδοση την οποία έχει ένας επενδυτής λόγω της μεταβολής της τιμής μιας μετοχής κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Τα παραπάνω γίνονται φανερά εάν χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα σταθερής μεγέθυνσης των μερισμάτων. Το υπόδειγμα αυτό μπορεί να πάρει την εξής μορφή:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g} \Rightarrow K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

1. Η παραπάνω εξίσωση δείχνει ότι η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση περιλαμβάνει δύο μέρη, τη μερισματική απόδοση (D_1/P_0) και τα κέρδη κεφαλαίου. Τα κέρδη κεφαλαίου μπορεί να δημιουργηθούν από τη μεταβολή της τιμής της μετοχής της εταιρείας, η οποία οφείλεται στην αύξηση των μελλοντικών της μερισμάτων (δηλαδή στο g). Η ανάλυση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα ότι, εάν μια εταιρεία αυξήσει το ποσοστό των διανεμομένων κερδών της (δηλαδή αυξήσει το D_1), θα αυξήσει την τιμή της μετοχής της (P_0), εάν υποθέσουμε ότι όλα τα άλλα παραμείνουν σταθερά. Η υπόθεση όμως αυτή δεν ισχύει στην πράξη. Εάν αυξηθούν τα διανεμόμενα κέρδη, τότε λιγότερα κέρδη θα παρακρατηθούν και θα επανεπενδυθούν από την εταιρεία και επομένως ο ρυθμός ανάπτυξης της θα είναι μικρότερος (δηλαδή θα είναι μικρότερο το g).

Το τελευταίο θα έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής (P_0) της μετοχής της

εταιρείας. Άρα, η μεταβολή του ποσοστού των διανεμομένων κερδών έχει δύο αντικρουόμενα αποτελέσματα και η εταιρία θα πρέπει να καθορίσει τη μερισματική της πολιτική βασισμένη στις προτιμήσεις των μετόχων της (Βασιλείου Δ., *Τραπεζική Διοίκηση*, 1999-2000).

4.3 Η μερισματική πολιτική, οι προτιμήσεις των επενδυτών και η επίδραση στη τιμή της μετοχής

Υπάρχουν τρεις θεωρίες οι οποίες προσπαθούν να ερμηνεύσουν τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και των προτιμήσεων των επενδυτών. Αυτές είναι οι εξής:

1. Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος,
2. Η θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι»,
3. Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης.

4.3.1 Η θεωρία της Μη Σχετικότητας του Μερίσματος

Σε ένα σημαντικό άρθρο για τη μερισματική πολιτική, οι Merton Miller-Franco Modigliani υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική ουδεμία επίδραση έχει στην τιμή της μετοχής της εταιρείας ή στο κόστος κεφαλαίου της. Άρα, η μερισματική πολιτική δεν είναι σχετική (irrelevant). Κατά συνέπεια, η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (dividend irrelevance theory) ισχυρίζεται ότι δεν υπάρχει άριστη μερισματική πολιτική και όλες οι πολιτικές έχουν τα ίδια αποτελέσματα. Οι M-M υποστηρίζουν ότι η αξία μιας εταιρείας εξαρτάται από την επενδυτική της πολιτική και όχι από τον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα κέρδη της σε μερίσματα και παρακρατηθέντα κέρδη. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται μόνο για τις

συνολικές αποδόσεις μιας μετοχής και όχι για τη μορφή που θα έχει η απόδοση αυτή (δηλαδή εάν θα έχει τη μορφή μερίσματος ή κεφαλαιακών κερδών τα οποία θα προέλθουν από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών). Εάν ένας μέτοχος της εταιρείας χρειάζεται μετρητά, δεν έχει παρά να πουλήσει μερικές από τις μετοχές του. Οι συγγραφείς αυτοί απέδειξαν ότι, εάν μια εταιρεία διανέμει υψηλά μερίσματα, τότε θα πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές (για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της προγράμματα) ίσης αξίας με τα μερίσματα που διένειμε, τις οποίες θα πουλήσει σε νέους επενδυτές. Η επίδραση των μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων αντισταθμίζεται πλήρως από την επίδραση της έκδοσης των νέων μετοχών.

Θα πρέπει, πάντως, να σημειωθεί ότι η άποψη των M-M στηρίζεται σε πέντε μη ρεαλιστικές υποθέσεις, οι οποίες είναι οι εξής:

- Ø Δεν υπάρχουν φόροι εισοδήματος ιδιωτών και επιχειρήσεων.
- Ø Δεν υπάρχουν κόστη έκδοσης και διάθεσης μετοχών και κόστη συναλλαγών.
- Ø Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ εισοδήματος από μερίσματα και εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου.
- Ø Η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τη μερισματική της πολιτική.
- Ø Οι επενδυτές και τα διευθυντικά στελέχη της επιχείρησης έχουν την ίδια πληροφόρηση αναφορικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης, δηλαδή δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση.

(Modigliani and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review, June 1958).

4.3.2 Η Θεωρία του «Καλύτερα Πέντε και στο Χέρι»

Η θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» (bird-in-the-hand theory) βασίζεται κυρίως στις εργασίες των M. J. Gordon και J. Lintner. Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι τα μερίσματα ενέχουν μικρότερο κίνδυνο απ' ό,τι τα κέρδη κεφαλαίου (τα οποία αναμένεται να προέλθουν από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών) και επομένως το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται και η τιμή της μετοχής αυξάνεται όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμομένων κερδών. Κατά συνέπεια, μια εταιρεία η οποία θέλει να μεγιστοποιήσει την τιμή της μετοχής της θα πρέπει να έχει ένα μεγάλο ποσοστό διανεμομένων κερδών. Οι Miller-Modigliani ονόμασαν τη θεωρία αυτή «πλάνη του "καλύτερα πέντε και στο χέρι", (bird in-the-hand fallacy) και υποστήριξαν ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου και επομένως το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δε μεταβάλλεται λόγω της μερισματικής πολιτικής. Κατά την άποψή τους, αυτό οφείλεται στο ότι οι περισσότεροι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματά τους σε μετοχές της ίδιας εταιρείας ή παρεμφερών εταιρειών και επομένως ο κίνδυνος των αποδόσεών τους δεν έχει σχέση με τη μορφή των ταμειακών τους ροών, αλλά καθορίζεται από τον κίνδυνο της εταιρείας από όπου προέρχονται οι ταμειακές αυτές ροές. (The Gordon/Lintner "Bird-in-the-Hand" Theory of Dividends, 1959)

4.3.3 Η θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης

Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης βασίζεται κυρίως στο άρθρο των R. H. Litzenger - K. Ramaswamy. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές προτιμούν το μελλοντικό εισόδημα των επανεπενδυμένων κερδών (παρακρατηθέντων κερδών) παρά το τρέχον εισόδημα των μερισμάτων και επομένως οι εταιρείες οι οποίες θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους θα πρέπει να εφαρμόζουν μια

πολιτική χαμηλών μερισμάτων. Η άποψη αυτή στηρίζεται στη διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Σε πολλές χώρες, το εισόδημα που προέρχεται από κέρδη κεφαλαίου φορολογείται με χαμηλότερους συντελεστές απ' ό,τι το εισόδημα που προέρχεται από μερίσματα. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα το εισόδημα ιδιωτών από κέρδη κεφαλαίου είναι αφορολόγητο, ενώ το εισόδημα από μερίσματα φορολογείται με συντελεστή φορολόγησης 40% (ή 35% εάν οι εταιρείες είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ). Υπάρχει όμως και ένα άλλο πλεονέκτημα που συνηγορεί υπέρ των κεφαλαιακών κερδών. Ο επενδυτής μπορεί να αναβάλει την πληρωμή του φόρου με το να αποφύγει να πουλήσει τις μετοχές του και επομένως να αποφύγει να πραγματοποιήσει κέρδη κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή, η πληρωμή του φόρου θα γίνει σε μελλοντική χρονική περίοδο (όταν θα πραγματοποιηθούν τα κέρδη κεφαλαίου). Αυτό αποτελεί άλλο ένα πλεονέκτημα υπέρ των κεφαλαιακών κερδών, καθώς είναι γνωστό ότι η αξία μίας δραχμής η οποία θα καταβληθεί στο μέλλον έχει μικρότερη αξία απ' ό,τι μία δραχμή η οποία θα καταβληθεί στο παρόν (Lintzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, 1982. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects. *Journal of Finance* 37, 429-443)

4.3.4 Η Υπολειμματική Θεωρία των Μερισμάτων

Η προηγούμενη ανάλυση της μερισματικής πολιτικής μάς οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν είμαστε σε θέση να αποφανθούμε εάν οι επενδυτές προτιμούν το τρέχον εισόδημα από μερίσματα ή το μελλοντικό εισόδημα από κέρδη κεφαλαίου. Αυτό όμως που μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν τα αναμενόμενα μερίσματα και αντιπαθούν τις συχνές μεταβολές τους. Κατά συνέπεια, οι περισσότερες επιχειρήσεις βάζουν ένα συγκεκριμένο

ποσοστό διανεμομένων κερδών ως μακροπρόθεσμο στόχο (target payout ratio). Αυτό όμως δε σημαίνει ότι διανέμουν το ίδιο ποσοστό των κερδών τους κάθε χρόνο. Ο μακροπρόθεσμος στόχος του ποσοστού των διανεμομένων κερδών που βάζει μια επιχείρηση μπορεί να δημιουργηθεί από την υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων (residual dividend theory). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, ο στόχος καθορίζεται από τα παρακάτω τέσσερα βήματα:

1. Η εταιρεία αποφασίζει τα επενδυτικά προγράμματα που θα πραγματοποιήσει.
2. Η εταιρεία καθορίζει τα ίδια κεφάλαια που χρειάζονται για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά προγράμματα που θέλει να πραγματοποιήσει, διατηρώντας την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση, την οποία έχει ως στόχο (target capital structure).
3. Η εταιρεία χρησιμοποιεί παρακρατηθέντα κέρδη για να καλύψει τα ίδια κεφάλαια που χρειάζονται για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά προγράμματα.
4. Εάν περισσέψουν παρακρατηθέντα κέρδη μετά τη χρηματοδότηση όλων των επενδυτικών προγραμμάτων, τα κέρδη αυτά θα διανεμηθούν στους μετόχους με τη μορφή ρευστών μερισμάτων. Εάν δεν περισσέψουν παρακρατηθέντα κέρδη, τότε δε θα υπάρξει μέρισμα. Εάν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που χρειάζονται για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά προγράμματα είναι μεγαλύτερο των παρακρατηθέντων κερδών, τότε η εταιρεία θα χρηματοδοτήσει το επιπλέον ποσό με έκδοση νέων μετοχών.

Η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων παρουσιάζει την πληρωμή μερίσματος ως ένα παθητικό υπόλοιπο, το οποίο καθορίζεται από το ύψος των επενδυτικών ευκαιριών. Αυτό σημαίνει ότι οι διάφορες αυξομειώσεις που παρουσιάζονται διαχρονικά στα κέρδη μιας επιχείρησης οδηγούν σε αυξομειώσεις

των μερισμάτων της. Επειδή όμως οι διαχρονικές αυξομειώσεις των μερισμάτων δεν είναι επιθυμητές από τις περισσότερες επιχειρήσεις, η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων εφαρμόζεται ως ένας οδηγός καθορισμού του μακροπρόθεσμου στόχου του ποσοστού των διανεμομένων κερδών και δεν ακολουθείται με αυστηρή ακρίβεια σε ετήσια βάση. Στην πράξη, φυσικά, οι περισσότερες μεγάλες εταιρείες χρησιμοποιούν ένα χρηματοοικονομικό υπόδειγμα προβλέψεων (financial forecasting model) το οποίο ακολουθεί μια παρόμοια προσέγγιση με την ανωτέρω θεωρία. Το υπόδειγμα αυτό προβλέπει τις ταμειακές ροές που θα έχει η επιχείρηση τα επόμενα 5-10 έτη (από τα επενδυτικά προγράμματα που θα πραγματοποιήσει και γενικά από όλες τις δραστηριότητές της) και την ποσότητα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρειαστεί η επιχείρηση κατά την περίοδο αυτή, διατηρώντας την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Στη συνέχεια οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το υπόδειγμα για να υπολογίσουν ένα ποσοστό διανεμομένων κερδών (ίδιο για όλη την περίοδο πρόβλεψης), το οποίο θα αφήνει αρκετά παρακρατηθέντα κέρδη για να χρηματοδοτηθούν τα επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης χωρίς να χρειαστεί να εκδώσει η επιχείρηση νέες μετοχές ή να μεταβάλει την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Το ποσοστό αυτό των διανεμομένων κερδών αποτελεί τον μακροπρόθεσμο στόχο της επιχείρησης (Weston J. F. – E.F. Brigham, 1986).

4.4 Κύριες Πολιτικές Μερίσματος

Όταν μια εταιρεία καθορίζει τη μερισματική της πολιτική, θα πρέπει να λάβει υπόψη της διάφορους παράγοντες, όπως είναι:

- ✚ τα κεφάλαια που χρειάζεται,
- ✚ η ρευστότητά της,
- ✚ η ικανότητα δανεισμού της,
- ✚ η πιθανότητα να χαθεί ο έλεγχός της (εάν, για παράδειγμα, εκδοθούν νέες μετοχές και οι υπάρχοντες μέτοχοι δεν είναι σε θέση να τις αγοράσουν),
- ✚ η αξιολόγηση της πληροφόρησης που παρέχει η πολιτική μερισμάτων η δική της, αλλά και των ανταγωνιστριών εταιρειών,
- ✚ και διάφοροι άλλοι παράγοντες όπως είναι οι συνθήκες στις κεφαλαιαγορές, ο πληθωρισμός, η φορολογία και οι περιορισμοί θεσμικής φύσεως (δηλαδή οι νόμοι που ισχύουν).

Στην Ελλάδα το ποσό που μπορεί να παρακρατηθεί έχει ένα ανώτατο όριο που καθορίζεται από το υποχρεωτικό μέρισμα που ορίζει ο νόμος και ένα κατώτατο όριο που επιβάλλεται από τον νόμο για τη δημιουργία τακτικού αποθεματικού. Για την ακρίβεια, ο νόμος (Ν. 2190/1920) καθορίζει ότι το 5% των καθαρών κερδών πηγαίνει για τη δημιουργία τακτικού αποθεματικού με σκοπό να αντιμετωπίζονται μελλοντικές ζημιολύγες καταστάσεις της εταιρείας χωρίς να μειώνεται το μετοχικό της κεφάλαιο. Η αφαίρεση αυτή των καθαρών κερδών για τον σχηματισμό τακτικού αποθεματικού παύει να είναι υποχρεωτική όταν το τακτικό αποθεματικό φτάσει στο 1/3 του εταιρικού κεφαλαίου. Άρα, το ποσοστό αυτό (5%) καθορίζει ένα κατώτατο όριο του ποσοστού των κερδών που μπορεί να παρακρατηθεί. Από την άλλη πλευρά, ο ίδιος νόμος υποχρεώνει τις επιχειρήσεις να διανέμουν ποσό τουλάχιστον ίσο με το 6% του μετοχικού τους κεφαλαίου. Επιπλέον, ο νόμος (Ν. 148/1967 και Ν.

876/1979) υποχρεώνει τις ανώνυμες εταιρείες να διανέμουν στους μετόχους τους ποσοστό τουλάχιστον ίσο με το 35% των καθαρών τους κερδών. Το ποσοστό αυτό, πάντως, μπορεί να μη διανεμηθεί εάν το αποφασίσει η συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία 3/4 των ψήφων που εκπροσωπούνται σε αυτή. Άρα, το υποχρεωτικό αυτό ποσοστό διανεμομένων κερδών (6% ή 35%) καθορίζει ένα ανώτατο όριο του ποσοστού των κερδών που μπορεί να παρακρατηθεί.

Ανεξάρτητα από το μακροπρόθεσμο ποσοστό διανεμομένων κερδών που έχουν ως στόχο, οι περισσότερες εταιρείες εφαρμόζουν μία από τις παρακάτω τρεις βραχυπρόθεσμες (δηλαδή από έτος σε έτος) πολιτικές μερίσματος:

1. Σταθερό ποσοστό διανεμομένων κερδών (constant dividend payout ratio).

