



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

(MBA)

Διπλωματική εργασία:

***Κεφαλαιακή διάρθρωση και διανομή κερδών επιχειρήσεων
εισηγμένων στο Χ.Α.***

Δρακωνάκη Ν. Ευαγγελία

Νοέμβριος 2017

Ευχαριστίες

Με την περάτωση της παρούσας διπλωματικής, θα επιθυμούσα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή του τμήματος οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ Τσαγκαράκη Νικόλαο, η καθοδήγηση και η κατανόηση του οποίου με βοήθησαν στην υλοποίηση της μεταπτυχιακής μου εργασίας.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στην οικογένεια μου καθώς η ψυχολογική και η οικονομική τους υποστήριξη με βοήθησαν να επιτύχω στις σπουδές μου

Κεφαλαιακή διάρθρωση και διανομή κερδών επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χ.Α.

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη αναλύει τόσο την σημασία της κεφαλαιακής διάρθρωσης όσο και τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, έννοιες που είναι συνδεδεμένες με τις αποφάσεις που καλείται να λάβει η εκάστοτε διοίκηση προκειμένου να αναλάβει μία επένδυση αλλά και να αποδώσει τα κέρδη της στους μετόχους της.

Στο κεφάλαιο δύο, αναλύεται η έννοια και οι θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης καθώς και οι σημαντικότεροι παράγοντες που την επηρεάζουν.

Στο κεφάλαιο τρία, επεξηγείται η δεύτερη έννοια της παρούσας εργασίας, αυτή της μερισματικής πολιτικής, η οποία παρουσιάζεται αναλύοντας κάποιες από τις πιο θεμελιώδεις θεωρίες όπως των Modigliani & Miller.

Η μεταξύ τους σχέση συχνά είναι αλληλένδετη, καθώς και οι δύο μεταφέρουν πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης στους εξωτερικούς χρήστες, επηρεάζοντας την εικόνα της προς αυτούς και αυτή η σχέση παρουσιάζεται μέσω ερευνών στο κεφάλαιο τέσσερα.

Το κεφάλαιο πέντε, αποτελεί μία παρουσίαση των αποτελεσμάτων των ερευνών που έχουν υλοποιηθεί στις ελληνικές επιχειρήσεις όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση, τη μερισματική πολιτική αλλά και τη σχέση τους.

Στο κεφάλαιο έξι γίνεται παράθεση στοιχείων που αφορούν τις έννοιες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής

Στο τελευταίο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει έπειτα από την ανάλυση των ερευνών που πραγματοποιήθηκαν σε καθένα από τα προ αναφερόμενα κεφάλαια.

Abstract

This study analyzes both the importance of the capital structure and the dividend policy of enterprises, concepts that are associated with the decisions that management is required to take to invest, but also to yield its profits to its shareholders.

In Chapter Two, we analyze the concept and the theories of the capital structure as well as the most important factors that affect it.

In Chapter Three, we explain the second concept of this study, that of dividend policy, which is presented by analyzing some of the most fundamental theories, such as Modigliani & Miller.

The relationship between them is often interrelated, as both transfer information about the course of the business to external users, influencing their image to them, and this relationship is presented through surveys in chapter four.

Chapter Five is a presentation of the results of the research undertaken in Greek companies on capital structure, dividend policy and their relationship.

Chapter Six provides information on the concepts of capital structure and dividend policy

In the last chapter, the conclusions that have emerged after the analysis of the investigations carried out in each of the above mentioned chapters are presented.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες	1
Περίληψη	2
Abstract	3
Περιεχόμενα	4
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή	5
Κεφάλαιο 2 : Κεφαλαιακή διάρθρωση	8
2.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης	8
2.2 Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης	9
2.2.1 Trade off model (μοντέλο αντιστάθμισης)	9
2.2.2 Η υπόθεση pecking order (θεωρία ιεράρχισης)	11
2.2.3 Η θεωρία σηματοδότησης της κεφαλαιακής δομής	13
2.2.4 Η managerial opportunism hypothesis	14
2.2.5 Η θεωρία των Modigliani και Miller	16
2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση	18
2.4 Έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση	21
Κεφάλαιο 3 : Διανομή κερδών	23
3.1 Η έννοια της διανομής κερδών και η σημασία της μερισματικής πολιτικής ..	23
3.2 Ελληνική νομοθεσία περί μερισμάτων	25
3.3 Θεωρίες μερισματικής πολιτικής	27
3.3.1 Η θεωρία των Modigliani & Miller	28
3.3.2 Το μοντέλο του Lintner	29
3.3.3 Η μερισματική πολιτική από τη σκοπιά της θεωρίας αντιπροσώπευσης	30
3.4 Προηγούμενες μελέτες για τη μερισματική πολιτική	31
Κεφάλαιο 4 :Σύνοψη ερευνών για την κεφαλαιακή διάρθρωση και διανομή κερδών γενικά	34
4.1 Η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και διανομής κερδών	34
4.2 Έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη διανομή κερδών γενικά	35
Κεφάλαιο 5 : Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η διανομή κερδών στις Ελληνικές επιχειρήσεις	38
5.1 Η κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων	38
5.2 Η διανομή κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων	42
5.3 Η σχέση διανομής κερδών και κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων	47
Κεφάλαιο 6 : Δεδομένα	49
Κεφάλαιο 7 : Συμπεράσματα	51
7.1 Συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάρθρωση	51
7.2 Συμπεράσματα για τη διανομή κερδών	54
7.3 Συμπεράσματα για τη σχέση κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής	56
7.4 Συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων	57
Βιβλιογραφία :	60
Παράρτημα :	68

Κεφάλαιο 1^ο

Εισαγωγή

Στην παρούσα εργασία εξετάζονται δύο βασικά ζητήματα της χρηματοοικονομικής διοίκησης, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η διανομή των κερδών, αλλά και η σχέση που συνδέει αυτά τα δύο ζητήματα. Πιο συγκεκριμένα, ο σκοπός της μελέτης είναι η εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της διανομής κερδών από τις ελληνικές επιχειρήσεις, όπως αυτές προκύπτουν από την ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία.

Η σημασία του εν λόγω θέματος είναι μεγάλη, καθώς η κεφαλαιακή διάρθρωση και η διανομή κερδών αποτελούν τις βασικές αποφάσεις που καλείται να λάβει κάθε επιχείρηση για να αναλάβει μια νέα επένδυση, αλλά και για να αποδώσει τα κέρδη της στους μετόχους της.

Όσον αφορά το πρώτο σκέλος, αυτό της κεφαλαιακής διάρθρωσης, για να είναι σε θέση οι επιχειρήσεις να λειτουργήσουν και να αναπτυχθούν, απαιτείται η χρηματοδότησή τους. Ο τρόπος και οι πηγές χρηματοδότησης που επιλέγει να χρησιμοποιήσει κάθε επιχείρηση επηρεάζει σημαντικά τη λήψη αποφάσεων για την πραγματοποίηση κάθε λογής επενδύσεων. Τα κεφάλαια που θα χρηματοδοτήσουν αυτές τις επενδύσεις μπορεί να προέρχονται από διάφορες πηγές, κάθε μία από τις οποίες έχει κάποιο κόστος, το οποίο καλείται κόστος κεφαλαίου. Τα κόστη των εκάστοτε επιμέρους πηγών που χρησιμοποιούνται, σταθμισμένα ανάλογα με το βάρος τους στο συνολικό κεφάλαιο, αποτελούν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο έχει σημαντική επίδραση στην αξιολόγηση κάθε επένδυσης ή επιχείρησης. Έτσι, για να θεωρείται αποδοτική μια επένδυση, θα πρέπει το κόστος χρηματοδότησής της να είναι μικρότερο από την απόδοσή της (Smart et al., 2003., 2003).

Η επιλογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελεί κρίσιμη διαχειριστική απόφαση, διότι επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης και, συνεπώς, την αποτίμησή της. Ως εκ τούτου, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα της χρηματοοικονομικής διοίκησης και έχει προσελκύσει μεγάλη προσοχή στην ακαδημαϊκή έρευνα. Παρά τις δεκαετίες θεωρητικής εξέλιξης που εξηγούν τη διακύμανση της κεφαλαιακής διάρθρωσης

μεταξύ των επιχειρήσεων, η κατανόηση της εταιρικής κεφαλαιακής δομής παραμένει ατελής (Graham & Leary 2011).

Όσον αφορά το δεύτερο ζήτημα που πραγματεύεται η μελέτη, είναι η διανομή των κερδών. Η μερισματική πολιτική αποτελεί ένα πολυσυζητημένο θέμα, που αφορά τις αποφάσεις που λαμβάνει μια επιχείρηση, όταν επιτυγχάνει κέρδη, δηλαδή αν θα πληρώσει (με τη μορφή μερισμάτων) τους μετόχους της ή αν θα προτιμήσει να επενδύσει τα κέρδη που αποκόμισε για να χρηματοδοτήσει την περαιτέρω ανάπτυξή της. Η μερισματική πολιτική αφορά τη λήψη αποφάσεων για την καταβολή μερισμάτων στους μετόχους ή της επανεπένδυσης στην επιχείρηση (συνεπώς τη δημιουργία παρακρατηθέντων κερδών). Τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, ενώ από την άλλη πλευρά, τα μερίσματα αποτελούν τις βασικές ταμειακές εισροές των μετόχων που τη χρηματοδοτούν. Οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής έχουν μεγάλη σημασία για την πορεία της επιχείρησης, καθώς ο τρόπος που διανέμονται τα κέρδη και τα ποσά των μερισμάτων που επιλέγεται να διανεμηθούν, επηρεάζουν και άλλες αποφάσεις της επιχείρησης, όπως είναι για παράδειγμα η αποτίμηση των μετοχών της, η κεφαλαιακή διάρθρωση, τα σήματα που δίνει στους επενδυτές και τους μετόχους της για τις προσδοκίες που έχει η διοίκηση για τις μελλοντικές προοπτικές της κτλ (Allen & Michaeli, 1995).

Η μερισματική πολιτική είναι σημαντική επειδή η απόφαση περί διανομής μερίσματος μιας εταιρείας έχει άμεσο αντίκτυπο στην χρηματοοικονομική της διάρθρωση. Εάν η πληρωμή μερίσματος αυξηθεί, λιγότερα κεφάλαια διατίθενται εσωτερικά για τη χρηματοδότηση επενδύσεων. Συνεπώς, εάν απαιτείται πρόσθετο μετοχικό κεφάλαιο, η εταιρεία πρέπει να εκδώσει νέες μετοχές. Ένας άλλος λόγος είναι ότι η απόφαση για τη διανομή μερισμάτων μιας εταιρείας μπορεί να αλλάξει την αξία των μετοχών της (Vasiliou & Eriotis, 2002).

Προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός της μελέτης για την εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της διανομής των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων, πραγματοποιήθηκε εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση στη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία. Τα άρθρα και οι μελέτες που χρησιμοποιήθηκαν καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο, καθώς υπάρχουν θεμελιώδεις μελέτες για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική (όπως οι έρευνες των Modigliani και Miller

(1958; 1961 κτλ) , του Lintner (1956) για τη μερισματική πολιτική και άλλες), οι οποίες αποτελούν τη βάση της ανάλυσης των δύο εξεταζόμενων θεμάτων και δημοσιεύθηκαν πριν αρκετές δεκαετίες, αλλά και πολύ πρόσφατες έρευνες, ώστε να αποτυπωθεί η τρέχουσα εφαρμογή των θεωριών για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική.

Με βάση την παραπάνω μεθοδολογία, η οργάνωση της δομής του περιεχομένου της εργασίας έγινε σε πέντε κεφάλαια ως εξής:

- Το παρόν κεφάλαιο είναι εισαγωγικό και αναφέρεται στην σημασία του εξεταζόμενου θέματος, το σκοπό της μελέτης και την ακολουθούμενη μεθοδολογία.
- Το δεύτερο κεφάλαιο αφορά το θεωρητικό υπόβαθρο της κεφαλαιακής δομής και τις κυριότερες θεωρίες που επιδιώκουν την ανάλυσή της,
- Το τρίτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την μελέτη των βασικών θεωριών και μοντέλων για τη μερισματική πολιτική.
- Το τέταρτο κεφάλαιο εξετάζει τη σχέση μεταξύ των δύο ζητημάτων και παραθέτει τα αποτελέσματα ερευνών που εξετάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική, καθώς και τη μεταξύ τους σχέση.
- Το πέμπτο κεφάλαιο αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική, όπως εφαρμόζονται στην Ελλάδα. Το εν λόγω κεφάλαιο παραθέτει τα αποτελέσματα ερευνών που αφορούν τις ελληνικές επιχειρήσεις.
- Το έκτο κεφάλαιο συνοψίζει τα κυριότερα ευρήματα της βιβλιογραφικής ανασκόπησης και προχωρά σε συμπεράσματα και προτάσεις.

Κεφάλαιο 2^ο

Κεφαλαιακή διάρθρωση

Η χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην μετέπειτα πορεία της. Κάθε επιχείρηση επιχειρεί να βρει τον τρόπο χρηματοδότησης της, ο οποίος θα μεγιστοποιήσει την αξία της με το μικρότερο δυνατό κόστος. Πραγματοποιείται ανάλυση των θεωριών της κεφαλαιακής διάρθρωσης, παρουσιάζονται έρευνες που σχετίζονται με τις συγκεκριμένες θεωρίες και καταγράφονται οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τον τρόπο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

2.1 Η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης

Η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) μιας επιχείρησης είναι το μείγμα των ιδίων και ξένων κεφαλαίων με τα οποία επιλέγει να χρηματοδοτήσει τη λειτουργία της. Στα ίδια κεφάλαια, υπάγονται οι εξής πηγές χρηματοδότησης (Smart et al., 2003):

- Το ιδρυτικό κεφάλαιο,
- Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου,
- Τα παρακρατηθέντα κέρδη,
- Το venture capital κτλ.

Στα ξένα κεφάλαια υπάγονται οι εξής πηγές χρηματοδότησης (Smart et al., 2003):

- Ο τραπεζικός δανεισμός,
- Η έκδοση ομολογιακού δανείου,
- Η χρηματοδοτική μίσθωση κτλ.

Το ποσοστό που λαμβάνει κάθε μια από τις παραπάνω πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης στο σύνολο των κεφαλαίων της προσδιορίζει και το κόστος κεφαλαίου της, το οποίο όταν ελαχιστοποιείται, θεωρείται ότι έχει επιτευχθεί η άριστη

κεφαλαιακή δομή. Συνήθως, τα ξένα κεφάλαια, τείνουν να έχουν χαμηλότερο κόστος από τα ίδια κεφάλαια, όμως η χρήση μεγάλου ποσοστού ξένων κεφαλαίων δημιουργεί κίνδυνο δυσπραγίας για τους μετόχους, καθώς είναι πιο πιθανό η επιχείρηση μπορεί να μην είναι σε θέση να αποπληρώσει το δανεισμό που έχει λάβει. Επομένως, θα πρέπει να βρεθεί εκείνο το άριστο μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων για την κάθε επιχείρηση.

Συνεπώς, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων και των ξένων κεφαλαίων που βρίσκονται στον ισολογισμό μιας επιχείρησης. Η κεφαλαιακή διάρθρωση που είναι άριστη για κάθε επιχείρηση είναι διαφορετική, καθώς, άλλες επιχειρήσεις ή κλάδοι είναι προτιμότερο να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους σε μεγαλύτερο ποσοστό με ίδια κεφάλαια, και άλλες με ξένα κεφάλαια. Επομένως, τίθεται το ερώτημα αν υπάρχουν κάποιες κεφαλαιακές δομές, οι οποίες να είναι καλύτερες για κάθε επιχείρηση, καθώς ελαχιστοποιούν το κόστος κεφαλαίου και δεν επηρεάζουν αρνητικά τις προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

2.2 Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης

Έχουν αναπτυχθεί πολλές θεωρίες για την κεφαλαιακή διάρθρωση, οι κυριότερες από τις οποίες είναι η Θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off theory), η υπόθεση pecking order, η θεωρία managerial opportunism και η θεωρία σηματοδότησης (Smart et al., 2005). Ειδική αναφορά γίνεται στη θεωρία των Modigliani και Miller, οι οποίοι ήταν οι πρώτοι που ασχολήθηκαν με την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη σχέση της με το κόστος κεφαλαίου.

2.2.1 Trade-off model (μοντέλο αντιστάθμισης)

Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα στελέχη της επιχείρησης επιλέγουν εκείνο το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που επιτυγχάνει την ισορροπία μεταξύ των φορολογικών ωφελειών που προκύπτουν από το δανεισμό και των κοστών που προκύπτουν από τη μόχλευση. Η πληρωμή των τόκων των δανείων εκπίπτει φορολογικά, επομένως, όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια,

μειώνει τη φορολογία που πληρώνει. Από την άλλη πλευρά, όμως, ο δανεισμός έχει το μειονέκτημα ότι αυξάνει την πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας της επιχείρησης. Η θεωρία αντιστάθμισης προβλέπει ότι η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση επιτυγχάνεται όταν η παρούσα αξία της φορολογικής ωφέλειας από τον επιπρόσθετο δανεισμό αντισταθμίζεται από την αύξηση της παρούσας αξίας του κόστους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Myers, 1984).

Τα πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης θεωρίας είναι τα ακόλουθα (Myers, 1984): Πρώτον, δεν προτείνει τις ακραίες λύσεις, αλλά αντίθετα συνιστά μέτριο δανεισμό. Ταυτόχρονα, η λογική της και η κεφαλαιακή διάρθρωση που προτείνει είναι εύκολα κατανοητή. Ο λόγος είναι γενικά αποδεκτό στα μέλη των διοικήσεων ότι ο δανεισμός έχει φορολογικά οφέλη, όμως ταυτόχρονα, ένα μεγάλο ποσοστό δανεισμού μπορεί να προκαλέσει προβλήματα στην δανειζόμενη επιχείρηση. Δεύτερον, τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας κρύβουν περισσότερους κινδύνους για επιχειρήσεις που έχουν πολλά άυλα περιουσιακά στοιχεία και ευκαιρίες ανάπτυξης. Αντίθετα, οι ώριμες και σταθερές επιχειρήσεις που έχουν στον ισολογισμό τους κυρίως υλικά περιουσιακά στοιχεία έχουν τη δυνατότητα να δανείζονται περισσότερο. Επομένως, η συγκεκριμένη θεωρία λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες κάθε επιχείρησης. Επιπλέον, η θεωρία αντιστάθμισης επιβεβαιώνεται και από μελέτες για την αντίδραση των τιμών των μετοχών σε ανακοινώσεις που σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς οι ανακοινώσεις αύξησης της μόχλευσης και επαναγοράς μετοχών τείνουν να συνοδεύονται από αυξήσεις στην τιμή της μετοχής, ενώ αντίθετα, οι ανακοινώσεις για έκδοση νέων μετοχών οδηγούν σε μείωσή της (Myers, 1984).

Από την άλλη πλευρά, όμως, η θεωρία αντιστάθμισης εμφανίζει και μειονεκτήματα: Οι Berens και Cuny (1995) θεωρούν μειονέκτημα της θεωρίας αντιστάθμισης το γεγονός ότι οι δείκτες χρέους που προτείνει είναι σημαντικά υψηλότεροι από εκείνους που τελικά παρατηρούνται στην πράξη. Κατά το Benito (2003), αν έχει ισχύ η θεωρία αντιστάθμισης, οι επιχειρήσεις μπορούν να εξισώνουν το οριακό όφελος από κάθε νέα μονάδα δανεισμού με το αντίστοιχο οριακό κόστος, διατηρώντας σταθερά τα περιουσιακά στοιχεία και τα επενδυτικά τους σχέδια, με αποτέλεσμα ο δανεισμός και η μόχλευση να είναι σε θέση να αυξάνουν την κερδοφορία της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, αυτή η θέση μπορεί στην πράξη να κρύβει και κινδύνους, οδηγώντας τις επιχειρήσεις σε μεγαλύτερο από τον απαραίτητο δανεισμό.

