



Πανεπιστήμιο Πειραιά

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής  
ΜΠΣ στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Διπλωματική εργασία της **Αικατερίνης Σ. Μπόνη**

RUREX	0,071	0,072	0
RURIDIAN	0,045	0,05	0
RUS GROUP	0,84	0,85	0
RUS MENING	0,033	0,04	0
RUS SILICH	0,047	0,053	0
RUS VISUAL	-	-	0
RUS FOOD	-	-	0
RUSDRILL	0,69	0,70	0
RUSRO LTD	-	-	0
RUSGROUP	0,70	0,71	0
RUSWELL	0,75	0,80	0
RUSPINE	2,05	2,08	0
RUST AG CO	1,22	1,23	0
RUST P&P	0,28	0,30	0



**ΈΡΕΥΝΑ ΓΙΑ ΤΗ  
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗΝ  
ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ  
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**



Επιβλέπων Καθηγητής: **Δημήτριος Κυριαζής**

Αθήνα 2008

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

**Στον αδελφό μου, Γιάννη**

***Θα ήθελα να εκφράσω θερμές ευχαριστίες στον Δρ. Δημήτριο  
Κυριαζή, ο οποίος είχε την έμπνευση αυτής της διπλωματικής  
εργασίας, για την καθοδήγηση και τις αξιόλογες παρατηρήσεις του.***

## *Περιεχόμενα*

Περιεχόμενα .....	4
Εισαγωγή .....	7
Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	10
1.1 John Lintner (1956) .....	11
1.2 Merton H. Miller - Franco Modigliani (1958- 1963).....	13
1.3 Myron J. Gordon (1962).....	16
1.4 Fama and Babiak (1968).....	17
1.5 Sudipto Bhattacharya (1979) .....	18
1.6 James A. Brickley (1983) .....	19
1.7 Frank H. Easterbrook (1984).....	20
1.8 Kose John and Joseph Williams (1985).....	20
1.9 Merton H. Miller and Kevin Rock (1985).....	21
1.10 Michael C. Jensen (1986) .....	22
1.11 Gustavo Grullon and David L. Ikenberry (2000) .....	23
1.12 Erik Lie (2000).....	23
1.13 Scott J. Weisbenner (2001).....	24
1.14 Eugene F. Fama and Kenneth R. French (2001) .....	25
1.15 Georges W Fenn and Nellie Liang (2001) .....	26
1.16 Gustavo Grullon and Roni Michaely (2002).....	27
1.17 Franklin Allen and Roni Michaely (2002) .....	27
1.18 Douglas J. Skinner (2003).....	28
1.19 Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner (2003)..	28
1.20 P. Hribar, Nicole Thorn Jenkins and Bruce Johnson (2004).....	29
1.21 Raj Chetty and Emmanuel Saez (2004) .....	29
1.22 Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler (2004) .....	30
1.23 Harry DeAngelo and Linda DeAngelo (2004) .....	31
1.24 Brandon Julio and David L. Ikenberry (2004) .....	31
1.25 Yaniv Grinstein and Roni Michaely (2005).....	32
1.26 Gustavo Grullon, Roni Michaely and Bhaskaran Swaminathan (2005) .....	32
1.27 John R. Graham, Campbell R. Harvey and Shiva Rajgopal (2005)	33
1.28 Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey and Roni Michaely (2005).....	34
1.29 John R. Graham and Alok Kumar (2006).....	34
1.30 Eva Liljeblom and Daniel Pasternack (2006).....	35
1.31 Alan V. Douglas (2007) .....	35
1.32 Harry DeAngelo and Linda DeAngelo (2007) .....	36
1.33 Jeffrey R. Brown, Nellie Liang, and Scott Weisbenner (2007) .....	36
Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής.....	39
2.1 Θεωρία Αδιαφορίας (Dividend Irrelevance Theory) .....	40
2.2 Bird in the Hand Theory .....	41
2.3 Θεωρία Επιλογής Φορολογίας (Tax Preference Theory) .....	41
2.4 θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory - Θεωρία ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information).....	44
2.5 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory).....	46
2.6 Θεωρία Πελατειακής επίδρασης (Clientele Effect Theory) .....	47
2.7 Παράγοντες Επίρροής Μερισματικής Πολιτικής.....	50

2.7.1	Η αύξηση Κερδοφορίας .....	50
2.7.2	Ο ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών .....	50
2.7.3	Ρευστότητα και Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου .....	51
2.7.4	Μόχλευση.....	52
2.7.5	Φορολογία.....	52
2.7.6	Πιστοληπτική ικανότητα (Credit Ratings) & Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	53
2.7.7.	Ενεργητικό.....	53
2.7.8	Ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης.....	54
2.7.9	Πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές.....	54
2.8	Το μειονέκτημα της διανομής μερίσματος.....	55
Θεωρίες Επαναγορών Μετοχών .....		57
3.1	Θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory) και Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Asymmetric Information).....	60
3.2	Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory).....	62
3.3	Η υπόθεση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών .....	63
3.4	Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης (Clientele Effect).....	64
3.5	Υπόθεση Υποκάστασης (Substitution Hypothesis) .....	65
3.6	Παράγοντες Επιρροής Επαναγοράς Μετοχών .....	68
3.6.1	Η Αύξηση της Κερδοφορίας.....	68
3.6.2	Ο Ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών.....	69
3.6.3	Ρευστότητα.....	69
3.6.4	Τιμή μετοχής .....	71
3.6.5	Μόχλευση.....	72
3.6.6	Πιστοληπτική Ικανότητα .....	73
3.6.7	Προγράμματα Stock Options .....	73
3.6.8	Ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης.....	74
Το Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο Μερισμάτων και Επαναγορών Μετοχών.....		76
4.1.1	Διαδικασία Καταβολής Μερισματος .....	76
4.1.2	Χρόνος Κατάρτισης και δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων. ....	77
4.1.3	Διάθεση Κερδών- Υπολογισμός Πρώτου Μερισματος .....	77
4.2.1	Νομικό Πλαίσιο Ιδίων μετοχών .....	79
4.2.2	Στόχοι των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών .....	81
4.2.3	Όροι εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών και όροι δημοσιοποίησης.....	81
4.2.4	Όροι διενέργειας των πράξεων .....	82
4.2.5	Περιορισμοί.....	83
4.3	Η Επαναγορά μετοχών ως Κερδοσκοπική Πρακτική.....	84
4.4	Φορολογία Μετόχων .....	86
Μεθοδολογία.....		89
5.1	Το Δείγμα.....	89
5.2	Μεθοδολογία .....	94
5.3	Μεθοδολογικά Προβλήματα .....	96
Τα Αποτελέσματα της Έρευνας.....		98
6.1	Βαθμός Μεταβολής Μερισματικής Πολιτικής .....	113
6.2	Θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory) - Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Asymmetric Information).....	116
6.3	Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory).....	118
6.4	Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης (Clientelle Effect).....	120

6.5	Παράγοντες Επιρροής Πολιτικής Μερισμάτων και Επαναγορών Μετοχών.....	121
6.5.1	Η Τιμή της Μετοχής.....	122
6.5.2	Η αύξηση Κερδοφορίας .....	123
6.5.3	Ο ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών .....	124
6.5.4	Το κίνητρο της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης .....	125
6.5.5	Ρευστότητα και Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου .....	126
6.5.6	Πιστοληπτική Ικανότητα και Κεφαλαιακή Διάρθρωση.....	127
6.5.7	Προγράμματα Stock Options .....	127
6.6	Ιεραρχία της Πολιτικής Διανομής Κερδών.....	128
6.7	Η Υπόθεση Υποκατάστασης (Substitution Hypothesis).....	130
6.8	Η Επαναγορά μετοχών ως Κερδοσκοπική Πρακτική.....	132
6.9	Τα μελλοντικά σχέδια των επιχειρήσεων που μέχρι σήμερα δεν δένειμαν μέρισμα ή δεν επαναγόραζαν μετοχές.....	134
6.10	Αποτελέσματα - Συμπεράσματα .....	135
	Επίλογος.....	137
	Βιβλιογραφία.....	141

#### Παράρτημα

- Π1. Το Ερωτηματολόγιο της Έρευνας
- Π2. Το Προφίλ των Εταιριών που συμμετείχαν στην έρευνα
- Π3. Αποτελέσματα (στο σύνολο του δείγματος)
- Π4. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
- Π5. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- Π6. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων με Μεγάλο Ρυθμό Ανάπτυξης
- Π7. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων με Μικρότερο Ρυθμό Ανάπτυξης
- Π8. Συγκριτικό Διάγραμμα Μερισμάτων και Επαναγορών από τη μελέτη των Brav, Graham, Harvey and Mihaely (2005)

## Εισαγωγή

Η σημαντικότερη ίσως απόφαση στη διοίκηση μίας επιχείρησης είναι η διανομή κερδών. Οι κύριες μορφές διανομής κερδών είναι τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών. Τα μερίσματα είναι η πιο διαδεδομένη μορφή και χρησιμοποιούνται από τις περισσότερες επιχειρήσεις ως μέθοδος διανομής κερδών στους επενδυτές. Ενώ, από το 1999 και μετά, η επαναγορά μετοχών γίνεται ιδιαίτερα δημοφιλής ως μέθοδος διανομής κερδών.

Ως μέρισμα ορίζεται η κατανομή μέρους των κερδών, της χρηματικής ροής ή κεφαλαίου μιας εταιρείας στους μετόχους, υπό τη μορφή μετρητών ή πρόσθετων μετοχών.

Παράλληλα, με τον όρο “επαναγορές μετοχών” εννοούμε προσφορές μετρητών που γίνονται από επιχειρήσεις για αγορά ιδίων μετοχών της επιχείρησης που είναι στην κατοχή άλλων επενδυτών.

Γνωστοί οικονομολόγοι έχουν ασχοληθεί με το θέμα των μερισμάτων και των επαναγορών μετοχών και έχει αναπτυχθεί μια αρκετά μεγάλη βιβλιογραφία γύρω από αυτό. Μάλιστα, αυτό το δίλημμα της πολιτικής των επιχειρήσεων πολλές φορές πετυχημένα έχει παρομοιαστεί με «αίνιγμα» (ruzzle), όπου όσο πιο βαθιά κοιτάζει κανείς στη μερισματική εικόνα, τόσο περισσότερο φαίνεται ότι αποτελεί ruzzle, καθώς τα διάφορα κομμάτια δεν ταιριάζουν μεταξύ τους [Fischer Black (1976)].

Η Πολιτική Διανομής κερδών διαχωρίζεται στην απόφαση μεταξύ της διανομής των κερδών ή παρακράτησης και επανεπένδυσης τους. Επίσης, περιλαμβάνει αποφάσεις σχετικές με το ύψος του μερίσματος, τη σταθερότητα, τη συχνότητα καταβολής του, το χρόνο και το ποσοστό επαναγοράς, το οποίο βέβαια δεν πρέπει να υπερβαίνει το 10% του μετοχικού κεφαλαίου.

Παράλληλα, άλλα ερωτήματα που γεννώνται είναι: Πως οι επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών; Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων; Πόσο σημαντικοί κρίνονται από τις διοικήσεις των εταιριών; Οι θεωρίες που υπάρχουν έχουν εφαρμογή στην ελληνική πραγματικότητα; Διαφέρουν οι ελληνικές επιχειρήσεις με τις επιχειρήσεις του εξωτερικού; Ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ ελληνικής αγοράς και ξένων αγορών; Διαφέρουν οι αποφάσεις μεταξύ εταιριών βάσει μεγέθους και ρυθμού ανάπτυξης;

Τα παραπάνω ερωτήματα επιχειρούν να καθορίσουν το κεντρικό πλαίσιο της παρούσης εργασίας, ενώ το θεωρητικό υπόβαθρο της μελέτης το θέτουν σχετικές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία, όπως η θεωρία σήμανσης, η θεωρία αντιπροσώπευσης, η θεωρία πελατειακής επίδρασης, η θεωρία αδιαφορίας, η θεωρία “bird in the hand” και η υπόθεση υποκατάστασης. Σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να διερευνηθεί ο τρόπος που οι ελληνικές επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τη

μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών. Αντικείμενο μελέτης αποτελούν τα κριτήρια επιρροής των αποφάσεων αυτών και οι σχετικές θεωρίες που παρουσιάζονται στην οικονομική βιβλιογραφία.

Για την διερεύνηση των παραπάνω ερωτημάτων, μετά από τη μελέτη της σχετικής βιβλιογραφίας επιλέχθηκε ως μεθοδολογία η εμπειρική έρευνα διότι επιτρέπει στον μελετητή να διερευνήσει την ελληνική αγορά και τις ιδιαιτερότητες της.

Η παρούσα εργασία βασίζεται στο άρθρο “Payout policy in the 21st century” των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#), οι οποίοι πραγματοποίησαν έρευνα σε 407 επιχειρήσεις με σκοπό να ορίζουν τους παράγοντες που καθορίζουν την μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών.

Στο πρώτο κεφάλαιο, θα επιχειρηθεί μια γενική βιβλιογραφική επισκόπηση, εφόσον πολλοί οικονομολόγοι έχουν ασχοληθεί με το θέμα των μερισμάτων και των επαναγορών μετοχών και έχει αναπτυχθεί μια αρκετά μεγάλη βιβλιογραφία γύρω από αυτό.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, θα αναλυθούν οι θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής και οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων. Οι αποφάσεις των επιχειρήσεων λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης, της δανειακής επιβάρυνσης, των επενδυτικών ευκαιριών, της τιμής της μετοχής στην αγορά, της ρευστότητας και της κερδοφορίας της επιχείρησης. Ενώ, στις θεωρίες μερισματικής πολιτικής περιλαμβάνονται: η θεωρία σήμανσης, η θεωρία αντιπροσώπευσης, η θεωρία πελατειακής επίδρασης, η θεωρία αδιαφορίας, η θεωρία “bird in the hand” και η υπόθεση υποκατάστασης

Η ίδια ανάλυση θα πραγματοποιηθεί για τις επαναγορές μετοχών στο τρίτο κεφάλαιο.

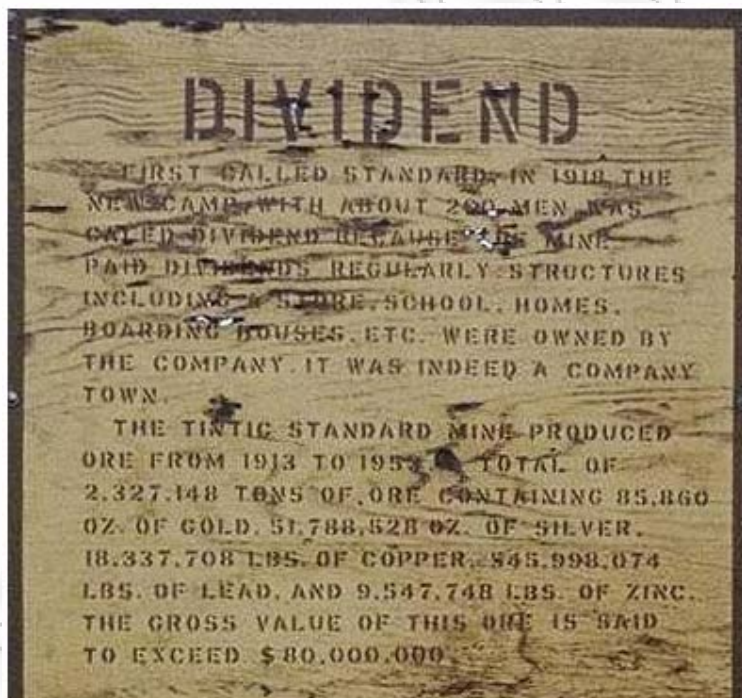
Στο τέταρτο κεφάλαιο, θα αναπτυχθεί το θεσμικό πλαίσιο των μερισμάτων και των επαναγορών μετοχών και το τι προβλέπει η ελληνική και η Ευρωπαϊκή νομοθεσία.