Σύμφωνα με την πολιτική αυτή, η εταιρεία που την ακολουθεί θα πρέπει να διανέμει κάθε χρόνο ένα σταθερό ποσοστό των κερδών της. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις από έτος σε έτος, η πολιτική αυτή συνεπάγεται και τη διακύμανση των μερισμάτων.

2. Σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή (stable dollar dividend per share).

Ονομάζεται και πολιτική σταθερών μερισμάτων (stable dividend policy) και ακολουθείται συνήθως από τις περισσότερες επιχειρήσεις. Παλαιότερα, η πολιτική αυτή σήμαινε ότι η εταιρεία που την ακολουθούσε θα έπρεπε να καταβάλλει το ίδιο ποσό χρημάτων ως μέρισμα κάθε χρόνο. Σήμερα, οι περισσότεροι επενδυτές αναμένουν από τις εταιρείες που ακολουθούν την παραπάνω πολιτική να καταβάλλουν ένα μέρισμα το ποσό του οποίου θα αυξάνεται με σχετικά σταθερό ρυθμό διαχρονικά (δηλαδή από έτος σε έτος).

Αυτό το σταθερό ποσοστό μεγέθυνσης των μερισμάτων οφείλεται στην αναμενόμενη ανάπτυξη της εταιρείας και επομένως των κερδών της και στον αναμενόμενο πληθωρισμό. Στις παραπάνω δύο περιπτώσεις, τις διακυμάνσεις των κερδών τις απορροφούν τα αποθεματικά.

3. Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο (low regular dividend plus extras).

Η μέθοδος αυτή αποτελεί έναν συμβιβασμό των δύο προηγούμενων μεθόδων και εφαρμόζεται από επιχειρήσεις των οποίων οι δραστηριότητες και τα κέρδη κυμαίνονται διαχρονικά. Στην περίπτωση αυτή, οι εταιρείες καθορίζουν ένα σχετικά χαμηλό «κανονικό» μέρισμα, το οποίο διατηρούν κάθε χρόνο ανεξάρτητα από το ύψος των κερδών τους. Το κανονικό αυτό μέρισμα ενισχύεται με ένα έκτακτο όταν υπάρχουν πολλά κέρδη, τα οποία δεν αναμένεται να διατηρηθούν και στο μέλλον. Με τον τρόπο αυτό, οι επενδυτές αναγνωρίζουν ότι το πρόσθετο αυτό μέρισμα είναι έκτακτο και δεν αναμένουν να το εισπράξουν και στο μέλλον. Τα τελευταία χρόνια, πάντως, η πολιτική αυτή έχει αντικατασταθεί από τις περισσότερες επιχειρήσεις με την πολιτική των σταθερών μερισμάτων.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις ακολουθούν την πολιτική σταθερών μερισμάτων για δύο κυρίως λόγους, οι οποίοι είναι οι εξής:

- I. Η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information) υποστηρίζει ότι οι διοικούντες μια επιχείρηση έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές. Κατά συνέπεια, η διοίκηση της επιχείρησης, ακολουθώντας μια πολιτική σταθερών μερισμάτων, υποτίθεται ότι παρέχει κάποια πληροφορία στους επενδυτές για το ύψος των μελλοντικών κερδών και επομένως μερισμάτων της

επιχείρησης. Άρα, οι επενδυτές θα αισθάνονται μικρότερη αβεβαιότητα για το ύψος των μελλοντικών τους μερισμάτων.

- II.** Πολλοί επενδυτές επιθυμούν να έχουν ένα τρέχον εισόδημα από την επένδυσή τους, έτσι ώστε να είναι σε θέση να προγραμματίσουν καλύτερα τις δαπάνες τους. Οι επενδυτές αυτοί είναι ευκολότερο να ικανοποιηθούν όταν εισπράττουν ένα σχετικά σταθερό μέρισμα, παρά όταν τα μερίσματα που εισπράττουν κυμαίνονται από έτος σε έτος.

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι οι επενδυτές, για τους δύο λόγους που αναφέρθηκαν προηγουμένως, μπορεί να είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για τις μετοχές μιας εταιρείας που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων, από ό,τι για τις μετοχές της ίδιας εταιρείας εάν ακολουθούσε διαφορετική μερισματική πολιτική.

Η ανάλυση που προηγήθηκε οδηγεί σε ορισμένα βασικά συμπεράσματα για τον τρόπο με τον οποίο οι διοικούντες μια επιχείρηση αποφασίζουν τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν. Πρώτον, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν επιθυμούν συνήθως την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων. Η έκδοση νέων μετοχών συνεπάγεται ένα σημαντικό κόστος έκδοσης και διάθεσης νέων μετοχών, το οποίο μπορεί να αποφύγει η επιχείρηση εάν χρησιμοποιήσει παρακρατηθέντα κέρδη. Επιπλέον, η έκδοση νέων μετοχών θεωρείται ότι τις περισσότερες φορές παρέχει μια αρνητική ένδειξη (σήμα) στους επενδυτές σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Αυτό το αρνητικό σήμα οφείλεται στην πιθανή ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης. Εάν υποθέσουμε ότι υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση, οι εταιρείες

θα προχωρήσουν σε έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου σε δύο περιπτώσεις, οι οποίες είναι οι εξής:

- ✓ όταν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υπερτιμημένες στην αγορά (για διάφορους λόγους),
- ✓ όταν έχουν επενδυτικά προγράμματα με εξαιρετικές αποδόσεις, τα οποία δεν μπορούν να χρηματοδοτήσουν με άλλους τρόπους.

Η δεύτερη περίπτωση θεωρείται από τους περισσότερους επενδυτές ως ένα μάλλον σπάνιο ενδεχόμενο. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο παρατηρείται συχνά πτώση της τιμής της μετοχής το χρονικό διάστημα αμέσως μετά την ανακοίνωση της έκδοσης νέου μετοχικού κεφαλαίου. Δεύτερον, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων αντιπαθούν τη μείωση του μερίσματος ή, ακόμη χειρότερα, τη μη διανομή μερίσματος. Η αιτία της αποστροφής αυτής πηγάζει από τη διαδεδομένη αντίληψη ότι οι επενδυτές εκλαμβάνουν τη μείωση του μερίσματος ως αρνητική ένδειξη για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Η άποψη αυτή στηρίζεται στη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, σύμφωνα με την οποία οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν πληρέστερη πληροφόρηση από τους επενδυτές. Κατά συνέπεια, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προσπαθούν να αποφύγουν την έκδοση νέων μετοχών και τη μείωση του διανεμομένου μερίσματος. Για να πετύχουν τον σκοπό τους αυτό, οι διοικήσεις χρησιμοποιούν την υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων για να καθορίσουν ένα ποσοστό διανεμομένων κερδών ως μακροπρόθεσμο στόχο. Στη συνέχεια, διανέμουν κάθε χρόνο ένα δραχμικό μέρισμα, το οποίο, ενώ συνδέεται με τον μακροπρόθεσμο στόχο τους, είναι σχετικά χαμηλό, έτσι ώστε να υπάρχει πολύ μικρή πιθανότητα να υποχρεωθούν να το μειώσουν κάποια στιγμή στο μέλλον ή να το παραλείψουν λόγω μειωμένων κερδών (Frankfurter G. M. – Wood B. G., 2003).

4.5 Εναλλακτικές πολιτικές μερίσματος

1. Μέρισμα με τη Μορφή Μετοχών

Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών (stock dividend) είναι η καταβολή μερίσματος με τη μορφή πρόσθετων δωρεάν μετοχών (ίδιας ονομαστικής αξίας με τις παλαιές) που δίνεται στους μετόχους αντί για μετρητά. Ένα 10% μέρισμα με τη μορφή μετοχών σημαίνει ότι ο κάτοχος εκατό μετοχών θα πάρει δέκα μετοχές δωρεάν. Κατά συνέπεια, ο συνολικός αριθμός των μετοχών θα αυξηθεί, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα και η τιμή της μετοχής θα μειωθούν. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών μπορεί να γίνει από κεφαλαιοποίηση αποθεματικού (δηλαδή τμήμα των παρακρατηθέντων κερδών μεταφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο και στο ειδικό αποθεματικό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο) ή με κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών (δηλαδή τα αδιάθετα καθαρά κέρδη -αντί για τα παρακρατηθέντα- μεταφέρονται στο μετοχικό κεφάλαιο). Και στις δύο περιπτώσεις, το ποσοστό της ιδιοκτησίας των μετόχων παραμένει αμετάβλητο. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών χρησιμοποιείται συνήθως για να διατηρήσει η εταιρεία μετρητά ή και να μειώσει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών δίνει συνήθως ένα θετικό σήμα στην αγορά και η τιμή της μετοχής της εταιρείας τείνει να αυξάνεται γύρω από το χρονικό διάστημα της ανακοίνωσής του.

2. Διάσπαση μετοχών (stock split)

Η διάσπαση μετοχών (stock split) είναι η αντικατάσταση μετοχών με περισσότερες ίσης συνολικής ονομαστικής αξίας. Για παράδειγμα, μια διάσπαση μετοχών 3 προς 1 σημαίνει ότι θα εκδοθούν τρεις νέες μετοχές για κάθε μετοχή που υπάρχει (δηλαδή η ονομαστική αξία κάθε μετοχής μειώνεται στο 1/3). Ως οικονομική έννοια, η διάσπαση μετοχών δε διαφέρει από την καταβολή μερίσματος με τη μορφή μετοχών. Η μόνη μεταβολή την οποία επιφέρει η διάσπαση μετοχών

είναι η αύξηση του αριθμού των μετοχών και η μείωση της ονομαστικής και χρηματιστηριακής αξίας της κάθε μετοχής. Η διάσπαση μετοχών χρησιμοποιείται συνήθως για να μειωθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας. Η διάσπαση μετοχών δίνει συνήθως ένα θετικό σήμα στην αγορά και η τιμή της μετοχής της εταιρείας τείνει να αυξάνεται γύρω από το χρονικό διάστημα της ανακοίνωσής της.

3. Η αντίστροφη διάσπαση μετοχών (reverse stock split)

Η αντίστροφη διάσπαση μετοχών (reverse stock split) είναι η αντικατάσταση μετοχών με μια μετοχή ίσης συνολικής ονομαστικής αξίας. Για παράδειγμα, μια αντίστροφη διάσπαση μετοχών 1 προς 4 οδηγεί σε αντικατάσταση τεσσάρων μετοχών με μία, ίσης όμως ονομαστικής αξίας (με τις τέσσερις που αποσύρθηκαν). Η αντίστροφη διάσπαση μετοχών δίνει συνήθως ένα αρνητικό σήμα στην αγορά. Η πολιτική αυτή χρησιμοποιείται για να μειωθεί ο συνολικός αριθμός των κυκλοφορούντων μετοχών και επομένως να αυξηθεί η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, όταν θεωρείται χαμηλή από την εταιρεία.

4. Η επαναγορά ή εξαγορά μετοχών (stock repurchase)

Η επαναγορά ή εξαγορά μετοχών (stock repurchase) είναι η αγορά από την εταιρεία των δικών της μετοχών. Η επαναγορά των μετοχών μπορεί να γίνει από την εταιρεία είτε με αγορά τους στη δευτερογενή αγορά είτε με μια προσφορά (tender offer) που θα κάνει η εταιρεία στους μετόχους της για να αγοράσει τις μετοχές τους σε συγκεκριμένη τιμή. Σε κάθε περίπτωση, πάντως, η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να πληροφορήσει τους μετόχους της για την απόφαση που πήρε να επαναγοράσει μετοχές της, προτού κάνει οποιαδήποτε ενέργεια. Και αυτό διότι η επαναγορά μετοχών μειώνει τις μετοχές που κυκλοφορούν, αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή και επομένως μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής στην αγορά. Οι μετοχές που

επαναγοράζονται από την εταιρεία που τις έχει εκδώσει λέγονται μετοχές θησαυροφυλακίου (treasury stocks). Η επαναγορά μετοχών τείνει να δίνει ένα θετικό σήμα στην αγορά, καθώς πολλές φορές οφείλεται στην εκτίμηση της διοίκησης της εταιρείας ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη. Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους μπορεί μια εταιρεία να επαναγοράσει τις μετοχές της είναι όταν:

1. θέλει να αυξήσει την τιμή της μετοχής της στην αγορά. Εφόσον οι μετοχές που κυκλοφορούν μετά την επαναγορά θα είναι λιγότερες, τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι υψηλότερα και επομένως η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μπορεί να αυξηθεί,
2. θέλει να τις χρησιμοποιήσει για την εξαγορά μιας άλλης εταιρείας,
3. θέλει να μετατραπεί από πολυμετοχική εταιρεία σε ιδιωτική,
4. δεν υπάρχουν αρκετά επενδυτικά προγράμματα, ενώ υπάρχουν αρκετά κέρδη.

Η Επαναγορά μετοχών ως εναλλακτική λύση στη διανομή μερισμάτων

Ο όρος μετοχές θησαυροφυλακίου (treasury stock) είναι το όνομα που δίνεται στις κοινές μετοχές που επαναγόρασε η εκδότρια εταιρεία. Η επαναγορά αποτελεί εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων. Στην περίπτωση που ξανααγοράζεται ένα μέρος των μετοχών, θα παραμείνουν λιγότερες μετοχές σε κυκλοφορία. Αν υποθεθεί ότι η επαναγορά δεν θα επηρεάσει αρνητικά τα κέρδη της επιχείρησης, τα κέρδη ανά μετοχή για τις μετοχές που θα παραμείνουν σε κυκλοφορία θα αυξηθούν. Η αύξηση αυτή των κερδών ανά μετοχή μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της αγοραίας αξίας των μετοχών, γεγονός που σημαίνει ότι τα μερίσματα έχουν αντικατασταθεί από κέρδη κεφαλαίου

Η επαναγορά μετοχών γίνεται συνήθως με τρεις τρόπους.

- ✓ Πρώτον, μια εταιρεία με μεγάλο αριθμό μετόχων μπορεί να αγοράσει τις μετοχές της στην ελεύθερη αγορά διαμέσου ενός χρηματιστή.
- ✓ Δεύτερον, μπορεί να κάνει μια προσφορά σύμφωνα με την οποία επιτρέπεται στους μετόχους να στείλουν τις μετοχές τους στην επιχείρηση με αντάλλαγμα μια συγκεκριμένη τιμή ανά μετοχή. Γενικά, όταν υποβάλλονται τέτοιες προσφορές η επιχείρηση δηλώνει ότι θα αγοράσει μετοχές της μέχρι ένα ορισμένο αριθμό μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο (συνήθως δύο εβδομάδες). Αν αποσταλούν περισσότερες μετοχές από όσες είναι διατεθειμένη να αγοράσει η επιχείρηση, τότε οι αγορές γίνονται κατ' αναλογία με τον αριθμό των μετοχών που απέστειλε κάθε μέτοχος.
- ✓ Τέλος, η επιχείρηση μπορεί να αγοράσει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών από ένα μεγαλομέτοχο μετά από διαπραγματεύσεις. Αν ακολουθηθεί ο τελευταίος τρόπος, πρέπει να ληφθεί μέριμνα, ώστε να εξασφαλιστεί ότι ο μεμονωμένος μέτοχος δεν θα έχει ιδιαίτερη προτιμησιακή μεταχείριση.

Πλεονεκτήματα της Επαναγοράς από την Πλευρά των Μετόχων.

Η επαναγορά των μετοχών μπορεί να συνεπάγεται αρκετά πιθανά πλεονεκτήματα για τους μετόχους. Τα κέρδη από την επαναγορά των μετοχών φορολογούνται με το φορολογικό συντελεστή των μακροπρόθεσμων κερδών κεφαλαίου, με την προϋπόθεση ότι οι μετοχές βρίσκονται στην κατοχή του επενδυτή για διάστημα τουλάχιστον ενός έτους και ότι δεν υπάρχουν σε κάποιες ειδικές ρυθμίσεις που αφορούν σε μεγάλους μετόχους. Σε αντίθετη περίπτωση, τα κέρδη από την επαναγορά μετοχών φορολογούνται με τους συντελεστές του κανονικού ατομικού εισοδήματος. Επειδή οι συντελεστές φορολογίας των κερδών κεφαλαίου φτάνουν στο μισό περίπου των κανονικών συντελεστών που ισχύουν για τα μερίσματα, είναι

φανερό ότι αυτό συμφέρει.