Ο Myers (1984) υποστηρίζει ότι ο άριστος δείκτης χρέους μιας επιχείρησης μπορεί να προκύψει από την αντιστάθμιση των κοστών και των οφελών του δανεισμού, με τα περιουσιακά στοιχεία και τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης να διατηρούνται αμετάβλητα. Η επιχείρηση θα πρέπει να αντικαθιστά τα ίδια κεφάλαια με ξένα ή το αντίστροφο, μέχρι να μεγιστοποιήσει την αξία της. Αν δεν υπάρχουν κόστη προσαρμογής, και ισχύει η θεωρία αντιστάθμισης, τότε ο δείκτης χρέους θα έχει μια άριστη τιμή. Όμως, στην πράξη υπάρχουν κόστη προσαρμογής, με αποτέλεσμα οι επιχειρήσεις να μην μπορούν εύκολα να επιτύχουν την τιμή του δείκτη στην οποία στοχεύουν.

2.2.2 Η υπόθεση pecking order (θεωρία ιεράρχησης)

Η δεύτερη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης στην οποία θα γίνει αναφορά είναι η Θεωρία της Ιεράρχησης των πηγών χρηματοδότησης. Η υπόθεση Pecking order διατυπώθηκε από τον Myers (1984), και στηρίζεται σε δύο υποθέσεις: (α) Στο γεγονός ότι η διοίκηση έχει καλύτερη πληροφόρηση για τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης, σε σύγκριση με τους εξωτερικούς επενδυτές (επομένως παρατηρείται ασύμμετρη πληροφόρηση στην αγορά). (β) Στο γεγονός ότι η διοίκηση λειτουργεί με βάση το συμφέρον των υπαρχόντων μετόχων. Ο Myers υποστήριξε ότι υπό αυτές τις συνθήκες, μια επιχείρηση μπορεί να μην προχωρήσει σε επενδύσεις οι οποίες έχουν θετική Καθαρή Παρούσα Αξία, όταν αυτές να την ωθούν να προβεί σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αυτή η θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης μπορεί να εξηγήσει τρία εμπειρικά φαινόμενα:

1. Οι δείκτες κερδοφορίας και οι δείκτες χρέους σχετίζονται αντίστροφα. Όταν οι επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλή κερδοφορία και είναι ικανές να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους ανάγκες, δεν χρειάζεται να δανείζονται μόνο για λάβουν φορολογικές ελαφρύνσεις.
2. Οι αγορές αντιδρούν αρνητικά σε ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών, επομένως οι διοικήσεις προχωρούν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου μόνο όταν δεν έχουν κάποια άλλη επιλογή ή όταν πιστεύουν ότι οι μετοχές της επιχείρησης είναι υπερτιμημένες.

3. Μπορεί να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις διατηρούν μεγάλα ποσά μετρητών και χρεογράφων.

Ως εκ τούτου, αν και η θεωρία αντιστάθμισης εξηγεί σε κάποιο βαθμό τα παρατηρούμενα επίπεδα χρέους, η υπόθεση Pecking order μπορεί να ερμηνεύσει καλύτερα τις αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση.

Ένα ακόμη στοιχείο που επηρεάζει τις αποφάσεις της διοίκησης σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση είναι το γεγονός ότι οι επενδυτές πολλές φορές είναι δύσπιστοι απέναντι στις πράξεις της διοίκησης, επομένως, η διοίκηση τείνει να αποφεύγει να στρέφεται σε αυτούς για χρηματοδότηση. Με αυτό το στοιχείο ως δεδομένο, η υπόθεση pecking order προτείνει την εξής ιεράρχηση των πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων:

- Να χρησιμοποιείται ως πρώτη επιλογή η εσωτερική χρηματοδότηση. Οι επενδυτές φοβούνται τα λάθη στην αποτίμηση τόσο των ιδίων, όσο και των ξένων κεφαλαίων, όμως τα ίδια κεφάλαια εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο για αυτούς. Ως εκ τούτου, η υπόθεση pecking order προτείνει, αν η επιχείρηση πρέπει να στραφεί σε εξωτερική χρηματοδότηση, να προτιμάται ο δανεισμός έναντι της έκδοσης νέων μετοχών.
- Μεταξύ, όμως, των διαφόρων μορφών χρέους, η υπόθεση pecking order προτείνει να χρησιμοποιούνται πρώτα τα ασφαλέστερα χρεόγραφα.

Συνεπώς, σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης, οι επιχειρήσεις προτιμούν ως πρώτη επιλογή την εσωτερική χρηματοδότηση, ακόμη κι αν έχει υψηλότερο κόστος από άλλες μορφές. Τα πλεονεκτήματα της αυτοχρηματοδότησης περιλαμβάνουν τα εξής: δεν υπάρχουν καθυστερήσεις, δεν υπάρχει αβεβαιότητα, δεν απαιτούνται διαπραγματεύσεις και άλλες παρεμβολές, δεν απαιτεί δημοσιότητα, δεν έχει κόστη για το μέτοχο.

Συνοψίζοντας, ο Myers πρότεινε μια ορισμένη σειρά όταν η διοίκηση μιας επιχείρησης καλείται να λάβει μια απόφαση σχετικά με τη μορφή χρηματοδότησής της:

1. Πρώτη επιλογή αποτελεί η εσωτερική χρηματοδότηση, καθώς με αυτό τον τρόπο αποφεύγονται οι παρεμβάσεις. Επιπλέον, δεν υπάρχουν flotation costs, τα οποία αφορούν τη χρήση των παρακρατηθέντων κερδών.
2. Δεύτερη επιλογή αποτελεί ο δανεισμός, ο οποίος έχει ως συνέπεια τη μη ανάμιξη των παρόχων κεφαλαίου στη διοίκηση της επιχείρησης, ενώ και τα flotation costs είναι λιγότερα από άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης. Επιπλέον, λαμβάνονται υπόψη η ασύμμετρη πληροφόρηση και η σηματοδότηση, αφού η λήψη ενός νέου δανείου θεωρείται θετικό σήμα για τους επενδυτές.
3. Επόμενη επιλογή αποτελούν οι προνομιούχες μετοχές, οι οποίες εμφανίζουν ορισμένα από τα θετικά χαρακτηριστικά του δανεισμού, αν και αποτελούν ίδια κεφάλαια.
4. Ακολουθούν τα υβριδικά χρεόγραφα, όπως είναι για παράδειγμα τα ομόλογα που είναι μετατρέψιμα σε μετοχές.
5. Η λιγότερο επιθυμητή μορφή χρηματοδότησης είναι η έκδοση μετοχών, καθώς οδηγούν σε μείωση της δύναμης των υφιστάμενων μετόχων, ενώ την ίδια στιγμή τα flotation costs είναι υψηλά. Ακόμη, αυτή η επιλογή στέλνει αρνητικό σήμα στους επενδυτές.

Κλείνοντας την παρουσίαση της συγκεκριμένης θεωρίας, θα πρέπει να αναφερθεί ότι η υπόθεση pecking order παρέχει αρκετά πειστικές ερμηνείες για τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις αντλούν κεφάλαια με κάποιο συγκεκριμένο τρόπο. Η θεωρία της Ιεράρχησης βρίσκεται σε συμφωνία με κάποιες άλλες θεωρίες, όπως η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και η θεωρία σηματοδότησης. Τέλος, υποστηρίζεται και εμπειρικά, καθώς οι κερδοφόρες επιχειρήσεις ενός κλάδου τείνουν να έχουν μικρότερο ποσοστό μόχλευσης.

2.2.3 Η θεωρία σηματοδότησης της κεφαλαιακής δομής

Ένα κοινό στοιχείο της θεωρίας σηματοδότησης με την θεωρία Pecking order είναι το γεγονός ότι και η θεωρία σηματοδότησης υποστηρίζει ότι η διοίκηση έχει καλύτερη πληροφόρηση για τις προοπτικές της επιχείρησης από τους επενδυτές. Λόγω αυτής

της έλλειψης γνώσεων, οι επενδυτές έχουν μια ουδέτερη αντίληψη για κάθε επιχείρηση, ενώ η διοίκηση, όταν γνωρίζει ότι η πραγματική αξία μιας επιχείρησης είναι υψηλότερη από αυτή που επικρατεί στην αγορά, επιθυμεί να γνωστοποιήσει αυτή την πληροφορία στην αγορά. Την ίδια στιγμή, όμως, και η διοίκηση μιας υπερτιμημένης επιχείρησης επιθυμεί να πείσει τους επενδυτές ότι η επιχείρηση είναι υποτιμημένη, γεγονός που καθιστά τους επενδυτές καχύποπτους απέναντι στα σήματα των διοικήσεων για την αξία της εκάστοτε επιχείρησης. Προκειμένου να είναι αξιόπιστο το σήμα της διοίκησης και καταφέρει να πείσει τους επενδυτές θα πρέπει να έχει κόστος, ούτως ώστε μια επιχείρηση με μικρότερη αξία να μην είναι σε θέση να στείλει αντίστοιχα μηνύματα.

Κατά το Ross (2005), η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης και οι αλλαγές που λαμβάνουν χώρα σχετικά με αυτή, αποτελεί ένα μηχανισμό σηματοδότησης προς τους επενδυτές. Ένα από τα βασικά σήματα που μπορεί να στείλει η διοίκηση μιας επιχείρησης είναι η ανάληψη δανεισμού, καθώς η ανάληψη δανείου αυξάνει το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας για την επιχείρηση και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Οι επενδυτές γνωρίζοντας τους κινδύνους του δανεισμού, ερμηνεύουν την ανάληψη κάποιου νέου δανείου ως σημάδι ότι η διοίκηση αναμένει στο μέλλον υψηλές ταμειακές εισροές, ώστε να αποφύγει τη δυσπραγία, επομένως, πείθονται για τις θετικές προοπτικές της επιχείρησης.

2.2.4 Η managerial opportunism hypothesis

Η θεωρία managerial opportunism hypothesis, αναπτύχθηκε από τους Baker και Wurgler (2002) κι επιδιώκει να εξηγήσει την επιλογή του ύψους των ιδίων και ξένων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, αναφερόμενη στη διαίσθηση των μελών της διοίκησης. Σύμφωνα με αυτή, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να συγχρονίζονται με την αγορά εκδίδοντας νέες μετοχές όταν οι τιμές είναι υψηλές, και δανειζόμενες όταν οι τιμές είναι χαμηλές, ώστε να εκμεταλλευτούν τις προσωρινές διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής. Ως εκ τούτου, η κεφαλαιακή διάρθρωση αποτελεί το σωρευτικό αποτέλεσμα των παρελθοντικών προσπαθειών της διοίκησης να εκδώσει νέες μετοχές ή να δανειστεί, ανάλογα με τις συνθήκες ανά περιόδους.

Οι Baker και Wurgler (2002) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση αυξάνουν το μετοχικό κεφάλαιό τους, όταν οι τιμές των μετοχών είναι χαμηλές, ενώ αντίθετα οι επιχειρήσεις με χαμηλή μόχλευση αύξησαν το κεφάλαιό τους όταν οι τιμές των μετοχών ήταν υψηλές.

Εντοπίζονται έρευνες, τα αποτελέσματα των οποίων, συμφωνούν με τη θεωρία της managerial opportunism hypothesis. Οι Graham και Harvey (2001) βρήκαν σε έρευνά τους ότι οι διοικήσεις λαμβάνουν υπόψη τους την τιμή της μετοχής, όταν πρόκειται να προχωρήσουν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Καθώς, η συγκεκριμένη θεωρία υποστηρίζει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι το αποτέλεσμα της προσπάθειας της διοίκησης να συγχρονιστεί η επιχείρηση με την αγορά, δεν υπάρχει μια άριστη κεφαλαιακή δομή, την οποία επιδιώκει να επιτύχει η επιχείρηση, αλλά αυτή αλλάζει σύμφωνα με τις εκάστοτε συνθήκες.

Συνοπτική Παρουσίαση Θεωριών και των αποτελεσμάτων:

Μελέτη	Αποτελέσματα
<i>Trade off Model</i>	
Myers (1984)	Συνιστά μέτριο δανεισμό Λαμβάνει υπόψη της ιδιαιτερότητες της επιχείρησης Υπαρξη κόστων προσαρμογής
Berens & Cuny (1995)	Δείκτες χρέους υψηλοί
Benito (2003)	Ο δανεισμός και η μόχλευση αυξάνουν την κερδοφορία όμως οδηγεί σε υψηλότερο από τον απαραίτητο δανεισμό
<i>Pecking Order</i>	
Myers (1984)	Ιεραρχεί τους τρόπους χρηματοδότησης(εσωτερική χρηματοδότηση, δανεισμός, προνομιούχες μετοχές, χρεόγραφα, έκδοση μετοχών)
<i>Θεωρία Σηματοδότησης</i>	
Ross(2005)	Αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελούν σήματα για τους επενδυτές
<i>Managerial Opportunism Hypothesis</i>	
Baker & Wurgler (2002)	Εκμεταλλεύονται τις διακυμάνσεις των τιμών της μετοχής Επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση αυξάνουν το μετοχικό τους κεφάλαιο όταν οι τιμές των μετοχών είναι χαμηλές και αντίστροφα
Graham & Harvey (2001)	Συμφωνούν με Baker & Wurgler

2.2.5 Η θεωρία των Modigliani και Miller

Η κεφαλαιακή διάρθρωση και οι θεωρίες που την αφορούν έχουν επηρεαστεί σημαντικά από τις μελέτες των Modigliani και Miller, οι οποίες παρουσιάζονται ακολούθως.

Η θεωρία των Modigliani και Miller χωρίς την ύπαρξη φορολογίας

Οι Modigliani και Miller δημοσίευσαν τις πιο γνωστές ίσως μελέτες σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου, κι εξέτασαν τι επίδραση έχει στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου η χρήση δανειακών κεφαλαίων από μια επιχείρηση. Στο πρώτο τους άρθρο (Modigliani & Miller, 1958), υποστήριζαν ότι σε μια τέλεια αγορά (στην οποία δεν υπάρχει φορολογία), η αξία της επιχείρησης δεν μεταβάλλεται από τις αλλαγές στην κεφαλαιακή της διάρθρωση. Αν δεν υπάρχουν ατέλειες στην αγορά, τότε όλες οι επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο κίνδυνο και τα ίδια αναμενόμενα κέρδη θα έχουν την ίδια αξία, ανεξάρτητα από το ποσοστό δανειακών κεφαλαίων που θα έχουν. Αυτό είναι αποτέλεσμα της υπόθεσης ότι η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την παρούσα αξία των εισροών της, όχι από τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της. Ακολούθως, δύο επιχειρήσεις με τα ίδια αναμενόμενα κέρδη και την ίδια αξία, θα έχουν και ίδιο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή διάρθρωση που έχουν επιλέξει. Ως εκ τούτου, δεν υπάρχει μια άριστη κεφαλαιακή δομή στην οποία να παρατηρείται ένα ελάχιστο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Οι υποθέσεις στις οποίες βασίστηκαν οι Modigliani και Miller (1958) είναι οι παρακάτω: (α) Δεν επιβάλλεται φορολογία, (β) Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, (γ) Οι επιχειρήσεις και τα φυσικά πρόσωπα έχουν τα ίδια επιτόκια δανεισμού, (δ) Η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών αντανακλά τον κίνδυνο. Συνεπώς, με βάση τα παραπάνω, εφόσον δεν υπάρχουν φορολογία και κόστη συναλλαγών, η αγορά κεφαλαίου είναι τέλεια. Οι πληροφορίες δεν έχουν κόστος και είναι διαθέσιμες σε όλους τους επενδυτές. Οι επενδυτές και η συμπεριφορά τους χαρακτηρίζονται από ορθολογικότητα. Επομένως, σε κάθε κατηγορία κινδύνου, οι μετοχές των διαφόρων επιχειρήσεων στην αγορά, αποτελούν τέλειο υποκατάστατο η μια της άλλης.

Συνεπώς, ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή διάρθρωση που έχει μια επιχείρηση, η αξία της παραμένει σταθερή, αφού η αξία της εξαρτάται από την κερδοφορία της και τον κίνδυνο. Αυτή η ανεξαρτησία της αξίας της επιχείρησης από την κεφαλαιακή διάρθρωση βασίζεται στην υπόθεση ότι η αγορά είναι τέλεια.

Τα αποτελέσματα της έρευνας των Modigliani- Miller (1958) είναι τα ακόλουθα: Η πρώτη πρόταση είναι γνωστή ως «πρόταση απουσίας σχέσης – irrelevance

proposition» μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και αξίας της επιχείρησης. Αυτή έχει ως αποτέλεσμα η διοίκηση της επιχείρησης να μην είναι σε θέση να αυξήσει την αξία της με μεταβολή της αναλογίας των πηγών χρηματοδότησης της στο συνολικό της κεφάλαιο. Ακόμη, η επιχείρηση δεν μπορεί να μειώσει το κόστος κεφαλαίου της υποκαθιστώντας τα ίδια κεφάλαιά της (που χαρακτηρίζονται από υψηλό κόστος) με ξένα κεφάλαια (που χαρακτηρίζονται από χαμηλότερο κόστος). Ο λόγος που θεωρείται ότι συμβαίνει αυτό είναι γιατί όσο αυξάνεται το χρέος, αυξάνεται και ο κίνδυνος για τα ίδια κεφάλαια. Έτσι, η αύξηση στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων αντισταθμίζει τη μείωση του κόστους από την ανάληψη ξένων κεφαλαίων.

Η θεωρία των Modigliani και Miller με την ύπαρξη φορολογίας

Σε συνέχεια της μελέτης τους για την κεφαλαιακή διάρθρωση, οι Modigliani και Miller δημοσιεύουν μια νέα μελέτη το 1963, διατηρώντας τις ίδιες υποθέσεις προσθέτοντας όμως την ύπαρξη φορολογίας. Έτσι, τα δανειακά κεφάλαια γίνονται πιο ελκυστικά, καθώς οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων αποτελούν ένα έξοδο που εκπίπτει φορολογικά από τα έσοδα της επιχείρησης, επομένως μια μοχλευμένη επιχείρηση διαθέτει μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός της στους επενδυτές, παρά στο κράτος, με τη μορφή φόρου. Έτσι, η άριστη κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης περιλαμβάνει εκείνο το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων, στο οποίο ελαχιστοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και μεγιστοποιείται η αξία της. Παρόλα αυτά, η ύπαρξη της φορολογικής ωφέλειας στην περίπτωση του δανεισμού δεν οδηγεί απαραίτητα στο μεγαλύτερο δυνατό ποσό δανεισμού στην κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς σε πολλές περιπτώσεις, άλλες μορφές χρηματοδότησης, όπως τα παρακρατηθέντα κέρδη, μπορεί να έχουν χαμηλότερο κόστος.

2.3 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση

Συνεπώς, η πλειάδα θεωριών κεφαλαιακής διάρθρωσης, αλλά και οι μελέτες των Modigliani και Miller (1958; 1963) δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση μπορεί να επηρεαστεί από μια σειρά παραγόντων. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν

την κεφαλαιακή διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι οι παρακάτω:

- Η φορολογία παρέχει κίνητρο στις επιχειρήσεις να αυξήσουν τα επίπεδα δανεισμού τους, καθώς οι τόκοι εκπίπτουν φορολογικά. Αυτό έχει ως συνέπεια, ο δανεισμός είναι περισσότερο ελκυστικός για τις επιχειρήσεις που υπόκεινται σε υψηλή φορολογία. Οι Kraus και Litzenberger (1973) εισάγουν τη φορολογία των επιχειρήσεων και τις πιθανότητες πτώχευσης σε ένα μοντέλο, προκειμένου να καθοριστεί το επίπεδο των ξένων κεφαλαίων που μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της επιχείρησης. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε μια τέλεια αγορά η αγοραία αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.
- Τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση, τόσο περισσότερες είναι και οι πιθανότητες να βρεθεί σε μια θέση που δεν θα μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις αποπληρωμής τους. Για παράδειγμα, οι Dangi και Zechner (2004) εξέτασαν την επίδραση των μεταβολών της κεφαλαιακής διάρθρωσης στον πιστωτικό κίνδυνο των επιχειρήσεων και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις τείνουν σταδιακά να επιλέγουν ένα χαμηλότερο δείκτη μόχλευσης, παρά το γεγονός ότι οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις για να αμειφθούν ανάλογα με τον κίνδυνο της αύξησης της μόχλευσης.
- Το πρόβλημα της υποεπένδυσης. Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων μπορεί να οδηγήσει σε υψηλά κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και σε υποεπένδυση, μειώνοντας τελικά την αξία της. Στον αντίποδα, όμως, η πολύ μικρή χρήση δανειακών κεφαλαίων, ειδικότερα σε μεγάλες και ώριμες επιχειρήσεις είναι πιθανό να οδηγήσει σε προβλήματα υπερεπένδυσης και σε χαμηλές αποδόσεις.
- Τα κόστη αντιπροσώπευσης. Οι επενδυτές σε μια επιχείρηση εμπιστεύονται τα κεφάλαιά τους στη διοίκηση της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να διαμορφώνονται μια σειρά από πολύπλοκες σχέσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, και να δημιουργούνται κόστη αντιπροσώπευσης (Jensen & Meckling, 1976). Το επίπεδο των κοστών αντιπροσώπευσης καθορίζεται από πολλούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα από τη νομοθεσία

και την ικανότητα των μελών της διοίκησης. Σχετικά με την επιρροή των κοστών αντιπροσώπευσης στην κεφαλαιακή διάρθρωση, οι Vilasuso και Minkler (2000) ανέπτυξαν ένα μοντέλο κεφαλαιακής διάρθρωσης σε μια ατελή κεφαλαιαγορά.