Στο πέμπτο κεφάλαιο θα παρουσιασθεί η μεθοδολογία της εμπειρικής έρευνας που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία, θα περιγραφεί το δείγμα των επιχειρήσεων που απάντησε και τα μειονεκτήματα που υπάρχουν σε αυτή τη μεθοδολογία.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο θα αναλυθούν τα αποτελέσματα της έρευνας. Σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να διερευνήσει εάν και πόσο οι σχετικές θεωρίες που παρουσιάζονται στην οικονομική βιβλιογραφία έχουν εφαρμογή στην ελληνική αγορά.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ



## 1. Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Πολλοί οικονομολόγοι μελέτησαν τα μερίσματα και τις επαναγορές μετοχών ως μορφές διανομής κερδών.

Χαρακτηριστικά ο Black (1976) παρομοίασε τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων με ruzzle: «Σε ένα κόσμο που τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο (για τους επενδυτές) από τα κεφαλαιακά κέρδη, μία επιχείρηση που δεν πληρώνει μέρισμα θα είναι περισσότερο ελκυστική σε φορολογούμενους επενδυτές από μία αντίστοιχη εταιρία που πληρώνει μέρισμα. Αυτό τείνει να αυξήσει την τιμή των μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα. Πολλές επιχειρήσεις θα προσπαθήσουν να μειώσουν τις πληρωμές μερισμάτων». Αυτό αντιτίθεται στο θεώρημα αδιαφορίας των Modigliani- Miller που θα αναλυθεί στη συνέχεια.

Η σύγχρονη βιβλιογραφία πάνω στην μερισματική πολιτική και τις επαναγορές μετοχών παρουσιάζει πολλά οικονομικά μοντέλα, που αναπτύχθηκαν βάσει υποθέσεων και εμπειρικών ερευνών.

Παρακάτω επιχειρείται η επισκόπηση των σχετικών ερευνών και της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με τη μερισματική πολιτική και τις επαναγορές μετοχών:

## 1.1 John Lintner (1956)

Ο πρώτος που ασχολήθηκε με το θέμα της μερισματικής πολιτικής ήταν ο [John Lintner το 1956](#), όπου πραγματοποίησε συνεντεύξεις σε Διευθυντές από 28 εταιρείες και μελέτησε τη μερισματική πολιτική τους για 7 έτη από το 1947-1953.

Ο Lintner θέτει για πρώτη φορά το θέμα της διανομής μερισμάτων, υποστηρίζοντας ότι η ανάγκη διανομής μερισμάτων προέρχεται από τη διοίκηση (Management). Ενώ, όπως και ο [Modigliani \(1954\)](#) αγνοεί τις επαναγορές μετοχών γιατί δεν υπήρχαν τότε, καθώς είναι φαινόμενο που εμφανίστηκε τις δύο τελευταίες δεκαετίες.

Στην ανάλυση του, ανέπτυξε το ακόλουθο μοντέλο, σύμφωνα με το οποίο μεταβολές που παρουσιάζονται στα μερίσματα από περίοδο  $t-1$  σε περίοδο  $t$ , αποδίδονται στο επίπεδο των μερισμάτων την περίοδο  $t-1$  και στο επίπεδο κερδών την περίοδο  $t$ .

Έτσι, για εταιρεία  $i$  ισχύει:

$$D^*_{it} = \alpha_i E_{it}$$

$$D_t - D_{t-1} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{(t-1)}) + U_{it}$$

όπου

$D^*_{it}$  = Προσδοκώμενη Πληρωμή Μερίσματος την περίοδο  $t$

$D_{it}$  = Πραγματική Πληρωμή Μερίσματος την περίοδο  $t$

$\alpha_i$  = Ποσοστό Πληρωμής που στοχεύει η επιχείρηση

$E_{it}$  = Κέρδη της Εταιρείας την περίοδο  $t$

$a_i$  = Σταθερά του Μερισματικού Πλούτου (Dividend Growth)

$c_i$  = Μερικός Ρυθμιστικός Παράγοντας

$U_{it}$  = Μη Συστηματικό Λάθος

Το μοντέλο αυτό ήταν ικανό να εξηγήσει το 85% των μερισματικών αλλαγών στο δείγμα των εταιρειών που βασίστηκε η έρευνα.

Η εμπειρική έρευνα του [Lintner \(1956\)](#) απέδειξε ότι οι επιχειρήσεις αποφασίζουν συντηρητικά για το τι ποσοστό των κερδών τους θα διανείμουν και κατέληξε στα παρακάτω συμπεράσματα:

1. Οι επιχειρήσεις έχουν μακροπρόθεσμο στόχο σχετικά με την μερισματική απόδοση.
2. Τα στελέχη επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στο ποσοστό μεταβολής του μερίσματος παρά στο απόλυτο επίπεδο.
3. Οι μεταβολές μερισμάτων ακολουθούν μακροπρόθεσμες μεταβολές, διατηρήσιμα επίπεδα κερδών, παρά βραχυπρόθεσμες μεταβολές κερδών, δηλαδή η πληρωμή μερισμάτων διαφοροποιείται ελάχιστα από χρόνο σε χρόνο και είναι συνυφασμένη με τα βιώσιμα κέρδη της εταιρείας.

4. Οι επιχειρήσεις διστάζουν να πραγματοποιήσουν μεταβολές στα μερίσματα που ενδεχομένως θα πρέπει να αναθεωρηθούν.

Το μοντέλο του [Lintner \(1956\)](#) αποτέλεσε τη βάση για έρευνα των [Fama and Blacomb \(1968\)](#) και για μεταγενέστερες έρευνες.

## 1.2 Merton H. Miller - Franco Modigliani (1958- 1963)

Το 1958 οι Modigliani- Miller με το άρθρο “The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment” έδειξαν ότι η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από οικονομικές αποφάσεις και αποφάσεις διανομής κερδών, αλλά από την πολιτική επενδύσεων και λειτουργίας της εταιρείας. Στην έρευνα τους δεν έλαβαν υπόψη την φορολογία και έθεσαν τις παρακάτω προτάσεις:

Πρόταση I:

Αν οι αγορές λειτουργούν, οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να αυξήσουν την αξία τους μεταβάλλοντας την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Η αξία (V) είναι ανεξάρτητη από το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης:

$$V_L = V_U = \text{EBIT} / K_{SU}$$

Πρόταση II:

Η αναμενόμενη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μοχλευμένης επιχείρησης αυξάνεται ανάλογα προς την αύξηση του λόγου Δανειακά Κεφάλαια προς Ίδια Κεφάλαια (D/S):

$$K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_d)(D/S)$$

Κατέληξαν στα παρακάτω συμπεράσματα:

- Η αξία μιας επιχείρησης προέρχεται από τις ταμειακές ροές που δημιουργούν τα στοιχεία ενεργητικού.
- Όταν μια επιχείρηση χρηματοδοτείται εξ' ολοκλήρου με μετοχές, όλες οι ταμειακές ροές πηγαίνουν στους μετόχους.
- Όταν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί δανεισμό και μετοχές διασπά τις ταμειακές ροές σε δύο ροές (μια βέβαιη ροή που πηγαίνει στους ομολογιούχους και μια ροή με κίνδυνο που πηγαίνει στους μετόχους).
- Μια επιχείρηση δεν μπορεί να μεταβάλλει την συνολική αξία των τίτλων της απλά με το να διαιρεί τις ταμειακές ροές σε διαφορετικές κατηγορίες τίτλων.
- Η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από τα στοιχεία ενεργητικού, όχι από τους τίτλους που έχουν εκδοθεί.
- Επομένως, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αδιάφορη εφόσον οι επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης θεωρούνται δεδομένες.

Το 1961 οι Modigliani- Miller εισήγαγαν τη θεωρία της αδιαφορίας σε τέλειες και αποτελεσματικές αγορές, χωρίς φόρους και προμήθειες, όπου απέδειξαν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει σχέση με την αξία της μετοχής, αφού οι επενδυτές δεν εκφράζουν προτίμηση ανάμεσα σε μέρισμα ή κεφαλαιακά κέρδη. Άλλωστε, οι επενδυτές είναι αυτοί που αποφασίζουν για την αξία μιας επιχείρησης ανεβάζοντας ή κατεβάζοντας την αξία της μετοχής.

Το μέρισμα είναι η διαφορά μεταξύ κερδών και επενδύσεων της επιχείρησης. Η μερισματική πολιτική περιλαμβάνει μερίσματα και έκδοση ή επαναγορά μετοχών. Η επιχείρηση μπορεί να ρυθμίσει τα μερίσματα της σε οποιοδήποτε επίπεδο αντισταθμίζοντας με τον αριθμό των μετοχών που εξεδόθησαν. Από την πλευρά των επενδυτών, η μερισματική πολιτική είναι αδιάφορη διότι

οποιοδήποτε ποσό επιθυμούν να τους επιφέρουν τα μερίσματα, μπορεί να παραχθεί με τις κατάλληλες αγοραπωλησίες μετοχών. Έτσι οι επενδυτές δεν θα πληρώνουν κανένα premium για συγκεκριμένη μερισματική πολιτική.

Τα παραπάνω αποδεικνύονται αν υποθέσουμε ότι υπάρχουν τέλειες αγορές χωρίς φόρους. Σε χρόνο  $t$ , η αξία μιας επιχείρησης ( $V_t$ ) είναι η παρούσα αξία της μερισματικής πολιτικής, όπου περιλαμβάνει μερίσματα και επαναγορές μετοχών.

Αρχικά υποθέτουμε δύο χρόνους  $t$  και  $t+1$ :

Σε χρόνο  $t$ , η επιχείρηση έχει κέρδη  $E_t$  και πρέπει να πάρει αποφάσεις ως προς:

- Το επίπεδο Επενδύσεων  $I_t$
- Το επίπεδο Μερισμάτων  $D_t$
- Το επίπεδο Έκδοσης Μετοχών  $\Delta S_t$  ή Επαναγοράς Μετοχών αν  $\Delta S_t < 0$ .

Το επίπεδο των κερδών σε χρόνο  $t+1$  θα είναι  $E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1})$ , εξαρτάται από το επίπεδο επενδύσεων  $I_t$  και μια τυχαία μεταβλητή  $\Theta_{t+1}$ . Εφόσον  $t+1$  είναι τελική περίοδος, όλα τα κέρδη θα διανεμηθούν αυτήν την περίοδο. Έστω η αγορά είναι τέλεια και η τιμή της κατανάλωσης  $\Theta_{t+1}$  σε περίοδο  $t$  είναι  $p_t(\Theta_{t+1})$ .

Μετά ακολουθεί ότι:

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d\Theta_{t+1} \quad (1)$$

$$\text{Σε περίοδο } t \text{ ισχύει: } E_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (2)$$

$$\text{Αντικαθιστώντας το } D_t - \Delta S_t \text{ ισχύει: } V_t = E_t - I_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d\Theta_{t+1} \quad (3)$$

Από την εξίσωση (3) φθάνουμε στο μοντέλο Modigliani- Miller, όπου μπορεί να περιλαμβάνει πάνω από δύο περιόδους:  $V_t = E_t - I_t + V_{t+1}$  (4)

$$\text{Όπου } V_{t+1} = E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) - I_{t+1} + V_{t+2} \quad (5) \quad \text{και συνεχίζει περιοδικά.}$$

Σε προέκταση η συνέχεια της επένδυσης  $I_t, I_{t+1}, \dots$  είναι σημαντική για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης, η οποία μεγιστοποιείται από τις κατάλληλες επενδύσεις.

Το δεύτερο συμπέρασμα από την παραπάνω ανάλυση αφορά τη διανομή μερισμάτων  $D_t$  για κάθε περίοδο. Δεδομένων των επενδύσεων, η πληρωμή μερισμάτων  $D_t - \Delta S_t$  σε περίοδο  $t$ , πρέπει να ισούται με τη διαφορά κερδών – επενδύσεων  $I_t + D_t$ .

Η παραπάνω ανάλυση υποθέτει 100% δανεισμό. Σε αυτή την περίπτωση η διοίκηση μπορεί να χρηματοδοτεί τα μερίσματα και από τις δύο πηγές, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και χρηματοδότηση μέσω δανείων. Αυτό το τελευταίο μέτρο, δεν επηρεάζει τη συνολική αξία της επιχείρησης.

Το τρίτο και σημαντικότερο συμπέρασμα διευκρινίζει τις συνθήκες στις οποίες η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί:

- (i) Ανυπαρξία φορολογίας
- (ii) Ύπαρξη συμμετρικής πληροφόρησης
- (iii) Πιθανότητες ολοκληρωμένων συμβολαίων (Complete contracting possibilities)
- (iv) Ανυπαρξία Κόστους Συναλλαγών
- (v) Ύπαρξη Τέλειας Αγοράς

Μέχρι το 1961 οι Modigliani- Miller θεωρούνταν ριζοσπάστες γιατί μέχρι τότε οι άνθρωποι πίστευαν ότι ακόμα και κάτω από τις παραπάνω υποθέσεις τις τέλειας αγοράς οι μέτοχοι θα προτιμούσαν αύξηση μερισματικής πολιτικής. Σήμερα η απόδειξη MM είναι γενικής αποδοχής και διαφωνίες εγείρονται μόνο σχετικά με το αν οι φόροι ή οι ατέλειες των αγορών αλλοιώνουν την κατάσταση.

**Το 1963 οι Modigliani- Miller** δημοσιεύουν ένα νέο άρθρο λαμβάνοντας υπόψη την φορολογία επιχειρήσεων περιλαμβάνοντας τις υπόλοιπες τέσσερις παραπάνω υποθέσεις. Στην ανάλυση αυτή κατέληξαν στις ακόλουθες προτάσεις:

Πρόταση I:

Όταν υπάρχει φορολογία επιχειρήσεων, δηλαδή μια επιχείρηση με δάνεια κοστολογείται διαφορετικά από μια επιχείρηση χωρίς δανεισμό  $V_L \neq V_U$ , η αξία της εταιρείας με δάνεια  $V_L$  αυξάνεται καθώς προστίθεται δανεισμός στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Επομένως, όσο αυξάνεται η χρήση δανεισμού, τόσο αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης.

$$V_L = V_U + TD$$

Όπου TD = Φορολογικό όφελος από δανεισμό

Πρόταση II:

Το Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων  $K_{SL}$  αυξάνεται με τη μόχλευση με αργότερο ρυθμό όταν λαμβάνεται υπόψη η φορολογία των επιχειρήσεων.

$$K_{SL} = K_{SU} + (K_{SU} - K_d)(1-T)(D/S)$$

Στην Αμερική όπως και στις περισσότερες χώρες, τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο φόρο από τα κεφαλαιακά κέρδη. Το θεώρημα της αδιαφορίας σε συνδυασμό με τη φορολογική επιβάρυνση των μερισμάτων κάνουν τα μερίσματα ένα puzzle.

### 1.3 Myron J. Gordon (1962)

Μετά τους Modigliani- Miller (1961), η συνεισφορά του Gordon (1962) ήταν εξίσου σημαντική. Ο Gordon είναι αντιπρόσωπος της θεωρίας "bird in the hand". Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, η αυξημένη μερισματική απόδοση, είναι σημάδι υγιούς επιχείρησης. Επομένως, η μερισματική πολιτική επηρεάζει την τιμή της μετοχής. Οι περισσότεροι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν ένα premium προκειμένου να έχουν μεγαλύτερα μερίσματα. Αντίθετα, επενδυτές που επιλέγουν μετοχές που δίνουν μικρά μερίσματα περιμένουν μεγαλύτερες αποδόσεις στις επενδύσεις των εταιρειών, αφού οι επιχειρήσεις αυτές προτίμησαν να επενδύσουν μεγάλο ποσοστό των κερδών τους, παρά να τα διανείμουν στους μετόχους.