Η μείωση της μετοχικής βάσης διαμέσου της επαναγοράς μετοχών, διατηρώντας το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων σταθερό, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια. Συνεπώς οι μέτοχοι μπορεί να ωφεληθούν και από την φορολογική ελάφρυνση και τα άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρει η μεγαλύτερη μόχλευση.

Ο μέτοχος έχει μια επιλογή: να πουλήσει ή να μην πουλήσει. Αντίθετα, το άτομο που εισπράττει ένα μέρισμα δεν μπορεί παρά να αποδεχτεί την είσπραξη και να πληρώσει το φόρο. Ένα ποιοτικό στοιχείο υπέρ της επαναγοράς που προβάλλουν όσοι την ασκούν είναι ότι συχνά με την επαναγορά η εταιρεία μπορεί να αποσύρει ένα μεγάλο αριθμό μετοχών της που κυκλοφορεί στην αγορά και επηρεάζει αρνητικά τις χρηματιστηριακές προοπτικές των χαρτιών της.

Πλεονεκτήματα της Επαναγοράς από την Πλευρά της Διοίκησης.

Τα πλεονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά της διοίκησης περιλαμβάνουν τα εξής: Βραχυπρόθεσμα, τα μερίσματα παραμένουν σταθερά επειδή οι διοικήσεις των εταιρειών δεν είναι πρόθυμες να αυξάνουν το ύψος των μερισμάτων, αν το νέο αυτό ύψος δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον. Γι' αυτό, αν οι πλεονάζουσες χρηματικές ροές θεωρούνται προσωρινές, η διοίκηση πιθανό να επιλέξει την “απόκρυψη” της διανομής με την επαναγορά μετοχών αντί να αναγγείλει ένα μέρισμα που πιστεύει ότι δεν μπορεί να διατηρήσει.

Οι μετοχές που επαναγοράζονται μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν άλλες εταιρείες ή για να διατεθούν στους δικαιούχους, όταν αυτοί ασκούν το δικαίωμα αγοράς μετοχών (stock options). Η εμπειρία έχει δείξει ότι για τους σκοπούς αυτούς, καθώς επίσης και για τη μετατροπή μετατρέψιμων ομολογιών

(convertibles) ή την με βάση το σχετικό πιστοποιητικό (warrant) άσκησης του δικαιώματος αγοράς μετοχών είναι συχνά πιο εύκολο και λιγότερο δαπανηρό να χρησιμοποιούνται μετοχές που έχουν ξαναγοραστεί από την εταιρεία αντί για την έκδοση νέων. Αν τυχαίνει οι διευθυντές να κατέχουν οι ίδιοι μεγάλο αριθμό μετοχών, είναι πιθανό να έχουν ιδιαίτερη προτίμηση στην επαναγορά μετοχών αντί για την διανομή μερισμάτων για φορολογικούς λόγους.

Οι επαναγορές μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πραγματοποίηση μεγάλης έκτασης μεταβολών στην κεφαλαιακή δομή. Για παράδειγμα, σε κάποια χρονική στιγμή η American Standard δεν είχε σχεδόν καθόλου άληκτα μακροπρόθεσμα δάνεια. Η εταιρεία αποφάσισε ότι η άριστη κεφαλαιακή της δομή απαιτούσε τη χρήση σημαντικά περισσότερων δανειακών κεφαλαίων, αλλά ακόμη και αν χρησιμοποιούσε μόνο τέτοια κεφάλαια θα περνούσαν χρόνια μέχρις ότου ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης φτάσει στο καθορισμένο νέο άριστο επίπεδο. Η εταιρεία δανείστηκε μακροπρόθεσμα \$22 εκατομμύρια, που τα χρησιμοποίησε για να ξαναγοράσει τις κοινές της μετοχές, προκαλώντας με τον τρόπο αυτό μια άμεση μεταβολή της κεφαλαιακής της δομής. Τελικά, αν η επιχείρηση χρειαστεί πρόσθετα κεφάλαια οι ξανααγορασμένες μετοχές μπορούν να πουληθούν στην ελεύθερη αγορά.

Τα μειονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά των μετόχων

Τα μειονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά των μετόχων είναι τα εξής: Οι μέτοχοι μπορεί να μην είναι αδιάφοροι απέναντι στα μερίσματα και στα κεφαλαιακά κέρδη και έτσι η τιμή των μετοχών μπορεί να διαμορφωθεί πιο ευνοϊκά, αν διανεμηθούν αυξημένα μερίσματα αντί αν γίνει επαναγορά. Τα χρηματικά μερίσματα θεωρούνται, γενικά, ότι είναι σχετικά περισσότερο αξιόπιστα ενώ δεν

συμβαίνει το ίδιο για τις επαναγορές. Επιπλέον, αν μια επιχείρηση αναγγείλει ένα κανονικό και αξιόπιστο πρόγραμμα επαναγοράς, μπορεί να δημιουργηθούν προβλήματα από το φόρο αθέμιτης συσσώρευσης.

Οι μέτοχοι - πωλητές μπορεί να μην είναι πλήρως ενήμεροι για τις επιπτώσεις μιας επαναγοράς ή μπορεί να μη διαθέτουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές δραστηριότητες της εταιρείας. Για τον λόγο αυτό οι επιχειρήσεις γενικά προαναγγέλλουν το πρόγραμμα επαναγοράς πριν από την υλοποίησή του.

Η εταιρεία είναι πιθανό να πρέπει να πληρώσει ένα υπερβολικά αυξημένο τίμημα για τις μετοχές που θα θελήσει να ξανααγοράσει, πράγμα που είναι σε βάρος των υπόλοιπων μετόχων. Αν οι μετοχές διαπραγματεύονται σπάνια στο χρηματιστήριο και η επιχείρηση επιδιώκει την επαναγορά ενός μεγάλου αριθμού των μετοχών της, η τιμή που θα προσφέρει ίσως διαμορφωθεί σε επίπεδο ψηλότερο από εκείνο που μπορεί να διατηρηθεί, με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών να πέσει μόλις η επιχείρηση πάψει να αγοράζει τις μετοχές της.

Με την μείωση της συμμετοχής των χρηματικών διαθεσίμων ή των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων στη δομή των επενδυμένων κεφαλαίων μπορεί να προκληθεί αύξηση της σύνθεσης του κινδύνου των κεφαλαίων αυτών και των κερδών με αποτέλεσμα την μείωση του δείκτη τιμών/ κερδών.

Τα μειονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά της διοίκησης

Τα μειονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά της διοίκησης είναι τα εξής: Έχει αποδειχτεί ότι οι επιχειρήσεις που επαναγοράζουν μεγάλο αριθμό μετοχών έχουν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες από τις άλλες. Έτσι μερικοί θεωρούν ότι η αναγγελία ενός προγράμματος

επαναγοράς είναι το ίδιο με την παραδοχή της διοίκησης ότι δεν μπορεί να εντοπίσει καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Θα μπορούσε να υποστηρίξει κανείς ότι η υιοθέτηση ενός προγράμματος επαναγοράς πρέπει να θεωρηθεί ταυτόσημη με την αναγγελία ενός μεγαλύτερου ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Αν όμως οι επαναγορές θεωρείται ότι φανερώνουν κάποιες ιδιαίτερα δυσμενείς προοπτικές ανάπτυξης, τότε μπορεί να έχουν αρνητικά αποτελέσματα για την φήμη της επιχείρησης και την τιμή των μετοχών της.

Οι επαναγορές μπορεί να συνεπάγονται από νομική άποψη κάποιο κίνδυνο. Η Επιτροπή Χρηματιστηρίου είναι δυνατό να φέρει σημαντικές αντιρρήσεις, αν διαφανεί ότι μια επιχείρηση «παίζει» με τις τιμές των μετοχών της. Επίσης, αν οι φορολογικές αρχές είναι σε θέση να αποδείξουν ότι ο βασικός σκοπός της επαναγοράς είναι η αποφυγή της φορολόγησης των μερισμάτων, τότε θα επιβληθούν κυρώσεις στην επιχείρηση, σύμφωνα με τις διατάξεις της φορολογικής νομοθεσίας για την αθέμιτη συσσώρευση κερδών.

Συμπεράσματα Αναφορικά με την Επαναγορά Μετοχών

Μετά την απαρίθμηση των υπέρ και των κατά της επαναγοράς μετοχών τα συμπεράσματα μπορούν να συνοψιστούν στα εξής: Οι επαναγορές που γίνονται σε κανονική, συστηματική και συνεπή βάση (όπως τα τριμηνιαία μερίσματα) δεν είναι εφικτές λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει ως προς την ενδεχόμενη φορολογική αντιμετώπισή τους καθώς και ως προς τις αγοραίες τιμές των μετοχών, τον αριθμό των μετοχών που θα προσφερθούν κλπ Από την άλλη πλευρά, οι επαναγορές προσφέρουν όντως κάποια πλεονεκτήματα σε σχέση με τα μερίσματα γι' αυτό και η διαδικασία αυτή πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη σε σχέση πάντοτε με τη συγκεκριμένη κατάσταση κάθε μιας επιχείρησης. Έτσι οι επαναγορές μπορεί να

αποδειχτούν ιδιαίτερα πολύτιμες για την μετατόπιση της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ταυτόχρονα οι επαναγορές μπορεί να αυξήσουν την επικινδυνότητα των επενδυμένων κεφαλαίων και των κερδών της επιχείρησης. Οι τελευταίες δύο επιδράσεις θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι αποτελούν μια μορφή έμμεσης ιδιοποίησης των ομολογιών που κατέχουν οι ομολογιούχοι (Weston J. F. - Brigham E.F, 1986).

4.6 Παράγοντες που Επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική

Υπάρχουν συνολικά εννέα παράγοντες που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει η κάθε εταιρία και αυτοί είναι οι εξής:

1. Ρευστότητα

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

2. Ανάγκη Αποπληρωμής Χρεών

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

3. Περιορισμοί στις Δανειακές Συμβάσεις

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

4. Ρυθμός Επέκτασης των Στοιχείων του Ενεργητικού

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

5. Ποσοστό Κέρδους

Η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων καθορίζει και το πόσο ελκυστική είναι η διανομή κερδών στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων (που θα τα χρησιμοποιήσουν κάπου αλλού) σε σχέση με τη χρησιμοποίησή τους στην ίδια την επιχείρηση.

6. Σταθερότητα των Κερδών

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

διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών.

7. Πρόσβαση στις Κεφαλαιαγορές

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

8. Έλεγχος

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

9. Φορολογική Κατάσταση των Μετόχων

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

Στις μεγάλες εταιρείες δημιουργείται κατά καιρούς σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων που βρίσκονται σε ψηλά φορολογικά κλιμάκια και αυτών που βρίσκονται σε χαμηλά κλιμάκια. Οι πρώτοι μπορεί να προτιμούν τη διανομή ενός μικρού ποσοστού των κερδών και την αποθεματοποίηση ενός μεγάλου μέρους, ελπίζοντας σε μια ανατίμηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Οι δεύτεροι πιθανό να προτιμούν ένα σχετικά υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Έτσι η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις αυτές μπορεί να αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ ψηλών και χαμηλών ποσοστών διανεμόμενων κερδών δηλ. ένα ενδιάμεσο ποσοστό. Αν μια ομάδα μετόχων καταφέρει να επικρατήσει στην εταιρεία και να καθορίσει, ας πούμε, μια πολιτική διανομής χαμηλού ποσοστού κερδών, οι μέτοχοι που επιζητούν εισόδημα είναι πιθανό να πουλήσουν τις μετοχές τους και να μετακινηθούν σε μετοχές ψηλών αποδόσεων. Συνεπώς, και ως έναν ορισμένο βαθμό τουλάχιστον, η πολιτική διανομής κερδών της επιχείρησης προσδιορίζει τον τύπο των μετόχων της και αντίστροφα. Το φαινόμενο αυτό ονομάζεται «επίδραση πελατείας» (clientele influence) στη μερισματική πολιτική (Φιλιππάτου Γ. Κ. - Π. Ι. Αθανασόπουλου, 1986)

4.7 Κλάδοι με υψηλό και χαμηλό ποσοστό διανεμομένων κερδών

Ορισμένοι κλάδοι γνωρίζουν πολύ γρήγορη αύξηση της ζήτησης των προϊόντων τους. Η κατάσταση αυτή, όπως είναι φανερό, δημιουργεί στις επιχειρήσεις των κλάδων αυτών πολλές καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Παραδείγματα τέτοιων κλάδων στα τελευταία χρόνια είναι τα ηλεκτρονικά, ο εξοπλισμός γραφείων και οι επιχειρήσεις αναψυχής. Άλλοι κλάδοι γνώρισαν πολύ χαμηλότερη ανάπτυξη ή ακόμη και πτώση της δραστηριότητάς τους. Ως παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε την καπνοβιομηχανία και την υφαντουργία, Άλλοι κλάδοι πάλι αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό όπως και το σύνολο της οικονομίας, Χαρακτηριστικά παραδείγματα είναι η βιομηχανία πετρελαίου, η βιομηχανία τροφίμων και οι τράπεζες.

Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις των κλάδων που αναπτύσσονται με ταχύ ρυθμό, γενικά, πρέπει να έχουν καμπύλες εσωτερικής απόδοσης (IRR) που βρίσκονται πολύ προς τα δεξιά των σχημάτων του διαγράμματος. Για παράδειγμα, η Xerox, η Polaroid και η IBM μπορεί να έχουν καμπύλες επενδυτικών ευκαιριών παρόμοιες με την IRR1. Οι καπνοβιομηχανίες από την άλλη πλευρά θα πρέπει λογικά να έχουν καμπύλες επενδυτικών ευκαιριών παρόμοιες με την IRR3,

Φυσικά σε καθεμιά από τις επιχειρήσεις αυτές παρατηρούνται συνήθως μετατοπίσεις στις επενδυτικές τους ευκαιρίες από χρόνο σε χρόνο, οι καμπύλες όμως συνήθως τείνουν να βρίσκονται προς την ίδια πλευρά του σχήματος. Με άλλα λόγια, επιχειρήσεις όπως η Xerox διαθέτουν κατά κανόνα περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες από ό,τι χρήματα με αποτέλεσμα να θεωρείται εύλογο ότι το ποσοστό των διανεμομένων κερδών τους θα είναι μηδέν (ή πολύ χαμηλό). Από την άλλη πλευρά, η Reynolds Tobacco πιθανό να διαθέτει περισσότερα χρήματα από ό,τι επενδυτικές ευκαιρίες, με αποτέλεσμα να θεωρείται πιθανό ότι θα διανεμίει αυξημένο ποσοστό

των κερδών της με τη μορφή μερισμάτων. Πραγματικά, η αντίστοιχη πολιτική των επιχειρήσεων αυτών συμφωνεί με εκείνη που θα προσδοκούσε κανείς (Weston J. F. - E.F. Brigham.,1986)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

Κεφάλαιο 5: Εμπειρική Διερεύνηση της Μερισματικής Πολιτικής των τραπεζών

Στο τρίτο και τελευταίο μέρος της παρούσας μελέτης αναλύεται η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οχτώ εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τράπεζες. Οι τράπεζες αυτές είναι: η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Alpha Bank, η EFG Eurobank Ergasias, η Τράπεζα Πειραιώς, η Εμπορική Τράπεζα, η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος, η Τράπεζα Κύπρου και η Aspis Bank. Για την πραγματοποίηση της μελέτης και την εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με την μερισματική πολιτική αναλύονται οικονομικά στοιχεία των τραπεζών την τελευταία πενταετία, όπως τα καθαρά κέρδη, το μέρισμα ανά μετοχή, η μέση τιμή έτους της κάθε μετοχής, η μερισματική απόδοση και το ποσοστό διανεμομένων κερδών (Payout Ratio).

Οι τράπεζες αυτές παρουσιάζουν διαφορές στο ιδιοκτησιακό τους καθεστώς, στο μέγεθος τους, στα κέρδη τους και τελικά στο διανεμόμενο μέρισμα. Υπάρχουν οι τέσσερις μεγαλύτεροι τραπεζικοί όμιλοι (Εθνική, Alpha, Eurobank, Τράπεζα Πειραιώς) που έχουν ως πάγια πολιτική τη διανομή μερίσματος στους μετόχους τους ανεξάρτητα από τη διακύμανση και την πορεία των κερδών τους. Οι τράπεζες αυτές παρουσιάζουν σημαντικά κέρδη την τελευταία πενταετία με σημαντικές, όμως, διακυμάνσεις. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν δύο τράπεζες, η Ασπίς και η Αγροτική, που την τελευταία πενταετία δεν έχουν διανεμίσει μέρισμα στους μετόχους τους, παρά το γεγονός ότι κατέγραψαν κέρδη. Στο ενδιάμεσο των δυο παραπάνω περιπτώσεων βρίσκονται οι δύο εναπομένουσες τράπεζες, Εμπορική και Κύπρου, που την τελευταία πενταετία υπήρξαν έτη που διένειμαν μέρισμα και έτη που δεν διένειμαν μέρισμα.