- Το προϊόν που παράγει η επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Titman και Wessels (1988), οι επιχειρήσεις που παράγουν και πωλούν μοναδικά προϊόντα (που μπορεί να προκύπτουν από τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και άλλους παράγοντες), εμφανίζουν σχετικά χαμηλούς δείκτες χρέους.
- Το μέγεθος της επιχείρησης. Οι μικρότερες επιχειρήσεις τείνουν να στρέφονται περισσότερο στο βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις (Titman & Wessels, 1988).
- Η κερδοφορία. Κατά τους Titman και Wessels (1988), οι κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν πιο χαμηλούς δείκτες χρέους.
- Ο κλάδος στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Κατά το Myers (2001), οι δείκτες χρέους μπορεί να διαφέρουν από κλάδο σε κλάδο. Για παράδειγμα, οι πετρελαϊκές επιχειρήσεις στρέφονται περισσότερο στο δανεισμό σε σχέση με άλλους κλάδους, όταν αναζητούν εξωτερική χρηματοδότηση. Σε γενικές γραμμές, οι δείκτες χρέους ενός κλάδου τείνουν να είναι χαμηλότεροι όταν η κερδοφορία και ο επιχειρησιακός κίνδυνος είναι υψηλοί.
- Ακόμη, η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση δεν μπορεί να καθοριστεί με ακρίβεια, καθώς εξαρτάται από πολυάριθμους παράγοντες, οι οποίοι μπορεί να διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Μερικά παραδείγματα μπορεί να είναι η απελευθέρωση της αγοράς, τα επιτόκια που επικρατούν, η διεθνοποίηση της αγοράς και πολλοί ακόμη.

Θα πρέπει, ακόμη, να σημειωθεί ότι στην πράξη παρατηρούνται αποκλίσεις μεταξύ των παρατηρούμενων και των θεωρητικά βέλτιστων κεφαλαιακών δομών. Οι επιχειρήσεις οδηγούνται σε μια νέα κεφαλαιακή δομή που τείνει στην βέλτιστη, κυρίως σε περιπτώσεις που η υφιστάμενη διάρθρωση απέχει σε μεγάλο βαθμό από αυτή. Η προσαρμογή της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι πιο εύκολη για τις μεγάλες επιχειρήσεις (καθώς έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τις μικρότερες) και τις επιχειρήσεις με σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης (καθώς έχουν περισσότερες εναλλακτικές στην χρηματοδότησή τους).

Συνοψίζοντας, οι παράγοντες που θεωρείται ότι επιδρούν στη διαμόρφωση της κεφαλαιακή διάρθρωσης μιας επιχείρησης είναι οι ακόλουθοι: (α) Οι φορολογικές απαλλαγές, (β) οι διακυμάνσεις στο εισόδημα, (γ) η κερδοφορία, (δ) η προσδοκώμενη ανάπτυξη, (ε) το μέγεθος της επιχείρησης, (στ) τα κόστη αντιπροσώπευσης, (ζ) τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, (η) η μοναδικότητα του προϊόντος που παράγει, (θ) ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση, (ι) η υποεπένδυση κτλ.

2.4 Έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση

Υπάρχει ένας αξιόλογος αριθμός ερευνών που εξετάζουν τις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης που προαναφέρθηκαν. Πολλές από αυτές ερευνούν την pecking order hypothesis, όπως οι Pinegar και Wilbricht (1989) και οι Graham και Harvey (2001) και τα αποτελέσματά τους επιβεβαιώνουν τη συγκεκριμένη θεωρία.

Ωστόσο, ορισμένες έρευνες έχουν μικτά αποτελέσματα, με κάποια υποστήριξη για την υπόθεση της pecking order, αλλά επίσης και αποδείξεις για επιχειρήσεις που έχουν ως δείκτες-στόχο όσον αφορά τη μόχλευσή τους, γεγονός που ευθυγραμμίζεται περισσότερο με το μοντέλο trade-off, αποτελέσματα που κρίνονται αντιφατικά (Norton, 1991). Μικτά αποτελέσματα προκύπτουν και από τη μελέτη των Brounen et al. (2006) που αφορά την ευρωπαϊκή αγορά (και συγκεκριμένα βρετανικές, γαλλικές, γερμανικές και ολλανδικές επιχειρήσεις). Τα αποτελέσματα έδωσαν κάποιες ενδείξεις για την υπόθεση της pecking order, αλλά περισσότερο για το στατικό μοντέλο αντιστάθμισης. Σε μια άλλη ευρωπαϊκή έρευνα που αφορά 16 χώρες, οι Bancel και Mittoo (2004) βρήκαν αποδείξεις για το μοντέλο αντιστάθμισης και επιβεβαίωσαν την ιδέα ότι οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να φτάσουν σε μια βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, θέτοντας δείκτες-στόχο. Οι Daskalakis και Vasileiou (2006) βρήκαν κάποιες ενδείξεις για την ισχύ της pecking order hypothesis στην Ελλάδα, αλλά και για το μοντέλο αντιστάθμισης. Οι Beattie et al. (2006), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 192 επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο, βρήκαν στοιχεία για την ισχύ τόσο της pecking order, όσο και για το μοντέλο αντιστάθμισης και υποστήριξαν ότι οι δύο θεωρίες δεν είναι αναγκαστικά αμοιβαία αποκλειόμενες.

Οι Athanasoglou et al (2006) εξέτασαν τους παράγοντες που προσδιορίζουν την κεφαλαιακή δομή σε επιχειρήσεις του μη χρηματοπιστωτικού τομέα που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών την περίοδο 1998 έως και 2002. Τα ευρήματα τους έδειξαν ότι είναι σύμφωνοι με τη θεωρία pecking order, καθώς οι επιχειρήσεις καταφεύγουν για χρηματοδότηση αρχικά σε εσωτερικούς πόρους και έπειτα στρέφονται σε εξωτερικό δανεισμό και έκδοση νέων μετοχών.

Οι Frank και Goyal (2003) εξέτασαν τη θεωρία pecking order, χρησιμοποιώντας σε ένα δείγμα εισηγμένων αμερικανικών εταιρειών, κατά την περίοδο 1971-1988 και βρήκαν ότι η εσωτερική χρηματοδότηση δεν επαρκεί για την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών, αλλά η εξωτερική χρηματοδότηση χρησιμοποιείται επίσης σε μεγάλο βαθμό. Ωστόσο, η χρηματοδότηση με την έκδοση χρέους δεν κυριαρχεί έναντι της χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια.

Οι Fama και French (2002) δείχνουν ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις και οι επιχειρήσεις με λιγότερες επενδύσεις τείνουν να προχωρούν σε υψηλότερες πληρωμές μερισμάτων, παρέχοντας υποστήριξη τόσο για τη θεωρία αντιστάθμισης, όσο και για τη θεωρία Pecking order. Η άποψή τους ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερη μόχλευση επιβεβαιώνει την pecking order, αλλά έρχεται σε αντίθεση με το μοντέλο αντιστάθμισης, το οποίο δείχνει ότι οι επιχειρήσεις εξισορροπούν το κόστος και το όφελος όταν αποφασίζουν για τη χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων και χρέους. Επομένως, βρίσκουν αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και πληρωμής μερισμάτων. Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις με περισσότερες τρέχουσες επενδύσεις έχουν χαμηλότερες πληρωμές μερισμάτων, σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Τέλος, οι Tong και Green (2005) βρίσκουν μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ των προηγούμενων μερισμάτων και της τρέχουσας μόχλευσης.

Κεφάλαιο 3^ο

Διανομή κερδών

Αναμφισβήτητα η μερισματική πολιτική αποτελεί σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής πολιτικής των επιχειρήσεων και οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική λαμβάνονται παράλληλα με τις αποφάσεις που αφορούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση μίας επιχείρησης. Οι θεωρίες για τη μερισματική πολιτική ταξινομούνται σε δύο βασικές απόψεις, οι οποίες παρουσιάζονται στο συγκεκριμένο κεφάλαιο. Η πρώτη άποψη υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία απολύτως σημασία (Modiglianni & Miller 1961) ενώ η δεύτερη υποστηρίζει ότι μπορεί να υπάρξει μία άριστη μερισματική πολιτική που να μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης και παρουσιάζεται μέσα από την ανάλυση των θεωριών bird in the hand και τη θεωρία της αντιπροσώπευσης.

3.1 Η έννοια της διανομής κερδών και η σημασία της μερισματικής πολιτικής

Το μέρισμα είναι το ποσό που πληρώνει μια επιχείρηση στους μετόχους για να διανείμει τα κέρδη που πέτυχε. Τα μερίσματα μπορούν να είναι τακτικά, έκτακτα, ειδικά και μερίσματα ρευστοποίησης, με συνηθέστερη κατηγορία να αποτελούν τα τακτικά μερίσματα, τα οποία διανέμονται στους μετόχους ανά τακτά χρονικά διαστήματα και είναι αποτέλεσμα της συνήθους δραστηριότητας της επιχείρησης. Το έκτακτο μέρισμα πληρώνεται συμπληρωματικά, ενώ η επανάληψή του δεν είναι βέβαιη. Το ειδικό μέρισμα διανέμεται υπό ειδικές συνθήκες, ενώ το μέρισμα ρευστοποίησης αποτελεί πληρωμή από τα κεφάλαια της επιχείρησης σε περιπτώσεις ρευστοποίησής τους. Μια ακόμη διάκριση των μερισμάτων αφορά την κατηγορία των μετόχων τους οποίους αφορούν. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι μέτοχοι προνομιούχων μετοχών έχουν ευνοϊκότερη αντιμετώπιση σε ό,τι αφορά τα μερίσματα, καθώς λαμβάνουν ένα προσυμφωνημένο ποσό ως μέρισμα ενώ είναι εκείνοι που προηγούνται στη διανομή μερίσματος, σε αντίθεση με τους κατόχους κοινών μετοχών. Ακόμη, τα μερίσματα των κατόχων κοινών μετοχών μπορούν να διακριθούν σε μερίσματα σε μετρητά και σε μετοχικά μερίσματα (Black, 1996).

Τα μερίσματα είναι η απόδοση για τους μετόχους μιας επιχείρησης, καθώς έθεσαν τα κεφάλαιά τους σε κίνδυνο, επενδύοντάς τα σε αυτή. Η διανομή μερισμάτων αποτελεί

ένα τρόπο επιβράβευσης των υφιστάμενων μετόχων από την επιχείρηση, αλλά και ένα κίνητρο για τους δυνητικούς μετόχους να αγοράσουν τις μετοχές της. Από την πλευρά τους, οι επενδυτές επιδιώκουν να λαμβάνουν μερίσματα, καθώς με αυτό τον τρόπο, αυξάνουν σημαντικά την απόδοση της επένδυσής τους, ενώ μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους σε υψηλότερη τιμή (Black, 1996).

Στον αντίποδα υπάρχει και η άποψη ότι μια επιχείρηση που δεν διανέμει μερίσματα, δείχνει ότι έχει αυτοπεποίθηση, καθώς διαθέτει σημαντικές ευκαιρίες για επενδύσεις και γι' αυτό δεν επιλέγει να διανείμει μερίσματα. Επομένως, η μη διανομή μερισμάτων μπορεί να αυξήσει την αξία των μετοχών περισσότερο από τα μερίσματα. Η συζήτηση για την σημασία και την χρησιμότητα της διανομής μερισμάτων αποτελούν το Ζήτημα των Μερισμάτων (Dividend Puzzle) (Black, 1996).

Η επιλογή ανάμεσα σε μια μετοχή που διανέμει μερίσματα και μια μετοχή που δεν διανέμει μερίσματα είναι δύσκολη, όταν δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και φορολογία. Η τιμή της μετοχής που διανέμει μέρισμα μειώνεται περίπου κατά το ποσό του μερίσματος, μια πτώση που μπορεί να ερμηνευτεί από τη Θεωρία των Modigliani και Miller (1959, 1961), η οποία υποστηρίζει ότι τα μερίσματα που διανέμει μια επιχείρηση δεν επηρεάζουν την αξία των μετοχών ή την απόδοση των μετόχων, γιατί όσο αυξάνεται η μερισματική της απόδοση, τόσο μειώνεται η κεφαλαιακή της απόδοση, με αποτέλεσμα η πληρωμή του μερίσματος να μην είναι σε θέση να επηρεάσει τις αποφάσεις της διοίκησης (Black, 1996).

Τα μερίσματα έχουν την τάση να αυξάνονται με την αύξηση των κερδών μιας επιχείρησης, ενώ το ύψος τους επιδιώκεται να παραμένει σταθερό, ώστε να μην αισθάνονται ανασφάλεια οι μέτοχοι. Ένα ακόμη στοιχείο που επηρεάζει την διανομή ή όχι μερίσματος, αλλά και το ύψος του είναι το σημείο του κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται η επιχείρηση. Στα πρώτα χρόνια του κύκλου ζωής μιας επιχείρησης, παρατηρείται ανάπτυξη και συνήθως δε διανέμονται μερίσματα, αφού υπάρχουν υψηλές ανάγκες σε κεφάλαια για την πραγματοποίηση επενδύσεων. Στην συνέχεια, από τη φάση της ωριμότητας και μετά, οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να διανέμουν μέρισμα, αφού έχουν υψηλότερες και πιο ομαλές ταμειακές ροές, ενώ οι επενδύσεις τους τείνουν να είναι μικρότερες.

Το μέρισμα αποτελεί σημαντικό παράγοντα στην αποτίμηση της μετοχής μιας επιχείρησης, τόσο γιατί τα μερίσματα αποτελούν ταμειακές ροές για τους μετόχους, οι οποίες προεξοφλούνται για την εκτίμηση της αξίας της μετοχής, όσο και γιατί τα μερίσματα αποτελούν σήμα για τους μετόχους και τους επενδυτές. Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης μπορεί να παρέχει πληροφορίες για την κατάσταση της επιχείρησης, αφού τα μερίσματα αποτελούν ένδειξη ρευστότητας, ενώ μη διανομή μερισμάτων μπορεί να προμηνύει την πραγματοποίηση μεγάλων επενδύσεων.

3.2 Ελληνική νομοθεσία περί μερισμάτων

Με βάση το Νόμο 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιρειών» ως μέρισμα νοείται το ποσοστό που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή από τα ετήσια εταιρικά κέρδη (σύμφωνα με την ονομαστική της αξία), που αποφασίστηκε να διανεμηθούν μεταξύ των μετόχων (Reppas, 2012). Εναλλακτικά ως μέρισμα νοείται το αναλογούν σε κάθε μετοχή της εταιρείας, μερίδιο κερδών από το διανεμητέο κέρδος της εταιρείας. Για την καταβολή μερίσματος θα πρέπει να ισχύουν τα ακόλουθα:

- Σύνταξη του τακτικού ισολογισμού και έγκρισή του από τη γενική συνέλευση της εταιρείας.
- Ύπαρξη κερδών και καταβολή του μερίσματος μόνο σε χρήμα.
- Καταβολή μερίσματος προς τους μετόχους εντός δύο μηνών από την απόφαση της τακτικής γενικής συνέλευσης της εταιρείας που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

Πέρα από την διανομή μερίσματος ο Νόμος 2190 παρέχει τη δυνατότητα διανομής προσωρινών μερισμάτων ή προμερισμάτων. Ως προμέρισμα νοείται η καταβολή μερίσματος προς τους μετόχους κατά τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης, δηλαδή πριν την έγκριση του τακτικού ισολογισμού. Τα διανεμόμενα προμερίσματα δεν δύναται να υπερβαίνουν το ήμισυ των καθαρών κερδών που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Στην περίπτωση που διανεμηθούν προμερίσματα, η αξία των οποίων ξεπερνά τα προς διανομή οριστικά κέρδη της εταιρικής χρήσης (μετά την έγκριση του

τακτικού ισολογισμού), τότε οι μέτοχοι υποχρεούνται να επιστρέψουν στην εταιρεία τα υπερβάλλοντα ποσά.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του νέου Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος (Νόμος 4172/2013) ως μερίσματα νοούνται τα εισοδήματα από (ΠΟΛ. 1042, 26-1-2015):

- Μετοχές (ημεδαπών ή αλλοδαπών εταιρειών, εισηγμένων ή μη)
- Ιδρυτικούς τίτλους ή άλλα δικαιώματα συμμετοχής σε κέρδη (που δεν αποτελούν απαιτήσεις από οφειλές)
- Άλλα εταιρικά δικαιώματα, όπως μερίδια
- Μεριδες συμπεριλαμβανομένων των προμερισμάτων και μαθηματικών αποθεματικών (ασφαλιστικών εταιρειών)
- Συμμετοχές σε κέρδη προσωπικών εταιρειών
- Διανομές κερδών από κάθε είδους νομικό πρόσωπο ή νομική οντότητα, καθώς και κάθε άλλο συναφές διανεμόμενο ποσό
- Διανομές κερδών των καταπιστευμάτων και των εξωχώριων εταιρειών
- Αμοιβές που καταβάλλονται με οποιαδήποτε μορφή στα μέλη Διοικητικού Συμβουλίου, διαχειριστές και εργατοϋπαλληλικό προσωπικό από τα κέρδη του νομικού προσώπου ή της νομικής οντότητας

Επιπλέον η ετήσια τακτική γενική συνέλευση των μετόχων (η οποία συνέρχεται υποχρεωτικά εντός έξι μηνών από τη λήξη της εταιρικής χρήσεως) εγκρίνει τον ισολογισμό και αποφασίζει για τη διανομή καθαρών κερδών με τη μορφή μερίσματος ή τον σχηματισμό αποθεματικών. Έπειτα από την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων (στις οποίες συμπεριλαμβάνονται και ο πίνακας διάθεσης κερδών), ο ισολογισμός καθίσταται οριστικός και δεν επιτρέπεται καμιά τροποποίησή του σε μεταγενέστερο χρόνο. Κατά συνέπεια η έκτακτη γενική συνέλευση των μετόχων δεν μπορεί να αποφασίσει για διανομή κερδών εκτάκτων αποθεματικών που έχουν σχηματισθεί στον ισολογισμό της κλειόμενης χρήσης, εφόσον η διανομή αυτή συνεπάγεται τροποποίηση του ισολογισμού που έχει εγκριθεί από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων. Τα παραπάνω ισχύουν και για τις διανομές κερδών σε ΕΠΕ,

αφού η έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων πραγματοποιείται με την ίδια διαδικασία. Έτσι τα μερίσματα θεωρούνται εισόδημα από κεφάλαιο και οι διανομές κερδών νομικών προσώπων και νομικών οντοτήτων, φορολογούνται στην πηγή με παρακράτηση φόρου με συντελεστή 15% και με την συγκεκριμένη παρακράτηση φόρου εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση.

3.3 Θεωρίες μερισματικής πολιτικής

Όσον αφορά την ανάπτυξη θεωριών για τη μερισματική πολιτική, υπάρχουν δύο βασικές απόψεις. Από τη μία πλευρά, υποστηρίζεται ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία, ενώ από την άλλη πλευρά, υποστηρίζεται ότι μπορεί να υπάρξει μια άριστη μερισματική πολιτική, η οποία να μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι Miller και Modigliani (1961) οι οποίοι υποστήριξαν ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, καθώς η αύξηση των μερισμάτων που διανέμονται, αντισταθμίζεται από τη μείωση της τιμής της μετοχής. Η βασική κριτική που ασκείται σε αυτή την άποψη είναι ότι οι υποθέσεις της δεν είναι ρεαλιστικές, επομένως αυτή η προσέγγιση είναι μόνο θεωρητική.