Ο Gordon (1962) υποστήριξε ότι η προσδοκία των επενδυτών για μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση  $r_t$  οδηγεί σε αύξηση κερδών και επενδύσεων. Παρόλο που και η αυξημένη μερισματική απόδοση  $D_t$  οδηγεί σε ίδια αποτελέσματα. Ο Gordon πιστεύει ότι η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών θα επισκιάσει μια ανάλογη αύξηση των μερισμάτων. Ο λόγος της αύξησης στο  $r_t$  είναι μεγαλύτερης αβεβαιότητας σε σχέση με την επιτυχία των επενδύσεων σε σχέση με την βεβαιότητα που εγγυάται η διανομή μερισμάτων.

Ο παρακάτω τύπος είναι γνωστός ως Gordon Growth Model και δείχνει την αξία μιας επιχείρησης  $V_0$  σε περίοδο 0, εάν τα πρώτα μερίσματα πληρώνονται σε περίοδο 1

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t}, \text{ όπου}$$

$r_t$  = κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου για τους επενδυτές της περιόδου  $t$ .

$D_t$  = τα μερίσματα που πληρώθηκαν στο τέλος της περιόδου  $t$  και δίνονται από τον τύπο:

$$D_t = D_{t-1}(1+g)$$

Το παραπάνω μοντέλο περιέχει μια μεταβλητή ρυθμού ανάπτυξης "growth" που είναι ο λόγος παρακρατηθέντων κερδών προς τη λογιστική αξία μετοχής.

Μεταγενέστερες έρευνες χρησιμοποιώντας το Gordon Growth Model κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μια ανακοίνωση αύξησης μερίσματος αποτελεί εγγύηση κερδοφορίας και μειώνει τον συστηματικό κίνδυνο, με συνέπεια η τιμή της μετοχής να αυξηθεί.



#### 1.4 Fama and Babiak (1968)

Οι Fama and Babiak (1968) στο άρθρο “Dividend Policy: An Empirical Analysis” διευρύνοντας την έρευνα του Lintner (1956), χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 392 εταιρειών την περίοδο 1946 – 1964 και εξέτασαν την μερισματική πολιτική τους.

Σύμφωνα με το μοντέλο του Lintner (1956), οι μεταβολές που παρουσιάζονται στα μερίσματα από περίοδο  $t-1$  σε περίοδο  $t$ , αποδίδονται στο επίπεδο των μερισμάτων την περίοδο  $t-1$  και στο επίπεδο κερδών την περίοδο  $t$ . Όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω, αυτό απεικονίζεται στους τύπους (1) και (2).

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

$$D_t - D_{t-1} = \alpha_1 + c_i (D_{it}^* - D_{(t-1)}) + U_{it} \quad (2)$$

Εάν αντικαταστήσουμε τον τύπο (1) στο (2), θα έχουμε:

$$\Delta D_{it} = \alpha_1 + c_i r_i E_{it} - c_i D_{i,t-1} + U_{it} \quad (3)$$

ή

$$\Delta D_{it} = \alpha_1 + \beta_{1i} D_{i,t-1} + \beta_2 E_{it} + U_{it} \quad (4),$$

όπου  $\alpha_1 = \alpha_1$ ,  $\beta_1 = -c_i$  και  $\beta_2 = c_i r_i$

Από τα παραπάνω προκύπτει ο τύπος (5) στον οποίο βασίστηκε η έρευνα των Fama and Babiak (1968):

$$\Delta D_{it} = \alpha_1 + \beta_1 + \beta_{1i} D_{i,t-1} + \beta_2 E_{it} + \beta_{2i} A_{it} + u_{it}, \quad t = 1947 - 1964 \quad (5)$$

Όπου

$\Delta D_{it}$  = μερίσματα ανά μετοχή που πληρώθηκαν για την επιχείρηση  $i$  κατά τη διάρκεια του χρόνου  $t$ .

$E_{it}$  = Κέρδη ανά Μετοχή

$A_{it}$  = Υποτίμηση ανά Μετοχή

$u_{it}$  = Μη Συστηματικό Λάθος

Τα διαθέσιμα στοιχεία χρησιμοποιήθηκαν για να ερευνηθούν πολλά διαφορετικά μοντέλα. Αυτό κρύβει τον κίνδυνο ότι ένα ειδικό μοντέλο λειτουργεί καλά (σε όρους πολλαπλών  $R^2$ ) μόνο επειδή συμβαίνει κατά τύχη να συμμορφωθεί με τα διάφορα τυχαία στοιχεία στο δείγμα. Δύο βήματα έγιναν για να προστατεύσουν από αυτό το αποτέλεσμα. Πρώτα, τα στοιχεία για 201 επιχειρήσεις χρησιμοποιήθηκαν ξεχωριστά και οι υπόλοιπες 191 επιχειρήσεις έπρεπε να επιβεβαιώσουν αυτά τα αποτελέσματα. Δεύτερον, όταν τα καλύτερα μοντέλα επιλέχθηκαν, η προβλέψιμη αξία χρησιμοποιήθηκε για έναν νέο χρόνο δεδομένων.

Οι παλινδρομήσεις των στοιχείων των επιχειρήσεων, οι προσομοιώσεις και τα tests πρόβλεψης έφεραν συνεπείς αποδείξεις στα μερισματικά μοντέλα. Οι δύο μεταβλητές στο μοντέλο του Lintner  $D_{i,t-1}$  και  $E_{it}$  που χρησιμοποιήθηκαν έχουν εφαρμογή και σε άλλα μοντέλα. **Το μοντέλο όμως αυτό βελτιώνει την προβλεψιμότητα** διότι λαμβάνει υπόψη την κερδοφορία προηγούμενων ετών « $E_{it-1}$ ». **Το καθαρό εισόδημα κρίθηκε καλύτερο μέτρο για την πρόβλεψη της κερδοφορίας** από τις χρηματοροές και την υποτίμηση. Επίσης, στα μοντέλα που ερευνήθηκαν η εξάρτηση στις διακυμάνσεις δεν φάνηκε να αποτελεί μεγάλο πρόβλημα.

### 1.5 Sudipto Bhattacharya (1979)

Ο [Bhattacharya \(1979\)](#) στο άρθρο "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy" βασίστηκε στις θεωρίες του Spence (1974) και του Ross (1977), όπου το κόστος σήμανσης προκύπτει στο μέλλον και επιλήφθηκε δύο θέματα:

- A. Τη δομή του κόστους σήμανσης σε σχέση με άλλα οικονομικά μοντέλα σήμανσης και πιθανές εναλλακτικές και
- B. Τη σύγκλιση σε ισορροπία με άλλα οικονομικά μοντέλα σήμανσης.

Βασίστηκε δε σε δύο υποθέσεις:

- Οι εξωτερικοί επενδυτές έχουν ατελή πληροφόρηση για την κερδοφορία των επιχειρήσεων
- Τα μερίσματα φορολογούνται με μεγαλύτερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη.

Κάτω από αυτές τις υποθέσεις, τα μερίσματα λειτουργούν σαν ένα σήμα για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Δόμησε το μοντέλο, έτσι ώστε οι επενδυτές να περνούν τα συνεχιζόμενα προγράμματα στις επόμενες γενιές επενδυτών και απέκτησε ένα συγκριτικό στατικό αποτέλεσμα που συνδέει το επίπεδο ισορροπίας του μερίσματος με τους μελλοντικούς σκοπούς των επενδυτών.

Στα πλαίσια της θεωρίας σήμανσης χρησιμοποίησε ένα μοντέλο δύο περιόδων, όπου σε χρόνο μηδέν: οι επενδυτές επένδυσαν σε ένα πλάνο της επιχείρησης, την αξία του οποίου γνώριζαν μόνο οι επιχειρήσεις και σε χρόνο 1: οι επενδυτές έλαβαν μερίσματα από αυτή την επένδυση. Αν η επένδυση δεν ήταν αρκετά κερδοφόρα, η επιχείρηση θα έπρεπε να δανειστεί και από εξωτερικούς παράγοντες με συνέπεια την αύξηση του κόστους συναλλαγής (transaction cost). Σε αυτή την περίπτωση συμφέρει καλύτερα την εταιρεία να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οπότε, νέοι επενδυτές θα έπαιρναν νέες μετοχές και θα λάμβαναν μερίσματα από την πληρωμή σε χρόνο 2. Οι πληρωμές και στις δύο περιπτώσεις είναι ανεξάρτητες και ίσα διανεμημένες στους δικαιούχους.

Η δομή του κόστους σήμανσης που αναπτύχθηκε δεν είναι μόνο ρεαλιστική, αλλά η μόνη απλή δομή συμβατή με την υπόθεση εξωγενών ισορροπιών

κόστους σήμανσης. Επιφανειακά, άλλη απλή πιθανότητα που ικανοποιεί τα χαρακτηριστικά οριακού κόστους για σήμανση είναι μία πιο απλοποιημένη δομή με ταμειακές ροές  $X$  σε μερίσματα που πληρώνονται αν και μόνο αν οι  $X$  είναι μικρότερες από μερικά υποσχόμενα “ $D$ ”. Αφού ο ηθικός κίνδυνος σε  $X$  προς τους εξωτερικούς επενδυτές είναι η βάση για απώλεια ισορροπιών σήμανσης, δεν πρόκειται να υπάρξει ενιαία οικονομική συμπεριφορά από όλους τους επενδυτές.

Συναφές με αυτό, είναι το άρθρο του [Ross \(1977\)](#), όπου ανέπτυξε ένα οικονομικό μοντέλο σήμανσης βασισμένο σε μία δομή κόστους από σημαντικές χρεοκοπίες χρεωμένες στους διευθυντές των εταιρειών. Μια δυσκολία που αντιμετώπισε αυτή η μορφή είναι ότι οι μέτοχοι είχαν κίνητρο να κάνουν εσωτερικές πληρωμές στη διοίκηση να προβάλλει λάθος σήμα λαμβάνοντας μεγαλύτερο επίπεδο χρηματοδότησης.

Σε άλλο άρθρο, ο [Bhattacharya \(1993\)](#) ανέπτυξε ένα μοντέλο χωρίς εξωτερικό κόστος σήμανσης, με σήματα από την εσωτερική πληροφόρηση που καθορίζουν την πληροφόρηση για μελλοντικές ταμειακές ροές, βασισμένο σε αναμενόμενες μεταβολές στην αγορά όπου δεν υπάρχει κόστος φορολογίας *ex post cash flows*. Ο [Bhattacharya](#) πίστευε ότι η σύνθεση των δύο μοντέλων θα μας επέτρεπε να έχουμε ένα μερικό ρόλο στις “*ex post*” πηγές πληροφόρησης.

## 1.6 James A. Brickley (1983)

Ο [Brickley \(1983\)](#) στο άρθρο “Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study” πραγματοποίησε μια έρευνα σε ένα δείγμα 165 έκτακτων μερισμάτων και 100 κανονικών μερισμάτων που σημείωσαν αυξήσεις την περίοδο 1969- 1979 και εξέτασε τις αποδόσεις των μερισμάτων συγκριτικά με τα ετήσια κέρδη.

Διέκρινε τα μερίσματα σε έκτακτα, ειδικά και μονοετή, συνέκρινε τα κανονικά μερίσματα και απέδωσε αυτή την διάκριση στην ανάγκη των διοικήσεων να μεταφέρουν στους επενδυτές πληροφορίες για την αναμενόμενη κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οι πληροφορίες αυτές δεν επαληθεύονται πάντα στο μέλλον, αλλά μπορεί να αφορούν μόνο την τρέχουσα περίοδο.

Τέλος, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι *ceteris paribus*, η αγορά αντιδρά θετικότερα σε αυξήσεις κανονικών μερισμάτων παρά σε ανακοινώσεις έκτακτων μερισμάτων. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι αυξήσεις κανονικών μερισμάτων “δίνουν σήμα” για μόνιμη αύξηση κερδών στο μέλλον, το οποίο κρίνεται θετικά από τους επενδυτές σύμφωνα με τη θεωρία σήμανσης.

### 1.7 Frank H. Easterbrook (1984)

Το 1984 ο Easterbrook στο άρθρο: “Two Agency-Cost Explanations of Dividends” προσπαθεί να ανακαλύψει αν τα συμφέροντα των διοικήσεων των επιχειρήσεων ταυτίζονται με αυτά των επενδυτών, αναλύοντας τις θεωρίες περί κόστους αντιπροσώπευσης.

Η οικονομική βιβλιογραφία διχάζεται ? σε σχέση με την μερισματική πολιτική. Η μία πλευρά ισχυρίζεται ότι οι διοικήσεις των εταιρειών είναι τέλειοι διαχειριστές για τους επενδυτές που κατέχουν μετοχές τους και επιχειρεί να δώσει απάντηση στο ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις διανέμουν μέρισμα. Ενώ, η άλλη πλευρά ισχυρίζεται ότι οι διοικήσεις των εταιρειών δεν είναι τέλειοι διαχειριστές του χαρτοφυλακίου των επενδυτών που αποτελείται από μετοχές της επιχείρησης και ερευνά γιατί τα συμφέροντα των διοικήσεων δεν μπορεί να ταυτίζονται με τα συμφέροντα των επενδυτών. Εννοείται ότι κάθε απόφαση μερισματικής πολιτικής σκοπό έχει να μηδενίζει το κεφαλαιακό κόστος, το κόστος αντιπροσώπευσης και το κόστος συναλλαγών.

Το άρθρο αυτό καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η διανομή μερισμάτων κρατά την επιχείρηση στην αγορά, ενώ ο έλεγχος της διοίκησης από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς και τους μετόχους, μειώνει το κόστος και περιορίζει τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν διαφορετικές τάξεις επενδυτών κατέχοντας μετοχές της εταιρείας. Το επιχείρημα αυτό ίσως μπορεί να εξηγήσει το γεγονός ότι πολλές επιχειρήσεις προβαίνουν ταυτόχρονα σε διανομή μερισμάτων και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

### 1.8 Kose John and Joseph Williams (1985)

Το φαινόμενο της ταυτόχρονης διανομής μερισμάτων και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου πραγματεύονται οι Kose John and Joseph Williams (1985) στο άρθρο “Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium”. Επίσης, προσπαθούν να ερμηνεύσουν το γεγονός ότι μερικές εταιρείες προτιμούν να διανείμουν μικρότερα μερίσματα από το να προβούν σε επαναγορά μετοχών,

Με την φορολογία μερισμάτων επιτυγχάνεται ισορροπία στα σήματα που μεταφέρουν οι μετοχές. Εδώ, οι φόροι πληρώνονται μόνο σε μερίσματα, δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών όταν εκδίδονται, πωλούνται ή αγοράζονται μετοχές.

Εάν στελέχη της εταιρείας που έχουν εσωτερική πληροφόρηση διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα, τότε επιτυγχάνουν άνοδο της τιμής της μετοχής όταν η ζήτηση για μετρητά είναι μεγαλύτερη από τα μετρητά που εισπράττει από την αγορά. Τα μερίσματα αποκαλύπτουν μόνο εσωτερική πληροφόρηση για την εταιρεία, δεν την μεταφέρουν. Έτσι, μερικές εταιρείες πληρώνουν μέρισμα ενώ άλλες όχι.

Το κίνητρο που βρίσκεται πίσω από την ισορροπία σήμανσης είναι εκπληκτικά απλό. Όταν μια επιχείρηση χρειάζεται μετρητά για μια επένδυση, προκειμένου να συγκεντρώσει χρήματα, θα εκδώσει νέες μετοχές ή θα πουλήσει άλλες που είχε στην κατοχή της. Σε κάθε περίπτωση οι υπάρχοντες μέτοχοι θα υποστούν κάποια μείωση στο ποσοστό της εταιρείας που κατέχουν μέσω των μετοχών που διαθέτουν. Για να το αποτρέψει αυτό η διοίκηση της επιχείρησης και για να είναι δίκαιη απέναντι στους επενδυτές που ήδη διαθέτουν μετοχές της, διανέμει φορολογημένο μερίσμα. Η αγορά ανεβάζει την τιμή της μετοχής και έτσι οι παλιοί μέτοχοι έχουν την ευκαιρία να κατέχουν το ίδιο ποσοστό της εταιρείας με πριν, αφού μπορούν να αγοράσουν νέες μετοχές σε ευνοϊκή τιμή.