Παρακάτω αναλύεται κάθε τράπεζα ξεχωριστά αναφορικά με την μερισματική πολιτική που ακολούθησε την τελευταία πενταετία 2001-2005, ακολουθεί μία συνολική εικόνα της μερισματικής πολιτικής του τραπεζικού κλάδου και στο τέλος η εργασία κλείνει με μία σύνοψη και τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από την ανάλυση.

5.1 ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, με τη μεγαλύτερη και ισχυρότερη παρουσία στον Ελλαδικό χώρο, αλλά και με το δυναμικό προφίλ της στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και την Ανατολική Μεσόγειο ηγείται του μεγαλύτερου και ισχυρότερου ομίλου χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Με το πληρέστατο Δίκτυό της που αριθμεί περισσότερα από 570 Καταστήματα και πάνω από 1300 ATMs, καλύπτει ολόκληρη τη γεωγραφική έκταση της Ελλάδας. Σήμερα και μετά τις πρόσφατες εξαγορές στο χώρο της Βαλκανικής, το Δίκτυο της Τράπεζας στο εξωτερικό περιλαμβάνει 290 μονάδες (www.nbg.gr).

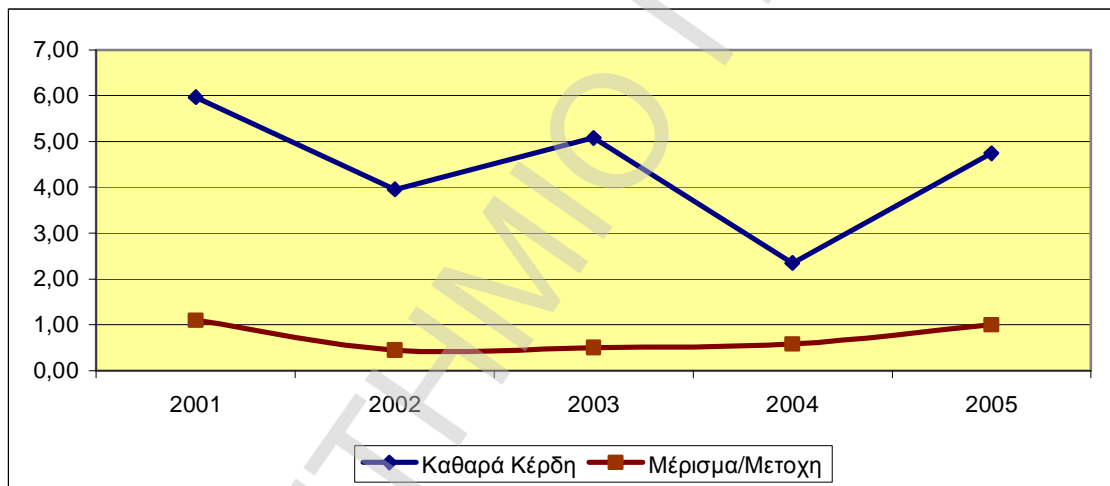
Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	596884	395231	508178	234901	474314
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	1,10	0,45	0,50	0,58	1,00
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	20,3	13,6	11,6	19,3	29,9
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	5%	3%	4%	3%	3%
PAAYOUT RATIO	42%	26%	33%	84%	59%
Συντ. Συσχέτισης (ρ)	0,58				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εθνικής Τράπεζας

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος παρουσιάζει τα μεγαλύτερα καθαρά κέρδη σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη τράπεζα στην Ελλάδα. Τα υψηλότερα κέρδη της πενταετίας τα καταγράφει το 2001 με 597 εκατομμύρια ευρώ, ακολουθούν σημαντικές αυξομειώσεις για τα επόμενα τρία χρόνια και το 2005 κλείνει με καθαρά κέρδη ύψους

474 εκατομμυρίων. Από τον πίνακα φαίνεται ότι η τράπεζα έχει ως πάγια πολιτική την διανομή μερίσματος στους μετόχους της. Το μεγαλύτερο μέρισμα καταγράφεται το 2001 (έτος με τα υψηλότερα κέρδη της πενταετίας) ύψους 1,10 ευρώ ανά μετοχή, μειώνεται τα επόμενα τρία έτη σε 0,45-0,50-0,58 αντίστοιχα και τέλος το 2005 διανέμει μέρισμα 1 ευρώ ανά μετοχή. Η μέση τιμή για την πενταετία είναι 0,73 ευρώ. Η σχέση των καθαρών κερδών και του μερίσματος φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα.



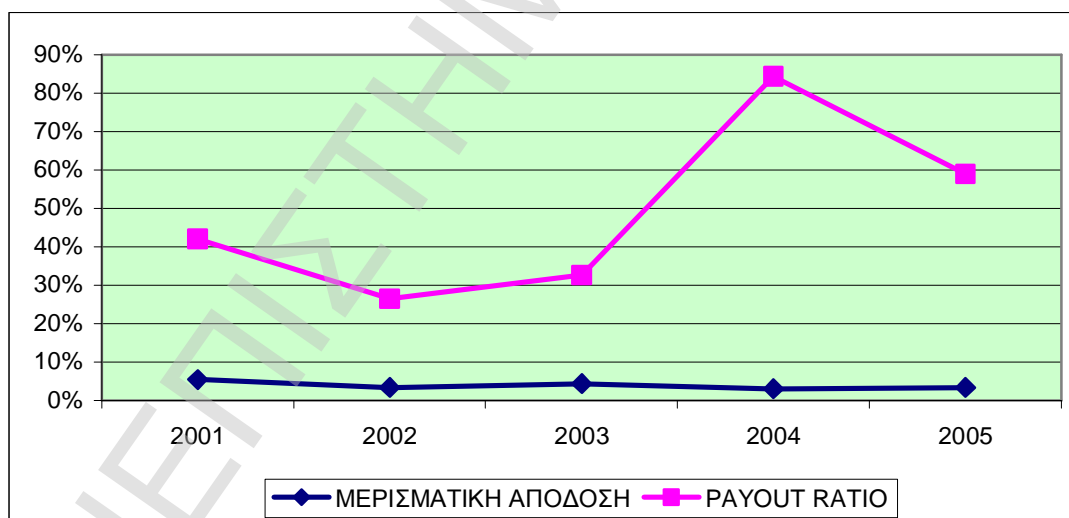
Διάγραμμα 4: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εθνικής Τράπεζας

Οι καμπύλες των κερδών και του μερίσματος ακολουθούν μία πορεία κατά τη διάρκεια των πέντε ετών που καταγράφει μία σταθερότητα, και συνέπεια για την τριετία 2002-2004. Συγκεκριμένα, η σημαντική αύξηση των κερδών το 2003 σε σχέση με το 2002 δεν οδήγησε σε αντίστοιχα μεγάλη αύξηση του μερίσματος, ενώ η σημαντική πτώση των κερδών το 2004 σε σχέση με το 2003 οδήγησε αντίστροφα σε μικρή άνοδο του μερίσματος. Αυτό επετεύχθη με μεγάλη αύξηση του ποσοστού των διανεμομένων κερδών από 33% το 2003 σε 84% το 2004. Παράλληλα, ο

συντελεστής συσχέτισης βρίσκεται στο $\rho=0,58$ που σημαίνει ότι κέρδη και μέρισμα έχουν γραμμική συµµεταβολή µε µέση, όµως, συσχέτιση.

Από τα στοιχεία για τη µερισµατική απόδοση και το ποσοστό διανεµοµένων κερδών προκύπτει το συµπέρασµα ότι η τράπεζα µεταβάλλοντας σηµαντικά κάθε έτος το ποσοστό διανεµοµένων κερδών (26% το µικρότερο το 2002 και 84% το µεγαλύτερο το 2004) προσπαθεί να διατηρήσει διαχρονικά σταθερή τη µερισµατική απόδοση, που στην πενταετία κυµαίνεται µεταξύ του 3% και του 5% (3% για τα έτη 2002,2004,2005 4% το 2003 και 5% το 2005). Χαρακτηριστική είναι και η εικόνα που παρουσιάζει το παρακάτω διάγραµµα, όπου η καµπύλη της µερισµατικής απόδοσης είναι σταθερή και σχεδόν οριζόντια σε αντίθεση µε την καµπύλη του ποσοστού διανεµοµένων κερδών που παρουσιάζει διαχρονικά έντονη διακύµανση (Weston J. F. - Brigham E.F.,1986).



Διάγραµµα 5: Μερισµατική απόδοση και ποσοστό διαν/νων κερδών για την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εθνικής Τράπεζας

5.2 ALPHA BANK

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 και είναι η δεύτερη σε μέγεθος Τράπεζα στην Ελλάδα. Με 450 καταστήματα ο όμιλος της Alpha Bank δραστηριοποιείται και στη διεθνή τραπεζική αγορά με παρουσία στην Κύπρο και στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, καθώς επίσης και στη Νέα Υόρκη, στο Λονδίνο, και στο Jersey (Channel Islands). Στις 11 Απριλίου 2000 εγκρίθηκε η συγχώνευση της Ιονικής Τραπέζης με απορρόφηση από την Alpha Τράπεζα Πίστεως. Η νέα διευρυμένη Τράπεζα που προέκυψε από την συγχώνευση ονομάζεται Alpha Bank (www.alpha.gr).

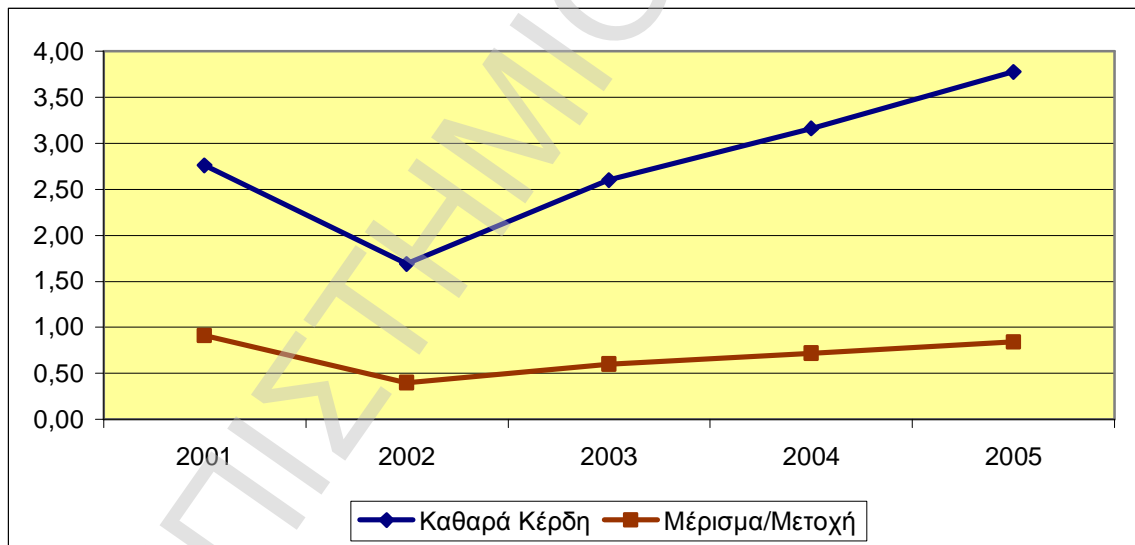
Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	276451	169143	260368	316407	377870
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0,91	0,4	0,6	0,72	0,84
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	10,9	7,3	8	12,8	16,5
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	8,3%	5,5%	7,5%	5,6%	5,1%
PAUOUT RATIO	61%	44%	45%	55%	
Συντ. Συσχέτισης	0,79				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Alpha

Από τον πίνακα φαίνεται ότι η τράπεζα έχει ως πάγια πολιτική την διανομή μερίσματος στους μετόχους της. Αναλύοντας τα καθαρά κέρδη της τράπεζας Άλφα την περίοδο 2000-2005 παρατηρείται ότι τη σημαντική κερδοφορία του 2001 ακολούθησε μία σημαντική πτώση των κερδών για το 2002 όπου και κατέγραψε τα χαμηλότερα κέρδη της πενταετίας. Από το 2002 και μετά η τράπεζα αυξάνει κάθε χρόνο τα κέρδη της με υψηλό ρυθμό για να κλείσει το έτος 2005 με καθαρά έσοδα

της τάξης των 378 εκατομμυρίων ευρώ. Σχεδόν ανάλογη είναι και η πορεία των μερισμάτων, όπου την μείωση του μερίσματος το 2002 σε σχέση με το 2001 (από 0,91 σε 0,40 ευρώ) ακολούθησε μία εξίσου σημαντική, όπως των κερδών, αύξηση για την επόμενη τριετία. (2003,2004,2005) φθάνοντας το 2005 σε 0,84 λεπτά. Η μέση τιμή των μερισμάτων είναι 0,69 ευρώ. Την γραμμική σχέση κερδών και μερίσματος και την ισχυρή συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ των δυο μεταβλητών την φανερώνει και η πολύ υψηλή τιμή του συντελεστή συσχέτισης που βρίσκεται στο $\rho=0,79$. Ανάλογη εικόνα παρουσιάζουν και οι αντίστοιχες καμπύλες που παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα.

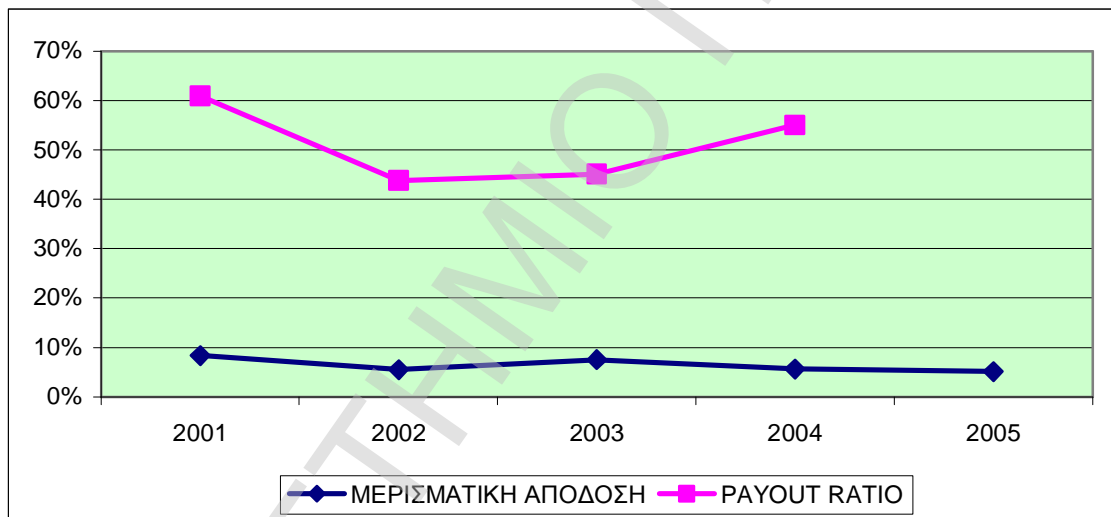


Διάγραμμα 6: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Alpha

Εδώ φαίνεται καθαρά ότι οι δυο καμπύλες κινούνται σχεδόν με τον ίδιο τρόπο και προκύπτει το συμπέρασμα ότι οι διακυμάνσεις των κερδών επηρεάζουν άμεσα και τον ύψος του μερίσματος. Στον παραπάνω πίνακα που ουσιαστικά οπτικοποιεί το συντελεστή συσχέτισης φαίνεται με τον καλύτερο τρόπο το πώς προκύπτει η πολύ υψηλή τιμή του.

Τα στοιχεία για τη μερισματική απόδοση και το ποσοστό διανεμομένων κερδών δείχνουν μία πιο ρευστή κατάσταση την πρώτη και μία πιο συγκρατημένη πολιτική για τη δεύτερη σε σχέση με την Εθνική Τράπεζα. Η μερισματική απόδοση έχει μέσο όρο γύρω στο 6,4 % με αποκλίσεις μιάμιση ποσοστιαία μονάδα, ενώ το ποσοστό διανεμομένων κερδών παρουσιάζει μέτριου βαθμού αποκλίσεις από έτος σε έτος και κυμαίνεται μεσοσταθμικά στο 50%. Χαρακτηριστικό είναι το διάγραμμα των δύο παραπάνω μεταβλητών.