Αντίθετα στην άποψη ότι υπάρχει μια άριστη μερισματική πολιτική για κάθε επιχείρηση βασίζονται δύο θεωρίες. Η πρώτη θεωρία ονομάζεται "bird in the hand" και υποστηρίζει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν μερίσματα άμεσα, παρά να αναμένουν την μελλοντική απόδοση από τις επενδύσεις που πραγματοποιεί η επιχείρηση, καθώς τα μερίσματα έχουν μικρότερο ρίσκο (Bhattacharya, 1979). Ο Gordon (1962) υποστήριξε ότι οι εξωτερικοί μέτοχοι προτιμούν τη διανομή όσο το δυνατόν μεγαλύτερων μερισμάτων, καθώς προτιμούν σήμερα υψηλότερο αβέβαιο κεφαλαιακό κέρδος από μια αβέβαιη μελλοντική επένδυση. Η δεύτερη θεωρία σχετίζεται με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, και υποστηρίζει ότι η διοίκηση της επιχείρησης είναι πιθανό να επιδιώκει το δικό της συμφέρον αντί για των μετόχων, αφού έχει καλύτερη πληροφόρηση. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, η διανομή μερισμάτων είναι ένα σήμα ότι η επιχείρηση έχει καλή πορεία, ώστε να την προτιμήσουν οι επενδυτές. Η θεωρία αντιπροσώπευσης βασίζεται στην ιδέα ότι η πληρωμή μερισμάτων αποτελεί λόγο δημιουργίας συγκρούσεων μεταξύ των διαχειριστών και των μετόχων των επιχειρήσεων, επειδή το κίνητρο των διαχειριστών

είναι να διατηρούν τους πόρους της επιχείρησης αντί να καταβάλλουν μερίσματα στον μέτοχο και από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι προτιμούν το μέρισμα αντί να επανεπενδύσουν τα κέρδη. Σύμφωνα με την άποψη των μετόχων, εάν το μέρισμα δεν δίνεται στους μέτοχους, τότε πιθανώς να το κρατούν οι διαχειριστές της επιχείρησης για προσωπική χρήση, αντί για επένδυση σε κερδοφόρα έργα (Jensen & Meckling, 1976).

3.3.1 Η θεωρία των Modigliani-Miller

Η θεωρία των Modigliani και Miller (1961) για τη μερισματική πολιτική βασίζεται στην ιδέα ότι η πληρωμή μερισμάτων δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, καθώς η μερισματική απόδοση αντισταθμίζεται από την μείωση της κεφαλαιακής απόδοσης. Σε περίπτωση ύπαρξης φορολογίας, τα μερίσματα επιβαρύνουν περισσότερο από τα κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία δεν φορολογούνται παρά μόνο όταν λάβουν χώρα. Σε αυτή την περίπτωση, μια επιχείρηση που δεν προχωρά στη διανομή μερίσματος μπορεί να είναι πιο ελκυστική για τους επενδυτές σε σχέση με μια επιχείρηση με παρόμοια χαρακτηριστικά, η οποία πληρώνει μερίσματα. Επομένως, όταν εμφανίζεται ο παράγοντας φορολογίας, οι επενδυτές δεν είναι πλέον αδιάφοροι για την μερισματική πολιτική, αλλά προτιμούν τα μικρότερα μερίσματα ή τη μη διανομή μερισμάτων. Αντίθετη είναι η επίδραση της ύπαρξης κοστών συναλλαγών, καθώς σε αυτή την περίπτωση, οι συναλλαγές έχουν επιπλέον κόστος για τον επενδυτή, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να προτιμούν το εισόδημα από μερίσματα (Black, 1996).

Οι Modigliani και Miller (1961) υποστήριξαν ότι σε συνθήκες μιας τέλει αγοράς, στην οποία δρουν ορθολογικά οι επενδυτές, η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι αποτέλεσμα της αξιοποίησης των πόρων της και όχι του τρόπου διανομής των κερδών της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η μερισματική πολιτική να μην επηρεάζει την αξία της επιχείρησης, μια πρόταση που είναι γνωστή ως *dividend irrelevance*. Η *dividend irrelevance* προτείνει την ανάληψη όλων των επενδύσεων με θετική καθαρή παρούσα αξία και τη διανομή των μετρητών που προκύπτουν από αυτές με τη μορφή μερίσματος, συνεπώς προτείνεται μια μερισματική πολιτική υπολειμματικού μερίσματος (*residual dividend policy*). Αυτή η πρόταση βασίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές προτιμούν την επανεπένδυση των κερδών από την επιχείρηση αντί για

τη διανομή τους, εφόσον η απόδοση που προκύπτει με αυτό τον τρόπο είναι υψηλότερη.

Οι Modigliani και Miller (1961) συνεισέφεραν ουσιαστικά στη μελέτη της μερισματικής πολιτικής καθώς πριν τη διατύπωση της θεωρίας τους, κυριαρχούσε η άποψη ότι όσο περισσότερα μερίσματα διανέμει μια επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερη αξία έχει, καθώς τα μερίσματα αποτελούν τις ταμειακές ροές που προεξοφλούνται για την αποτίμηση. Οι Modigliani και Miller (1961) ανέπτυξαν ένα μοντέλο που επιδιώκει την μεγιστοποίηση των κερδών για την επιχείρηση, αλλά και τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας για τους μετόχους (Allen et al., 1995).

3.3.2 Το μοντέλο του Lintner

Ο Lintner (1956) θεωρείται πρωτοπόρος στην έρευνα της συνάφειας μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της αξίας της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Lintner (1956), υπό την προϋπόθεση ότι οι κεφαλαιαγορές είναι «ατελείς», η μερισματική πολιτική των εταιρειών διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο στη λήψη αποφάσεων των διοικήσεων και, ως εκ τούτου, στον πλούτο των μετόχων. Ισχυρίστηκε ότι οι αλλαγές στην μερισματική πολιτική ενδέχεται να μεταφέρει πληροφορίες στην αγορά σχετικά με την τρέχουσα και μελλοντική οικονομική θέση της εταιρείας, δεδομένου ότι υπάρχουν ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ διαχειριστών και επενδυτών, με τη διοίκηση να έχουν πλεονεκτήματα πληροφόρησης έναντι των επενδυτών.

Ο Lintner (1956) διεξήγαγε μια σειρά από συνεντεύξεις με ανώτατα στελέχη της διοίκησης εταιρειών σχετικά με τις πολιτικές διανομής μερισμάτων των εταιρειών τους. Ο συνολικός αριθμός των εταιρειών που χρησιμοποίησε ήταν 600, από τους οποίους επέλεξε τελικά μόνο 28 για τη διεξαγωγή της έρευνας. Στη μελέτη του, ο Lintner έκανε αρκετές σημαντικές παρατηρήσεις σχετικά με τις πολιτικές μερισμάτων αυτών των εταιρειών. Ένα από τα σημαντικότερα συμπεράσματα είναι ότι οι εταιρείες έχουν μακροπρόθεσμο δείκτη-στόχο για την πληρωμή μερισμάτων. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες σκοπεύουν να διανέμουν, μακροπρόθεσμα, ένα σταθερό μέρος των κερδών τους κάθε χρόνο. Ακόμη, οι διευθυντές που ενδιαφέρονται περισσότερο για τις μεταβολές στο μέρισμα, παρά για το ύψος του. Επιπλέον, τα διευθυντικά στελέχη αποφεύγουν να αλλάζουν τη μερισματική πολιτική τους εάν δεν

είναι βέβαιοι ότι θα είναι σε θέση να διατηρήσουν τη νέα πολιτική σταθερή για ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Αυτό σημαίνει ότι τα διευθυντικά στελέχη αποφεύγουν να αλλάζουν πολύ συχνά την πολιτική των μερισμάτων των εταιρειών, δεδομένου ότι είναι πιθανό να δώσουν αρνητικό μήνυμα στους επενδυτές, καθώς με αυτό τον τρόπο αυξάνεται η αβεβαιότητα.

3.3.3 Η μερισματική πολιτική από την σκοπιά της θεωρίας αντιπροσώπευσης

Η διανομή μερισμάτων έχει επιδιωχθεί να ερμηνευτεί και από τη θεωρία αντιπροσώπευσης, που υποστηρίζει ότι οι διοικήσεις διανέμουν μερίσματα στους μετόχους ώστε να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης μεταξύ τους (Easterbrook, 1984). Έτσι, με τη διανομή μερίσματος, η διοίκηση αποδεικνύει στους μετόχους ότι λειτουργεί προς το συμφέρον τους, αφού διανέμει ένα ποσοστό των κερδών της επιχείρησης, για να αυξήσει την περιουσία τους. Προκειμένου να λάβει χώρα η διανομή του μερίσματος, η επιχείρηση απορρίπτει κάποιες επενδυτικές ευκαιρίες τις οποίες θα μπορούσε να αναλάβει αν παρακρατούσε τα κέρδη της αντί να τα διανείμει.

Σχετική θεωρείται και η εξήγηση της μερισματικής πολιτικής από την θεωρία σηματοδότησης. Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η διανομή μερίσματος αποτελεί σήμα από την πλευρά της διοίκησης προς την αγορά. Τα υψηλά μερίσματα σχετίζονται με υψηλότερες τιμές μετοχών ενώ δείχνουν ότι η επιχείρηση βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης. Το ύψος των μερισμάτων και οι διαχρονικές μεταβολές του μεταφέρουν πληροφορίες για τη μελλοντική κερδοφορία και την αξία της επιχείρησης. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν αυξάνουν ή έστω να διατηρούν σταθερά τα μερίσματά τους, ώστε να σηματοδοτούν τη μελλοντική σταθερότητα της επιχείρησης (Black, 1996).

Η μερισματική πολιτική είναι σε θέση να παρέχει σήματα στους επενδυτές, τα οποία μεταφέρουν πληροφορίες, οι οποίες δεν θα μπορούσαν να γνωστοποιηθούν με άλλο τρόπο και να θεωρηθούν αξιόπιστες. Η διοίκηση αυξάνει τα μερίσματα όταν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι τόσο ευνοϊκές, ώστε να μπορεί η επιχείρηση να φέρει σε πέρας τις υψηλότερες πληρωμές που αποφασίστηκαν. Στην αντίθετη περίπτωση που η διοίκηση αποφασίσει να μειώσει ή να μην διανείμει μέρισμα, τότε δείχνει ότι η διοίκηση δεν προσδοκά βελτίωση της πορείας της επιχείρησης, με

αποτέλεσμα η ανακοίνωση της μη διανομής μερίσματος να οδηγεί σε πτώση της τιμής της μετοχής (Black, 1996).

3.4 Προηγούμενες μελέτες για τη μερισματική πολιτική

Η μερισματική πολιτική έχει αποτελέσει σε πολλές έρευνες αντικείμενο μελέτης, λόγω της μεγάλης σημασίας της για τις επιχειρησιακές αποφάσεις. Η απόφαση για την διανομή μερίσματος μιας εταιρείας μπορεί να αλλάξει την αξία των μετοχών της. Υπάρχουν τρεις βασικές απόψεις για τη μερισματική πολιτική (Vasiliou & Eriotis, 2002). Μια σχολή σκέψης πιστεύει ότι η αύξηση των μερισμάτων αυξάνει την αξία της επιχείρησης (Lintner, 1962). Μια δεύτερη ομάδα πιστεύει ότι η αύξηση της πληρωμής μερισμάτων μειώνει την αξία της επιχείρησης (Lintzenberg & Ramaswamy, 1979). Η τρίτη άποψη ισχυρίζεται ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία για την αξία της επιχείρησης (Modigliani & Miller, 1961). Ωστόσο, οι εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με τους παράγοντες που καθορίζουν τη μερισματική πολιτική είναι μικτές (Frankfurter & Wood, 2002; Short et al., 2002).

<i>Θεωρίες Μερισματικής πολιτικής</i>	
Modigliani & Miller (1961)	Δεν ξεχωρίζει καμία μερισματική πολιτική ως άριστη
Lintner (1962) & Gordon (1963)	Η υψηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη
Litzenberger & Ramaswamy (1979)	Η χαμηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη

Σύμφωνα με τον Lintner (1956), η μερισματική πολιτική των εταιρειών διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο στη λήψη αποφάσεων των διευθυντικών στελεχών και, ως εκ τούτου, στον πλούτο των μετόχων. Ο Lintner υποστήριξε ότι οι αυξήσεις του ποσού των μερισμάτων που διανέμουν οι εταιρείες στους μετόχους τους οδηγούν σε θετική αντίδραση στην αγορά, ενώ οι μειώσεις στο ύψος των μερισμάτων οδηγούν σε αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών. Παρόμοια αποτελέσματα σχετικά με

την αντίδραση της αγοράς στις αλλαγές στην πολιτική μερισμάτων προέκυψαν και από άλλες έρευνες (Gordon, 1959, Gordon, 1962).

Οι Asquith και Mullins (1983) εξέτασαν την επίδραση των μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων. Τα αποτελέσματα εντόπισαν μεγαλύτερες θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις από προηγούμενες μελέτες επί των μερισμάτων, αποδεικνύοντας ότι τα μερίσματα αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων.

Από την άλλη πλευρά, οι Miller και Modigliani (1961) υποστήριξαν την έλλειψη συσχέτισης μεταξύ της μερισματικής πολιτικής που υιοθετεί μια επιχείρηση και της αξίας της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, υποστήριξαν ότι με την υπόθεση ότι η αγορά είναι «τέλεια», επικρατεί βεβαιότητα, δεν υπάρχουν φόροι και κόστη συναλλαγής, η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίπτωση στον πλούτο των μετόχων. Οι διαχειριστές μπορούν να επηρεάσουν την αξία της επιχείρησης μόνο με την αλλαγή της επενδυτικής πολιτικής της εταιρείας.

Τη μελέτη των Modigliani και Miller (1961), οι οποίοι έδειξαν ότι σε μια τέλεια αγορά, οι επενδυτές θα είναι αδιάφοροι μεταξύ της επαναγοράς μετοχών και της διανομής των μερισμάτων, ακολούθησε η μελέτη των Miller και Scholes (1978), οι οποίοι θεώρησαν ότι οι επενδυτές επιδιώκουν να μειώνουν τη φορολογική τους επιβάρυνση και πρότειναν στους επενδυτές να δανείζονται και να επενδύουν σε μετοχές μιας εταιρείας, μέσω κάποιου οργανισμού, όπως είναι οι ασφαλιστικές εταιρείες που έχουν φορολογικές ελαφρύνσεις.

Σε συμφωνία με τη μη σημασία του μερίσματος βρίσκεται και η μελέτη των Black και Scholes (1974), που υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να προσαρμόζουν τα μερίσματα για να ελκύουν επενδυτές που υπόκεινται σε φορολόγηση και υποστήριξαν ότι οι προσαρμογές αυτές μπορούν να καταστήσουν μη σημαντική τη σχέση μεταξύ μερισματικών αποδόσεων και κεφαλαιακών αποδόσεων.

Στην τρίτη ομάδα ερευνών ανήκει η έρευνα των Brennan και Thakor (1990). Οι Brennan και Thakor (1990), δήλωσαν ότι η εταιρική πολιτική μερισμάτων είναι σημαντική και σχετική με την αξία μιας εταιρείας. Ωστόσο, αυτή η ομάδα υποστήριξε ότι η αύξηση των μερισμάτων έχει αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών λόγω της ύπαρξης φορολογίας. Σύμφωνα με τους Brennan και Thakor (1990), οι

περισσότεροι μέτοχοι προτιμούν τις πληρωμές μερισμάτων όταν οι διανομές είναι μικρές.

Τέλος, εξετάζοντας τη θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων, οι Lonie et al. (1996) επιχείρησαν να ερευνήσουν το φαινόμενο της σηματοδότησης των μερισμάτων, χρησιμοποιώντας δεδομένα από ένα δείγμα εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι στις αγορές κεφαλαίων με ασυμμετρίες πληροφόρησης, οι συμμετέχοντες στην αγορά προσπαθούν να εξηγήσουν σωστά τις ανακοινώσεις της διοίκηση σχετικά με τα μερίσματα και τα κέρδη, προκειμένου να λάβουν αποφάσεις. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι τόσο τα μερίσματα όσο και οι ανακοινώσεις κερδών επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Ωστόσο, διαπίστωσαν ότι οι ανακοινώσεις κερδών έχουν σημαντικότερο αντίκτυπο σε αυτές από τις ανακοινώσεις μερίσματος.

Τα ευρήματα της έρευνας των Asquith και Mullins (1983) τόσο για το αρχικό όσο και για μεταγενέστερα μερίσματα συμφωνούν με την άποψη ότι τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες για τους επενδυτές. Τα αποτελέσματά της συγκεκριμένης έρευνας είναι σύμφωνα και με τα αποτελέσματα της έρευνας των Aharony και Swary (1980) που υποστήριξαν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων μεταφέρουν πληροφορίες που δεν περιέχονται σε άλλου είδους εταιρικές ανακοινώσεις.

Κεφάλαιο 4^ο

Σύνοψη ερευνών για την κεφαλαιακή διάρθρωση και διανομή κερδών γενικά

Δεδομένου ότι έχει πραγματοποιηθεί αναφορά στις έννοιες και στις θεωρίες της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής, σε αυτό το κεφάλαιο εξετάζεται η μεταξύ τους σχέση και παρουσιάζονται έρευνες που έχουν υλοποιηθεί και τα αποτελέσματα τους.

4.1 Η σχέση μεταξύ κεφαλαιακής διάρθρωσης και διανομής κερδών

Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η μερισματική πολιτική είναι αποφάσεις που συχνά συνδέονται, καθώς και οι δύο μεταφέρουν πληροφορίες στους εξωτερικούς χρήστες, επηρεάζοντας την εικόνα της προς αυτούς. Ένα σημαντικό στοιχείο που συνδέει τα δύο ζητήματα είναι το γεγονός ότι τόσο η μερισματική πολιτική, όσο και η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζουν τις σχέσεις αντιπροσώπευσης μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων της επιχείρησης. Η πολιτική για τα μερίσματα είναι μία από τις αποφάσεις των εταιρειών που επηρεάζεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση. Είναι πιθανό τα μερίσματα να χρησιμοποιούνται για τη μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης, ώστε να υπάρξει συρρίκνωση των αντικρουόμενων συμφερόντων των μετόχων και των διαχειριστών σε μια επιχείρηση, τουλάχιστον μέχρι κάποιο βαθμό (Jensen, 1986), διότι οι μέτοχοι επιδιώκουν να λαμβάνουν μερίσματα, ενώ οι διαχειριστές προτιμούν να διατηρήσουν και να επανεπενδύσουν τα κέρδη. Ο σκοπός της διατήρησης των κερδών είναι η διατήρηση υψηλότερου ελέγχου των πόρων της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Jensen (1986), για τους διαχειριστές υπάρχει ο κίνδυνος να αρχίσουν να χρησιμοποιούν τα εν λόγω κέρδη για προσωπική τους χρήση, εάν δεν καταβληθούν μερίσματα στους μετόχους. Η πολιτική για τα μερίσματα δεν βοηθά μόνο στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης, αλλά μπορεί να αποτελέσει μια πηγή πληροφοριών προς στους μετόχους σχετικά με την αξία και τις προοπτικές της επιχείρησης (Faccio et al., 2001).

Πολλές φορές, οι αποφάσεις που αφορούν τη μερισματική πολιτική λαμβάνονται σε συνάρτηση με τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες, όπως το κόστος δανεισμού ή άλλων πηγών

χρηματοδότησης, η φορολογία κτλ. Ορισμένες εμπειρικές μελέτες επικεντρώθηκαν στις επιπτώσεις της κεφαλαιακής διάρθρωσης και του κόστους του δανεισμού στη μερισματική απόδοση. Οι Jalilvand και Harris (1984) εξετάζουν τις αποφάσεις χρηματοδότησης εταιρειών στις ΗΠΑ, δίδοντας έμφαση στην κεφαλαιακή διάρθρωση και τους στόχους των μερισμάτων. Διαπίστωσαν ότι οι αποφάσεις χρηματοδότησης για την έκδοση μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δανείων, η διατήρηση της εταιρικής ρευστότητας, η έκδοση νέων μετοχών και η πληρωμή μερισμάτων αποτελούν αλληλένδετες αποφάσεις. Επιπλέον, το μέγεθος της επιχείρησης, το επίπεδο των επιτοκίων και τα επίπεδα των τιμών των μετοχών επηρεάζουν την ταχύτητα προσαρμογής σε μακροπρόθεσμους οικονομικούς στόχους, παρόλο που οι ταχύτητες προσαρμογής ενδέχεται να διαφέρουν μεταξύ των εταιρειών. Το κόστος δανεισμού μπορεί να ελεγχθεί από τις επιχειρήσεις όταν αποφασίζουν για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Η αύξηση του κόστους δανεισμού οφείλεται στην απόφασή τους να πληρώσουν περισσότερα για τους ομολογιούχους όταν οι επιχειρήσεις αποφασίσουν να δανειστούν. Ο σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τόσο το κόστος δανεισμού όσο και το κόστος του κεφαλαίου είναι ο φορολογικός συντελεστής. Αν επιβληθεί υψηλότερη φορολογία στα μερίσματα και το κεφαλαιακό κέρδος, οι μετοχές θα γίνουν λιγότερο ελκυστικές για τους επενδυτές, εάν ο φορολογικός συντελεστής για τα έσοδα από τόκους παραμείνει σταθερός.