Συμπερασματικά, καταλήγουν ότι εταιρείες με πιο πολύτιμη εσωτερική πληροφόρηση, διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα, ενώ οι επενδυτές πληρώνουν μεγαλύτερο αντίτιμο προκειμένου να αποκτήσουν τη μετοχή. Αυτές οι διαφοροποιήσεις επαληθεύουν την θεωρία σήμανσης.

### 1.9 Merton H. Miller and Kevin Rock (1985)

Το 1985 οι Miller and Rock με το άρθρο “Dividend Policy under Asymmetric Information” δημιούργησαν ένα μοντέλο δύο χρόνων, παρόμοιο με αυτό του Bhattacharya, όπου σε χρόνο μηδέν οι επιχειρήσεις επενδύουν σε ένα πλάνο, η κερδοφορία του οποίου δεν μπορεί να προβλεφθεί από τους επενδυτές. Σε χρόνο 1, τα κέρδη από το πλάνο διανέμονται σε πληρωμή μερισμάτων και νέες επενδύσεις. Οι επενδυτές όμως μπορεί να προβούν σε πώληση των μετοχών που έχουν στην κατοχή τους και έτσι να επηρεάσουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων για επενδύσεις και μερίσματα. Σε χρόνο 2, η επιχείρηση ξανά παράγει κέρδη.

Το μοντέλο αυτό αποτελεί προέκταση του Τυπικού Οικονομικού Μοντέλου των Miller- Modigliani και των Fama- Miller. Το μοντέλο αυτό επιτρέπει στα στελέχη της επιχείρησης να έχουν περισσότερη πληροφόρηση από τους επενδυτές για τα κέρδη και την κατάσταση της επιχείρησης προκειμένου να λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με την μερισματική πολιτική, τις επενδύσεις και τη χρηματοδότηση. Το μοντέλο αυτό είναι συνυφασμένο με τη θεωρία σήμανσης, τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και το κριτήριο του Fisher.

Σύμφωνα με το άρθρο, μια μετοχή μεταφέρει σήματα στους επενδυτές και διαπραγματεύεται κάτω από συνθήκες ασύμμετρης πληροφόρησης. Αυτό σημαίνει ότι ο χρόνος επένδυσης για μία επιχείρηση δεν είναι γνωστός στους επενδυτές και οι αγοραπωλησίες της σε χρηματιστήριο αξιών οδηγούν την επιχείρηση σε χαμηλότερες επενδύσεις από εκείνες που θα έκανε αν υπήρχε τέλεια πληροφόρηση ή αν δεν ήταν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Νομικές διατάξεις που θα διασφαλίζουν τέλεια πληροφόρηση και αποτελεσματικότητα των επενδύσεων, δεν είναι εύκολο να εφαρμοστούν λόγω υψηλού κόστους.

### 1.10 Michael C. Jensen (1986)

Το 1986 ο Jensen στο άρθρο του “Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers” αναλύει τις θεωρίες αντιπροσώπευσης. Η διοίκηση της επιχείρησης αντιπροσωπεύει τους επενδυτές που κατέχουν μετοχές της. Πολλές φορές όμως οι δύο πλευρές έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα, που δημιουργούνται με τη διανομή μερισμάτων.

Η διανομή μερισμάτων μειώνει τις πηγές που ελέγχει η διοίκηση της επιχείρησης και κατά συνέπεια μειώνεται και η δύναμη της διοίκησης, εφόσον είναι δυνατό για την επιχείρηση να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έτσι να ελεγχθεί από την κεφαλαιαγορά.

Ο Jensen υποστήριξε ότι οι managers έχουν κίνητρο να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρείας γιατί με αυτό τον τρόπο αυξάνεται η δύναμη τους αφού ελέγχουν μεγαλύτερο κομμάτι του πλούτου και βελτιώνεται η θέση τους στην κλίμακα του ανταγωνισμού.

Ο ανταγωνισμός όμως σε συνδυασμό με τον μηχανισμό της αγοράς έχει την τάση να μειώνει τις τιμές. Οπότε, κάνει δύσκολη την επιβίωση της επιχείρησης και καθιστά αναγκαίο για την επιχείρηση να βελτιώσει το προϊόν και την αποτελεσματικότητά της. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό.

Σε τέτοιες περιπτώσεις ο έλεγχος από τμήμα εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας είναι πολύ σημαντικός. Η επιχείρηση για να επιβιώσει πρέπει να εξασφαλίσει επιπλέον ελεύθερες ταμειακές ροές προκειμένου να υποστηρίξει επενδυτικά σχέδια με καθαρή παρούσα αξία (NPV) θετική όταν το σχετικό κόστος κεφαλαίου μειώνεται.

Σε τέτοιες περιπτώσεις τα αντικρουόμενα συμφέροντα επενδυτών- διοίκησης και οι αποφάσεις που θα πάρει η διοίκηση κρίνονται πολύ σημαντικά για την επιβίωση της επιχείρησης. Το πρόβλημα που δημιουργείται είναι τι κίνητρο θα πρέπει να έχει η διοίκηση της επιχείρησης ώστε να διανέμει τις πλεονάζουσες ταμειακές ροές στους επενδυτές και να αποφύγει να τις επενδύσει όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι αρνητική.

Η θεωρία που αναπτύχθηκε εξηγεί:

1. Τα οφέλη που έχει η επιχείρηση από τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης και τη διανομή των ελεύθερων ταμειακών ροών.
2. Πως το χρέος μπορεί να υποκαταστήσει τα μερίσματα.
3. Γιατί η διαφοροποίηση είναι πιθανότερο να δημιουργήσει ζημιές, από εξαγορές ή προεκτάσεις.
4. Γιατί οι παράγοντες που δημιουργούν εξαγορές στη βιομηχανία τσιγάρων είναι ίδιοι με την παραγωγή λαδιού.
5. Γιατί η διαδικασία για την αποφυγή μίας εξαγοράς δεν φαίνεται καλύτερη επιλογή μπροστά στην επέκταση της επιχείρησης.

### 1.11 Gustavo Grullon and David L. Ikenberry (2000)

Οι **G. Grullon and David L. Ikenberry** στο άρθρο τους: "What we know about stock repurchases?" παρατηρούν ότι οι Αμερικάνικες δημόσιες επιχειρήσεις αυξάνουν την επαναγορά μετοχών την περίοδο των δεκαετιών 1980 και 1990. Το φαινόμενο επαναγοράς μετοχών ξεκίνησε στις Η.Π.Α. στην αρχή της δεκαετίας 1980 και στη συνέχεια εξαπλώθηκε στον Καναδά και την Αγγλία την δεκαετία του 1990. Εκείνη την περίοδο παράλληλα, χώρες, όπως Ιαπωνία, Γερμανία, Ταϊβάν και Χονκ Κονγκ, που προηγουμένως είχαν απαγορεύσει την επαναγορά μετοχών επιτρέπουν πρώτη φορά αυτή την κίνηση μέσω της ανοιχτής αγοράς. Ενώ, πολλές άλλες χώρες κάνουν τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις στη νομοθεσία τους για να ενισχύσουν αυτή την τάση.

Το άρθρο αυτό επίσης εξετάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επαναγορές μετοχών, όπως την φορολογία, το οικονομικό κλίμα και την σήμανση ταμειακών ροών (signaling cash flows). Επίσης, θέτει το ερώτημα: γιατί οι επαναγορές μετοχών επηρεάζουν την τιμή της μετοχής. Στη συνέχεια, αναλύει τις μεθόδους επαναγοράς μετοχών και την εξέλιξη των επαναγορών στην Αμερικάνικη αγορά. Κατόπιν, εξετάζει ποια είναι τα οφέλη που αποκομίζει μια επιχείρηση από την επαναγορά μετοχών και πως επηρεάζεται η τιμή της μετοχής. Σε επόμενο κεφάλαιο, παρουσιάζει τα προγράμματα επαναγορών ανοιχτής αγοράς την επιρροή τους στην ρευστότητα και την ευελιξία της αγοράς. Τέλος, κλείνει με προτάσεις προς τις επιχειρήσεις και τους νομοθέτες για τη σωστή λειτουργία του θεσμού προς όφελος του επενδυτή.

### 1.12 Erik Lie (2000)

Ο **Erik Lie** με το άρθρο "Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements" αναλύει την υπόθεση πλεονασματικών κεφαλαίων μέσα από τα αποτελέσματα μιας εμπειρικής έρευνας, χρησιμοποιώντας ως δείγμα έκτακτα μερίσματα, αυξήσεις κανονικών μερισμάτων και δημόσιες προσφορές. Παρατηρεί ότι η τιμή της μετοχής αυξάνεται σε περιπτώσεις κοπής μεγάλων έκτακτων μερισμάτων και δημοσίων προσφορών, ενώ αυξάνεται με τη διανομή μικρών έκτακτων και κανονικών μερισμάτων. Ο Lie συνδέει τα πλεονάζοντα κεφάλαια με το κόστος αντιπροσώπησης (agency cost) και θεωρεί ότι το κόστος αυξάνεται όταν οι επιχειρήσεις δίνουν μεγάλα ποσά ως μερίσματα.

### 1.13 Scott J. Weisbenner (2001)

Ο Weisbenner (2000) στο άρθρο “Corporate Share Repurchases: What Role Do Stock Options Play?” ερευνά πως τα προγράμματα stock options (προνομιακή διανομή μετοχών στους υπαλλήλους της εταιρίας) επηρεάζουν την μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Το άρθρο αυτό εξετάζει τις δύο παρακάτω υποθέσεις χρησιμοποιώντας δεδομένα προγραμμάτων stock options.

Δεδομένου ότι τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) χρησιμοποιούνται για να μετρήσουμε την αξία της επιχείρησης, πολλές επιχειρήσεις προτιμούν τις επαναγορές μετοχών έναντι προγραμμάτων stock options προκειμένου να αποφύγουν μείωση της αξίας της επιχείρησης λόγω μείωσης των κερδών ανά μετοχή, η οποία είναι δυνατό να προκληθεί από παλαιές μεταβιβάσεις stock options. Επίσης, άλλοι τρόποι διανομής μετρητών στους επενδυτές είναι η διανομή μερισμάτων και οι επαναγορές μετοχών. Πολλές φορές όμως, τα στελέχη των εταιρειών προτιμούν να μη διανείμουν κέρδη, αλλά να τα παρακρατήσουν προκειμένου να αυξήσουν την αξία των stock options τους. Γενικά η διανομή stock options στους υπαλλήλους συνδέεται με επαναγορά μετοχών και αύξηση του συνόλου των αποπληρωμών στους επενδυτές.

Επιπλέον η θετική σχέση stock options και επαναγοράς μετοχών είναι πιο έντονη σε εταιρείες με υψηλότερες αποδόσεις μετοχών. Αυτό ερμηνεύεται αν αναλογιστεί κανείς ότι υψηλές αποδόσεις οδηγούν σε μεγαλύτερη μείωση των κερδών ανά μετοχή από τα stock options.

Η έρευνα σε ένα δείγμα μεγάλων εταιρειών δείχνει ότι οι εταιρείες συνήθως ταυτόχρονα με εφαρμογή προγραμμάτων stock options διεξάγουν όλο και αυξανόμενες επαναγορές μετοχών προκειμένου να αποφύγουν μείωση των κερδών ανά μετοχή, η οποία είναι δυνατό να προκληθεί από παλαιές μεταβιβάσεις stock options.

Δεν υπάρχει σχέση ανάμεσα στις επαναγορές μετοχών και στον αριθμό των options που κατέχουν υψηλά ιστάμενοι της εταιρείας. Όμως όσο μεγαλώνει το ποσοστό των stock options, η εταιρεία γίνεται πιο επιρρεπής στο να παρακρατεί κέρδη και να περικόπτει τη διανομή μετρητών στους επενδυτές.



### 1.14 Eugene F. Fama and Kenneth R. French (2001)

Το 2001, οι Fama and French στο άρθρο τους “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις που επιλέγουν να δίνουν μέρισμα μειώθηκαν μετά το 1978 και προσπάθησαν να δώσουν απαντήσεις στα παρακάτω ερωτήματα:

1. Ποια τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα;
2. Η πτώση αυτή οφείλεται σε μεταβολή των χαρακτηριστικών δημόσιων επιχειρήσεων;
3. Επιχειρήσεις με τυπικά χαρακτηριστικά εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα, είναι πιθανόν να επηρεαστούν από άλλες επιχειρήσεις που δεν δίνουν μέρισμα και τελικά να μην προχωρήσουν σε διανομή μερίσματος;

Στην προσπάθεια να ανακαλύψουν τα τυπικά χαρακτηριστικά εταιρειών που διανέμουν μέρισμα, χρησιμοποίησαν δύο τεχνικές τη λογική παλινδρομήσεων και συνοπτικά στατιστικά δεδομένα. Και οι δύο αυτές προσεγγίσεις κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι η κερδοφορία, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος των εταιρειών. Μεγαλύτερες και πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις συνήθως διανέμουν μέρισμα, ενώ επιχειρήσεις με επενδυτικό ορίζοντα είναι πιθανό να μην προβούν σε διανομή.

Σύμφωνα με τους Fama and French η αναλογία των Αμερικάνικων εταιρειών που πληρώνουν μέρισμα έπεσε από 66,5% το 1978 σε 20,8% το 1999. Σε συνέχεια το 2002 οι Grullon και Michaely έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις σταδιακά υποκατέστησαν τις επαναγορές μετοχών με μερίσματα. Αυτό το εύρημα μπορεί να είναι και η απάντηση στο puzzle. Τα μερίσματα επανακέρδισαν την προσοχή πρόσφατα.

### 1.15 Georges W Fenn and Nellie Liang (2001)

Οι [Fenn and Liang](#) στο άρθρο “Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives” σε ένα δείγμα πάνω από 1.100 επιχειρήσεων την περίοδο 1993-7 εξέτασαν πως η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τα κίνητρα της διοίκησης για τη μετοχή. Ένα σημαντικό στοιχείο της μελέτης είναι ότι ερευνά τη μερισματική πολιτική σε μακροχρόνιο επίπεδο, σε αντίθεση με την μέχρι τότε βιβλιογραφία που εστιάζει σε βραχυχρόνιο επίπεδο. Πιο συγκεκριμένα, εξετάζει πως τα χαρακτηριστικά μιας εταιρείας επηρεάζουν την μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών για μία περίοδο 3-5 ετών. Το πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης είναι ότι αφαιρεί παράγοντες που επηρεάζουν την χρονική στιγμή των αλλαγών και είναι δύσκολο για τους ερευνητές να τους ελέγξουν, όπως για παράδειγμα το γεγονός ότι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές μετοχών όταν η τιμή των μετοχών είναι χαμηλή και σε διανομή μερισμάτων όταν θέλουν να δείξουν αύξηση κερδοφορίας.

Με αφετηρία το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών όπως περιγράφηκε από το Jensen (1986), προσπάθησαν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα: Αν τα κίνητρα της διοίκησης για τη μετοχή μετριάζουν το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση εταιρειών που κατέχουν μεγάλο ποσοστό των μετοχών τους διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα. Επίσης, υποστήριξαν ότι η διοίκηση μιας επιχείρησης επιλέγει το είδος της μερισματικής πολιτικής με βάση πολλούς παράγοντες, ένας από τους οποίους είναι τα stock options. Τα stock options έχουν θετική σχέση με τις επαναγορές μετοχών και αρνητική σχέση με τη διανομή μερισμάτων, όπως άλλωστε έχει ήδη προβλεφθεί από τους Lambert, Lannen και Lacker (1989). Αυτό ερμηνεύει το γεγονός της αύξησης των επαναγορών μετοχών, έναντι της διανομής μερισμάτων.