Διάγραμμα 7: Μερισματική απόδοση και ποσοστό διαν/νων κερδών για την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Alpha

Συνολικά, από τα στοιχεία προκύπτει ότι η Άλφα Τράπεζα έχοντας σαν βάση τα κέρδη που πραγματοποιεί και μεταβάλλοντας σε μέτριο βαθμό το ποσοστό διανεμομένων κερδών από έτος σε έτος, κάτι απόλυτα φυσικό, καταφέρνει να παρουσιάζει μία ομοιογενή εικόνα αναφορικά με τη μερισματική της πολιτική δίνοντας την εντύπωση ότι τα κέρδη είναι ο ρυθμιστικός παράγοντας του μερίσματος που θα διανείμει στους μετόχους της (Weston J. F. - Brigham E.F.,1986).

5.3 EFG EUROBANK ERGASIAS

Η Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias ιδρύθηκε το 1990 με αρχική επωνυμία "Ευρωεπενδυτική Τράπεζα". Η Τράπεζα καταλαμβάνει ηγετική θέση στους ταχύτερα αναπτυσσόμενους και πιο προσοδοφόρους τομείς της αγοράς. Με δυναμικό άνω των 16.000 ανθρώπων στην Ελλάδα και το εξωτερικό, εγχώριο δίκτυο άνω των 300 καταστημάτων και 750 ATM και με την αξιοποίηση εναλλακτικών δικτύων (phone banking, ηλεκτρονική τραπεζική, και mobile banking) η Τράπεζα επιτυγχάνει τη διάθεση των προϊόντων και των υπηρεσιών της πανελλαδικά. Η στρατηγική συνεργασία με τον Όμιλο EFG Bank European Financial Group, με έδρα τη Γενεύη, διευκολύνει την πρόσβαση στις Ευρωπαϊκές αγορές (www.eurobank.gr).

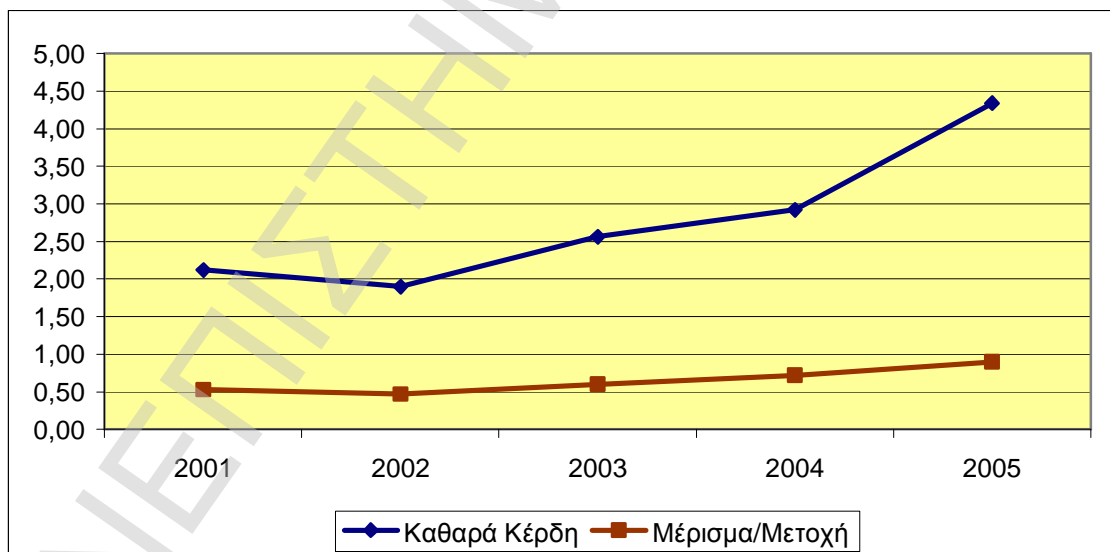
Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	212136	189920	256450	292000	434000
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0,53	0,47	0,6	0,72	0,9
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	12,1	10,9	10,6	15,7	21,2
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	3,8%	4,3%	5,7%	4,6%	4,3%
PAYOUT RATIO	76%	76%	72%	77%	
Συντ. Συσχέτισης (ρ)	0,99				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Eurobank

Αρχικά παρατηρείται ότι και η Eurobank έχει ως πάγια πολιτική τη διανομή μερίσματος την τελευταία τουλάχιστον πενταετία. Τα καθαρά κέρδη της Eurobank παρουσιάζουν την ίδια αυξομείωση που παρουσιάζουν και τα κέρδη των δυο προαναφερθέντων τραπεζών, της Εθνικής και της Άλφα. Πιο συγκεκριμένα το 2002

τα κέρδη μειώθηκαν σε σχέση με το 2001 αλλά μετέπειτα για τα έτη που ακολούθησαν κατέγραψαν αύξηση από έτος σε έτος κλείνοντας το έτος 2005 με καθαρά κέρδη 434 εκατομμύρια ευρώ. Ανάλογα κινήθηκε και το μέρισμα που διένειμε η τράπεζα στους μετόχους της, ακολουθώντας τη μεταβολή των κερδών (μέση τιμή μερίσματος 0,64 ευρώ). Μόνο που σε αυτή την περίπτωση με συντελεστή συσχέτισης $\rho=0,99$ για τις μεταβλητές καθαρά κέρδη-μέρισμα, το συμπέρασμα που προκύπτει άμεσα είναι ότι για τις μεταβλητές αυτές υφίσταται συναρτησιακή εξάρτηση γραμμικής μορφής αφού παρουσιάζουν σχεδόν τέλεια συσχέτιση. Το ύψος του μερίσματος, δηλαδή, μεταβάλλεται όπως ακριβώς μεταβάλλονται και τα κέρδη της τράπεζας διαχρονικά κατά το ίδιο ποσοστό. Το διάγραμμα που ακολουθεί με τις καμπύλες των καθαρών κερδών και μερίσματος για τα έτη 2000-2005 επιβεβαιώνει τη ισόποση συμμεταβολή των δυο μεταβλητών.



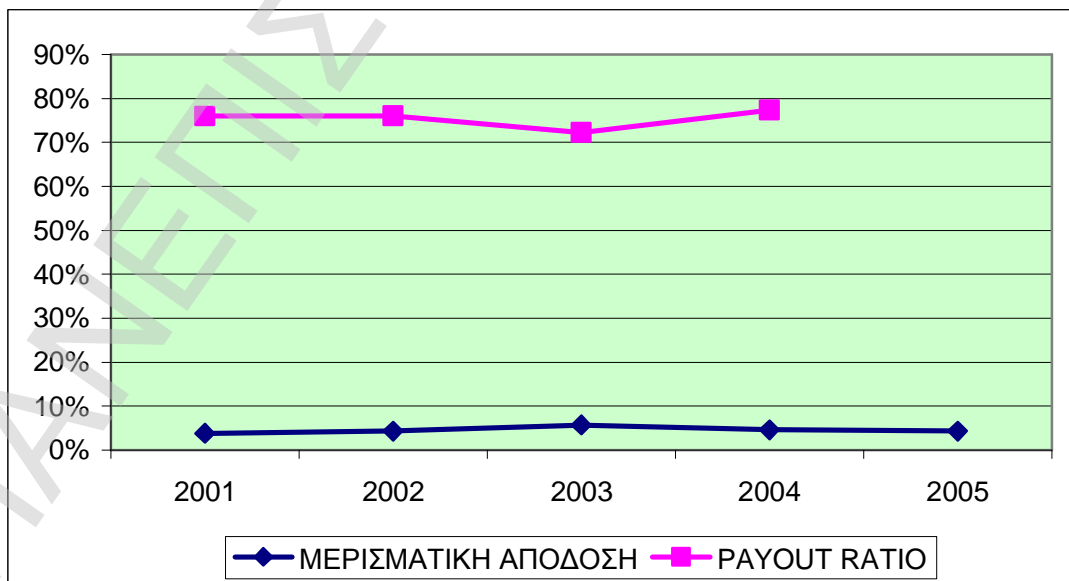
Διάγραμμα 8: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Eurobank

Συνεπώς, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η τράπεζα τα τελευταία χρόνια είναι άμεσα και ολοκληρωτικά θα μπορούσε να ισχυριστεί κάποιος αποτέλεσμα της κερδοφορίας της. Η τράπεζα Eurobank είναι το πιο χαρακτηριστικό

παράδειγμα τράπεζας που συνδέει ξεκάθαρα και με τόση συνέπεια τη μερισματική της πολιτική με τα κέρδη της. Το ποσό του μερίσματος που διανέμει κάθε χρόνο η τράπεζα εξαρτάται εξ'ολοκλήρου και αποκλειστικά από τα κέρδη της. Αυτό είναι ιδιαίτερα χρήσιμο για κάποιους επενδυτές που στοχεύουν στα έσοδα από μερίσματα, αφού με βάση τις προβλέψεις της τράπεζας για τα κέρδη της επόμενης χρήσης μπορούν με αρκετή ακρίβεια να υπολογίσουν και το αναμενόμενο μέρισμα.

Το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνουν και τα στοιχεία για το ποσοστό των διανεμομένων κερδών. Η πολιτική που ακολουθεί η τράπεζα είναι κάθε χρόνο να διανέμει ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των κερδών στους μετόχους της το οποίο μάλιστα καταφέρνει διαχρονικά να παραμένει σταθερό με τιμές που κυμαίνονται μεταξύ 72% και 77%. Και σε αυτή την περίπτωση το διάγραμμα παρουσιάζει ξεκάθαρα την απόλυτη και σταθερή θέση της τράπεζας αναφορικά με την συνέπεια που επιδεικνύει στο να επιστρέφει το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της πίσω στους μετόχους (Weston J. F. - Brigham E.F., 1986).



Διάγραμμα 9: Μερισματική απόδοση και ποσοστό διαν/νων κερδών για την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Eurobank

5.4 ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

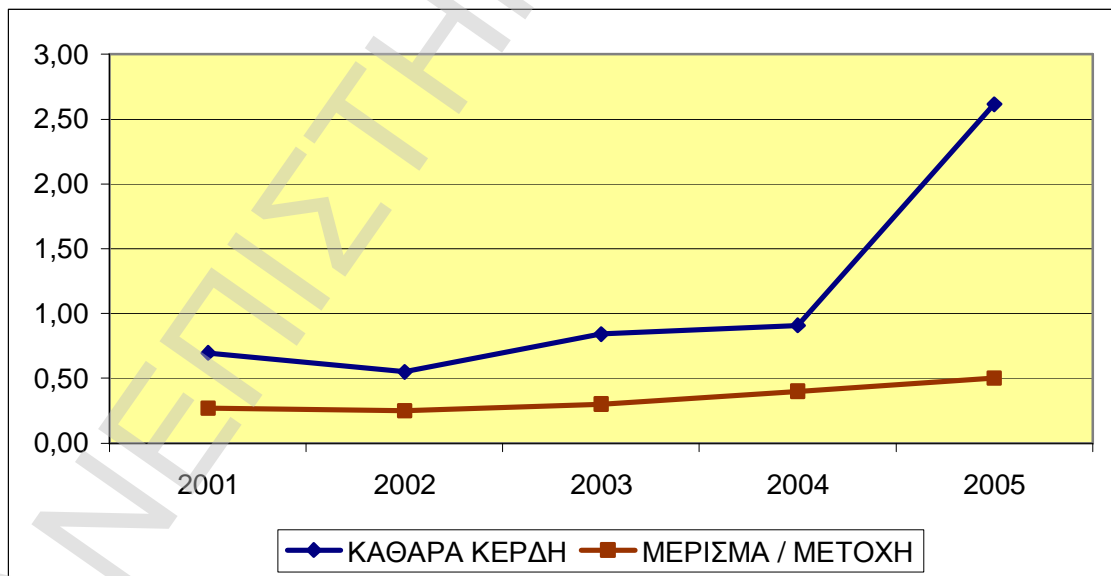
Ο Όμιλος Πειραιώς αποτελεί έναν από τους πιο δυναμικούς και δραστήριους της ελληνικής οικονομίας. Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916. Για πολλές δεκαετίες λειτούργησε ως ιδιωτική Τράπεζα και το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο, όπου και παρέμεινε μέχρι το 1991. Από το Δεκέμβριο του 1991 που ιδιωτικοποιήθηκε παρουσιάζει συνεχή και ταχεία ανάπτυξη εργασιών, μεγεθών και δραστηριοτήτων. Τον Ιούνιο του 2000 απορρόφησε τις Τράπεζες Χίου και Μακεδονίας-Θράκης, ενώ το Δεκέμβριο του 2003 απορρόφησε την ETBAbank, δημιουργώντας μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές τράπεζες στην Ελλάδα. Επιπλέον, το Νοέμβριο 2005 ολοκληρώθηκε η διαδικασία απορρόφησης της Ελληνικής Εταιρείας Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου από την Τράπεζα Πειραιώς. Στο τέλος Σεπτεμβρίου 2005 το σύνολο των καταστημάτων της Τράπεζας ανήλθε σε 275 (259 στην Ελλάδα, 1 στο Λονδίνο και 15 στη Βουλγαρία), ενώ απασχολούσε συνολικά 4.409 άτομα. (www.piraeusbank.gr).

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	69569	54900	84100	90800	261597
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0,27	0,25	0,3	0,4	0,5
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	10,2	6,8	6,9	10	15,7
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	2,6%	3,7%	4,3%	4,0%	3,2%
RAYOUT RATIO	76%	63%	58%	63%	41%
Συντ. Συσχέτισης (ρ)	0,90				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Πειραιώς

Η τράπεζα Πειραιώς είναι η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα στην Ελλάδα και όπως κάνουν και οι άλλοι τρεις μεγάλοι όμιλοι διανέμει κάθε χρόνο μέρισμα στους μετόχους της. Τα καθαρά κέρδη της τράπεζα ακολουθούν πτωτική πορεία το 2002 σε σχέση με το 2001 και από το 2003 και ως το 2005 αυξάνονται από έτος σε έτος. Σημαντική αύξηση καταγράφουν τα κέρδη για το έτος 2005 όπου σε σχέση με το 2004 σχεδόν τριπλασιάστηκαν και έφθασαν τα 261 εκατομμύρια ευρώ. Ανάλογη είναι η πορεία που ακολουθεί και η μερισματική πολιτική της τράπεζας. Την μικρή μείωση του μερίσματος για το 2002 (από 0,27 ευρώ το 2001 σε 0,25 ευρώ το 2002) ακολουθεί η σταθερή πολιτική αύξησης του τα επόμενα τρία έτη, διανέμοντας το 2005 0,5 ευρώ ανά μετοχή. Η μέση τιμή μερίσματος της πενταετίας είναι 0,34 ευρώ. Στο διάγραμμα που ακολουθεί φαίνεται καθαρά η σχέση μεταξύ κερδών και μερίσματος.