4.2 Έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη διανομή κερδών γενικά

Όσον αφορά τη θεωρία αντιπροσώπευσης, πολλές πρόσφατες μελέτες επικεντρώθηκαν στην εξέταση των επιπτώσεων του προτύπου διακυβέρνησης και της δομής ιδιοκτησίας στην πολιτική διανομής μερισμάτων. Για παράδειγμα, οι La Porta et al. (2000) διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες με χαμηλή εταιρική διακυβέρνηση και φτωχή προστασία των μετόχων τείνουν να πληρώνουν χαμηλά μερίσματα και ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας τείνουν να καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα. Ομοίως, ο Mitton (2005) δείχνει ότι, στις αναδυόμενες αγορές, οι επιχειρήσεις με ισχυρότερη εταιρική διακυβέρνηση πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα.

Για τις αμερικανικές επιχειρήσεις, οι Grinstein και Michaely (2005) τεκμηριώνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν τις εταιρείες που καταβάλλουν μερίσματα σε σύγκριση με τις εταιρείες που δεν διανέμουν μερίσματα. Ωστόσο, δεν προσελκύνονται περισσότερο από επιχειρήσεις που πληρώνουν υψηλά μερίσματα. Ο Baba (2009) διαπιστώνει ότι το υψηλότερο επίπεδο ξένης ιδιοκτησίας αυξάνει την πιθανότητα πληρωμής μερισμάτων και αύξησης των μερισμάτων, αλλά μειώνει την πιθανότητα μη μεταβολής των μερισμάτων και μείωσης του μερίσματος. Ο Khan (2006) διαπιστώνει ότι η συγκέντρωση ιδιοκτησίας σχετίζεται αρνητικά με τα μερίσματα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Ο συγγραφέας βρίσκει επίσης μια θετική σχέση ανάμεσα στη θεσμική κατοχή από τις ασφαλιστικές εταιρείες και τα μερίσματα και μια αρνητική σχέση μεταξύ ατομικής ιδιοκτησίας και μερισμάτων.

Οι Faccio et al. (2001) διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις στη Δυτική Ευρώπη πληρώνουν περισσότερα μερίσματα από εκείνες στην Ανατολική Ασία λόγω της καλύτερης προστασίας των μετόχων. Η διαπίστωσή τους υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις της Ανατολικής Ασίας ενδέχεται να επιβαρύνονται με υψηλότερο κόστος δανεισμού λόγω της χαμηλότερης πληρωμής μερισμάτων, παρά λόγω της πληρωμής των τόκων.

Οι Jiang και Jiranyakul (2013) συνέλεξαν στοιχεία εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης κατά την περίοδο από το 1992 έως το 2008. Ο κύριος σκοπός της μελέτης τους ήταν να συγκρίνουν τις αποφάσεις για την καταβολή μερίσματος των εισηγμένων εταιρειών στις δύο χρηματιστηριακές αγορές. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι παράγοντες που μπορούν να εξηγήσουν την πληρωμή μερισμάτων των επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης δεν εξηγούν επαρκώς την πληρωμή μερισμάτων των εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης. Η μελέτη τους παρέχει αποδείξεις για τις διαφορές στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων μεταξύ προηγμένων και αναδυόμενων χρηματιστηριακών αγορών. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις στο χρηματιστήριο της Σαγκάης πρέπει να προσαρμόσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση ώστε να παρέχουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να διαφοροποιήσουν και να προσαρμόσουν το χαρτοφυλάκιο των μετοχών και των ομολόγων τους.

Οι Brunzell et al. (2014) αναλύουν τα αποτελέσματα μιας έρευνας σχετικά με τις σκανδιναβικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο σχετικά με την

πολιτική πληρωμής μερισμάτων. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το 72% των σκανδιναβικών εταιρειών εφαρμόζει μια συγκεκριμένη πολιτική μερισμάτων. Οι μεγάλες και πιο κερδοφόρες εταιρείες έχουν περισσότερες πιθανότητες να εφαρμόσουν συγκεκριμένη πολιτική μερισμάτων. Η πολιτική των μερισμάτων επηρεάζεται περισσότερο από την κεφαλαιακή δομή και τα μελλοντικά κέρδη. Επιπλέον, τα αποτελέσματα παρέχουν έμμεση υποστήριξη για τη θεωρία αντιπροσώπευσης και την ανάγκη για σταθερές ταμειακές ροές, παρά για τη θεωρία σηματοδότησης.

Ο Thanatawee (2014) διερευνά τον αντίκτυπο της δομής ιδιοκτησίας στις πολιτικές μερισμάτων εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης, κατά την περίοδο 2007-2011. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλότερη ιδιοκτησία από μεγάλους μετόχους, υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας και κρατική ιδιοκτησία είναι πιο πιθανό να πληρώνουν μερίσματα. Ωστόσο, η πιθανότητα καταβολής μερισμάτων μειώνεται όταν θεσμικοί επενδυτές κατέχουν περισσότερες μετοχές. Διαπιστώνεται, επίσης, ότι το μέγεθος των πληρωμών μερισμάτων έχει θετική σχέση με την κυριότητα από μεγαλύτερους μετόχους, τη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και την κρατική ιδιοκτησία, αλλά μια αρνητική σχέση με την κυριότητα από θεσμικούς και ξένους επενδυτές.

Οι Florackis et al. (2015) εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής, της ιδιοκτησίας και της χρηματοδότησης μέσω χρέους για ένα δείγμα επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο NYSE, στο AMEX και στο NASDAQ. Τα αποτελέσματα δείχνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και μερισμάτων όταν η διαχειριστική ιδιοκτησία βρίσκεται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Ωστόσο, αυτή η αρνητική σχέση μετατρέπεται σε θετική σε πολύ υψηλά επίπεδα διαχειριστικής ιδιοκτησίας. Διαπιστώνουν επίσης ότι η φύση της σχέσης μεταξύ διαχειριστικής ιδιοκτησίας και μερισμάτων μπορεί να είναι πιο πολύπλοκη από ό, τι είχε προηγουμένως θεωρηθεί και διαφέρει επίσης σημαντικά μεταξύ επιχειρήσεων με διαφορετικά επίπεδα χρέους. Τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με την άποψη ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης παρέχει χρήσιμες γνώσεις, αλλά δεν μπορεί να εξηγήσει πλήρως τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις καθορίζουν τη μερισματική πολιτική τους.

Κεφάλαιο 5^ο

Η κεφαλαιακή διάρθρωση και η διανομή κερδών στις ελληνικές επιχειρήσεις

Εφόσον μελετήθηκαν οι κυριότερες θεωρίες τόσο για την κεφαλαιακή διάρθρωση, όσο και για τη μερισματική πολιτική, και παρατήθηκαν τα αποτελέσματα ερευνών και για τα δύο ζητήματα, σε αυτό το σημείο θα υπάρξει η παράθεση και η ανάλυση των αποτελεσμάτων ερευνών που αφορούν τις ελληνικές επιχειρήσεις. Αρχικά, θα γίνει αναφορά σε έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων, στη συνέχεια, θα παρατεθούν έρευνες για τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων και τέλος έρευνες που εμπλέκουν και τα δύο ζητήματα.

5.1 Η κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων

Οι έρευνες για την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων αφορούν κυρίως τις θεωρίες που ισχύουν στην Ελλάδα και τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι έρευνες των Archold & Lazaridis, (2010) και των Noulas & Genimakis (2011). Οι Archold και Lazaridis (2010) συνοψίζουν τα αποτελέσματα μιας έρευνας με ερωτηματολόγια για την εταιρική κεφαλαιακή διάρθρωση που πραγματοποιήθηκε το καλοκαίρι του 2007 στο Ηνωμένο Βασίλειο και την άνοιξη του 2008 στην Ελλάδα. Το ερωτηματολόγιο απεστάλη σε δείγμα 219 επιχειρήσεων του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες προέρχονται κυρίως από το δείκτη FTSE250 και 300 εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου για τη θεωρία αντιστάθμισης από την τρέχουσα έρευνα είναι πολύ ισχυρότερα από αυτά προηγούμενων ερευνών. Υπάρχουν σταθερά υψηλά επίπεδα υποστήριξης της που συνδέονται με τα οφέλη των φορολογικών οφελών, το φθηνότερο κόστος έκδοσης του δανεισμού και μέτρια στήριξη για το κόστος αντιστάθμισης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η μείωση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου μέσω των επιλογών κεφαλαιακής διάρθρωσης θεωρείται επίσης σημαντική και σημαντικός αριθμός ερωτηθέντων χρησιμοποιεί έναν

δείκτη-στόχο για τη χρηματοοικονομική μόχλευση, αν και αποτελεί ευέλικτο στόχο στις περισσότερες περιπτώσεις. Αντίθετα, τα αποτελέσματα για την Ελλάδα είναι μικτά, ιδίως όσον αφορά τα χαμηλά επίπεδα στήριξης για τα φορολογικά οφέλη. Παρόλα αυτά, η στήριξη για ένα δείκτη-στόχο χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι πολύ ισχυρή. Τα αποδεικτικά στοιχεία του Ηνωμένου Βασιλείου σε σχέση με την υπόθεση pecking order είναι επίσης πολύ ισχυρότερα. Οι ερωτηθέντες δεν θεωρούν το μοντέλο αντιστάθμισης και την υπόθεση pecking order ως αμοιβαία αποκλειόμενες και έτσι φαίνεται ότι οι επαγγελματίες χρησιμοποιούν και τα δύο μοντέλα ως πλαίσια για τη λήψη αποφάσεων κατά την εξέταση των επιλογών της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στην περίπτωση της Ελλάδας, προέκυψαν λίγα αποδεικτικά στοιχεία για την υποστήριξη της pecking order. Οι ερωτηθέντες απορρίπτουν την ιδέα (που θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι συμφωνεί με τη θεωρία αντιστάθμισης) ότι το χρέος χρησιμοποιείται ως μέσο πειθαρχίας για τα μέλη της διοίκησης ώστε να εργάζονται για τα συμφέροντα των μετόχων τους. Ακόμη, οι απαντήσεις σχετικά με τη σηματοδότηση είναι σε μεγάλο βαθμό αρνητικές, με πολύ χαμηλό επίπεδο υποστήριξης για την ιδέα ότι οι επιλογές για την κεφαλαιακή διάρθρωση μεταφέρουν σημαντικές πληροφορίες στην αγορά.

Οι Noulas και Genimakis (2011) διερεύνησαν τον τρόπο προσδιορισμού της κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το σύνολο δεδομένων που χρησιμοποιήσαν αποτελείτο κατά κύριο λόγο από στοιχεία οικονομικών καταστάσεων από 259 επιχειρήσεις σε μια περίοδο 9 ετών από το 1998 έως το 2006, εξαιρουμένων των επιχειρήσεων από τον τραπεζικό, χρηματοπιστωτικό και ασφαλιστικό τομέα και τον τομέα των ακινήτων. Το πρώτο μέρος της μελέτης εκτίμησε το βαθμό στον οποίο η μόχλευση εξαρτάται από ένα ευρύτερο σύνολο προσδιοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ενώ τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση ποικίλει σημαντικά μεταξύ των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση pecking order.

Ακολουθούν οι έρευνες που εξετάζουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων.

Οι Voulgaris et al. (2002) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στον ελληνικό μεταποιητικό τομέα. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η χρησιμοποίηση του ενεργητικού, η

ακαθάριστη και η καθαρή κερδοφορία και η αύξηση του συνολικού ενεργητικού έχουν σημαντική επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Αυτό έχει επιπτώσεις στην πολιτική που ακολουθείται, καθώς μετά την είσοδο της χώρας στην ΕΕ, οι ελληνικές επιχειρήσεις εκτίθενται σε ισχυρότερο ανταγωνισμό στην ΕΕ και στις παγκόσμιες αγορές, αλλά και σε νέες ευκαιρίες. Προκειμένου να βελτιωθεί η κεφαλαιακή διάρθρωσή τους, οι ελληνικές εταιρείες μεταποίησης πρέπει να επιτύχουν υψηλότερη χρησιμοποίηση περιουσιακών στοιχείων και περιθώρια κέρδους μέσω οικονομιών κλίμακας που επιτυγχάνονται κυρίως από τις υψηλότερες εξαγωγές.

Αργότερα, οι Voulgaris et al. (2004) διερεύνησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών μεταποιητικών επιχειρήσεων. Η μελέτη χρησιμοποίησε δεδομένα από δύο δείγματα, ένα για μικρομεσαίες και ένα για μεγάλες επιχειρήσεις. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η κερδοφορία είναι βασικός καθοριστικός παράγοντας της κεφαλαιακής διάρθρωσης και για τις δύο ομάδες μεγέθους. Ωστόσο, η αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και η αύξηση των περιουσιακών στοιχείων θεωρούνται απαραίτητες για τη διάρθρωση του χρέους των μεγάλων επιχειρήσεων σε αντίθεση με την αποτελεσματικότητα των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, το μέγεθος, την αύξηση των πωλήσεων και τα υψηλά πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία διαπιστώθηκε ότι επηρεάζουν σημαντικά την αξιοπιστία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις πρέπει να επικεντρώσουν τις προσπάθειές τους στην α) αύξηση των ταμειακών ροών τους μέσω καλύτερης διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων και επίτευξης υψηλότερων εξαγωγών και β) διασφάλιση καλών τραπεζικών σχέσεων, και ταυτόχρονα, εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης. Οι ελληνικές μεγάλες επιχειρήσεις πρέπει να υιοθετήσουν στρατηγικές που θα οδηγήσουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς τους και στην εξασφάλιση νέων μορφών χρηματοδότησης. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρειάζονται πολιτικές που θα ενθαρρύνουν την ανταλλαγή πληροφοριών και τη συνεργασία στις τοπικές και ξένες αγορές και τη χρήση ηλεκτρονικού επιχειρείν, καθώς και οικονομική βοήθεια. Από την άλλη πλευρά, οι μεγάλες επιχειρήσεις θα πρέπει να υποστηριχθούν από πολιτικές που στοχεύουν σε νέες επενδύσεις υψηλής τεχνολογίας, είσοδο νέων επιχειρήσεων και ξένων επενδύσεων στη χώρα, φορολογική ελάφρυνση και αύξηση των δαπανών E & A και εκπαίδευσης.

Οι Dimitropoulou et al (2014) λαμβάνοντας στοιχεία από 20.000 ελληνικές επιχειρήσεις όλων των κλάδων, εξαιρούμενες εκείνες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, για την περίοδο 2003-2011 κατέληξαν ότι βασικοί παράγοντες για να διατηρήσουν την πρόσβαση τους οι επιχειρήσεις στη χρηματοδότηση αποτελούν το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία και το χαμηλό λειτουργικό κόστος. Πριν και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων βασιζόταν κατά κύριο λόγο στον τραπεζικό δανεισμό, καθότι η πλειοψηφία των επιχειρήσεων ήταν μικρομεσαίες και αδυνατούσαν να βρουν εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης. Προκειμένου να αποφύγουν δυσμενείς συνθήκες, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις προσπάθησαν να αντικαταστήσουν την εξωτερική τους χρηματοδότηση με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων, ενώ οι μεγάλες επιχειρήσεις άλλαξαν τον μακροπρόθεσμο δανεισμό τους σε βραχυπρόθεσμο ώστε να μπορούν να αντιμετωπίσουν καλύτερα τις εκάστοτε συνθήκες.

Οι Daskalakis και Psillaki (2008) διερεύνησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα ελληνικών και γαλλικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1998-2002. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και στις δύο χώρες παρουσιάζουν ομοιότητες όσον αφορά τις επιλογές τους για την κεφαλαιακή διάρθρωση. Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων και η κερδοφορία έχουν αρνητική σχέση με τη μόχλευση, ενώ το μέγεθος των επιχειρήσεων συνδέεται θετικά με το δείκτη χρέους προς το σύνολο ενεργητικού. Η ανάπτυξη είναι στατιστικά σημαντική μόνο για τη Γαλλία και συνδέεται θετικά με το χρέος. Οι ερευνητές αποδίδουν αυτές τις ομοιότητες στα θεσμικά χαρακτηριστικά των δύο χωρών και ιδιαίτερα στην ομοιότητα των συστημάτων αστικού δικαίου. Παράλληλα, διαπιστώνουν διαφορές στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων των δύο χωρών και υποστηρίζουν ότι οι διαφορές αυτές οφείλονται σε συγκεκριμένους παράγοντες που αφορούν τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης, παρά σε χαρακτηριστικά σε επίπεδο χώρας.

Οι Dasilas και Papasyriopoulos (2015) επιδίωξαν να διασαφηνίσουν τη σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης, της πιστοληπτικής ικανότητας και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) και των μεγάλων ελληνικών εισηγμένων εταιρειών για την περίοδο από το 2005 έως το 2010. Τα

αποτελέσματα έδειξαν ότι η εταιρική διακυβέρνηση και οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν σημαντικό ρόλο στην κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών, ιδιαίτερα κατά την περίοδο που ξεκίνησε η οικονομική κρίση, δηλαδή το διάστημα 2008-2010. Επιπλέον, οι προσδιοριστικοί παράγοντες σε επίπεδο εταιρείας, όπως το μέγεθος, η κερδοφορία, η δομή του ενεργητικού και οι ευκαιρίες ανάπτυξης, είναι επίσης σημαντικοί καθοριστικοί παράγοντες της μόχλευσης. Τέλος, διαπιστώνουν ότι η επίδραση των μεταβλητών εταιρικής διακυβέρνησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση των ΜΜΕ είναι λιγότερο εμφανής σε σύγκριση με τις μεγάλες επιχειρήσεις, εύρημα που αποδίδεται στην ενεργό συμμετοχή των ιδιοκτητών στη διαχείριση των ΜΜΕ, γεγονός που μειώνει την ανάγκη να επιβαρύνονται οι μέτοχοι με το κόστος παρακολούθησης και ελέγχου της διοίκησης.

Οι Balios et al. (2016) διερεύνησαν κατά πόσον και με ποιον τρόπο οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων επηρέασαν τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής, κατά τα χρόνια της οικονομικής κρίσης. Χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα 8.052 επιχειρήσεων που λειτουργούσαν στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2009-2012. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η επίδραση των καθοριστικών παραγόντων της κεφαλαιακής διάρθρωσης στη μόχλευση δεν αλλάζει σε ένα περιβάλλον οικονομικής κρίσης. Οι μεγαλύτερες από τις επιχειρήσεις του δείγματος συνέχισαν να παρουσιάζουν υψηλότερους δείκτες χρέους, η σχέση μεταξύ της κερδοφορίας και της απτότητας των περιουσιακών στοιχείων με τη μόχλευση συνέχισε να είναι αρνητική ενώ η ανάπτυξη συνδέεται θετικά με τη μόχλευση.

5.2 Η διανομή κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων

Ο Patsouratis (1989) ήταν από τους πρώτους που διερεύνησε εμπειρικά τη συμπεριφορά των ελληνικών εταιρικών μερισμάτων, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα που αποτελείται από 25 επιχειρήσεις και καλύπτει την περίοδο 1974-1983. Οι Τζοάννος και Φίλιππας (1997) εξέτασαν τη μερισματική πολιτική 34 εταιρειών που διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 1972 - 1988. Τα εμπειρικά αποτελέσματα και των δύο ερευνών οδηγούν στο γενικό συμπέρασμα ότι

το μοντέλο του Lintner περιγράφει καλύτερα τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Τα σημερινά κέρδη αποτελούν τη σημαντικότερη μεταβλητή που τείνει να οδηγήσει σε μεταβολές στα μερίσματα, ενώ τα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου τείνουν επίσης να επηρεάζουν σημαντικά τις αλλαγές στην πολιτική μερισμάτων των επιχειρήσεων.