### 1.16 Gustavo Grullon and Roni Michaely (2002)

Οι Grullon and Michaely (2002) στο άρθρο τους “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis” έδειξαν ότι οι επαναγορές μετοχών, όχι μόνο έγιναν μια σημαντική μορφή διανομής κερδών για Αμερικάνικες εταιρίες, αλλά και σταθεροποιούν τη χρηματοδότηση μέσω του μεριδίου του κεφαλαίου που επαναγοράζουν. Άλλωστε, τα κεφάλαια αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αυξήσουν τα μερίσματα.

Έδειξαν ότι νέες εταιρίες έχουν μια υψηλότερη ροπή προς την πληρωμή των μετρητών μέσω επαναγορών παρά μέσω μερισμάτων και οι επαναγορές έχουν γίνει η πιο προτιμητέα μορφή για να ξεκινήσει μια επιχείρηση να πληρώνει μετρητά.

Το ίδιο συμβαίνει και με μεγάλες, καθιερωμένες εταιρίες, οι οποίες γενικά δεν έχουν σταματήσει να διανείμουν μέρισμα, αλλά παρουσιάζουν επίσης υψηλότερη ροπή προς να πληρώσουν τα μετρητά μέσω των επαναγορών.

Συμπερασματικά, οι εταιρίες έχουν αντικαταστήσει βαθμιαία τα μερίσματα με τις επαναγορές μετοχών. Τα αποτελέσματά επίσης δείχνουν ότι πριν από το 1983, οι ρυθμιστικοί περιορισμοί εμπόδισαν τις εταιρίες από επιθετική επαναγορά των μετοχών.

### 1.17 Franklin Allen and Roni Michaely (2002)

Το 2003 οι Allen and Michaely στο άρθρο τους “Payout Policy” κάνουν μια ανασκόπηση βιβλιογραφίας σχετικά με την μερισματική πολιτική. Ξεκίνησαν με την περιγραφή της πρότασης αδιαφορίας από τους Modigliani- Miller και μετά εξέτασαν τις υποθέσεις στις οποίες βασίστηκε. Εξέτασαν το ρόλο της φορολογίας, ασύμμετρης πληροφόρησης, ελλιπών δυνατοτήτων συμβάσεων και κόστους συναλλαγών.

Τα στοιχεία δείχνουν ότι αλλαγές στην μερισματική πολιτική δεν υποκινούνται από εταιρίες που επιθυμούν να δώσουν αληθές σήμα στην αγορά για την αξία τους. Η διοίκηση των εταιρειών διανέμει μερίσματα και κάνει επαναγορές μετοχών με σκοπό να μειώσει τις υπερ-επενδύσεις.

Αναθεώρησαν επίσης το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής και της αυξανόμενης τάσης να γίνονται επαναγορές μετοχών μέσω ελεύθερης αγοράς. Τα στοιχεία προτείνουν ότι η άνοδος στη δημοτικότητα των επαναγορών αυξάνουν το γενικό ποσοστό διανομής κερδών και την οικονομική ευελιξία εταιριών.

### 1.18 Douglas J. Skinner (2003)

Το 2003 ο Skinner στο άρθρο “What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality?” προβάλλει νέα στοιχεία στα παρακάτω ερωτήματα:

- τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες για μελλοντικές αλλαγές στα κέρδη (θεωρία σήμανσης)
- τα μερίσματα δίνουν πληροφορίες για την ποιότητα των αναφερθέντων κερδών

Τα στοιχεία δείχνουν ότι, ενώ τα μερίσματα μπορεί συγχρόνως να μεταφέρουν πληροφορίες για τις μελλοντικές προβλέψεις κερδών μιας εταιρείας, οι αλλαγές με την πάροδο του χρόνου στην πολιτική μερισμάτων, τα εταιρικά κέρδη και η σχέση μεταξύ μερισμάτων και κερδών είναι αρκετά ώστε να αποκλείσουν αποτελεσματικά τη θεωρία σήμανσης, τουλάχιστον από την πρόσφατη δεκαετία του '70. Αυτό δεν σημαίνει, εντούτοις, ότι τα μερίσματα είναι μη κατατοπιστικά. Σύμφωνα με την ιδέα ότι τα μερίσματα παρέχουν τις πληροφορίες για την ποιότητα των αναφερόμενων κερδών, ο Skinner διαπιστώνει ότι η ύπαρξη και το ποσό πληρωμών μερισμάτων είναι πληροφορίες στο βαθμό που τα τρέχοντα αναφερόμενα κέρδη θα παραμείνουν και στο μέλλον.

### 1.19 Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner (2003)

Οι Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Skinner στο άρθρο “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings” παρατηρούν ότι τα συνολικά πραγματικά μερίσματα που πληρώθηκαν από τις βιομηχανικές εταιρίες αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια των προηγούμενων δύο δεκαετιών, παρόλο που ο αριθμός των εταιρειών που πλήρωσαν μερίσματα μειώθηκε κατά το ήμισυ. Η μείωση αυτή οφείλεται στους παρακάτω λόγους:

- Πολλές εταιρείες που καθιερωμένα διανέμουν μέρισμα, πλήρωσαν πολύ μικρά μερίσματα
- Πολλές εταιρείες που καθιερωμένα διανέμουν υψηλό μέρισμα, πλήρωσαν μέτριο ή ακόμα και πολύ χαμηλό μέρισμα

Αυτές οι τάσεις αντικατοπτρίζουν υψηλή και αυξανόμενη συγκέντρωση κερδών, κυρίως από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις που δένειμαν υψηλότερο μέρισμα. Για παράδειγμα, οι 25 επιχειρήσεις που δένειμαν μεγαλύτερο μέρισμα το 2000, συγκέντρωσαν το μεγαλύτερο ποσοστό κερδών ανάμεσα στις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Οι βιομηχανικές επιχειρήσεις εκθέτουν μια “two- tier” δομή, στην οποία μικρό ποσοστό επιχειρήσεων εισπράττουν τα μεγαλύτερα κέρδη του κλάδου και κατά συνέπεια διανέμουν και τα μεγαλύτερα μερίσματα. Ενώ αντίθετα, οι περισσότερες επιχειρήσεις του κλάδου ασκούν μέτρια επίδραση στα συνολικά κέρδη και μερίσματα.

### 1.20 P. Hribar, Nicole Thorn Jenkins and Bruce Johnson (2004)

Το άρθρο “Stock Repurchases as an Earnings Management Device” των P. Hribar, Nicole Thorn Jenkins and Bruce Johnson βασίζεται στο ερώτημα πως διαμορφώνονται τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) των επιχειρήσεων μετά από επαναγορές μετοχών κατά τη διάρκεια 1988- 2001. Για την απάντηση αυτή χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία εταιρειών που είχαν προβεί σε επαναγορές μετοχών και ερευνήθηκαν τα κέρδη πριν και μετά. Επίσης, ερευνήθηκε η αντίδραση της τιμής της μετοχής μετά από τις τριμηνιαίες ανακοινώσεις κερδών.

Το αποτέλεσμα ήταν πολλές επιχειρήσεις να αυξήσουν τα κέρδη μετά από επαναγορές μετοχών, ενώ λιγότερες επιχειρήσεις παρουσίασαν μείωση κερδών μετά από επαναγορές μετοχών. Συγκεκριμένα το 60% των επιχειρήσεων πέτυχαν το στόχο τους όσον αφορά την κερδοφορία μετά από επαναγορές μετοχών, ενώ για τις υπόλοιπες το αποτέλεσμα δεν ήταν αναμενόμενο.

### 1.21 Raj Chetty and Emmanuel Saez (2004)

Το Μάιο του 2003, το Αμερικάνικο κοινοβούλιο πέρασε το “tax relief” που περιελάμβανε μεγάλη αλλαγή στη φορολογία των επενδύσεων. Με αυτό τα κεφαλαιακά κέρδη και τα μερίσματα φορολογούνται ίσα με υψηλότερη φορολογία 15%, περιορίζοντας το φόρο των μερισμάτων. Κατά τη διάρκεια της περιόδου όπου ο νόμος αυτός προτάθηκε, πριν ακόμα περάσει, η Microsoft ανακοίνωσε ότι θα αρχίσει να πληρώνει μερίσματα για πρώτη φορά μετά από 28 έτη λειτουργίας. Εταιρείες με τεχνολογικό αντικείμενο, όπως οι Cisco και Oracle αποφάσισαν να προχωρήσουν σε διανομή μερισμάτων, αν ο φόρος μερισμάτων μειωθεί.

Στα πλαίσια αυτής της φορολογικής μεταρρύθμισης, οι Chetty and Saez μέσα από το άρθρο τους “Do Dividend Payments Respond to Taxes? Preliminary Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut”, συνδέουν την μερισματική πολιτική με την υπάρχουσα φορολογία στην Αμερική, με στοιχεία που χρησιμοποίησαν από Κέντρο ερευνών στις τιμές ασφάλειας (CRSP) για τη χρονική περίοδο από το 1980 έως το πρώτο τρίμηνο του 2004.

Το 2003 στην Αμερική ο φορολογικός συντελεστής που βαρύνει τα μερίσματα μειώθηκε από 35% σε 15%, δίνοντας μια μοναδική ευκαιρία στις Αμερικάνικες επιχειρήσεις να αναλύσουν τα αποτελέσματα της φορολογίας στις πληρωμές μερισμάτων.

Πρώτον, το μέρος των δημόσιων εμπορικών εταιριών που πληρώνουν μερίσματα άρχισε να αυξάνεται ακριβώς μετά το 2003, ενώ μέχρι τότε μειωνόταν συνεχώς για περισσότερο από δύο δεκαετίες. Σχεδόν 150 εταιρίες έχουν αρχίσει πληρωμές μερισμάτων μετά από τη μείωση φορολογίας, προσθέτοντας περισσότερα από \$1.5 δισεκατομμύρια για να αθροίσουν τα

τριμηνιαία μερίσματα. Οι περισσότερες από αυτές τις εταιρίες άρχισαν να πληρώνουν κανονικό και επαναλαμβανόμενο έκτακτο μέρισμα.

Δεύτερον, πολλές εταιρίες που πλήρωναν ήδη μερίσματα πριν από τη μεταρρύθμιση αύξησαν τις κανονικές πληρωμές μερισμάτων σημαντικά μετά από τη μείωση του φορολογικού συντελεστή.

Τρίτον, τα πρόσθετα μερίσματα αυξήθηκαν επίσης, αλλά η επίδραση τους είναι πιθανό να είναι μικρή σχετικά με τις αυξήσεις στις κανονικές διανομές μακροπρόθεσμα.

Τα αποτελέσματα αυτά είναι σημαντικά για όλα τα μεγέθη επιχειρήσεων. Η αύξηση των κανονικών πληρωμών μερισμάτων μετά τη μεταρρύθμιση του 2003 είναι πρωτοφανής.

Ο νόμος φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986, ο οποίος επίσης είχε μειώσει σημαντικά το φορολογικό συντελεστή μερισμάτων, οδήγησε σε μια προσωρινή άνοδο τις πρόσθετες πληρωμές μερισμάτων, αλλά δεν είχε επιπτώσεις στις κανονικές πληρωμές μερισμάτων.

### 1.22 Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler (2004)

Οι Baker and Wurgler στο άρθρο “A Catering Theory of Dividends” υποδεικνύουν ότι η ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που δίνουν μέρισμα αναγκάζει τις εταιρίες να διανέμουν μερίσματα.

Ξεκινούν με την υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να πληρώσουν ένα premium στην τιμή της μετοχής που δίνει μέρισμα. Η ζήτηση για αυτές τις μετοχές οδηγεί την απόφαση της διοίκησης μιας εταιρείας να διανείμει ή όχι μέρισμα.

Για να ελέγξουν αν ισχύει αυτή η υπόθεση κατασκεύασαν ένα μοντέλο στο οποίο μια μετοχή έπαιρνε τέσσερις τιμές- κριτήρια, τα οποία καθόρισαν την ζήτηση των επενδυτών και κατέληξαν στο αποτέλεσμα ότι “Εταιρείες που δεν πληρώνουν μέρισμα, αρχίζουν να πληρώνουν μέρισμα όταν η ζήτηση είναι υψηλή και εταιρείες που συνήθως πληρώνουν μέρισμα τείνουν να παραλείπουν διανομή μερίσματος όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή”.

Περαιτέρω ανάλυση επιβεβαιώνει ότι το αποτέλεσμα αυτό εξηγείται καλύτερα με την θεωρία παροχής μερισμάτων, παρά με άλλες θεωρίες μερισματικής πολιτικής.

### 1.23 Harry DeAngelo and Linda DeAngelo (2004)

Σε συνέχεια το 2004 οι [Harry DeAngelo and Linda DeAngelo](#) δημοσίευσαν το άρθρο “Payout Policy Irrelevance and the Dividend Puzzle”, όπου προσπάθησαν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα: γιατί οι επιχειρήσεις διανέμουν μεγάλα μερίσματα, λαμβάνοντας υπόψη την φορολογική νομοθεσία. Το Dividend puzzle βασίζεται στην υπόθεση ότι τα μικρά ή μηδενικά μερίσματα θεωρούνται καλύτερα γιατί προσφέρουν φορολογικό πλεονέκτημα σε αγορές χωρίς τριβή. Αυτή η λογική φέρει διαφωνίες σχετικά με τη φύση αδιαφορίας της μερισματικής πολιτικής και τις επιπτώσεις της φορολογίας. Πιο συγκεκριμένα, θεωρείται ότι οι επενδυτές μπορούν να καθορίσουν μόνοι τους το επίπεδο μερισμάτων που επιθυμούν και το επιτυγχάνουν πουλώντας και αγοράζοντας μετοχές και αφαιρώντας τη σχετική φορολογία. Επομένως, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση.

Στις χωρίς τριβή αγορές, όλες οι βέλτιστες πολιτικές απαιτούν ουσιαστικές πολιτικές διανομής κερδών. Η επιβολή των προσωπικών φόρων διαταράσσει τη χωρίς τριβή ισορροπία, αλλά δεν αλλάζει το γεγονός ότι όλες οι βέλτιστες πολιτικές απαιτούν ουσιαστικά ποσοστά διανομής κερδών. Πολλές εταιρίες έχουν χαμηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων για εκτεταμένες περιόδους. Εν ολίγοις, το τυποποιημένο πρότυπο χρηματοδότησης (με ή χωρίς φόρους) υπονοεί, απαιτεί, και προβλέπει μεγάλα ποσοστά διανομής κερδών που παρατηρούνται στον κόσμο.

### 1.24 Brandon Julio and David L. Ikenberry (2004)

Οι [Julio and Ikenberry](#) στο άρθρο “Reappearing Dividends” παρατηρούν ότι κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών του 20ού αιώνα, οι Αμερικάνικες επιχειρήσεις μείωσαν τη διανομή μερισμάτων.

Σε αυτό, ίσως συνέβαλλε και η αύξηση επαναγορών μετοχών της δεκαετίας του '90. Όμως, από το 2000 και μετά η τάση των εταιρειών να διανέμουν μερίσματα ενισχύεται.

Υπάρχουν πέντε πιθανοί λόγοι που οδήγησαν στην επανεμφάνιση μετοχών:

Λαμβάνοντας υπόψη την έκρηξη στις νέες εταιρίες κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90, διαπιστώνουμε ότι **μια μερίδα αυτής της επανεμφάνισης εξηγείται από τη «υπόθεση ωριμότητας»**. Ένα απλό πρότυπο που στηρίζεται μόνο στους παράγοντες ωριμότητας προβλέπει επίσης μια πρόσφατη στροφή στη διανομή μερισμάτων.