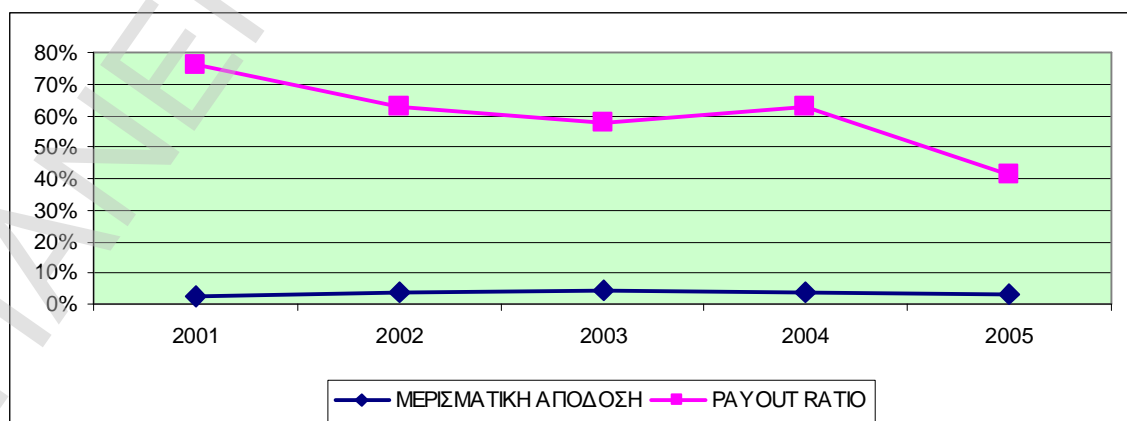


Διάγραμμα 10: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Πειραιώς

Και εδώ απεικονίζεται η κοινή πορεία που έχουν τα δυο μεγέθη κατά τη διάρκεια της πενταετίας με μοναδική εξαίρεση το έτος 2005, όπου η μεγάλη αύξηση των κερδών δεν οδήγησε σε αντίστοιχα μεγάλη αύξηση του μερίσματος, κρατώντας το ποσοστό διανεμομένων κερδών σε χαμηλό επίπεδο σε σχέση με τις προηγούμενες χρονιές. Προφανώς η τράπεζα προτίμησε να ακολουθήσει μία πιο συντηρητική πολιτική και απλά αρκέστηκε στο να αυξήσει το μέρισμα της σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Αναλύοντας και το συντελεστή συσχέτισης όπου $\rho=0,9$ γίνεται σαφές ότι μεταξύ των καθαρών κερδών και του διανεμόμενου μερίσματος υπάρχει ισχυρή συσχέτιση, η οποία θα έτεινε στο να γίνει τέλεια συσχέτιση αν το ποσοστό διανεμομένων κερδών και συνεπώς μέρισμα του 2005 ήταν ανάλογο των προηγούμενων χρήσεων.

Αναφορικά με το ποσοστό διανεμομένων κερδών και τη μερισματική απόδοση φαίνεται ότι για την πρώτη μεταβλητή να κυμαίνεται σταθερά σε αρκετά υψηλό επίπεδο της τάξης του 60% με 70% παρουσιάζοντας κάποιες μικρές αυξομειώσεις με σημαντικότερη τη μείωση του 2005, ενώ η δεύτερη μεσοσταθμικά είναι στο 3,6% με αποκλίσεις από έτος σε έτος. Στο διάγραμμα που ακολουθεί φαίνονται οι πορείες των δυο μεταβλητών.



Διάγραμμα 11: Μερισματική απόδοση και ποσοστό διαν/ων κερδών για την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Πειραιώς

Σε αυτή την περίπτωση ασφαλώς δεν γίνεται λόγος για ανάλογη πορεία των δύο μεγεθών. Η τράπεζα ασφαλώς επιδιώκει μία σταθερή και αυξανόμενη μερισματική απόδοση και την πετυχαίνει ως ένα βαθμό, αλλά η αυστηρή πολιτική το 2005 σχετικά με την διάθεση των κερδών, χαλάει την τελική εικόνα αφού η μερισματική απόδοση πέφτει το 2005 σε 3,2% από 4% το 2004. Ανάλογη είναι και η πορεία του ποσοστού διανεμομένων κερδών με το 2005 να μειώνεται αισθητά από 63% το 2004 σε 41%, γεγονός που δεν επηρέασε την αύξηση του μερίσματος (Weston J. F. - Brigham E.F , 1986) .

5.5 ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε το 1907, είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 1909 και έχει σήμερα περίπου 67.000 μετόχους. Στο μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας, με ποσοστό κοντά στο 10%, μετέχει η μεγαλύτερη γαλλική τράπεζα, η Crédit Agricole (CA). Ο Όμιλος της Εμπορικής προσφέρει τραπεζικές υπηρεσίες στην Ελλάδα μέσω δικτύου 374 υποκαταστημάτων, μέσω του υποκαταστήματός της στο Λονδίνο καθώς και μέσω θυγατρικών τραπεζών στην Αλβανία, την Αρμενία, τη Βουλγαρία, τη Γερμανία, τη Γεωργία, την Κύπρο και τη Ρουμανία.. Σύμφωνα με την κατάταξη του περιοδικού «The Banker» ο Όμιλος της Emporiki Bank κατείχε την 125η θέση μεταξύ 300 ευρωπαϊκών τραπεζικών ομίλων και την 314η θέση σε διεθνές επίπεδο μεταξύ 1.000 τραπεζικών ομίλων με βάση το μέγεθος του ενεργητικού στις 31.12.2002 (www.emporiki.gr).

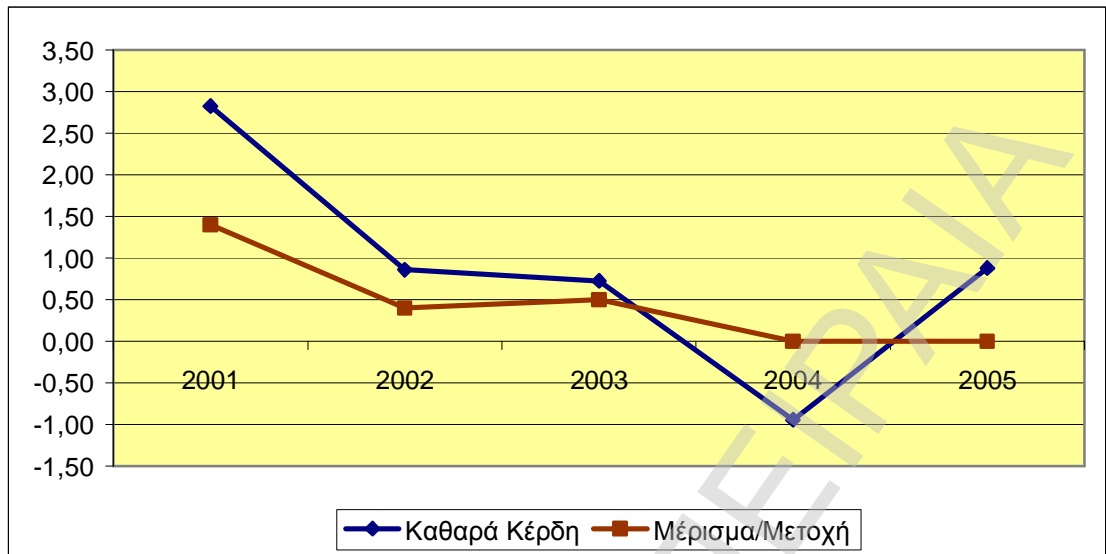
Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	282836	86150	72671	-94171	88067
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	1,4	0,4	0,5	0	0
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	27,6	17,1	11,7	15,9	21,2
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	5%	2,3%	4,3%	0	0
PAYOUT RATIO	42%	38%	56%	0	0
Συντ. Συσχέτισης (ρ)	0,87				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εμπορικής Τράπεζας

Η πορεία των καθαρών κερδών της Εμπορικής Τράπεζας δεν παρουσιάζει ανάλογη εικόνα με την πορεία των κερδών των τεσσάρων τραπεζών που προηγήθηκαν. Συγκεκριμένα, ενώ το 2001 έκλεισε τη χρονιά με πολύ μεγάλα κέρδη της τάξης των 283 εκατομμυρίων ευρώ, στη συνέχεια η πορεία δεν ήταν καθόλου ικανοποιητική. Το 2002 τα κέρδη μειώθηκαν σε 86 εκατομμύρια ευρώ, το 2003 σε 76 εκατομμύρια ενώ το 2004 έκλεισε με σημαντικές ζημιές της τάξης των 94 εκατομμυρίων ευρώ. Παρόλα αυτά, το 2005 ήταν χρονιά ανάκαμψης και επιστροφής στην κερδοφορία με καθαρά κέρδη ύψους 88 εκατομμυρίων. Αναφορικά με την μερισματική πολιτική η πρώτη διαπίστωση είναι ότι η τράπεζα τα δυο τελευταία έτη δεν έχει διανείμει μέρισμα στους μετόχους της. Ξεκινώντας από το 2001, η τράπεζα διένειμε υψηλό μέρισμα 1,4 ευρώ ανά μετοχή για να ακολουθήσει σημαντική μείωση το 2002 σε 0,4 ευρώ ανά μετοχή και μικρή αύξηση σε 0,5 ευρώ το 2003, παρόλο που τα καθαρά κέρδη το 2003 ήταν μειωμένα σε σχέση με το 2002. Αυτό επετεύχθη με τη σημαντική αύξηση του ποσοστού διανεμομένων κερδών. (56% το 2003 και 38% το 2002) Στη συνέχεια, η ζημιογόνος χρήση του 2004 όπως ήταν φυσικό δεν άφησε περιθώριο στην τράπεζα για διανομή κερδών και έτσι δεν μοίρασε μέρισμα, πολιτική που τη συνέχισε και το 2005 παρότι η χρήση έκλεισε με κέρδη. Φαίνεται, όμως, ότι οι μεγάλες απώλειες της προηγούμενης χρονιάς οδήγησαν την τράπεζα σε συγκράτηση και πιο αυστηρή πολιτική. Συνεπώς, η διανομή μερίσματος εξαρτάται τόσο από τα κέρδη ή μη της τρέχουσας χρήσης, όσο και από την οικονομική κατάσταση της τράπεζας τις προηγούμενες χρήσεις.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζονται οι καμπύλες των καθαρών κερδών και του μερίσματος ανά μετοχή. Αυτό που γίνεται αμέσως ορατό είναι πως μέχρι και το 2003 οι καμπύλες κινούνται με τον ίδιο τρόπο. Το 2004 η ζημιά της τράπεζας οδηγεί σε μηδενικό μέρισμα που διατηρείται και για το 2005.



Διάγραμμα 12: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εμπορικής Τράπεζας

Τέλος ο συντελεστής συσχέτισης των καθαρών κερδών και του μερίσματος για την πενταετία 2001-2005 βρίσκεται στην αρκετά υψηλή τιμή $\rho=0,87$ που υποδεικνύει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των δυο μεταβλητών (Weston J. F. - Brigham E.F. ,1986).

5.6 ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ

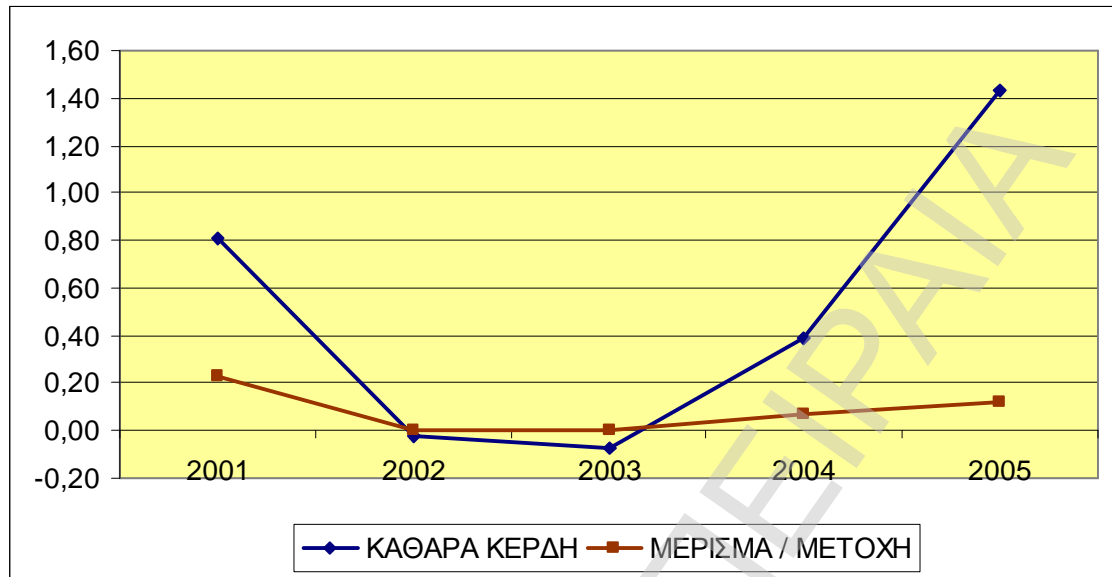
Το Συγκρότημα Τράπεζας Κύπρου Ελλάδας είναι μέρος του Συγκροτήματος της Τράπεζας Κύπρου που ιδρύθηκε στην Κύπρο το 1899, όπου και κατέχει το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Το Συγκρότημα παρέχει ολοκληρωμένες τραπεζικές υπηρεσίες στην Κύπρο, στην Ελλάδα, στη Μεγάλη Βρετανία και στην Αυστραλία ενώ διαθέτει ένα διεθνές δίκτυο με γραφεία αντιπροσωπείας σε όλες τις Ηπείρους. Ταχύτατη είναι η ανάπτυξη του δικτύου καταστημάτων στην Ελλάδα, από 17 καταστήματα το 1999, σε 109 σήμερα. Ανάλογη είναι και η αύξηση του προσωπικού του Συγκροτήματος Τράπεζας Κύπρου Ελλάδας: από 796 άτομα το 1999, 2.500 άτομα σήμερα. Το 2000 το Συγκρότημα της Τράπεζας Κύπρου εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, δημιουργώντας νέες προοπτικές για την Τράπεζα Κύπρου. Το Συγκρότημα Τράπεζας Κύπρου Ελλάδας προχωρά με ταχείς ρυθμούς στην υλοποίηση του αναπτυξιακού πλάνου, σύμφωνα με το οποίο στοχεύει σε δίκτυο 120 καταστημάτων στα τέλη του 2006 και σε μερίδιο αγοράς πλέον του 5% μέχρι το 2007. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) και ο συντελεστής συσχέτισης καθαρών κερδών και μερίσματος για την περίοδο 2001-2005. (www.bankofcyprus.gr).

(Σε χιλ ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	81028	-2299	-7570	38811	143513
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0,226	0	0	0,07	0,12
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	3,1	2,5	2,1	2,3	3,3
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	7,3%	0	0	3,0%	3,6%
ΡΑΥΟΥΤ RATIO	26%	0	0	8%	14%
Συντ. Συσχέτισης (ρ)	0,52				

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Κύπρου

Η τράπεζα Κύπρου μετά την κερδοφόρα χρονιά το 2001 που κατέγραψε κέρδη 81 εκατομμύρια ευρώ, πέρασε μία δύσκολη διαιτία 2002 & 2003 κλείνοντας τις χρήσεις με ζημιές, όχι όμως ιδιαίτερα σημαντικές. Τα δύο επόμενα έτη επανήλθε στα κέρδη με το 2005 να αυξάνονται σημαντικά σε σχέση με το 2004 και να φθάνουν τα 144 εκατομμύρια. Η τράπεζα Κύπρου ανήκει στις τράπεζες που διανείμουν μέρισμα, όταν φυσικά πραγματοποιεί κέρδη. Το 2001 το μέρισμα ανήλθε στα 22 λεπτά ανά μετοχή ενώ το 2002 και το 2003 οι χρήσεις έκλεισαν με ζημιές και οι μέτοχοι δεν εισέπραξαν μέρισμα. Το 2004 με την επιστροφή στα κέρδη η τράπεζα διένειμε και πάλι μέρισμα αλλά αυτό έφθασε μόλις τα 7 λεπτά ανά μετοχή, προφανώς ως αποτέλεσμα των δυο κακών προηγούμενων ετών. Όμως, και η τεράστια αύξηση των κερδών το 2005 δεν οδήγησε σε μεγάλη άνοδο του μερίσματος, που ανήλθε στα 12 λεπτά ανά μετοχή. Σε χαρακτηριστικά χαμηλό επίπεδο βρίσκεται και το ποσοστό διανεμομένων κερδών, με υψηλότερο το 26% του 2001, με μόλις 8% το 2004 και με 14% το έτος με τα υψηλότερα κέρδη. Συνολικά, γίνεται αντιληπτό ότι η τράπεζα να μην διανέμει μέρισμα όποτε αυτό είναι εφικτό, παράυτα η μερισματική πολιτική που ακολουθεί είναι αυστηρή και αρκετά περιορισμένη. Χαρακτηριστικό είναι το έτος 2005 όπου με καθαρά κέρδη 144 εκατομμύρια ευρώ και με ευοίωνες προοπτικές για το 2006 για τον τραπεζικό κλάδο το ποσοστό διανεμομένων κερδών αγγίζει μόλις το 14%. Η τράπεζα γενικότερα έχει τακτική να επιστρέφει στους μετόχους της μικρό ποσοστό από τα κέρδη με τη μορφή μερίσματος.

Χαρακτηριστική είναι η εικόνα που έχει το διάγραμμα καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή, με το μέρισμα να μην ακολουθεί την ανοδική τάση των κερδών για το 2004 & 2005, αλλά να ακολουθεί μία πιο σταθερή πορεία.