Οι Vasileiou και Eriotis (2002) εξέτασαν τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι ελληνικές εταιρείες προτιμούν να διανέμουν κάθε χρόνο ένα μάλλον σταθερό μέρισμα το οποίο προσαρμόζουν από έτος σε έτος ανάλογα με τα κέρδη τους.

Παρόμοια είναι και τα ευρήματα της έρευνας του Eriotis (2005), ο οποίος εξέτασε την εταιρική πολιτική μερισμάτων για την ελληνική αγορά, χρησιμοποιώντας δείγμα μεγάλου αριθμού εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1996-2001. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την υπόθεση ότι οι ελληνικές εταιρείες προτιμούν να διανέμουν, κάθε χρόνο ένα μάλλον σταθερό μέρισμα, το οποίο προσαρμόζουν από έτος σε έτος ανάλογα με τα κατανεμημένα κέρδη και το μέγεθος τους.

Οι Eriotis et al. (2007) διερεύνησαν κατά πόσον η μερισματική πολιτική των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ιδιαίτερα η πολιτική μερισμάτων των τραπεζών είναι διαφορετική από τη μερισματική πολιτική άλλων επιχειρήσεων. Επίσης διερεύνησαν την επίδραση στη σταθερότητα των διαφορετικών κερδών, λόγω της ασυμμετρίας στην αναφορά καλών και κακών ειδήσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική των τραπεζών. Για την έρευνα χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από το Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1997-2001. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, και ιδιαίτερα στις τράπεζες, τα μερίσματα της προηγούμενης χρονιάς δεν εμφανίζουν κάποια σχέση με τα μερίσματα της τρέχουσας περιόδου, αφού υπάρξει έλεγχος των κερδών. Το συμπέρασμα αυτό είναι σύμφωνο με το επιχείρημα ότι λόγω των υψηλών κερδών, οι διοικήσεις των τραπεζών δεν τηρούν μια μακροπρόθεσμη μερισματική πολιτική που δεν επηρεάζεται από το επίπεδο των επιδόσεων της επιχείρησης.

Οι Papadopoulos και Charalambidis (2007) διερεύνησαν το υφιστάμενο καθεστώς και τους προσδιοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών που

είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι: α) η πολιτική πληρωμών μερισμάτων υπόκειται σε μικρές αλλαγές διαχρονικά, β) η πλειοψηφία των επιχειρήσεων δεν διανέμουν ειδικά μερίσματα, γ) οι διαφορές μεταξύ της πολιτικής μερισμάτων των επιχειρήσεων λιανικής και των βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι ήσσονος σημασίας, δ) οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν εξηγούν μόνο ένα μικρό ποσοστό της διακύμανσης της πολιτικής των μερισμάτων και ε) η ταμειακή ροή είναι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας της πολιτικής για τα μερίσματα.

Οι Maditinos et al. (2007) διεξήγαγαν μια έρευνα που βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει ισχυρή προτίμηση για μερίσματα μεταξύ των μεμονωμένων επενδυτών στην Ελλάδα. Ο κύριος στόχος της έρευνας ήταν να διερευνήσει τις κινητήριες δυνάμεις που οδηγούν τους μικροεπενδυτές να αποκαλύπτουν την προτίμηση τους για μερίσματα μετρητών ή μετοχών. Πολλές από τις σημαντικότερες θεωρίες των μερισμάτων χρησιμοποιήθηκαν για να ελέγξουν τη συμπεριφορά των Ελλήνων μεμονωμένων επενδυτών προς τα μερίσματα. Οι απαντήσεις τους παρέχουν ισχυρή υποστήριξη για τη θεωρία σηματοδότησης του Bhattacharya (1979). Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της μελέτης αποκάλυψαν ότι η μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών έδειξε ισχυρή προτίμηση για τα μερίσματα. Ένα μεγάλο ποσοστό του συνόλου του δείγματος έδειξε σημαντική προτίμηση στα μερίσματα μετρητών. Η θεωρία των μερισμάτων που βρήκε ισχυρή στήριξη στην έρευνα μας είναι η θεωρία σηματοδότησης (Bhattacharya, 1979), καθώς οι μεμονωμένοι επενδυτές στην Ελλάδα πιστεύουν ότι η αύξηση ή η μείωση των μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως σήμα σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές μιας εταιρείας.

Οι Vasileiou και Eriotis (2011) διερεύνησαν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών στην ελληνική αγορά. Υποθέτοντας ότι οι διαχειριστές είναι απρόθυμοι να κάνουν αλλαγές στο ύψος του μερίσματος, εξέτασαν την υπόθεση ότι τα εταιρικά μερίσματα σχετίζονται με προηγούμενα μερίσματα, καθώς επίσης και με την επίδοση και την αποτελεσματική διαχείριση των εταιρειών. Για τη μελέτη χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 149 ελληνικών εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 1996-2001. Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση ότι οι εταιρείες διανέμουν μέρισμα σύμφωνα με τις επιδόσεις τους και την

αποτελεσματικότητα της διαχείρισης και δεν είναι πρόθυμες να αλλάζουν συχνά τη μερισματική πολιτική τους.

Οι Patra et al. (2012) εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα ως μια μελέτη περίπτωσης μιας αναδυόμενης αγοράς. Η ανάλυση βασίστηκε σε 945 παρατηρήσεις από 63 μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις που διένειμαν μερίσματα ετησίως από το 1993 έως το 2007. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι παράγοντες του μεγέθους, της κερδοφορίας και της ρευστότητας αυξάνουν την πιθανότητα οι επιχειρήσεις να διανείμουν μερίσματα. Ωστόσο, οι επενδυτικές ευκαιρίες, η χρηματοοικονομική μόχλευση και ο επιχειρηματικός κίνδυνος μειώνουν την πιθανότητα οι επιχειρήσεις να πληρώσουν μερίσματα. Συνολικά, τα ευρήματα προσφέρουν υποστήριξη για την ασυμμετρία πληροφόρησης και τη θεωρία αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, φαίνεται ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική στις αναπτυσσόμενες αγορές ισχύουν και για αυτή την αναδυόμενη αγορά.

Τέλος, υπάρχει και μια κατηγορία ερευνών που εξετάζουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Οι Papaioannou et al. (2000) ανέλυσαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων για ένα δείγμα εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το δείγμα τους αποτελείτο από μετοχές που διαπραγματεύονταν στην κύρια αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών για τη χρονική περίοδο μεταξύ 1981 και 1994. Τα αποτελέσματα είναι συνεπή με τη θεωρία μη σημασίας του μερίσματος των Modigliani και Miller, καθώς δεν παρατηρήθηκε σημαντική μη φυσιολογική απόδοση, ως αποτέλεσμα της αλλαγής στην εταιρική πολιτική διανομής μερισμάτων, ούτε κατά την ανακοίνωση ούτε την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Επιπροσθέτως, οι Asimakopoulos et al. (2007) διερεύνησαν την ίδια υπόθεση στο Χρηματιστήριο Αθηνών με τη χρήση δείγματος εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες διανέμουν το ελάχιστο απαιτούμενο μέρισμα. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι όταν οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες ανακοίνωσαν τη διανομή υψηλότερων μερισμάτων από το υποχρεωτικό ποσό και όταν αυτή η αύξηση θεωρήθηκε από τους συμμετέχοντες στην αγορά ως απροσδόκητη, τότε υπήρξε αρνητική αντίδραση στις τιμές των μετοχών. Συνεπώς, οι Asimakopoulos et al. (2007) υποστηρίζουν ότι οι αυξήσεις στα μερίσματα που θεωρούνται ως απροσδόκητες

αλλαγές στην πολιτική των μερισμάτων μεταφέρουν αρνητικά νέα στην αγορά. Ωστόσο, η θεωρία σηματοδότησης δεν ισχύει για επιχειρήσεις που πληρώνουν μόνο το ελάχιστο απαιτούμενο ποσό ως μερίσματα. Ως εκ τούτου, τα αποτελέσματα της μελέτης τους είναι συνεπή με τη θεωρία της έλλειψης σχέσης της μερισματικής πολιτικής.

Επιπλέον, οι Dasilas (2007) και Dasilas et al. (2008) εξέτασαν την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς τόσο στις τελικές όσο και στις ενδιάμεσες ανακοινώσεις μερίσματος στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Παρόλα αυτά, τα ευρήματά τους είναι διαμετρικά διαφορετικά από τα αποτελέσματα των Asimakoulou et al. (2007), καθώς διαπίστωσαν ότι οι θετικές αλλαγές στη μερισματική πολιτική και συνεπώς οι αυξήσεις του διανεμόμενου ποσού των μερισμάτων έχουν θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών, ενώ οι μειώσεις οδηγούν σε σημαντικά αντίθετα αποτελέσματα στις τιμές των μετοχών.

Πιο συγκεκριμένα, οι Dasilas et al. (2008) διερεύνησαν τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών σε ανακοινώσεις μερισμάτων και ανακοινώσεις κερδών από ελληνικές εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τη θεωρία σηματοδότησης, η οποία προβλέπει θετική αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις κοινών μερισμάτων και κερδών. Ωστόσο, το μέγεθος της αντίδρασης της τιμής από την ανακοίνωση του μερίσματος φαίνεται να είναι μεγαλύτερο από αυτό της ανακοίνωσης ενδιάμεσου μερίσματος.

Οι Vazakidis και Athianos (2010) εξέτασαν την αντίδραση του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων ενός δείγματος των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο δείκτη FTSE / ATHEX 20 και στον FTSE / ATHEX Mid 40 για τη χρονική περίοδο 2004-2008. Από τα αποτελέσματα απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση, η οποία υποστηρίζει τη θεωρία μη σημασίας του μερίσματος, όπως αναπτύχθηκε από τους Miller και Modigliani (1961). Τα εμπειρικά αποτελέσματα αμφισβητούν τη θεωρία μη σημασίας του μερίσματος των Miller και Modigliani (1961), καθώς δείχνουν την ύπαρξη μη κανονικής δραστηριότητας στο χρηματιστήριο τόσο πριν όσο και μετά από τις ανακοινώσεις μερισμάτων. Συγκεκριμένα, δείχνουν θετική αντίδραση στην αγορά κατά την περίοδο που προηγείται της ανακοίνωσης και αρνητική αντίδραση της αγοράς για την περίοδο μετά την ανακοίνωση. Από την

άλλη, κατά την ημέρα της εκδήλωσης, δηλαδή την ημέρα που το ποσό των μερισμάτων ανακοινώνεται επίσημα από τις επιχειρήσεις, οι περισσότερες από τις μη κανονικές αποδόσεις που παρατηρήθηκαν είναι στατιστικά μη σημαντικές. Ως εκ τούτου, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναμένουν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων θα έχουν θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών και προσαρμόζουν τα δικά τους χαρτοφυλάκια σύμφωνα με τις προσδοκίες τους. Ωστόσο, οι επενδυτές φαίνεται να ερμηνεύουν τα νέα που προέρχονται από τις ανακοινώσεις των μερισμάτων, πως είναι δυσοίωνες για το μέλλον των επιχειρήσεων, και έτσι αντιδρούν με αρνητικό τρόπο.

Οι Dasillas και Leventis (2011) εξέτασαν την αντίδραση των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος μετρητών για την περίοδο 2000-2004. Συγκεκριμένα, η μελέτη εξετάζει τόσο την τιμή των μετοχών, όσο και την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις των εταιρειών σχετικά με τις διανομές μερισμάτων. Οι ερευνητές επισημαίνουν ότι η διανομή μερισμάτων στην Ελλάδα παρουσιάζει αξιοσημείωτες διαφορές από εκείνες των ΗΠΑ, του Ηνωμένου Βασιλείου και άλλων ανεπτυγμένων αγορών. Πρώτον, τα μερίσματα στην Ελλάδα καταβάλλονται σε ετήσια βάση. Δεύτερον, το εταιρικό δίκαιο ορίζει με μεγάλη ακρίβεια το ελάχιστο ποσό διανομής από τα καθαρά κέρδη. Τρίτον, στην Ελλάδα δεν επιβάλλεται ούτε φόρος επί των μερισμάτων ούτε κέρδη κεφαλαίου. Παρά το περιοριστικό αυτό πληροφοριακό περιβάλλον, καταγράφεται σημαντική αντίδραση της αγοράς στις ημερομηνίες ανακοίνωσης των μερισμάτων. Παρόμοια αντίδραση στην αγορά παρατηρείται στις ανακοινώσεις μεταβολής μερίσματος, γεγονός που παρέχει υποστήριξη στην υπόθεση ότι τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες.

5.3 Η σχέση διανομής κερδών και κεφαλαιακής διάρθρωσης των ελληνικών επιχειρήσεων

Εντοπίστηκε μόνο μια έρευνα που να συνδέει την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Ο Eriotis (2008) εξέτασε την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική σε ελληνικές εισηγμένες εταιρείες. Στόχος της εργασίας ήταν η εξέταση της συσχέτισης της μερισματικής πολιτικής και της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην ελληνική αγορά, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα

μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 1997-2001. Η έρευνα διεξήχθη εξετάζοντας ένα μοντέλο που συνδέει το εταιρικό μέρισμα ανά μετοχή, με το δείκτη χρέους της επιχείρησης, τη μερισματική απόδοση και τη μεταβολή των κερδών της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και των εξεταζόμενων μεταβλητών. Έτσι, τα εμπειρικά αποτελέσματα δικαιολογούσαν την υπόθεση ότι το επίπεδο του εταιρικού χρέους και η ήδη καθιερωμένη μερισματική πολιτική επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών. Ένα άλλο χρήσιμο αποτέλεσμα είναι ότι οι επιχειρήσεις που έχουν αύξηση των κερδών τους έχουν διαφορετική πολιτική μερισμάτων σε σύγκριση με εκείνες που δεν έχουν αύξηση.

Κεφάλαιο 6^ο

Δεδομένα

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο γίνεται αναφορά σε δεδομένα της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της μερισματικής πολιτικής 30 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο 2005-2014, τα οποία πιθανόν να συμβάλλουν σε μετέπειτα εμπειρική έρευνα και την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τον αριθμό εταιρειών και τα συνολικά κέρδη των εταιρειών ανά έτος, τα οποία φαίνεται να έχουν μία αυξητική πορεία, ενώ ο Πίνακας 2 παραθέτει τον αριθμό εταιρειών, τα καθαρά συνολικά κέρδη των εταιρειών και το μέσο όρο των διανεμημένων μερισμάτων ανά έτος.

Πίνακας 1 : Στατιστικά στοιχεία κεφαλαιακής διάρθρωσης

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ		
ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ΚΕΡΔΗ (σε €)
2005	29	478938,76
2006	29	506081,00
2007	30	623950,67
2008	30	702317,30
2009	30	737729,93
2010	30	829803,60
2011	30	856442,90
2012	30	856828,80
2013	30	815866,03
2014	30	853403,23

Πίνακας 2 : Στατιστικά στοιχεία μερισμάτων

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ			
ΕΤΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (σε €)	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΚΕΡΔΩΝ (σε €)
2005	27	29528,78	46025,86
2006	29	30917,24	46222,45
2007	30	32091,23	52444,97
2008	30	37065,67	38743,83
2009	29	34782,24	38378,93
2010	30	24908,23	28708,10
2011	30	17381,07	20999,00
2012	29	14587,48	19211,07
2013	30	9918,43	2048,47
2014	30	6815,77	-4936,77

Η διανομή των μερισμάτων των επιχειρήσεων, όπως φαίνεται από τον παραπάνω Πίνακα 2, ήταν αυξητική για τα έτη 2005 έως και 2008. Από το έτος 2009 λαμβάνοντας υπόψη την οικονομική κρίση της χώρας, η μερισματική πολιτική που ακολούθησαν οι εταιρείες άλλαξε κατεύθυνση και η διανομή των μερισμάτων μειώθηκε σε σημαντικό βαθμό.

Δεδομένου ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση και η μερισματική πολιτική επηρεάζουν τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων για την επιχείρηση αλλά και την αξία της, αποτελούν σημαντικές αποφάσεις των στελεχών. Η παρούσα μελέτη επιτρέπει την επέκταση της έρευνας με την ανάλυση σε βάθος των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις της επιχείρησης στους συγκεκριμένους τομείς με τη χρήση δεδομένων σαν αυτά που παρουσιάζονται στο παράρτημα της εργασίας αυτής

Κεφάλαιο 7^ο

Συμπεράσματα

Ο σκοπός της μελέτης είναι η εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της διανομής κερδών από τις ελληνικές επιχειρήσεις, όπως αυτές προκύπτουν από την ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία. Προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός της μελέτης για την εξέταση της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της διανομής των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων, πραγματοποιήθηκε εκτενής βιβλιογραφική ανασκόπηση στη διεθνή βιβλιογραφία και αρθρογραφία. Τα άρθρα και οι μελέτες που χρησιμοποιήθηκαν καλύπτουν μια μεγάλη χρονική περίοδο, καθώς υπάρχουν θεμελιώδεις μελέτες για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική (όπως οι έρευνες των Modigliani και Miller (1958; 1961 κτλ) για τη μερισματική πολιτική και την κεφαλαιακή διάρθρωση, του Lintner (1956) για τη μερισματική πολιτική και άλλες, οι οποίες αποτελούν τη βάση της ανάλυσης των δύο εξεταζόμενων θεμάτων και δημοσιεύθηκαν πριν αρκετές δεκαετίες, αλλά και πολύ πρόσφατες έρευνες, ώστε να αποτυπωθεί η τρέχουσα εφαρμογή των θεωριών για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική.

7.1 Συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάρθρωση

Όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση, οι κυριότερες θεωρίες που επιδιώκουν να την εξετάσουν είναι η Θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off theory), η υπόθεση pecking order, η θεωρία managerial opportunism και η θεωρία σηματοδότησης (Smart et al., 2005). Από τη βιβλιογραφική ανασκόπηση προέκυψαν τα εξής βασικά στοιχεία για κάθε μία από τις παραπάνω θεωρίες:

- Θεωρία αντιστάθμισης (Trade off): Οι διοικήσεις επιλέγουν εκείνο το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που επιτυγχάνει την ισορροπία μεταξύ των φορολογικών ωφελειών που προκύπτουν από το δανεισμό και των κοστών που προκύπτουν από τη μόχλευση. Τα κύρια πλεονεκτήματά της είναι τα εξής: συνιστά μέτριο δανεισμό, η κεφαλαιακή διάρθρωση που προτείνει είναι εύκολα κατανοητή, λαμβάνει υπόψη τις ιδιαιτερότητες κάθε επιχείρησης, επιβεβαιώνεται και από μελέτες για την αντίδραση των τιμών των μετοχών σε

ανακοινώσεις που σχετίζονται με την κεφαλαιακή διάρθρωση (Myers, 1984). Τα βασικά της μειονεκτήματα είναι ότι μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερο από τον απαραίτητο δανεισμό (Benito, 2003), ότι προτείνει δείκτες χρέους υψηλότερους από αυτούς που τελικά παρατηρούνται στην πράξη (Berens & Cuny, 1995) και ότι στην πράξη υπάρχουν κόστη προσαρμογής, τα οποία δεν προβλέπει (Myers, 1984).

- Θεωρία ιεράρχησης (Pecking order): Η θεωρία υποστηρίζει ότι οι πηγές χρηματοδότησης ιεραρχούνται με την εξής σειρά: εσωτερική χρηματοδότηση, δανεισμός (ιεραρχούνται πρώτα τα πιο ασφαλή χρεόγραφα), προνομιούχες μετοχές, έκδοση κοινών μετοχών. Βασίζεται σε δύο υποθέσεις, ότι η διοίκηση λειτουργεί προς το συμφέρον των μετόχων και ότι η διοίκηση έχει καλύτερη πληροφόρηση από τους εξωτερικούς χρήστες (Myers, 1984). Το βασικό της πλεονέκτημα είναι ότι μπορεί να ερμηνεύσει πολλά φαινόμενα που παρατηρούνται εμπειρικά, όπως οι μεταβολές στην κεφαλαιακή δομή. Η εν λόγω θεωρία βρίσκεται σε συμφωνία με τη θεωρία σηματοδότησης και τη θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης, αλλά σε αντίθεση με την θεωρία αντιπροσώπευσης και τη θεωρία αντιστάθμισης.
- Υπόθεση managerial opportunism: Σύμφωνα με αυτή, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να συγχρονίζονται με την αγορά εκδίδοντας νέες μετοχές όταν οι τιμές είναι υψηλές, και δανειζόμενες όταν οι τιμές είναι χαμηλές, ώστε να εκμεταλλευτούν τις προσωρινές διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής (Baker & Wurgler, 2002).
- Θεωρία Σηματοδότησης (signaling theory): Σύμφωνα με αυτή, οι αποφάσεις κεφαλαιακής διάρθρωσης αποτελούν σήματα για τους επενδυτές (Ross, 2005). Βασίζεται στην υπόθεση ότι στην αγορά υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης.
- Θεωρία Modigliani και Miller: Στο πρώτο τους άρθρο, σε μια τέλεια αγορά (στην οποία δεν υπάρχει φορολογία), η αξία της επιχείρησης δεν μεταβάλλεται από τις αλλαγές στην κεφαλαιακή της διάρθρωση (Modigliani & Miller, 1958). Στο δεύτερο άρθρο τους, διατηρήθηκαν οι ίδιες υποθέσεις, αλλά υπάρχει φορολογία. Σε αυτή την περίπτωση, η άριστη κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης περιλαμβάνει εκείνο το μείγμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων, στο οποίο ελαχιστοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και μεγιστοποιείται η αξία της (Modigliani & Miller, 1963).