Επίσης διαπιστώνουμε ότι μερικές εταιρίες μπορεί να είχαν επιλέξει να χρησιμοποιήσουν τα **μερίσματα ως σήμα «εμπιστοσύνης»** αμέσως μετά τις ανησυχίες επενδυτών σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση.

Επιπλέον, οι εταιρίες έχουν αποκριθεί στη **φορολογική περικοπή μερισμάτων** της διακυβέρνησης Μπους, όμως αυτή η ιστορία δεν είναι πλήρης καθώς η επανεμφάνιση στα μερίσματα αρχίζει πολύ προτού να εμφανιστεί η φορολογική μεταρρύθμιση.

Είναι πιθανό η πρόσφατη επανεμφάνιση **να οφείλεται απλά στις διοικήσεις των επιχειρήσεων** που εξυπηρετούν στις ιδιοτροπίες των επενδυτών, αυτή η άποψη όμως δεν έχει πολλούς υποστηρικτές.

Άλλη άποψη υποστηρίζει ότι τα κέρδη διανέμονται σε όλο το ποσοστό λόγω της **μη διαθεσιμότητας καλών προγραμμάτων επένδυσης**.

### 1.25 Yaniv Grinstein and Roni Michaely (2005)

Οι **Grinstein and Michaely (2005)** με το άρθρο τους “Institutional Holdings and Payout Policy” πραγματοποίησαν έρευνα σε δημόσιες εταιρίες των Η.Π.Α., όπου εξέτασαν τη σχέση μεταξύ Θεσμικών επενδυτών και μερισματικής πολιτικής στις δημόσιες Αμερικάνικες επιχειρήσεις.

Οι θεσμικοί επενδυτές αποφεύγουν εταιρίες που δεν διανείμουν μέρισμα. Εντούτοις, μεταξύ των εταιριών που πληρώνουν μερίσματα, προτιμώνται εταιρίες που πληρώνουν λιγότερα μερίσματα.

Επίσης, τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επενδυτές προτιμούν εταιρίες που προβαίνουν σε επαναγορές μετοχών και μεταξύ των επαναγορών ειδικότερα προτιμώνται κανονικές έναντι εκτάκτων επαναγορών μετοχών.

Οι Θεσμικοί επενδυτές δεν επιζητούν τις εταιρίες για να αυξήσουν τα μερίσματά τους, τις επαναγορές τους, ή τις συνολικές πληρωμές τους.

Τέλος, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα υψηλά μερίσματα δεν προσελκύουν τους θεσμικούς επενδυτές, αλλά ούτε και οι Θεσμικοί επενδυτές πιέζουν τις επιχειρήσεις για μεγαλύτερη διανομή κερδών.

### 1.26 Gustavo Grullon, Roni Michaely and Bhaskaran Swaminathan (2005)

Οι **Grullon, Michaely and Swaminathan (2005)**, με το άρθρο τους “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?” συσχετίζουν τα μελλοντικά κέρδη, τον κίνδυνο και τις μερισματικές αλλαγές. Το άρθρο αυτό αποτελεί συνέχεια των άρθρων των Lintner (1956), Bhattacharya (1979), Williams (1985) και Miller and Rock (1985) και Jensen (1986).



Ξεκινούν με την υπόθεση ότι η αύξηση των μερισμάτων δείχνει ότι η επιχείρηση έχει μειωμένο κίνδυνο αλλά και συνεπαγόμενη μείωση των μελλοντικών κερδών.

Οι επιπτώσεις της μείωσης του κινδύνου είναι σημαντικότερες από τις επιπτώσεις του περιορισμού των κερδών και γι' αυτό το λόγο η αγορά αντιδρά θετικά. Μάλιστα, έδειξαν πως οι εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα τους παρουσιάζουν μεγάλη μείωση του μη συστηματικού τους κινδύνου, ενώ εταιρείες που μειώνουν μερίσματα παρουσιάζουν σημαντική αύξηση του μη συστηματικού τους κινδύνου.

### 1.27 John R. Graham, Campbell R. Harvey and Shiva Rajgopal (2005)

Οι [Graham, Harvey and Rajgopal](#) με το άρθρο "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting" πραγματοποίησαν έρευνα σε 421 επιχειρήσεις, εκ των οποίων οι 20 ήταν ολοκληρωμένες συνεντεύξεις σε στελέχη, με σκοπό να καθορίσουν τους βασικούς παράγοντες που οδηγούν στις αποφάσεις να κάνουν εκούσιες αποκαλύψεις και να παρουσιάσουν την πορεία της επιχείρησης στο ευρύ κοινό.

Η πλειοψηφία των εταιριών θεωρούν τα κέρδη, ιδιαίτερα τα κέρδη ανά μετοχή (EPS), πιο σημαντικά από τις ταμειακές ροές για την προσέλκυση επενδυτών. Επίσης, οι περισσότερες εταιρείες θα απέφευγαν τη διεξαγωγή ενός επενδυτικού σχεδίου με θετική καθαρή παρούσα αξία, εάν αυτό είχε αποτέλεσμα τη μείωση της κερδοφορίας για ένα τρίμηνο. Παράλληλα, περισσότερες από τα 3/4 των εταιριών προτίμησαν διατηρήσιμη κερδοφορία από αύξηση της οικονομικής αξίας της επιχείρησης.

Οι διοικήσεις των εταιριών πιστεύουν ότι καταγράφοντας έκτακτα κέρδη, ή χάνοντας έναν στόχο κερδοφορίας, μειώνεται και η προβλεψιμότητα των κερδών και επομένως, είναι πιθανό να μειωθεί η τιμή της μετοχής αφού αναλυτές και επενδυτές αποστρέφονται την αβεβαιότητα.

Επίσης, κατέγραψαν ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων κάνουν εκούσιες αποκαλύψεις για την πορεία της επιχείρησης, προκειμένου να περιορίσουν τον κίνδυνο πληροφόρησης. Την ίδια στιγμή όμως, αποφεύγουν να αποκαλύψουν δεδομένα που είναι δύσκολο να διατηρήσουν στο μέλλον.

Γενικά, οι διοικήσεις των εταιριών προσπαθούν να δώσουν κίνητρα για αύξηση της τιμής της μετοχής κάνοντας εκούσιες αποκαλύψεις για την κερδοφορία της επιχείρησης, αλλά αποφεύγουν να δίνουν στοιχεία, όπως το χρέος, το πολιτικό κόστος και τα μελλοντικά σχέδια για bonus.

### 1.28 Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey and Roni Michaely (2005)

Οι Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) με το άρθρο “Payout policy in the 21st century” πραγματοποίησαν έρευνα σε 407 επιχειρήσεις στη Γερμανία, εκ των οποίων οι 23 ήταν ολοκληρωμένες συνεντεύξεις σε οικονομικούς διευθυντές, με σκοπό να ορίζουν τους παράγοντες που καθορίζουν την μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών.

Κατέληξαν δε στο συμπέρασμα ότι η απόφαση της εταιρείας να διατηρήσει το επίπεδο μερισμάτων σταθερό συσχετίζεται με την απόφαση για επενδύσεις, ενώ η απόφαση για αγορά ιδίων μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα υπολογιστούν οι υπόλοιπες ταμειακές ροές μετά από τα έξοδα επένδυσης.

Οι συγγραφείς συμφωνούν με τον Lintner ότι η πρόβλεψη σταθερότητας για τα μελλοντικά κέρδη ακόμα επηρεάζει την μερισματική πολιτική των εταιρειών, όμως υποστηρίζουν ότι η επιρροή αυτή έχει μειωθεί.

Πολλοί διευθυντές τάχθηκαν υπέρ των επαναγορών μετοχών διότι θεωρούν ότι είναι πιο ευέλικτες από τα μερίσματα, σε μια προσπάθεια να συγχρονίσουν το μετοχικό κεφάλαιο με την αγορά αυξάνοντας τα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Παράλληλα, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στην έρευνα δήλωσαν αδιαφορία μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών και συμμερίστηκαν την άποψη ότι η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας έχει μικρή επίδραση στο πελατολόγιο της εταιρείας, δηλαδή θεωρείται ότι οι μικρό-επενδυτές θα επιλέξουν την μετοχή αυτή ανεξάρτητα από το αν δίνει μέρισμα ή όχι.

Σε γενικές γραμμές, τα ευρήματα δείχνουν ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν υποστηρίζουν θεωρίες σήμανσης, κόστους αντιπροσώπευσης και υποθέσεων προσέλκυσης πελατείας. Ενώ, ο ρόλος της φορολογίας δεν θεωρήθηκε σημαντικός για την λήψη αποφάσεων της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρείας.

### 1.29 John R. Graham and Alok Kumar (2006)

Οι Graham and Kumar (2006) με το άρθρο τους “Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors” βασίστηκαν στον ισχυρισμό των Modigliani- Miller ότι η μερισματική πολιτική διαμορφώνει “πελάτες” με κοινά χαρακτηριστικά.

Στην έρευνα τους, μελέτησαν τη συμπεριφορά πάνω από 60,000 νοικοκυριών σχετικά με τις μετοχές που κατείχαν και τις συναλλαγές που πραγματοποίησαν και έδειξαν ότι οι επενδυτές λιανικής προτιμούν μετοχές με μερισματική απόδοση ανάλογη με τα χρόνια κυριότητας και αντιστρόφως ανάλογη με το εισόδημα των επενδυτών.

Με άλλα λόγια, μεγαλύτεροι σε ηλικία επενδυτές επιλέγουν μετοχές με μεγάλη μερισματική απόδοση, ενώ επενδυτές με υψηλότερα εισοδήματα προτιμούν μετοχές που δίνουν μικρότερη μερισματική απόδοση και αντιστοιχούν σε μικρότερη φορολογία.

Τα στοιχεία εμπορικών συναλλαγών ενισχύουν αυτή την οπτική: Μεγαλύτεροι σε ηλικία επενδυτές χαμηλότερου εισοδήματος συνήθως αγοράζουν μετοχές πριν την ημέρα κοπής μερίσματος. Συνεπώς, ανάμεσα σε μετοχές μικρών εταιρειών, η τιμή που διαμορφώνεται πριν την ημέρα κοπής μερίσματος, μειώνεται με την ηλικία και αυξάνεται με το εισόδημα.

Τέλος, συνεπής, με την παραπάνω υπόθεση συμπεριφοράς, είναι η παρατήρηση ότι παλαιότεροι και χαμηλού εισοδήματος επενδυτές αγοράζουν μετοχές μετά από τις ανακοινώσεις μερισμάτων.

### 1.30 Eva Liljeblom and Daniel Pasternack (2006)

Το άρθρο “Share Repurchases, Dividends and Executive Options: the Effect of Dividend Protection” των [Liljeblom and Pasternack](#) αναφέρεται σε σχετική έρευνα στη Φιλανδία σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις που ανήκουν σε ξένα κεφάλαια είναι πιο θετικές στην επαναγορά μετοχών από τις εγχώριες λόγω της διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης που υπάρχει ανάμεσα στους εγχώριους και ξένους επενδυτές. Επίσης, η έρευνα επιβεβαίωσε την ισχύ της θεωρίας σήμανσης και της υπόθεσης του κόστους συναλλαγών για μεγάλες αποζημιώσεις. Ενώ, σχετικά με τη διανομή μερισμάτων και επαναγορά μετοχών υποστήριξε ότι μετοχές που διανέμουν μέρισμα έχουν προχωρούν πιο εύκολα σε επαναγορές μετοχών από εταιρείες που δεν διανέμουν.

### 1.31 Alan V. Douglas (2007)

Συνέχεια στην παραπάνω έρευνα έδωσε ο [Al. Douglas](#) μέσα από το άρθρο “Managerial opportunism and proportional corporate payout policies”. Το άρθρο αυτό, σκοπό είχε να ερευνησει την προτίμηση των επιχειρήσεων για μερίσματα έναντι επαναγορών μετοχών. Παρουσίασε ένα αναλυτικό μοντέλο των προτιμήσεων των επιχειρηματιών και το πλεονέκτημα πληροφόρησης που έχουν και ανέλυσε πως προκύπτει η επιλογή τους. Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στην οικονομική θεωρία αντιπροσώπευσης.

Ο Al. Douglas κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η επαναγορά μετοχών αυξάνει την αξία της επιχείρησης σε σχέση με τη διανομή μερισμάτων, όταν η διοίκηση μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής πριν από μια επαναγορά μετοχών λόγω εσωτερικής πληροφόρησης. Επιπλέον, η επαναγορά μετοχών προσφέρει στη διοίκηση το πλεονέκτημα να συνεχίσει να έχει το έλεγχο της

εταιρείας αφού δεν θα αλλάξει το ιδιοκτησιακό καθεστώς και νέοι επενδυτές δεν θα διεκδικήσουν μερίδιο στην εταιρεία. Άλλωστε, η διοίκηση θα συνεχίσει να επηρεάζει την τιμή της μετοχής μετά την επαναγορά μετοχών λόγω της ανοδικής κλίσης της καμπύλης της μετοχής. Σε μικρή είσοδο νέων επενδυτών, το όφελος από την επαναγορά μετοχών δεν είναι τόσο μεγάλο και η καμπύλη μετοχών αντανακλά τις επιδράσεις της φορολογίας.

Επομένως, σε γενικές γραμμές η βούληση της διοίκησης να διατηρήσει το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τον έλεγχο πάνω στις αποφάσεις της εταιρείας μπορεί να επηρεάσει την μέθοδο διανομής κερδών. Η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής κερδών και η αξία που δίνει η αγορά στη μετοχή είναι αποτέλεσμα των αποφάσεων της διοίκησης.

### 1.32 Harry DeAngelo and Linda DeAngelo (2007)

Οι [Harry DeAngelo and Linda DeAngelo](#) στο άρθρο “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why” κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι πρέπει να εγκαταλείψουμε τη θεωρία αδιαφορίας των Modigliani- Miller (1961), γιατί οι υποθέσεις των Modigliani- Miller παρεμποδίζουν την μερισματική πολιτική από το να γίνει αποτελεσματική. Επίσης, το θεώρημα αδιαφορίας δεν προσφέρει την κατάλληλη συνταγή για διοικητική συμπεριφορά.

Ένα απλό παράδειγμα διευκρινίζει γιατί πρέπει να προτιμηθεί η πλήρης διανομή κερδών και γιατί η μερισματική πολιτική και η πολιτική επενδύσεων είναι σημαντικές ακόμα και όταν δεν υπάρχει κόστος διαμεσολάβησης.

Ένας απλός κύκλος ζωής σε γενικές γραμμές εξηγεί τις τελευταίες τάσεις της “payout policy” σε Ευρώπη και Αμερική.

### 1.33 Jeffrey R. Brown, Nellie Liang, and Scott Weisbenner (2007)

Οι [Brown, Liang and Weisbenner](#) στο άρθρο :” Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut” ερευνούν εάν το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζει την μερισματική πολιτική χρησιμοποιώντας την μείωση του φόρου των μερισμάτων που πραγματοποιήθηκε το 2003.

Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι διοικήσεις με μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας είχαν μεγαλύτερες πιθανότητες να αυξήσουν τα μερίσματα, μετά από τη μείωση φορολογίας. Βέβαια, δεν εντοπίστηκε συσχέτιση φόρου-μερίσματος για περιόδους πριν την φορολογική μεταρρύθμιση.

Επίσης, επιχειρήσεις που διένειμαν μέρισμα για πρώτη φορά το 2003, είχαν μεγαλύτερες πιθανότητες να μειώσουν τις επαναγορές μετοχών.

Η επίδραση της μείωσης της φορολογίας στην τιμή της μετοχής, έχει ως συνέπεια η διανομή μερισμάτων να υποκαθίσταται με επαναγορές μετοχών. Στο αποτέλεσμα αυτό άλλωστε συμβάλλει τα αντικρουόμενα συμφέροντα αντιπροσώπευσης.