Διάγραμμα 13: Καθαρά κέρδη και μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Κύπρου

Τέλος, και ο συντελεστής συσχέτισης με τιμή $\rho=0,62$ δείχνει τη θετική μέση συσχέτιση μεταξύ κερδών και μερίσματος (Weston J. F. - Brigham E. F, 1986).

5.7 ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Η Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύεται το 1929 ως μη κερδοσκοπικός οργανισμός κοινωφελούς χαρακτήρα, με σκοπό την αποκλειστική χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους του αγροτικού τομέα και την ενίσχυση της αγροτικής ανάπτυξης. Το 1980 η Αγροτική Τράπεζα διευρύνει τις δραστηριότητές της και στον εξωγεωργικό τομέα, αναπτύσσοντας ένα ευρύ δίκτυο καταστημάτων σε όλη την Ελλάδα καθώς και νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα και υπηρεσίες. Το 1991 η Αγροτική Τράπεζα γίνεται ανώνυμη εταιρία ενώ παράλληλα ιδρύει ένα ολοκληρωμένο όμιλο παροχής χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών. Το 2000 η Αγροτική Τράπεζα πραγματοποιεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και από τον Ιανουάριο του 2001 διαπραγματεύεται η μετοχή της στο ΧΑΑ. Η Αγροτική Τράπεζα του 21ου αιώνα είναι μια σύγχρονη Τράπεζα πολλαπλών δραστηριοτήτων και -σύμφωνα με το Banker - μια από τις 150 μεγαλύτερες τράπεζες της Ευρώπης με 458 καταστήματα (www.ate.gr).

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) για την περίοδο 2001-2005.

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	156568	68931	83502	-135919	112350
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0	0	0	0	0
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	4,6	4	3,9	3,3	4,1
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	0	0	0	0	0
PAYOUT RATIO	0	0	0	0	0

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Αγροτικής Τράπεζας

Η μερισματική πολιτική της Αγροτικής Τράπεζας με βάση τα στοιχεία της τελευταίας πενταετίας είναι η μη διανομή χρηματικού μερίσματος στους μετόχους της. Αυτό που κάνει ιδιαίτερη εντύπωση είναι ότι η Αγροτική θεωρείται και είναι μία μεγάλη τράπεζα, κάτι που φαίνεται και από τις επιδόσεις της στον τομέα των καθαρών κερδών. Με εξαίρεση το 2004 που η χρονιά από οικονομικής πλευράς δεν πήγε καλά και η τράπεζα εμφάνισε ζημιές ύψους 136 εκατομμυρίων ευρώ, οι υπόλοιπες χρήσεις έκλεισαν με σημαντικά υψηλά κέρδη. Συγκεκριμένα, το 2001 τα κέρδη άγγιζαν τα 157 εκατομμύρια ευρώ ενώ το 2002, όπως συνέβη με όλους τους ελληνικούς τραπεζικούς ομίλους, τα κέρδη μειώθηκαν αισθητά σε 69 εκατομμύρια για να ανακάμψουν το 2003 σε 84 εκατομμύρια. Τελικά μετά από τη ζημιά του 2004 η τράπεζα επέστρεψε με εντυπωσιακά αποτελέσματα το 2005 με καθαρά κέρδη ύψους 112 εκατομμυρίων ευρώ.

Παρά το γεγονός ότι η Αγροτική Τράπεζα έχει καταγράψει, τόσο σε ετήσια βάση αλλά όσο και αθροιστικά, σημαντικά κέρδη κατά την διάρκεια της πενταετίας 2001-2005, αυτό που μένει ως συμπέρασμα είναι ότι ακολουθεί μερισματική πολιτική μηδενικού μερίσματος. Το γεγονός ότι άλλες τράπεζες με σαφώς χαμηλότερα κέρδη προχωρούν στη διανομή μερίσματος ενώ η Αγροτική συστηματικά δεν διανέμει μέρισμα ενισχύει το συμπέρασμα ότι πρόκειται για συνειδητή και κατασταλαγμένη πολιτική (Weston J. F. - Brigham E.F, 1986).

5.8 ASPIS BANK

Η ASPIS BANK ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1992. Το 1998 η τράπεζα εισάγεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και συγχρόνως διευρύνει την παρουσία της στην κεφαλαιαγορά, αποκτώντας το 30% του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΣΠΙΣ ΑΕΔΑΚ και το 20% της ΑΣΠΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ. Το 2001 η ASPIS BANK έχει μετατραπεί από στεγαστικό σε εμπορικό τραπεζικό ίδρυμα, εισάγοντας νέες υπηρεσίες όπως το On-Line Banking και Phone Banking. Τέλος του 2004, το Δίκτυο της Τράπεζας αριθμούσε 65 Καταστήματα σε όλη την Ελλάδα και το ανθρώπινο δυναμικό της ανήρχετο σε 976 τραπεζικά στελέχη και υπαλλήλους. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της τράπεζας (καθαρά κέρδη, μέρισμα ανά μετοχή, μέση τιμή έτους, μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμομένων κερδών) για την περίοδο 2001-2005 (www.aspisbank.gr).

(Σε χιλ. ευρώ)	2001	2002	2003	2004	2005
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	0	2264	-415	1516	10048
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0	0	0	0	0
ΜΕΣΗ ΤΙΜΗ ΕΤΟΥΣ	0	4,7	3	2,7	3,2
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	0	0	0	0	0
PAYOUT RATIO	0	0	0	0	0

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τράπεζας Aspis Bank

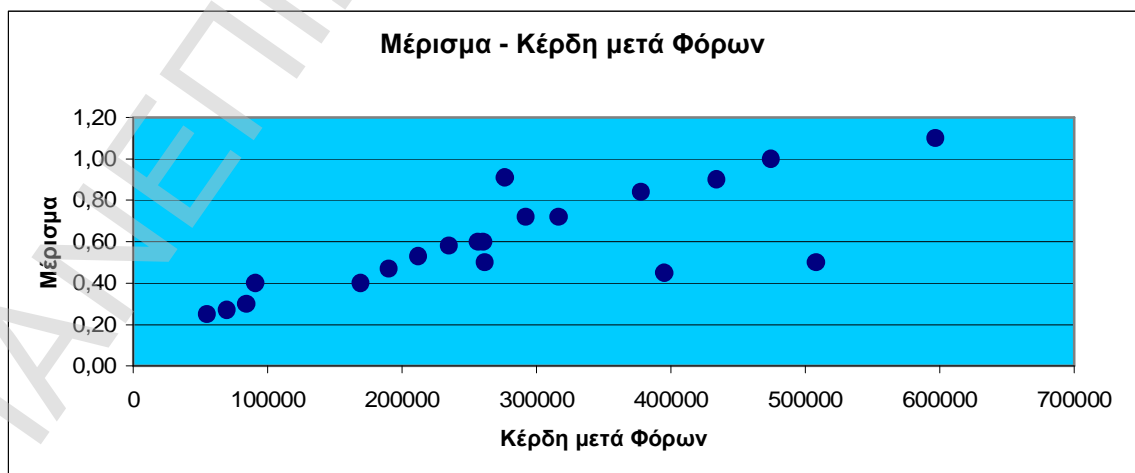
Η Aspis Bank όπως φαίνεται από τα παραπάνω στοιχεία της τελευταίας τετραετίας 2002-2005, δεν διανέμει μέρισμα στους μετόχους της. Αιτία για την συγκεκριμένη πολιτική είναι προφανώς τα πολύ χαμηλά κέρδη που έχει καταγράψει και που δεν αφήνουν κανένα περιθώριο για διανομή μερίσματος. Μελετώντας τον πίνακα γίνεται φανερό ότι το 2005 ουσιαστικά είναι το πρώτο έτος που η τράπεζα καταγράφει αξιόλογα, για το μέγεθος της, κέρδη της τάξης των 10 εκατομμυρίων

ευρώ. Το αν θα αυξηθούν στο μέλλον τα κέρδη της τράπεζας και αν θα προχωρήσει τότε σε διανομή μερίσματος είναι δύσκολο να το γνωρίζει κάποιος. Εκείνο που είναι βέβαιο είναι ότι η Aspis Bank είναι μία μικρή τράπεζα που έχει σίγουρα προοπτικές αλλά όσο αφορά τη μερισματική της πολιτική είναι μάλλον δύσκολο να αλλάξει κάτι μεσομακροπρόθεσμα.

5.9 Η Μερισματική Πολιτική των τεσσάρων μεγαλύτερων τραπεζών.

Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος - Alpha Bank - EFG Eurobank Ergasias - Τράπεζα Πειραιώς) έχουν ένα κοινό σημείο αναφορικά με την μερισματική τους πολιτική. Και οι τέσσερις τράπεζες κάθε χρόνο τα τελευταία πέντε έτη προχωρούν στη διανομή μερίσματος στους μετόχους τους. Συγκεντρώνοντας και συγκρίνοντας τα στοιχεία των τεσσάρων αυτών τραπεζών προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα για την μερισματική πολιτική αυτών των τραπεζών, που είναι στην ουσία και οι “ηγέτες” του τραπεζικού κλάδου.

Η πρώτη διαπίστωση είναι ότι μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών υπάρχει μία σχεδόν γραμμική σχέση. Όταν αυξάνονται τα κέρδη αυξάνεται και το μέρισμα και αντίστροφα. Αυτό φαίνεται καθαρά στο παρακάτω διάγραμμα που περιλαμβάνει τα κέρδη και το μέρισμα των τεσσάρων τραπεζών την πενταετία 2001-2005 αλλά και από τον συντελεστή συσχέτισης των δύο μεταβλητών όπου με τιμή $\rho=0,79$ δείχνει ότι υπάρχει ισχυρή γραμμική σχέση (Weston J. F. – Brigham E. F., 1986).



Διάγραμμα 14: Σχέση μερίσματος και κερδών μετά από φόρους 4 τραπεζών (Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος - Alpha Bank - EFG Eurobank Ergasias - Τράπεζα Πειραιώς)

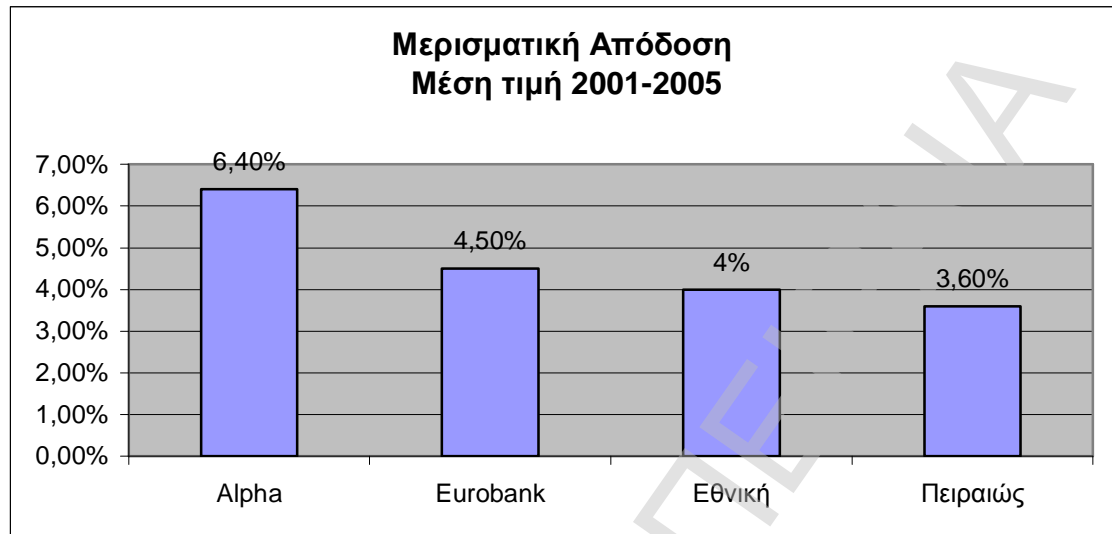
Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τραπεζών

Το ύψος του μερίσματος που διανέμουν οι τέσσερις τράπεζες κυμαίνεται από 0,25 ευρώ (Τράπεζα Πειραιώς το 2002) μέχρι 1,10 ευρώ (Εθνική Τράπεζα την περίοδο 2001). Η μέση τιμή του μερίσματος είναι 0,60 ευρώ. Ελέγχοντας την κατανομή των μερισμάτων προκύπτει ότι έως 0,4 ευρώ υπάρχουν 5 παρατηρήσεις, από 0,41 έως 0,8 υπάρχουν 10 παρατηρήσεις και από 0,81 έως 1,1 υπάρχουν 5 παρατηρήσεις. Συνεπώς η πλειοψηφία των διανεμομένων μερισμάτων βρίσκεται στην περιοχή από 0,4 ευρώ έως 0,8 ευρώ.

<u>Εύρος</u>	<u>Πλήθος Παρατηρήσεων</u>
0 – 0,4	5
0,41 - 0,8	10
0,8 -	5

Η μερισματική απόδοση κυμαίνεται από 2,6% (Τράπεζα Πειραιώς 2001) έως 8,3% (Alpha Bank 2001). Η μέση τιμή της μερισματικής απόδοσης είναι 4,5%. Η κατανομή της μερισματικής απόδοσης έχει ως εξής: μέχρι 3% μερισματική απόδοση υπάρχουν 4 παρατηρήσεις, από 3,1% έως 6% υπάρχουν 14 παρατηρήσεις και από 6,1% έως 9% υπάρχουν μόλις 2 παρατηρήσεις. Συνεπώς, η μερισματική απόδοση των τεσσάρων τραπεζών κυμαίνεται σε μεγάλο βαθμό μεταξύ 3% και 6%. Την τελευταία πενταετία την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση σε μέσο όρο την έχει η Alpha Bank με 6,4%, ακολουθεί η Eurobank με 4,5%, η Εθνική Τράπεζα με 4% και τέλος η τράπεζα Πειραιώς με 3,6%.

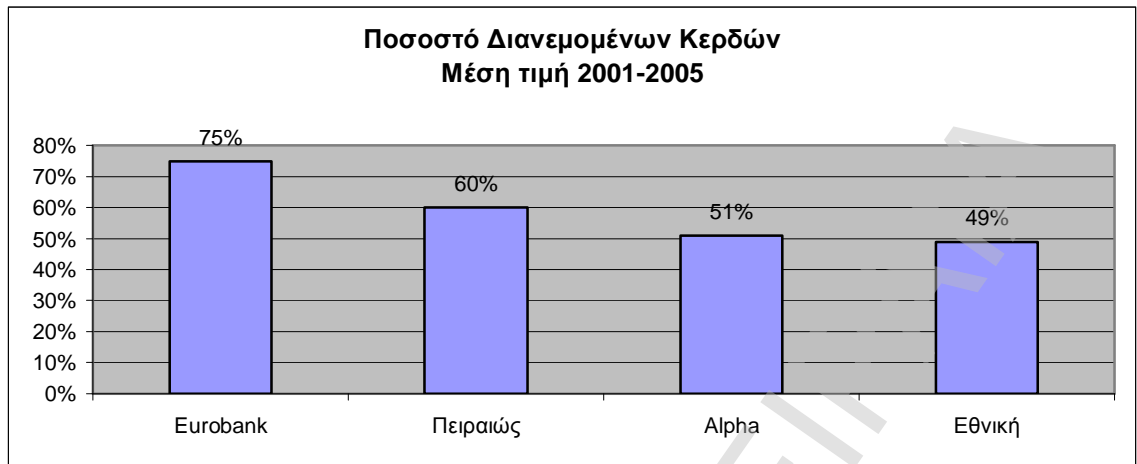
<u>Εύρος</u>	<u>Πλήθος Παρατηρήσεων</u>
0 – 3%	4
3,1% - 6%	14
6,1% -	2



Διάγραμμα 15: Μέση τιμή μερισματικής απόδοσης της πενταετίας 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τραπεζών Eurobank, Πειραιώς, Alpha, Εθνικής

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το ποσοστό διανεμομένων κερδών, δηλαδή το μέρος των κερδών που η τράπεζα επιστρέφει στους μετόχους της. Αυτό παρουσιάζει σημαντικές διαφορές από τράπεζα σε τράπεζα, γεγονός που δείχνει ότι αποτελεί ένα εργαλείο όπου κάθε τράπεζα το αξιοποιεί με διαφορετικό τρόπο. Η Εθνική Τράπεζα, για παράδειγμα, έχει ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών 26% (2002) και μέγιστο 84% (2004), παρουσιάζει δηλαδή σημαντικές αποκλίσεις. Αντίθετα η Eurobank με ελάχιστο ποσοστό διανεμομένων κερδών 72% (2003) και μέγιστο 77% (2004) παρουσιάζει αξιοσημείωτη σταθερότητα σχετικά με την πολιτική που ακολουθεί στο συγκεκριμένο τομέα. Η Alpha Bank και η Τράπεζα Πειραιώς βρίσκονται σε ενδιάμεση κατάσταση με το ποσοστό διανεμομένων κερδών να μεταβάλλεται από έτος σε έτος σε μικρότερο βαθμό. Τα μεγαλύτερο ποσοστό διανεμομένων κερδών (μέση τιμή πενταετίας) εμφανίζει η Eurobank με 75%, ακολουθεί η Τράπεζα Πειραιώς με 60%, μετά είναι η Alpha Bank με 51% και τέλος η Εθνική Τράπεζα με ποσοστό 49%.