Στον παρακάτω πίνακα συνοψίζονται τα κυριότερα ευρήματα των ερευνών που μελετήθηκαν για την κεφαλαιακή δομή:

Θεωρία	Έρευνες που παρέχουν υποστήριξη στη θεωρία	Έρευνες που απορρίπτουν τη θεωρία
Θεωρία Modigliani-Miller	Kraus & Litzenberger, 1973	
Θεωρία αντιστάθμισης	Norton, 1991 Fama & French, 2002 Brounen et al., 2006 Daskalakis & Vasileiou, 2006 Beattie et al., 2006	
Θεωρία ιεράρχησης (Pecking order)	Pinegar & Wilbricht, 1989 Graham & Harvey, 2001 Fama & French, 2002 Frank & Goyal, 2003 (μικτά αποτελέσματα) Brounen et al., 2006 Daskalakis & Vasileiou, 2006 Beattie et al., 2006	Norton, 1991 (μικτά αποτελέσματα)
Managerial opportunism hypothesis	Graham & Harvey, 2001	

Ακόμη, όσον αφορά την κεφαλαιακή διάρθρωση, εξετάστηκαν μελέτες για τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις για την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Προέκυψε ότι οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες της κεφαλαιακής δομής είναι οι εξής:

- Η φορολογία (Modigliani & Miller, 1963; Kraus & Litzenberger, 1973).
- Τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (Dangl & Zechner, 2004).
- Το πρόβλημα της υποεπένδυσης (Titman & Wessels, 1988)
- Τα κόστη αντιπροσώπευσης (Vilasuso & Minkler, 2000)
- Το παραγόμενο προϊόν (Titman & Wessels, 1988)
- Το μέγεθος της επιχείρησης (Titman & Wessels, 1988)
- Η κερδοφορία (Titman & Wessels, 1988)
- Ο κλάδος στον οποίο ανήκει (Myers, 2001)
- Παράγοντες που σχετίζονται με τη χώρα

7.2 Συμπεράσματα για τη διανομή των κερδών

Όσον αφορά την διανομή των κερδών, το μέρισμα είναι το ποσό που πληρώνει μια επιχείρηση στους μετόχους για να διανείμει τα κέρδη που πέτυχε.

Οι θεωρίες για τη μερισματική πολιτική μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις βασικές κατηγορίες:

- Τις θεωρίες που υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης (Miller & Modigliani, 1961)
- Τις θεωρίες που υποστηρίζουν ότι υπάρχει μια άριστη μερισματική πολιτική και τα μερίσματα είναι σημαντικά καθώς μεταφέρουν πληροφορίες. Τη βάση τους αποτελεί το μοντέλο του Lintner (1956). Σε αυτές ανήκουν η θεωρία "bird in the hand" (Bhattacharya, 1979), η θεωρία αντιπροσώπευσης (Jensen & Meckling, 1976) και η θεωρία σηματοδότησης.

Οι κυριότερες θεωρίες και μοντέλα που εξετάστηκαν σχετικά με τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων παρατίθενται ακολούθως:

- Η θεωρία των Modigliani Miller (1959; 1961): υποστηρίζει ότι τα μερίσματα που διανέμει μια επιχείρηση δεν επηρεάζουν την αξία των μετοχών ή την απόδοση των μετόχων, γιατί όσο αυξάνεται η μερισματική της απόδοση, τόσο μειώνεται η κεφαλαιακή της απόδοση.
- Το μοντέλο του Lintner (1956), σύμφωνα με το οποίο, υπό την προϋπόθεση ότι οι κεφαλαιαγορές είναι «ατελείς», η μερισματική πολιτική των εταιρειών επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Οι διοικήσεις προσπαθούν να διατηρούν σταθερό το μέρισμα που διανέμουν (ή να μην το μειώνουν) και να έχουν ένα μακροπρόθεσμο δείκτη-στόχο για τη μερισματική πολιτική, καθώς τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες για την οικονομική θέση της εταιρείας.
- Η θεωρία "bird in the hand". Σύμφωνα με αυτή, οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν μερίσματα άμεσα (Bhattacharya, 1979; Gordon, 1962).
- Η θεωρία αντιπροσώπευσης. Η διανομή μερισμάτων είναι ένα σήμα ότι η επιχείρηση έχει καλή πορεία, ώστε να την προτιμήσουν οι επενδυτές. Η διανομή μερίσματος μειώνει τις συγκρούσεις αντιπροσώπευσης, καθώς δείχνει ότι η διοίκηση λειτουργεί προς όφελος των μετόχων (Easterbrook, 1984).
- Η Θεωρία Σηματοδότησης. η διανομή μερίσματος αποτελεί σήμα από την πλευρά της διοίκησης προς την αγορά. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να αυξάνουν ή έστω να διατηρούν σταθερά τα μερίσματά τους, ώστε να σηματοδοτούν τη μελλοντική σταθερότητα της επιχείρησης (Black, 1996).

Οι κυριότερες απόψεις που μελετήθηκαν σχετικά με τη μερισματική πολιτική συνοψίζονται στη συνέχεια:

Θεωρία	Έρευνες που την υποστηρίζουν
Άποψη της μη σημασίας της μερισματικής πολιτικής (Modigliani & Miller)	Modigliani & Miller, 1961 Black & Scholes, 1974 Miller & Scholes, 1978
Άποψη ότι τα μερίσματα αυξάνουν την αξία	Lintner, 1956, Lintner, 1962 Gordon, 1959 Gordon, 1962 Asquith & Mullins, 1983
Άποψη ότι μεγαλύτερα μερίσματα μειώνουν την αξία	Lintzenberg & Ramaswamy, 1979 Brennan & Thakor, 1990
Θεωρία Σηματοδότησης	Lonie et al., 1996 Aharony & Swary, 1980 Asquith & Mullins, 1983

7.3 Συμπεράσματα για τη σχέση κεφαλαιακής διάρθρωσης και μερισματικής πολιτικής

Όμως, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η μερισματική πολιτική είναι αποφάσεις που συχνά συνδέονται, καθώς:

- Και οι δύο μεταφέρουν πληροφορίες στους εξωτερικούς χρήστες (Faccio et al., 2001).
- Επηρεάζουν τις σχέσεις αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διοίκησης (Jensen, 1986; Faccio et al., 2001).
- Οι αποφάσεις που τις αφορούν δεν λαμβάνονται ανεξάρτητα, καθώς επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα, η φορολογία (Jalilvand & Harris, 1984).
- Και τα δύο ζητήματα επηρεάζονται από την εταιρική διακυβέρνηση και την αντιπροσώπευση, αφού η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας επηρεάζει τις αποφάσεις για τη διανομή μερίσματος (La Porta et al., 2000; Faccio et al., 2001; Mitton, 2005; Grinstein & Michaely, 2005; Khan, 2006; Baba, 2009; Jiang & Jiranyakul, 2013; Brunzell et al., 2014; Thanatawee, 2014; Florackis et al., 2015).

7.4 Συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων

Όσον αφορά τις ελληνικές επιχειρήσεις, οι κυριότερες έρευνες που αναλύθηκαν σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση κατηγοριοποιούνται ως εξής:

- Έρευνες για τους παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των ελληνικών επιχειρήσεων. Οι κυριότεροι παράγοντες που προέκυψε ότι επηρεάζουν είναι οι εξής: η χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού (Voulgaris et al., 2002; Voulgaris et al., 2004; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Balios et al., 2016), η κερδοφορία (Voulgaris et al., 2002; Voulgaris et al., 2004; Noulas & Genimakis, 2011; Dasilas & Papasyriopoulos, 2015; Balios et al., 2016), η αύξηση του συνολικού ενεργητικού (Voulgaris et al., 2002; Voulgaris et al., 2004), το μέγεθος (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015), η εταιρική διακυβέρνηση (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015), οι ευκαιρίες ανάπτυξης (Dasilas & Papasyriopoulos, 2015). Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων προκύπτει πως είναι πιο σημαντικά από τα χαρακτηριστικά της χώρας (Daskalakis & Psillaki, 2008).

- Έρευνες σχετικά με τις θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης, όπως η Θεωρία αντιστάθμισης (Archold & Lazaridis, 2010) και η Θεωρία Ιεράρχησης (Archold & Lazaridis, 2010; Noulas & Genimakis, 2011).

Στην Ελλάδα, φαίνεται να έχει ισχύ η θεωρία της Ιεράρχησης (Archold & Lazaridis, 2010; Noulas & Genimakis, 2011). Όσον αφορά τους προσδιοριστικούς παράγοντες της κεφαλαιακής διάρθρωσης αυτοί δεν φαίνεται να μεταβλήθηκαν στο περιβάλλον της οικονομικής κρίσης Balios et al., 2016). Επιπλέον, τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων προκύπτει πως είναι πιο σημαντικά από τα χαρακτηριστικά της χώρας (Daskalakis & Psillaki, 2008) στον προσδιορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης.

Όσον αφορά τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων, οι κυριότερες έρευνες που εξετάστηκαν αφορούν:

- Τις θεωρίες και τα μοντέλα μερισματικής πολιτικής, και πιο συγκεκριμένα, το μοντέλο του Lintner (Patsouratis, 1989; Τζοάννος & Φίλιππας, 1997), τη Θεωρία Σηματοδότησης (Maditinos et al., 2007 (Papaioannou et al., 2000; Asimakopoulos et al., 2007; Dasilas 2007; Dasilas et al. 2008; Vazakidis & Athianos, 2010; Dasillas & Leventis, 2011).
- Τη συμπεριφορά των ελληνικών επιχειρήσεων ως προς τη μερισματική τους πολιτική (Vasileiou & Eriotis, 2002; Eriotis, 2005; Eriotis et al., 2007; Papadopoulos & Charalambidis, 2007; Vasileiou & Eriotis, 2011).
- Την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων (Μη αντίδραση βρήκαν οι Papaioannou et al., 2000; Asimakopoulos et al., 2007. Θετική αντίδραση βρήκαν οι Dasilas 2007; Dasilas et al. 2008; Vazakidis & Athianos, 2010; Dasillas & Leventis, 2011).

Συνεπώς, το μοντέλο του Lintner φαίνεται να περιγράφει τη μερισματική πολιτική των ελληνικών επιχειρήσεων (Patsouratis, 1989; Τζοάννος & Φίλιππας, 1997), ενώ υπάρχουν και έρευνες που υποστηρίζουν τη Θεωρία Σηματοδότησης (Maditinos et al., 2007 (Papaioannou et al., 2000; Asimakopoulos et al., 2007; Dasilas 2007; Dasilas et al. 2008; Vazakidis & Athianos, 2010; Dasillas & Leventis, 2011). Σε γενικές γραμμές προέκυψε ότι οι ελληνικές εταιρείες προτιμούν να διανέμουν κάθε χρόνο ένα μάλλον σταθερό μέρισμα το οποίο προσαρμόζουν από έτος σε έτος ανάλογα με τα

κέρδη τους (Vasileiou & Eriotis, 2002; Eriotis, 2005; Papadopoulos & Charalambidis, 2007; Vasileiou & Eriotis, 2011).

Τέλος, εντοπίστηκε μόνο μια έρευνα που να συνδέει την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Ο Eriotis (2008) εξέτασε την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική πολιτική σε ελληνικές εισηγμένες εταιρείες και βρήκε ότι το επίπεδο του εταιρικού χρέους και η ήδη καθιερωμένη μερισματική πολιτική επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιρειών.

Βιβλιογραφία

Ελληνική

Αθανάσογλου Π., Ασημακόπουλος Ι. και Συριόπουλος Κ., 2006. *Εξωτερική χρηματοδότηση, ανάπτυξη και κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αθηνών*, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 26, 67-90

Δημητροπούλου Δ., Κουτσομανώλη – Φιλιππάκη Α., Χαραλαμπάκης Ε., Αγγελής Γ., 2014. *Η χρηματοδότηση των ελληνικών επιχειρήσεων προ και κατά τη διάρκεια της κρίσης*, Τράπεζα της Ελλάδος, Οικονομικό Δελτίο, τεύχος 39, 7-23

Νόμος 2190. (1920). *Κωδικοποίηση Νόμου περί ανωνύμων εταιρειών*. Αθήνα: epixeirisi.gr.

ΠΟΛ.1042 (26/01/2015). *Φορολογική μεταχείριση του εισοδήματος από μερίσματα, τόκους και δικαιώματα μετά την έναρξη ισχύος των διατάξεων του νέου Κ.Φ.Ε.* (ν. 4172/2013). Αθήνα: Υπουργείο Οικονομικών.

Ρέππας, Π. 2012. Capital.gr. <http://www.capital.gr/tax/1437148/arthro-tou-k-panagiotti-th-reppa>

Τζωάννος, Ι., Φίλιππας, Ν., 1997. *Μερισματική πολιτική εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο των Αθηνών: Μια εμπειρική ανάλυση*, Σπουδαί, 47 (3-4), σελ. 249-285.

Ξενόγλωσση

Aharony, J., Swary, I., 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis, *Journal of Finance*, 35 (1), pp. 1-12.

Allen, F., Michaeli, R., 1995. Dividend policy. In: Jarrow, R. A., Maksimovic, V., Ziemba, W.T. (Eds.), *Handbooks in OR & MS*, Vol. 9, New York: Elsevier, pp. 793-834.

Archold, S., Lazaridis, I., 2010. Capital structure decisions and decision making: Survey evidence from the UK and Greece, Paper presented at the 17th Annual Conference 2010 Multinational Finance Society, Barcelona, pp. 1-26.

Asimakopoulos, P., Lamprinoudakis, C., Tsangarakis, N., Tsiritakis, E., 2007. Signalling with mandatory dividends: the case of the Greek Stock Market, *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=984445

Asquith, P., Mullins Jr. D. W., 1983. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth, *The Journal of Business*, 56 (1), pp. 77-96.

Baba, N., 2009. Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, pp. 163-174.

Baker M., Wurgler J., 2001. Market timing and capital structure, *Yale International center for finance*, 18 April.

Balios, D., Daskalakis, N., Eriotis, N., Vasiliou, D., 2016. SMEs capital structure determinants during severe economic crisis: The case of Greece, *Cogent Economics & Finance*, 4 (1), pp. 1-11.

Bancel, F., Mittoo, U., 2004. Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, *Financial Management*, 33 (4), pp. 71-101.

Beattie, V., Goodacre, A., Thomson, S. J., 2006. Corporate Financing Decisions: UK Survey evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, 33 (9 & 10), pp. 1402-1434.

Benito A., 2003. The capital structure decisions of firms: is there a pecking order?, *Documento de Trabajo No. 0310*, Banco de Espana, Madrid.

Berens J. L., Cuny C. L., 1995. The capital structure puzzle revisited, *The Review of Financial Studies*, 8 (4), pp. 1185-1208.

Bhattacharya S., 1979. Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy, *Bell Journal of economics*, 10 (1), Spring, pp. 259-270.

Black, F., 1996. The dividend puzzle, *The Journal of Portfolio Management*, Special Issue, pp. 8-12.

Black, F., Scholes, M., 1974. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns, *Journal of Financial Economics*, 1 (1), pp. 1-22.

Brennan, M., Thakor, A., 1990. Shareholder Preferences and Dividend Policy, *The Journal of Finance*, 45 (4), pp. 993-1018.

Brounen D., De Jong, A., Koedijk, K., 2006. Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence, *Journal of Banking & Finance*, 30, pp. 1409 - 1442.

Brunzell, T., Liljebloom, E., Loflund, A., Vaihekoski, M., 2014. Dividend policy in Nordic listed firms, *Global Finance Journal*, 25 (2), pp. 124-135.

Dangl T., Zechner J., 2004. Credit risk and dynamic capital structure choice, *Journal of financial intermediation*, 13, pp. 183-204.

Dasilas, A., 2007, Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek Stock Market, *Working Paper*, available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981885&rec=1&srcabs=955768

Dasilas, A., Leventis, S., 2011. Stock reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market, *International Review of Economics and Finance*, 20, pp. 302-311.

Dasilas, A., Lyroudi, K., Ginoglou, D., 2008. Joint effects of interim dividends and earnings announcements in Greece, *Studies in Economics and Finance*, 25, pp. 212-232.

Dasilas, A., Lyroudi, K., Ginoglou, D., 2008. Joint effects of interim dividend and earnings announcements in Greece, *Studies in Economics and Finance*, 25 (4), pp. 212-232.

Dasilas, A., Papasyriopoulos, N., 2015. Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms, *Small Business Economics*, 45, pp. 215-244.

Daskalakis, N., Psillaki, M., 2008. Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, 18 (2), pp. 87-97.

Daskalakis, N., Vasiliou, D., 2006. The Practice of Capital Structure in a Small Market and Cross-National Comparison, *Working Paper*. Available at <https://ssrn.com/abstract=1341876>

Easterbrook H, F., 1984. Two agency – cost explanations of dividends, *American Economic Review*, 74 (4), pp.650-659.

Eriotis, N., 2005. The effect of distributed earnings and size of the firm to its dividend policy: Some Greek data, *International Business & Economics Journal*, 4 (1), pp. 67-74.

Eriotis, N., 2008. The effect of corporate leverage on dividend policy: Evidence from Greek panel data, *Journal of Financial Research*, pp. 1-12. Available at: https://www.researchgate.net/profile/Nikolaos_Eriotis/publication/254910342_The_Effect_of_Corporate_Leverage_on_Dividend_Policy_Evidence_from_Greek_Panel_Data/links/55db1ab308ae9d6594926d1b.pdf

Eriotis, N., Vasiliou, D., 2007. A bird's eye view of the dividend policy of the banking industry in Greece, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, pp. 21-29.

Eriotis, N., Vasiliou, D., 2011. Dividend policy: An empirical analysis of the Greek market, *International Business & Economics Research Journal*, 3 (3), pp. 49-58.

Faccio, M., Lang, L., Young, L. 2001. Dividend and Expropriation, *American Economic Review*, 91 (1), pp. 54-78.

Fama, E. F., French, K. R., 2002. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt, *Review of Financial Studies*, 15 (1), pp. 1-33.

Florackis, C., Kanas, A., Kostakis, A., 2015. Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective, *European Journal of Operational Research*, 241, pp. 783-795.

Frank, M. Z., Goyal, V. K., 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 67 (2), pp. 217-248.