Στο κεφάλαιο αυτό ορίσαμε τη μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών, ενώ παράλληλα έγινε αναφορά στη σχετική διεθνή βιβλιογραφία. Στα επόμενα κεφάλαια θα αναλύσουμε πως απορρέουν οι αποφάσεις των επιχειρήσεων σύμφωνα με σχετικές θεωρίες για διανομή μερισμάτων και επαναγορά μετοχών, ενώ με τη μέθοδο του ερωτηματολογίου θα προσπαθήσουμε να ερμηνεύσουμε τις αποφάσεις των ελληνικών εισηγμένων επιχειρήσεων. Επίσης, θα γίνει αναφορά στο ελληνικό θεσμικό πλαίσιο και την ιστορική πρακτική των ελληνικών επιχειρήσεων.

## ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ



## 2.

## Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής

Η Μερισματική Πολιτική των επιχειρήσεων διαχωρίζεται κυρίως στην απόφαση μεταξύ της διανομής των κερδών ή παρακράτησης και επανεπένδυσης τους. Επίσης, περιλαμβάνει αποφάσεις σχετικές με το ύψος του μερίσματος, τη σταθερότητα και τη συχνότητα καταβολής του.

Οι παραπάνω αποφάσεις που θα πρέπει να ληφθούν από τις επιχειρήσεις δεν είναι καθόλου προφανείς και λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. Επομένως, το δίλημμα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής είναι αν η επιχείρηση θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της από τα ίδια κεφαλαία, ή υψηλό μέρισμα, με αποτέλεσμα τη χρηματοδότηση επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά.

Η μερισματική πολιτική που ακολουθείται από την επιχείρηση, επηρεάζεται από παράγοντες όπως: η κερδοφορία της επιχείρησης, ο ρυθμός αύξησης και η σταθερότητα των κερδών, η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης, η ταμειακή θέση, η ανάγκη αποπληρωμής των δανείων, ο έλεγχος της επιχείρησης, η διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το ύψος των μερισμάτων, η φορολογική κατάσταση των μετόχων και η φορολογική κατάσταση της εταιρείας.

### Ορισμός:

Με τον όρο «**Μέρισμα**» εννοούμε την **κατανομή μέρους των κερδών, της χρηματικής ροής ή κεφαλαίου μιας εταιρείας στους μετόχους, υπό τη μορφή μετρητών ή πρόσθετων μετοχών.**

**Η πληρωμή ενός μερίσματος μπορεί να είναι στη μορφή μετοχών αντί μετρητών.** Το μέρισμα μετοχών μπορεί να είναι πρόσθετες μετοχές στην εταιρεία ή μπορεί να είναι μετοχές σε μια θυγατρική. Τα μερίσματα μετοχών χρησιμοποιούνται συνήθως προκειμένου να διατηρηθεί η ρευστότητα που απαιτείται για τη λειτουργία της επιχείρησης. Σε αντίθεση με ένα χρηματικό μέρισμα, τα μερίσματα μετοχών δε φορολογούνται μέχρι να πουληθούν.

### Οι επιχειρήσεις επιλέγουν να καταβάλλουν μέρισμα σε μία από τις παρακάτω μορφές:

- Μερίσματα σε μετρητά (κανονικά ή έκτακτα)
- Μερίσματα σε μετοχές
- Επαναγορά Μετοχών

Ποια μορφή όμως προτιμούν οι επενδυτές; Πάνω σε αυτό το ερώτημα έχουν αναπτυχθεί οι τρεις παρακάτω θεωρίες:

## 2.1 Θεωρία Αδιαφορίας (Dividend Irrelevance Theory)

Κύριοι υποστηρικτές της θεωρίας αυτής είναι οι **Modigliani- Miller (1961)** όπου ισχυρίζονται ότι τα μερίσματα είναι αδιάφορα, κάτω από τις ακόλουθες περιοριστικές συνθήκες:

- Η ύπαρξη Τέλειων Αγορών, δηλαδή αγορών χωρίς φόρους, έξοδα μεταβίβασης, χωρίς τη δυνατότητα επιρροής στην τιμή της μετοχής και ύπαρξης δωρεάν και όμοιας πληροφόρησης προς όλους τους επενδυτές.
- Η Ορθολογική Συμπεριφορά των επενδυτών
- Η Βεβαιότητα για την Επενδυτική Πολιτική της εταιρείας
- Η δράση των διοικήσεων των επιχειρήσεων προς όφελος των μετόχων.

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, **οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών, προερχομένων από παρακράτηση κερδών**. Οι επενδυτές αν χρειάζονται μετρητά, μπορούν να πωλήσουν μετοχές, ενώ αν δεν χρειάζονται μετρητά, μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Επομένως, δεν θα πληρώσουν υψηλότερες τιμές για επιχειρήσεις με μεγαλύτερη μερισματική διανομή και συνεπώς η μερισματική πολιτική δεν μπορεί να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης.

Η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητα της να δημιουργεί κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη, αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Η θεωρία αυτή επικρίθηκε κυρίως λόγω έλλειψης ρεαλισμού των υποθέσεων της. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις πληρώνουν φόρους αλλά και έξοδα έκδοσης νέων μετοχών και οι μέτοχοι αν έχουν πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αξιοποιήσουν, αλλά και να διαχειριστούν πληροφορίες σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από ότι οι επενδυτές. Επίσης, στην πράξη η μερισματική πολιτική είναι συνδεδεμένη και σε ένα βαθμό αλληλοσχετίζεται με την επενδυτική πολιτική [**Τσαγκαράκης (2007)**].



## 2.2 Bird in the Hand Theory

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, **οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη, επομένως προτιμούν τα μερίσματα**. Αν αυτό ισχύει, οι επενδυτές θα αξιολογήσουν καλύτερα επιχειρήσεις που διανέμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια υψηλή τιμή  $P_0$ .

Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντιπαράθεση με τη θεωρία των [Modigliani- Miller \(1961\)](#). Εδώ, η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αποτελεί εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων προς διανομή και καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων.

Κύριοι εκπρόσωποι της θεωρίας αυτής είναι οι [Gordon \(1962\) and Lintner \(1956\)](#), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα έχουν μικρότερο κίνδυνο από τα κεφαλαιακά κέρδη. Μάλιστα, προτρέπουν τις επιχειρήσεις να κρατούν το payout ratio (δείκτη μερισμάτων/ καθαρά κέρδη) υψηλό.

## 2.3 Θεωρία Επιλογής Φορολογίας (Tax Preference Theory)

Η Θεωρία επιλογής φορολογίας των [Litzenberger and Ramaswamy \(1982\)](#) βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη.

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον. Αυτό μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή  $P_0$ . Επομένως, **οι μέτοχοι προτιμούν τη διανομή χαμηλού ποσοστού μερισμάτων από τα κέρδη χρήσεως διότι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τα κεφαλαιακά κέρδη**.

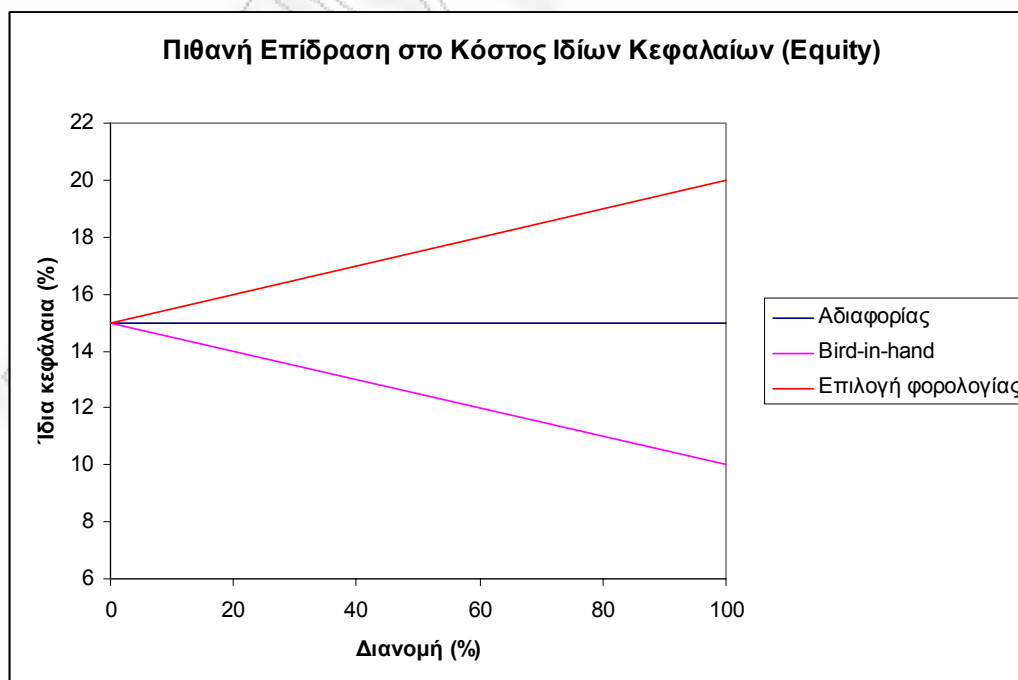
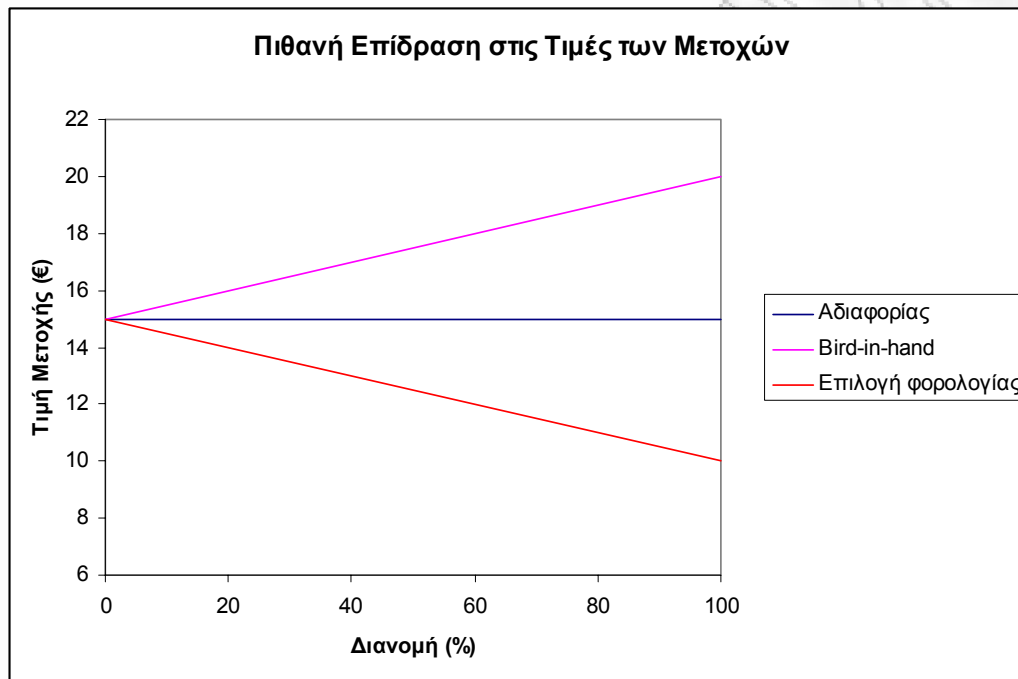
Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη και τα επανεπενδύουν, με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας και συνεπώς την μετέπειτα αύξηση της τιμής της μετοχής.

Γενικά, οι [Litzenberger και Ramaswamy \(1982\)](#) ισχυρίζονται ότι οι μέτοχοι θα πρέπει να επιδιώκουν μακροπρόθεσμες μετοχές με υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα, κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη τους, δηλαδή δεν πωλούν τις μετοχές τους, έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντιστοίχου φόρου να αυξάνει την συνολική

απόδοση καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

### Σύγκριση των τριών θεωριών

Οι παραπάνω θεωρητικές προσεγγίσεις οδηγούν σε αντιφατικά αποτελέσματα και συμπεράσματα.



Ο εμπειρικός έλεγχος δεν έχει προσδιορίσει ποια θεωρία είναι σωστή. Έτσι, η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων αφήνεται στην κρίση των στελεχών τους.

Οι επιχειρήσεις δεν πρέπει να προσπερνούν επενδύσεις με θετική καθαρή Παρούσα Αξία (NPV) για να αυξήσουν το μέρισμα.

Στο εξωτερικό συχνά τα στελέχη επιλέγουν τη **Διανομή Υπολειμματικού Μέρισματος (Residual Dividend)**, δηλαδή διανομή του υπολοίπου των κερδών αφού πρώτα αφαιρεθούν τα παρακρατηθέντα κέρδη που απαιτούνται για τον προϋπολογισμό των επενδύσεων. Αυτό προσφέρει το πλεονέκτημα ότι ελαχιστοποιεί το κόστος διάθεσης και έκδοσης μετοχών και μειώνει το Μέσο Σταθμικό Καθαρό Κόστος (WACC). Ως αρνητικό της θεωρίας αυτής αναφέρεται το ότι δεν ακολουθείται σταθερή πολιτική λόγω αλλαγής της μερισματικής πολιτικής, γεγονός που προκαλεί σύγχυση στους επενδυτές και κρίνεται αρνητικά.

Αυτό έχει ως συνέπεια η Πολιτική Υπολειμματικού Μέρισματος να μην απευθύνεται σε καμία πελατειακή ομάδα, αφού διαφορετικές ομάδες επενδυτών (Clientes) προτιμούν διαφορετικές μορφές μερίσματος. Επομένως, η παρελθούσα μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης προσδιορίζει τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών – πελατών και η πελατειακή επίδραση καθυστερεί τη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής. Ενώ, οι φόροι και τα έξοδα συναλλαγών επιβαρύνουν τους επενδυτές που θα πρέπει να αλλάξουν επιχειρήσεις.

Εκτός από τη θεωρία Πελατειακής Επίδρασης, παρακάτω αναλύονται οι βασικότερες θεωρίες και οι παράγοντες επιρροής της μερισματικής πολιτικής.

## 2.4 θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory - Θεωρία ασύμμετρης Πληροφόρησης (Asymmetric Information))

Όταν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν περισσότερη πληροφόρηση από ότι οι απλοί επενδυτές, τότε ζητούν επασφάλιστρο κινδύνου [Barry and Brown (1985, 1986) and Merton (1987)]. Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου μειώνοντας το κόστος πληροφόρησης μέσω της αυξημένης εθελοντικής αποκάλυψης πληροφοριών. Η ηθελημένη αποκάλυψη πληροφοριών μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ μη πληροφοροημένων και πληροφοροημένων επενδυτών και έτσι αυξάνεται η ρευστότητα της μετοχής. [Diamond and Verrecchia (1991) and Kim and Verrecchia (1994)]. Σε έρευνα των Graham, Harvey and Rajgopal (2005), οι περισσότεροι από τα στελέχη επιχειρήσεων συμφώνησαν ή συμφώνησαν απόλυτα με το κίνητρο που προσφέρει ο κίνδυνος πληροφόρησης. Η αγορά αντιδρά πολύ αρνητικά στις δυσάρεστες εκπλήξεις. Αυτό όμως μπορεί να αποφευχθεί μέσω της έγκυρης πληροφόρησης.