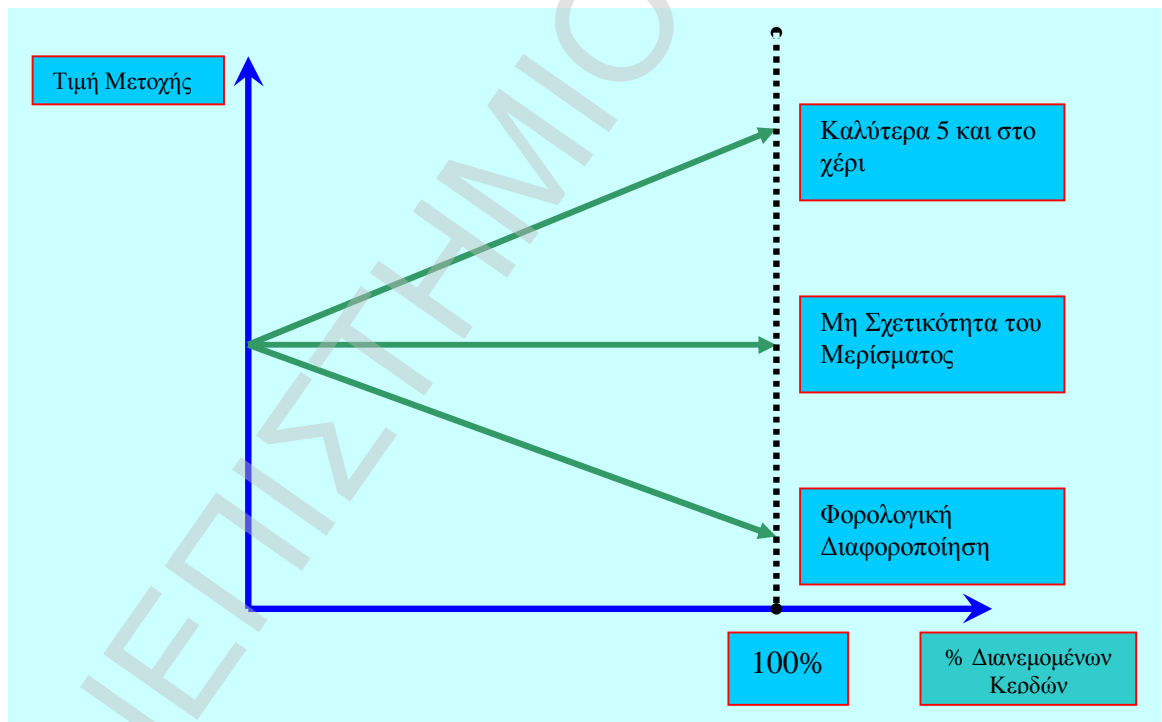


Διάγραμμα 16: Μέση τιμή ποσοστού διανεμομένων κερδών της πενταετίας 2001-2005

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις τραπεζών Eurobank, Πειραιώς, Alpha, Εθνικής

Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα

Η διερεύνηση του ερωτήματος ποια από τις τρεις θεωρίες είναι η σωστή δεν έχει καταλήξει σε σαφή συμπεράσματα μέχρι σήμερα. Η πανεπιστημιακή κοινότητα δεν είναι σε θέση να υποδείξει στα στελέχη των επιχειρήσεων την επίδραση που θα έχει στην τιμή της μετοχής της εταιρείας τους (και στο κόστος κεφαλαίου της) μια μεταβολή στη μερισματική της πολιτική. Κατά συνέπεια, ο καθορισμός μιας άριστης μερισματικής πολιτικής είναι εξαιρετικά δύσκολος. Το διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζει τις τρεις θεωρίες μερισματικής πολιτικής.



Έχει παρατηρηθεί ότι μια αύξηση στο μέρισμα ακολουθείται συνήθως από άνοδο της τιμής της μετοχής, ενώ μια μείωση στο μέρισμα συνοδεύεται από πτώση της τιμής της μετοχής. Αυτό μπορεί να είναι απόδειξη ότι οι επενδυτές προτιμούν το τρέχον εισόδημα των μερισμάτων παρά το μελλοντικό εισόδημα των παρακρα-

τηθέντων κερδών. Υπάρχει, όμως, και η άποψη ότι το μη αναμενόμενο ύψος του μερίσματος παρέχει μια ένδειξη στους επενδυτές για τις προοπτικές της εταιρείας. Μεγαλύτερη από ό,τι αναμενόταν αύξηση του μερίσματος εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως ένα σήμα (signal or information content) της διοίκησης της εταιρείας ότι προβλέπει υψηλά μελλοντικά κέρδη. Το αντίθετο συμβαίνει όταν ανακοινώνεται μια μη αναμενόμενη μείωση του μερίσματος. Άρα, σύμφωνα με την άποψη αυτή, η μεταβολή της τιμής της μετοχής οφείλεται στο πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος και όχι στις προτιμήσεις των επενδυτών.

Έχει υποστηριχθεί από ορισμένους οικονομολόγους ότι υπάρχουν διάφορες κατηγορίες επενδυτών, οι οποίες προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Για παράδειγμα, οι επενδυτές με μεγάλα εισοδήματα προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση των κερδών, διότι δεν έχουν ανάγκη τρέχοντος εισοδήματος και το μεγαλύτερο μέρος των τυχόν μερισμάτων που θα εισπράξουν θα το επανεπενδύσουν (αφού, φυσικά, καταβάλουν τους φόρους που αναλογούν). Αντιθέτως, οι επενδυτές με μικρά εισοδήματα έχουν ανάγκη το τρέχον εισόδημα και επομένως προτιμούν την καταβολή του μεγαλύτερου μέρους των κερδών με τη μορφή του μερίσματος. Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι η μερισματική πολιτική αντανακλά και ένα αποτέλεσμα πελατεία_ (clientele effect). Το αποτέλεσμα πελατείας, η ύπαρξη του οποίου έχει αποδειχτεί και εμπειρικά, σημαίνει ότι μια εταιρεία θα προσελκύει τους επενδυτές εκείνους οι οποίοι προτιμούν τη μερισματική της πολιτική. Μια μεταβολή στη μερισματική πολιτική της εταιρείας θα έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβολή της σύνθεσης των μετόχων της, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή μείωση της τιμής της μετοχής της.

Σε πολλές επιχειρήσεις οι διοικούντες δε συμπίπτουν με τους ιδιοκτήτες. Ο αντικειμενικός σκοπός των ιδιοκτητών (δηλαδή των μετόχων) μιας εταιρείας είναι η

μεγιστοποίηση του πλούτου τους (ή η αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας). Αντιθέτως, οι διευθύνοντες μια εταιρεία μπορεί να έχουν στόχους διαφορετικούς από τους μετόχους της και επομένως να δρουν υπέρ των δικών τους συμφερόντων. Στην περίπτωση αυτή, υπάρχει μια σύγκρουση αντιπροσώπευσης (agency conflict) μεταξύ των μετόχων και των διοικούντων την εταιρεία και οι μέτοχοι αναλαμβάνουν τις δαπάνες οι οποίες συνδέονται με τον έλεγχο των δραστηριοτήτων των διοικούντων, που λέγονται κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs). Τα κόστη αυτά μειώνονται σημαντικά εάν οι εταιρείες αντλούν συχνά κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά (μέσω έκδοσης νέων μετοχών ή ομολογιών), καθώς οι διάφορες αποφάσεις των διοικήσεών τους υπόκεινται σε συχνούς ελέγχους από διάφορους εξωτερικούς αναλυτές. Άρα, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των διανεμομένων κερδών, τόσο συχνότερα η εταιρεία αναγκάζεται να αντλεί κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά και τόσο περισσότερο μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης.

Η επικρατούσα άποψη, πάντως, είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν τα μερίσματα που αναμένουν και αντιπαθούν τις δυσάρεστες εκπλήξεις (που προέρχονται από μειώσεις μερισμάτων). Εάν αυτή η θέση είναι σωστή, τότε οι επενδυτές θα προτιμούν μια εταιρεία η οποία καταβάλλει περισσότερο προβλέψιμα ετήσια μερίσματα, από μια άλλη εταιρεία η οποία αναμένεται να καταβάλλει το ίδιο χρηματικό ποσό σε μερίσματα αλλά με ένα κυμαινόμενο ετήσιο μέρισμα (που σημαίνει ότι τα ετήσια μερίσματά της δε θα είναι προβλέψιμα). Αυτή η άποψη οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες, για να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους, θα πρέπει να ακολουθούν μια σχετικά σταθερή μερισματική πολιτική και να αποφεύγουν να μεταβάλλουν τα μερίσματά τους από έτος σε έτος.

Αναφορικά με τον ελληνικό τραπεζικό κλάδο και ειδικότερα με τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τράπεζες το πρώτο συμπέρασμα είναι

ότι δεν ακολουθούν όλες οι τράπεζες την ίδια μερισματική πολιτική. Από την μελέτη των οχτώ εισηγμένων τραπεζών που προηγήθηκε για την περίοδο 2001-2005, οι τέσσερις μεγαλύτερες τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα έχουν πάγια πολιτική τη διανομή μερίσματος στους μετόχους τους κάθε χρόνο. Αυτές είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, η Alpha Bank, η EFG Eurobank Ergasias και η Πειραιώς.

Η **Εθνική τράπεζα** κατατάσσεται στη τρίτη θέση σε μερισματική απόδοση με 4% και στην τέταρτη θέση σε ποσοστό διανεμομένων κερδών με 49%. Με βάση αυτά, η διοίκηση της τράπεζας να μην δίνει σημασία στην μερισματική πολιτική αλλά δεν προκύπτει ότι επιδιώκει να προσφέρει όσο το δυνατό υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους της. Ακολουθείται μία συντηρητική πολιτική.

Η **Alpha Bank** έχει από τις τέσσερις τράπεζες την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση με 6,4% και καταλαμβάνει τη τρίτη θέση στο ποσοστό διανεμομένων κερδών με 51%. Η υψηλή μερισματική απόδοση δείχνει ότι η διοίκηση της τράπεζας ασκεί ενεργητική μερισματική πολιτική και μέσω των υψηλών αποδόσεων επιδιώκει την πραγματοποίηση στόχων, όπως να κάνει τη μετοχή πιο ελκυστική και να προσεγγίσει επενδυτές που επιδιώκουν τα υψηλά μερίσματα.

Η **Eurobank** κατέχει τη δεύτερη θέση σε μερισματική απόδοση με 4,5% και την πρώτη σε ποσοστό διανεμομένων κερδών με 75%. Ακολουθεί πολιτική παρόμοια με αυτή της Alpha Bank, χρησιμοποιεί δηλαδή την μερισματική πολιτική σαν εργαλείο για να προσεγγίσει επενδυτές και να αυξήσει έτσι την μετοχή και κατά συνέπεια και την αξία της επιχείρησης. Το ποσοστό διανεμομένων κερδών είναι εντυπωσιακό και δείχνει τη σαφή πολιτική της τράπεζας για επιστροφή των κερδών στους μετόχους της.

Η **Τράπεζα Πειραιώς** έχει τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση αλλά είναι

δεύτερη στο ποσοστό διανεμομένων κερδών. Το τελευταίο σημαίνει ότι επιδιώκει και αυτή η τράπεζα να παρέχει όσο το δυνατό υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους της.

Κάποιοι άλλοι όμιλοι έχουν ακριβώς αντίθετη πολιτική που σημαίνει ότι δεν διανέμουν μέρισμα στους μετόχους τους. Τέτοιες περιπτώσεις είναι η **Aspis Bank** και η **Αγροτική Τράπεζα**. Για την Aspis Bank αυτή η πολιτική είναι αναμενόμενη αφού το μικρό μέγεθος της και κατά συνέπεια τα περιορισμένα κέρδη της δεν της επιτρέπουν να προχωρήσει σε διανομή μερίσματος. Απεναντίας η Αγροτική Τράπεζα θεωρείται από τις μεγάλες ελληνικές τράπεζες και τα τελευταία χρόνια έχει καταγράψει σημαντικά κέρδη, παράυτα η διοίκηση της έχει αποφασίσει να μην διανέμει μέρισμα. Στο ενδιάμεσο των δύο αυτών πολιτικών, βρίσκονται όμιλοι που ανάλογα με τα οικονομικά τους αποτελέσματα και την γενικότερη οικονομική συγκυρία της εκάστοτε περιόδου, άλλοτε προχωρούν στη διανομή μερίσματος στους μετόχους τους και άλλοτε όχι. Δύο τέτοιες τράπεζες είναι η **Εμπορική Τράπεζα** και η **Τράπεζα Κύπρου**, με την πρώτη να θεωρείται από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα και τη δεύτερη από τις πιο γρήγορα αναπτυσσόμενες με σπουδαίες προοπτικές. Συνεπώς, γίνεται σαφές ότι η μερισματική πολιτική που υιοθετεί η κάθε τράπεζα εξαρτάται από μια πληθώρα παραγόντων τους οποίους λαμβάνει υπόψη η εκάστοτε διοίκηση της τράπεζας και με βάση τις παραμέτρους που ισχύουν κάθε φορά αποφασίζει τη μερισματική της πολιτική.

Κεφάλαιο 7: Πηγές

Βιβλιογραφία

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. Καραθανάση, Γ., *Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές*, 2η έκδοση, Εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα, 1998.
2. Παπούλια, Γ., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*, 3η έκδοση, Εκδόσεις Β. Παπούλιας, Αθήνα, 1993.
3. Φιλίππατου, Γ. Κ. - Π. Ι. Αθανασόπουλου" *Κόστος Κεφαλαίου - Πολιτική Μερισμάτων & Χαρτοφυλακίων*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1986.
4. Βασιλείου Δ., Μαγγιώρου Μ., Τσατήρης Γ., Χαραλαμπίδης Ε., Πετράκης Π., *Τραπεζική Διοίκηση*, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο ΕΑΠ, 1999-2000
5. Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το 2004, Αθήνα 2005

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. Van Home J., *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, 8th ed., Englewood Cliffs, New Jersey, 1986.
2. Weston J. F. - E. F. Brigham, *Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, 1986.
3. Frankfurter G. M. – Wood B. G. *Dividend Policy - Theory and Practice*, Academic Press, USA

Ιστοσελίδες στο Διαδίκτυο

Χρηματιστήριο Αθηνών : www.ase.gr

Ένωση Ελληνικών Τραπεζών : www.hba.gr

Εφημερίδα “Ναυτεμπορική”: www.naftemporiki.gr

Εγκυκλοπαίδεια : <http://el.wikipedia.org>

Το Βήμα Online : <http://tovima.dolnet.gr>

Ιστοσελίδες στο Τραπεζών

Τράπεζα της Ελλάδος : www.bankofgreece.gr

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος : www.nbg.gr

Alpha Bank: www.alpha.gr

EFG Eurobank Ergasias: www.eurobank.gr

Τράπεζα Πειραιώς : www.piraeusbank.gr

Αγροτική Τράπεζα : www.ate.gr

Εμπορική Τράπεζα : www.emporiki.gr

Τράπεζα Κύπρου : www.bankofcyprus.gr

Aspis Bank: www.aspisbank.gr

Αρθρογραφία

- ✓ Modigliani and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review, June 1958
- ✓ Lintzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, 1982. The effects of dividends on common stock prices: Tax effects or information effects. Journal of Finance 37, 429-443
- ✓ The Gordon/Lintner "Bird-in-the-Hand" Theory of Dividends, 1959