- Frankfurter G. M., Wood, Jr., B. G., 2002. Dividend Policy Theories and their Empirical Tests, *International Review of Financial Analysis*, 11 (2), pp. 111–138.
- Gordon, M., J., 1959. Dividends, Earnings, and Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics*, 41 (2), pp. 99-105.
- Gordon, M., J., 1962. The Savings Investment and Valuation of a Corporation, *The Review of Economics and Statistics*, 44 (1), pp. 37-51.
- Graham J., Harvey, C., 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field, *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187-243.
- Graham, J. R., Leary, M. T., 2011. A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, pp. 309–345.
- Grinstein, Y., Michaely, R., 2005. Institutional holdings and payout policy, *Journal of Finance*, 60, pp. 1389-1426.
- Jalilvand, A., Harris, R. S., 1984. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study, *Journal of Finance*, 39 (1), pp. 127-145.
- Jensen M. C., Meckling W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- Jensen, M. C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- Jiang, J., Jiranyakul, K., 2013. Capital structure, cost of debt and dividend payout of firms in New York and Shanghai Stock Exchanges, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3 (1), pp. 113-121.
- Khan, T., 2006. Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data, *The Economic Journal*, 116, pp. 172-189.
- Kraus, A., Lintzenberger R. H., 1973. A state preference model of optimal financial leverage, *Journal of finance*, 28 (4), pp. 911-922

- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W., 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, pp. 1-33.
- Lintner J., 1962. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations, *Review of Economics and Statistics*, August, pp. 243-269.
- Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, 46 (2), pp. 97-113.
- Lintzenberger R. H., Ramaswamy, K., 1979. The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices, *Journal of Financial Economics*, June, pp. 163-196.
- Lonie, A., Abeyratna, G., Power, D., Sinclair, C., 1996. The Stock Market Reaction to Dividend Announcements: A UK study of complex market signals, *Journal of Economic Studies*, 23 (1), pp. 32-52.
- Maditinos, D. I., Sevic, Z., Theriou, N. G., Tsinani, A. V., 2007. Individual investors' perceptions towards dividends: The case of Greece, *International Journal of Economics and Finance*, 1 (1), pp. 18-31.
- Miller H. M., Modigliani, M., 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34 (4), pp. 411-433.
- Miller H. M., Rock K., 1985. Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance*, 40 (4), pp.1031-1051.
- Miller M. H., Modigliani F., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, 48 (3), pp. 261-297.
- Miller M. H., Modigliani F., 1963. Corporate taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53 (3), pp. 433-443.
- Miller, M., Scholes, M. S., 1978. Dividends and taxes, *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 333-364.
- Minkler A., Vilasuso J., 2001. Agency costs, asset specificity, and the capital structure of the firm, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44, pp. 55-69.

- Mitton, T., 2005. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5, pp. 409-426.
- Modigliani, F., Miller, M. H., 1959. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: Reply, *American Economic Review*, 49, pp. 655-669.
- Myers C. S., 1984. The capital structure puzzle, *Journal of finance*, 39 (3), pp. 575-592.
- Myers S., 2001. Capital structure, *The Journal of economic Perspectives*, 15 (2), pp. 81-102.
- Norton, E., 1991. Factors Affecting Capital Structure Decisions. *The Financial Review*, 26 (3), pp 431-446.
- Noulas, A., Genimakis, G., 2011. The determinants of capital structure choice: evidence from Greek listed companies, *Applied Financial Economics*, 21 (6), pp. 379-387.
- Papadopoulos, D. L., Charalambidis, D. P., 2007. Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens stock Exchange in perspective, *Journal of Financial Management and Analysis*, 20 (7), pp. 24-37.
- Papaioannou, G., Travlos, N., Tsangarakis, N., 2000. Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distribution, *European Financial Management*, 6 (4), pp. 515-531.
- Patra, T., Poshakwale, S., Ow-Yong, K., 2012. Determinants of corporate dividend policy in Greece, *Applied Financial Economics*, 22 (13), pp. 1079-1087.
- Patsouratis, V., 1989. Corporate Taxation and Dividend Behaviour: An Empirical Analysis, *Greek Economic Review*, pp. 323 -338.
- Pinegar, J., Wilbricht, L., 1989. What Managers Think of Capital Structure: A Survey, *Financial Management*, 18 (4), pp 82-91.
- Ross A. S. 2005. Capital structure and the cost of capital, *Journal of applied finance*, 15 (1), pp. 5-23.

Ross A. S., 1977. The determination of financial structure: the incentive – signaling approach, *The Bell journal of economics*, 8 (1), pp. 23-40.

Short H., Zhang, H., Keasey, K., 2002. The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance*, 8, pp. 105-122.

Smart, S. B., Megginson, W. L., Gitman, L. J., 2003. *Corporate finance*, New York: Thomson.

Thanatawee, Y., 2014. Ownership structure and dividend policy: Evidence from China, *International Journal of Economics and Finance*, 6 (8), pp. 197-204.

Titman S., Wessels R., 1988. The determinants of capital structure choice, *The journal of finance*, 43 (1), pp. 1-19.

Tong, G., Green, C. J., 2005. Pecking Order or Trade-off Hypothesis? Evidence on the Capital Structure of Chinese Companies, *Applied Economics*, 37 (19), pp. 2179-2189.

Vasiliou, D., Eriotis, N., 2002. The determinants of dividend policy: Some Greek data, *The European Journal of Management and Public Policy*, 1 (2), pp. 46-56.

Vazakidis, A., Athianos, S., 2010. Do dividend announcements affect the stock prices in the Greek Stock Market? *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 3 (2), pp. 57-77.

Voulgaris, F., Asteriou, D., Agiomirgianakis, G., 2002. Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector, *Applied Economics*, 34 (11), pp. 1379-1388.

Voulgaris, F., Asteriou, D., Agiomirgianakis, G., 2004. Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing structure, *International Review of Applied Economics*, 18 (2), pp. 247-262.

Δεδομένα

Πανεπιστήμιο Πειραιώς, εργαστήριο χρηματοοικονομικής διοίκησης

Παράρτημα

AEGEAN	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	122093	13539	0	7012	7587	30106
2006	157310	25703	0	35316	24355	45093
2007	340296	35766	0	50690	158310	44768
2008	436011	29465	0	9033	182805	51604
2009	455119	23037	17828	14543	214887	30208
2010	439308	-23292	9275	11463	202301	-17796
2011	405340	-27176	0	24580	177218	-28783
2012	380485	-10496	0	1920	158230	-2105
2013	541001	57759	0	1517	246320	79530
2014	608547	80245	0	13499	242524	109045

AEGEK SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	678515	-6617	0	75642	17016	28495
2006	630869	-33323	0	1427	24817	-2724
2007	315774	-35551	0	4610	16947	-110023
2008	77483	-87373	0	3673	1213	-18219
2009	51465	4922	0	0	304	-1559
2010	48539	227	0	0	118	-780
2011	45442	-1621	0	53	104	-456
2012	40902	-7022	0	13	23	-1172
2013	265661	-17891	0	872	23148	-26488
2014	241570	-32315	0	503	2880	-22980

AKRITAS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	113013	658	0	990	1741	4761
2006	121738	1803	0	2448	1309	6350
2007	124025	-4741	262	564	2134	8867
2008	124033	461	136	3670	1150	5498
2009	124639	-388	130	4736	4471	3486
2010	116513	-5452	186	1022	2087	-1205
2011	107424	-8969	15	278	1020	-3212
2012	95406	-10002	0	174	389	-4474
2013	85583	-14254	0	36	195	-7604
2014	76423	-12672	0	20	298	-5095

ANEK LINES	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	460077	9607	2482	5554	13700	32537
2006	453042	20187	55	4989	3609	47650
2007	522790	12314	9655	34681	57749	40502
2008	528120	-5886	8106	52896	20235	22578
2009	537988	-5788	135	2737	7077	23291
2010	479034	-89738	0	1671	4072	-12553
2011	440488	-22901	10	1292	4227	11268
2012	392413	-60732	55	1059	4862	3346
2013	363089	-35713	80	4568	4576	3446
2014	361653	-17784	91	1337	4301	5879

DROMEAS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	55694	1003	1910	1521	2633	1053
2006	55631	746	28	1533	1648	2301
2007	59055	1012	868	3220	2147	3189
2008	59509	-59	703	2927	2764	2597
2009	64155	422	0	3046	2478	2563
2010	64842	-1154	0	2743	1795	-1500
2011	61886	-1397	0	810	1418	741
2012	61206	-1886	0	466	2132	1229
2013	62993	-585	0	2599	1694	3922
2014	62014	-1909	0	710	1783	1054

MOUZAKIS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	133538	331	638	2666	2113	5819
2006	136100	659	381	2367	4691	5210
2007	134258	-770	450	1921	39716	-15211
2008	110732	-7575	853	1440	11403	-3583
2009	79878	-8403	1	122	11518	-4994
2010	71601	-5912	68	386	8515	-4729
2011	69816	-5661	0	145	5459	-4462
2012	70109	-4787	0	57	6076	-5410
2013	66007	-4843	0	22	5362	-4262
2014	59869	-6345	0	14	3231	-4315

ELASTRON SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	158996	1813	2724	4860	1977	5244
2006	182055	6210	685	7477	1876	10713
2007	204512	9557	2485	4347	2216	14816
2008	192060	2437	3720	8291	995	5725
2009	147959	-5490	937	4779	17151	-8251
2010	155724	-622	5	4379	27992	617
2011	143234	-3690	9	335	26061	-22
2012	135692	-3977	1	161	17533	-417
2013	102641	-3077	5	3478	8999	595
2014	112846	-3651	9	3606	12743	-146

ELLINOIL SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	108853	3678	1316	3678	8255	6564
2006	138883	501	1316	501	4105	3853
2007	148816	-744	470	-744	5343	4324
2008	139648	1329	0	1329	9479	7166
2009	140027	4709	0	4709	9543	7847
2010	146449	1447	0	1447	6074	5013
2011	146319	-1044	0	-1044	5743	4247
2012	131965	-1862	0	-1862	8556	2821
2013	137790	-1995	0	-1995	10368	2489
2014	126369	1203	0	1203	12615	5423

ELLAKTOR SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	1320338	61011	42456	61011	284231	92719
2006	1445704	47488	25566	47488	326257	68258
2007	3261055	129991	29083	129991	692717	79994
2008	3857123	94773	48311	94773	794802	287145
2009	4074978	64934	30502	64934	743212	314917
2010	4281228	549	22234	549	913816	232861
2011	4324490	72783	10687	72783	948475	-18323
2012	4311716	11789	4915	11789	1012474	304801
2013	4104413	-47972	35492	-47972	1003904	184785
2014	4097538	-51618	44476	-51618	752756	160092

EPSILONET	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	8833	716	0	716	2192	1962
2006	10688	1097	151	1097	1624	2908
2007	12205	1453	176	1453	118	3713
2008	17818	1692	224	1692	540	4791
2009	20519	1245	0	1245	894	4068
2010	19041	129	0	129	669	3534
2011	16918	167	0	167	2531	3071
2012	15042	136	0	136	3121	2625
2013	14883	103	0	103	4229	1649
2014	15269	336	0	336	3999	1809

EUROMEDICA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	286670	2802	1412	2802	7052	17924
2006	338614	4155	998	4155	12070	21914
2007	590187	19077	1242	19077	96520	30432
2008	672106	-14222	4304	-14222	36748	35640
2009	788728	-21578	2942	-21578	31284	43694
2010	749859	-45984	1569	-45984	14698	15996
2011	631016	-118690	0	-118690	6461	-11311
2012	612155	-55227	0	-55227	6747	26948
2013	519972	-50282	0	-50282	9253	-7688
2014	469038	-55010	0	-55010	6379	-5941

FOLLI FOLLIE COMM	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	207626	37871	36873	37871	66068	44881
2006	279443	43014	42140	43014	62743	46250
2007	634105	33530	34766	33530	39725	54765
2008	685448	43106	38450	43106	41416	75866
2009	715684	35426	26392	35426	57427	72911
2010	1570231	83279	4077	83279	134433	160721
2011	1701643	89519	0	89519	135632	176260
2012	1793211	93626	20	93626	126519	180280
2013	1568301	344632	57	344632	251604	177187
2014	1969600	141202	51190	141202	297551	211319

FORTHNET SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	119378	-1126	0	-1126	8171	11590
2006	229952	-16699	0	-16699	93108	-5863
2007	249418	-32533	0	-32533	56120	-20660
2008	994466	-40485	0	-40485	79511	3207
2009	1049843	-40680	0	-40680	79603	60302
2010	993173	-85098	0	-85098	38449	59567
2011	789258	-199146	0	-199146	35996	76684
2012	647002	-100080	0	-100080	39572	70213
2013	574592	-59821	0	-59821	14690	51910
2014	540239	-42375	0	-42375	13501	57545

HELLENIC PETROLEUM	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	4147634	334222	97596	334222	193630	609731
2006	4353192	260192	156325	260192	170490	459259
2007	5028589	351004	130966	351004	208450	603727
2008	5076371	23643	152838	23643	876536	-23432
2009	5739306	174890	137901	174890	491196	340332
2010	6823145	179818	137369	179818	763725	460269
2011	7168858	114150	85079	114150	985486	303249
2012	7383587	84191	138264	84191	901061	287630
2013	7113738	-269229	43706	-269229	964865	28761
2014	7494500	-365292	363	-365292	1847842	-94752

HELLENIC SUGAR IND	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	336404	10670	1225	10670	10228	25799
2006	397558	-2757	2425	-2757	5560	7508
2007	413159	-5838	1322	-5838	5085	16594
2008	356423	5640	3556	5640	3537	-28493
2009	350948	-42921	2135	-42921	1916	-20949
2010	317440	-27136	4049	-27136	3690	-15703
2011	307669	-12257	913	-12257	12004	101
2012	290544	2822	3627	2822	1902	-2385
2013	271856	-10852	94	-10852	5004	4314
2014	231062	-49924	202	-49924	1835	-36493

JUMBO SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	278118	32788	7755	32788	31455	63678
2006	342705	49441	11110	49441	21819	79614
2007	437407	67912	13942	67912	52079	102503
2008	524816	82513	19385	82513	30478	120769
2009	663869	95743	24361	95743	109666	137106
2010	736077	99973	27873	99973	141051	141959
2011	795195	94604	24546	94604	158087	132392
2012	856686	97305	0	97305	184647	127997
2013	894001	73962	0	73962	184292	106951
2014	1033937	101249	0	101249	294706	143126

KARATZIS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	105973	2289	0	2289	1913	6721
2006	114269	592	806	592	1200	4833
2007	131627	-3446	17	-3446	10387	2018
2008	115409	1075	17	1075	1931	4892
2009	110924	2553	26	2553	3136	9212
2010	109225	3551	0	3551	2959	9426
2011	136624	5606	953	5606	6969	11932
2012	157730	5053	2	5053	19005	12188
2013	155006	4280	0	4280	19299	13125
2014	151906	6446	767	6446	19134	16943

KARAMOLEGOS BAKERY	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	76618	1112	290	1112	1865	-11444
2006	95281	400	377	400	880	-12933
2007	106148	437	97	437	749	-13867
2008	109739	782	97	782	829	8944
2009	116055	1243	97	1243	767	9763
2010	117361	1548	103	1548	418	10799
2011	123994	2556	98	2556	1637	13849
2012	125103	2178	97	2178	3753	12701
2013	133877	-459	97	-459	3230	12423
2014	128705	1021	97	1021	1916	13310

KORRES NATURAL	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	24415	1132	NA	1132	947	2612
2006	32989	2842	854	2842	1672	5412
2007	49438	3242	1540	3242	2209	5282
2008	90743	3879	1770	3879	3358	7758
2009	93445	3591	1386	3591	3402	6109
2010	88895	1853	1155	1853	4650	2462
2011	89786	-3359	0	-3359	11423	4317
2012	74361	-4178	0	-4178	5318	4004
2013	68993	-4508	0	-4508	6942	4006
2014	68774	-1863	0	-1863	9483	4618

KRI KRI MILK IND SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	28374	1710	584	1710	4256	3697
2006	31488	1992	655	1992	4258	3882
2007	35906	2322	910	2322	2117	4350
2008	42197	2573	1077	2573	1752	5218
2009	43806	3267	1260	3267	4216	5578
2010	43933	2692	0	2692	2292	5079
2011	47525	2217	0	2217	6144	4984
2012	48595	5226	0	5226	7353	8511
2013	60800	5120	0	5120	11315	8255
2014	70515	3577	0	3577	1437	5866

MINOAN LINES SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	789557	17613	6853	17613	4407	53866
2006	723242	21603	210	21603	16865	49401
2007	684466	16360	9456	16360	6044	45922
2008	692859	3309	3547	3309	21092	40937
2009	649795	32418	10	32418	47608	4797
2010	621825	-36376	1	-36376	22721	-15293
2011	593274	-39765	427	-39765	20568	-13370
2012	552826	-31301	3	-31301	19654	-7068
2013	529315	-14780	91	-14780	19206	15640
2014	509297	79	31	79	20328	21148

MOTOR OIL SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	1398301	131635	94043	131635	9211	244265
2006	1288838	127591	122201	127591	8785	219794
2007	1526871	149857	127400	149857	13743	238667
2008	1350276	78406	132940	78406	9208	206832
2009	1582633	107835	66470	107835	26046	171699
2010	2394084	130969	55599	130969	55125	224997
2011	2566099	142804	27828	142804	126091	297066
2012	2569551	78019	44459	78019	196436	213764
2013	2343083	-4681	33386	-4681	121690	118002
2014	2408422	-83302	22284	-83302	307207	56012

OPAP SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	960331	458320	448776	458320	437001	709412
2006	958009	509807	471698	509807	384126	737158
2007	1155008	571437	524523	571437	492860	821304
2008	1379462	728488	617516	728488	706388	1071927
2009	1281461	593789	655115	593789	699587	972092
2010	1212058	575802	462525	575802	665959	914371
2011	1501164	537458	344828	537458	195894	737261
2012	1728009	505487	229784	505487	463292	675686
2013	1597011	141115	181825	141115	242061	238868
2014	1750838	194998	79811	194998	297419	338998

PHILIPPOS NAKAS S.A	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	28329	2109	NA	2109	4427	3488
2006	31267	907	1601	907	772	2101
2007	33690	554	884	554	822	1658
2008	37303	1074	634	1074	636	2453
2009	35108	200	NA	200	1501	1377
2010	32707	-45	0	-45	1643	794
2011	31561	-740	0	-740	2240	84
2012	27622	-2075	0	-2075	940	-867
2013	26764	-635	0	-635	1822	505
2014	27342	199	0	199	1560	1206

PLAISIO COMPUTERS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	96615	5213	5962	5213	4371	11821
2006	106837	6334	5520	6334	7633	15506
2007	146986	9855	5962	9855	8501	18832
2008	155401	4257	6624	4257	8605	12769
2009	160287	4731	2650	4731	9956	12286
2010	138609	2585	2650	2585	24801	10621
2011	129783	6423	1104	6423	35146	13293
2012	130444	10254	1766	10254	45362	17103
2013	134330	14309	2650	14309	52219	23565
2014	138218	16149	4416	16149	45115	21542

STELIOS KANAKIS S.A	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	15538	937	437	937	85	-8179
2006	16659	1209	437	1209	563	1948
2007	18596	1679	525	1679	252	2447
2008	20382	1783	750	1783	297	2615
2009	20742	1885	601	1885	654	2705
2010	21538	1400	1350	1400	510	2081
2011	21080	906	0	906	211	1359
2012	20940	1055	0	1055	2643	1442
2013	21819	1457	0	1457	4231	2028
2014	21829	1663	669	1663	4604	2354

TRIA ALFA SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	5252	-462	0	-462	224	-268
2006	4753	-108	0	-108	562	23
2007	5734	-109	0	-109	244	-218
2008	5855	-834	12	-834	151	-446
2009	3908	-210	1	-210	192	-40
2010	4496	-191	0	-191	92	4
2011	3800	-590	0	-590	43	-430
2012	2730	-488	13	-488	20	-439
2013	2368	-298	0	-298	5	-231
2014	2030	-322	0	-322	22	-259

TITAN CEMENT CO.	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	1803118	210128	43753	210128	97488	388041
2006	1975833	259185	51041	259185	140038	452720
2007	2325661	239739	65736	239739	170496	409714
2008	3191468	208224	66400	208224	97107	362447
2009	3003074	123393	37805	123393	17167	314458
2010	3077051	102212	17159	102212	68878	285695
2011	3275455	11011	24935	11011	334770	206286
2012	3029543	-24516	31	-24516	284335	190148
2013	2699459	-36074	70	-36074	186130	196732
2014	2808732	30947	67	30947	143009	182022

VARANGIS SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	21023	48	192	48	573	233
2006	23400	-320	20	-320	609	-59
2007	21646	151	0	151	651	959
2008	24779	-439	0	-439	556	805
2009	23843	-3675	0	-3675	1395	-3992
2010	18321	-5623	0	-5623	206	-4965
2011	16686	-3003	0	-3003	161	-1944
2012	17851	-1915	NA	-1915	347	-1291
2013	15332	-3514	0	-3514	204	-1909
2014	13773	-3080	0	-3080	79	-2368

VIDAVO SA	TOTAL ASSETS	NET INCOME	COMMON DIVIDENDS	CAPITAL EXPENDITURES	CASH & SHORT TERM INVESTMENTS	OPERATING INCOME
2005	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2007	1092	-168	0	-168	257	-167
2008	1479	279	0	279	368	483
2009	1712	268	0	268	426	466
2010	1801	-168	0	-168	377	-66
2011	1460	-225	0	-225	213	-117
2012	1438	-265	0	-265	56	-248
2013	1303	180	0	180	275	55
2014	1242	45	0	45	340	-232