Το πιο σημαντικό κίνητρο για αυτές τις αποκαλύψεις είναι η μείωση της αβεβαιότητας για τις επιχειρήσεις. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων διαχωρίζουν τον κίνδυνο σε κίνδυνο πληροφόρησης και πραγματικό κίνδυνο. Όπως ένας διευθυντής θέτει: “ο κίνδυνος πληροφόρησης φαίνεται όταν η αγορά δεν έχει ολοκληρωμένη πληροφόρηση για ένα γεγονός ή για επισφαλείς χρηματοροές, ενώ ο πραγματικός κίνδυνος σχετίζεται με την αβεβαιότητα των υποκείμενων χρηματοροών. Η ηθελημένη πληροφόρηση μειώνει τον κίνδυνο πληροφόρησης μιας επιχείρησης, ειδικά αν προβλέπει καλύτερα τα κέρδη.

Η θεωρία σήμανσης βασίζεται στην ιδέα ότι τα μερίσματα συχνά χρησιμοποιούνται ως ένα σήμα από τη διοίκηση προς την αγορά και περιλαμβάνουν πληροφορίες για την αλλαγή των μελλοντικών προοπτικών της επιχείρησης οι οποίες δεν ήταν πριν γνωστές στην αγορά [Miller and Modigliani (1961)].

Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές κρίνουν θετικά την αύξηση του μερίσματος που προέρχεται από αύξηση κερδών και αρνητικά τη μείωση του μερίσματος λόγω μείωσης κερδών. Αυτό βέβαια εξαρτάται από την οικονομική κατάσταση του επενδυτή. Είναι λογικό, οι επενδυτές- μέτοχοι στα ανώτερα φορολογικά κλιμάκια να προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μικρό μέρισμα, ενώ οι επενδυτές- μέτοχοι στα κατώτερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μεγάλο μέρισμα [Miller and Rock (1985)].

**Γενικά, οι επενδυτές θεωρούν τις αυξήσεις μερισμάτων ως «σήματα» της διοίκησης σχετικά με το πώς αντιλαμβάνονται το μέλλον. Οπότε, οι επιχειρήσεις δεν επιλέγουν να αυξήσουν το μέρισμα αν δεν θεωρούν μόνιμη την αύξηση κερδών [Miller and Modigliani (1961)].**

Επομένως, μια αύξηση της τιμής της μετοχής όταν αυξηθεί το μέρισμα μπορεί να απεικονίζει υψηλότερες προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη (EPS) και όχι την επιθυμία για μερίσματα. Άλλωστε η αύξηση διανομής μερίσματος μπορεί να

οφείλεται σε μείωση καλών επενδύσεων και όχι σε πραγματική αύξηση των κερδών.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις επίσης πιστεύουν ότι θα είναι πιο ωφέλιμο αν απελευθερώνοντας τα κακά νέα, τελικά μειώνουν το κόστος πληροφόρησης περισσότερο από ότι μειώνονται οι προσδοκίες για τις μελλοντικές χρηματοροές. Πιο συγκεκριμένα, μειώνοντας το κόστος πληροφόρησης στενεύει η κατανομή των αναμενόμενων χρηματοροών, αφήνοντας μόνο τον κίνδυνο να επηρεάσει τις τιμές της μετοχής, δυνητικά μειώνοντας το επασφάλιστρο κινδύνου οι επενδυτές ζητούν να κρατούν τη μετοχή της επιχείρησης.

Ένα ακόμη πλεονέκτημα του να απελευθερώνονται τα κακά νέα είναι ότι μπορεί να βοηθήσει μια επιχείρηση να αναπτύξει τη φήμη ότι προσφέρει ακριβή πληροφόρηση. Είναι σημαντικό για τα στελέχη της επιχείρησης να αποκτούν τέτοια φήμη: 92,1% από τις απαντήσεις της έρευνας των [Graham, Harvey and Rajgopal \(2005\)](#) πιστεύουν ότι αν αναπτύξουν τη φήμη της απόλυτης πληροφόρησης, θα είναι πιο εύκολο να έλκουν επενδυτές, αποκαλύπτοντας κάθε φορά τα στοιχεία που τους συμφέρουν.

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων πιστεύουν ότι αποφάσεις για διανομή μερισμάτων, όπως και για επαναγορά μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση στους επενδυτές. Αυτή η μεταφορά πληροφοριών όμως δεν πρέπει να συγχέεται με τη θεωρία σήμανσης. Τα στελέχη των εταιριών απορρίπτουν τον ισχυρισμό ότι τα μερίσματα θεωρούνται σήματα που μεταφέρουν σωστές πληροφορίες στο ευρύ κοινό ή κάνουν μια εταιρία να ξεχωρίζει από τις ανταγωνίστριες επιχειρήσεις [[Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#)]. Άλλωστε, η θεωρία σήμανσης δεν είναι σχεδιασμένη για να προβλέπει αποφάσεις.

## 2.5 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory)

Ο **Jensen (1986)** ισχυρίστηκε ότι **οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν κίνητρο να επεκτείνουν τις επιχειρήσεις πέρα από το λειτουργικό τους μέγεθος** διότι:

1. Αυξάνουν την δύναμη τους εφόσον ελέγχουν μεγαλύτερο κομμάτι του πλούτου και βελτιώνεται η θέση τους στην κλίμακα του ανταγωνισμού.
2. Επίσης, αυξάνεται ο μισθός τους αφού είναι ανάλογος με το μέγεθος της εταιρείας.

Επομένως, εάν η επιχείρηση έχει πλεονάζοντα κεφάλαια, τα στελέχη της επιχείρησης θα επενδύσουν σε επιχειρηματικά σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία  $NPV < 0$ . Το πρόβλημα αυτό της υπερεπένδυσης μπορεί να μετριασθεί μειώνοντας τα παραπάνω κεφάλαια.

Ο **Easterbrook (1984)** ισχυρίστηκε ότι αν μέσω των μερισμάτων οι επιχειρήσεις ανήκουν στις κεφαλαιαγορές, και τα στελέχη τους ελέγχονται με χαμηλό κόστος, τότε περιορίζεται ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις σε βάρος των επενδυτών που κατέχουν μετοχές τους.

**Η θεωρία αντιπροσώπευσης βασίζεται στα αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ διοικήσεων και επενδυτών, που δημιουργούνται με τη διανομή μερισμάτων.** Η διανομή μερισμάτων μειώνει τις πηγές που ελέγχει η διοίκηση της επιχείρησης και κατά συνέπεια μειώνεται και η δύναμη της διοίκησης, εφόσον είναι δυνατό για την επιχείρηση να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και έτσι να ελεγχθεί από την κεφαλαιαγορά.

Ο ανταγωνισμός όμως σε συνδυασμό με τον μηχανισμό της αγοράς έχει την τάση να μειώνει τις τιμές. Οπότε, κάνει δύσκολη την επιβίωση της επιχείρησης και αναγκαίο για την επιχείρηση να βελτιώσει το προϊόν και την αποτελεσματικότητά της. Αυτό όμως δεν είναι πάντα εφικτό .

Σε τέτοιες περιπτώσεις ο έλεγχος από τμήμα εσωτερικού ελέγχου της εταιρείας είναι πολύ σημαντικός. Η επιχείρηση για να επιβιώσει πρέπει να εξασφαλίσει επιπλέον ελεύθερες ταμειακές ροές προκειμένου να υποστηρίξει επενδυτικά σχέδια με καθαρή παρούσα αξία (NPV) θετική όταν το σχετικό κόστος κεφαλαίου μειώνεται.

Τα αντικρουόμενα συμφέροντα επενδυτών- διοίκησης και οι αποφάσεις που θα πάρει η διοίκηση κρίνονται πολύ σημαντικά για την επιβίωση της επιχείρησης. Το πρόβλημα που δημιουργείται είναι τι κίνητρο πρέπει να έχει η διοίκηση της επιχείρησης ώστε να διανείμει τις πλεονάζουσες ταμειακές ροές στους επενδυτές και να αποφύγει να τις επενδύσει όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι αρνητική.

## 2.6 Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης (Clientele Effect Theory)

Η θεωρία Πελατειακής Επίδρασης αναφέρεται σε φυσικούς επενδυτές-πελάτες (μικρο- επενδυτές) για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Οι επενδυτές αυτοί προτιμούν μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα. Με τον τρόπο αυτό, αυξάνουν τη ζήτηση και συνεπώς αυξάνουν και την τιμή της μετοχής.

Επίσης, έχει παρατηρηθεί ότι μεταβολές στη φορολογική νομοθεσία έχουν ως συνέπεια μεταβολές στη μερισματική πολιτική των εταιρειών. **Μέτοχοι που ανήκουν στα ανώτερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μικρό μέρισμα διότι δεν φορολογούνται για τα παρακρατηθέντα κέρδη της επιχείρησης τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή και έχουν την επιλογή για τη χρονική στιγμή στην οποία θα φορολογηθούν για τα κεφαλαιακά τους κέρδη. Αν τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και η εταιρεία προβεί σε μείωση των μερισμάτων της, τότε αυτή η αλλαγή πρέπει να καλωσορισθεί από την αγορά προς όφελος των μικρο-επενδυτών [Elton and Gruber (1970)].** Η φορολογία των μερισμάτων διαφέρει σε κάθε χώρα ανάλογα με την ισχύουσα νομοθεσία. Το καθεστώς φορολογίας και το γενικότερο νομικό πλαίσιο γύρω από τη διανομή μερίσματος στην Ελλάδα παρουσιάζεται εκτενέστερα σε επόμενο κεφάλαιο

Διαφορετικές ομάδες επενδυτών προτιμούν διαφορετική μερισματική πολιτική. Συνήθως, οι επιχειρήσεις στοχεύουν σε συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών και για το λόγο αυτό ακολουθούν σταθερή μερισματική πολιτική, καθώς η παρελθούσα μερισματική πολιτική προσδιορίζει τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών. Οι μέτοχοι- πελάτες επιλέγουν να επενδύσουν σε συγκεκριμένες μετοχές ανάλογα με την κεφαλαιακή ή μερισματική απόδοση που προσφέρουν. Συνήθως οι επενδυτές επιζητούν την άμεση αποκόμιση κερδών έναντι των μελλοντικών κεφαλαιακών κερδών και έτσι προτιμούν να επιλέγουν μετοχές με υψηλό δείκτη μερίσματα/ κέρδη.

Σε περίπτωση που μια επιχείρηση επανεπενδύει τα κέρδη της χωρίς να διανείμει μέρισμα, η κατηγορία των μετόχων που επιθυμεί ετήσιο μέρισμα θα δυσαρεστηθεί με αποτέλεσμα να προσπαθήσει να ρευστοποιήσει μετοχές, έτσι ώστε να εισπράξει το εισόδημα που δεν διανεμήθηκε, μέσω των κεφαλαιακών κερδών. Επομένως, είναι αναμενόμενο οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα να επενδύσουν σε υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ αντίθετα αυτοί που δεν επιζητούν βραχυπρόθεσμα κέρδη να επενδύσουν σε χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Οι επιχειρήσεις σχεδιάζουν τη μερισματική πολιτική τους επί σειρά ετών με κριτήρια καθαρά χρηματοοικονομικά. Η πελατειακή επίδραση καθυστερεί τη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής. Οι φόροι και τα έξοδα συναλλαγών επιβαρύνουν τους επενδυτές που αλλάζουν επιχειρήσεις, καθώς η συχνή μεταβολή της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης κάνει την επένδυση των μετόχων ασύμφορη λόγω των υψηλών εξόδων προμήθειας και των φόρων μεταβίβασης των μετόχων [Allen, Bernardo and Welch (2000)].

Η σημαντικότητα της πελατειακής επίδρασης επιβεβαιώνεται και από τη σχετική βιβλιογραφία, όπου από τους [Modigliani- Miller \(1958\)](#) και τον [Gordon \(1961\)](#) έως και τις πιο πρόσφατες οικονομικές ψυχολογικές θεωρίες, όλες οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η συμπεριφορά των επενδυτών καθορίζει και την μερισματική πολιτική.

Ιδιαίτερα σημαντική είναι η επίδραση των θεσμικών επενδυτών στη Μερισματική Πολιτική. Οι θεσμικοί επενδυτές διαφέρουν από τους ιδιώτες. **Οι θεσμικοί επενδυτές διαχειρίζονται τεράστια ποσά κεφαλαίων και κατά συνέπεια επενδύουν μεγάλα ποσά στις μετοχές που επιλέγουν. Έτσι, οι επιχειρήσεις πρέπει να τους δώσουν τα κατάλληλα κίνητρα για να κεντρίσουν την προσοχή τους [Grossman and Hart (1980) and Shleifer and Vishny (1986)]** Επίσης έχουν μηχανισμούς συνεργασίας για να αυξάνουν την αποτελεσματικότητά τους στον έλεγχο των επιχειρήσεων, ακόμα και αν δεν έχουν επενδύσει μεγάλα ποσά.

**Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους μικρο-επενδυτές [Michaely and Shaw (1994)].** Ενώ παράλληλα, έχουν καλύτερη φορολογική μεταχείριση και κανονισμούς που τους διαχωρίζουν από τους ιδιώτες επενδυτές. Ένας τέτοιος κανονισμός είναι το δελτίο ταυτότητας που επιτρέπει στον θεσμικό επενδυτή να επενδύσει για λογαριασμό πελατών του. Αυτό έχει ως συνέπεια να υπόκειται στο κόστος αντιπροσώπησης, για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί μηχανισμοί που αποτρέπουν την κερδοσκοπία.

Οι [Grinstein and Michaely \(2005\)](#) ερεύνησαν αν η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων επηρεάζει τους θεσμικούς επενδυτές. Για το λόγο αυτό συνέλεξαν τα μερίσματα και τα Book values των επιχειρήσεων για 69 έτη περίπου, με σκοπό να υπολογίσουν το μέρισμα προς το book value. Διαχώρισαν στο δείγμα τους, τις επιχειρήσεις σε αυτές που πληρώνουν και σε αυτές που δεν πληρώνουν μέρισμα και τα διαπραγματεύσιμα αξιόγραφα ανά πέντε εκατομμύρια και υπολόγισαν το μέσο και το διάμεσο σε τρεις περιόδους 1980-5, 1986-90 και 1991-6.

Το αποτέλεσμα έδειξε ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν μετοχές που δίνουν μερίσματα χωρίς απαραίτητα να επιλέγουν την υψηλότερη μερισματική απόδοση. Μάλιστα, βρέθηκε ότι οι μεγαλύτερες επενδύσεις των θεσμικών ήταν στις μετοχές με το χαμηλότερο λόγο μέρισμα προς book value.

Άλλα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης που επηρεάζουν τους θεσμικούς επενδυτές είναι το μέγεθος, το market/book value, το beta και βιομηχανικοί παράγοντες. Γενικά, προτιμούν επιχειρήσεις με ευκαιρίες ανάπτυξης.

Οι [Grinstein and Michaely \(2005\)](#) επανέλαβαν τη διαδικασία χρησιμοποιώντας ως παραμέτρους τη μερισματική απόδοση, το μέρισμα/ κέρδη προ φόρων και τόκων και το μέρισμα/ καθαρά κέρδη. Η δεύτερη αυτή παλινδρόμηση επαλήθευσε τα προαναφερθέντα αποτελέσματα. Επίσης, βρέθηκε αρνητική σχέση ανάμεσα με μερίσματα μεγάλων εταιρειών. Αυτό ερμηνεύεται από το γεγονός ότι οι θεσμικοί επενδυτές προσπαθούν να μειώσουν τις επενδύσεις



τους σε επιχειρήσεις που ωριμάζουν, καθώς δεν υπάρχουν άλλες επιχειρηματικές ευκαιρίες ανάπτυξης, οπότε και αυξάνουν το μέρος που διανέμουν [Grullon, Michaely, and Swaminathan,(2001)].

Μέχρι εδώ αναφέρθηκε η επίδραση της μερισματικής πολιτικής σε θεσμικούς επενδυτές. Όμως, πρέπει επίσης να αναφερθεί η επίδραση των θεσμικών επενδυτών στη μερισματική πολιτική σύμφωνα με τη θεωρία αντιπροσώπευσης. Οι Grinstein and Michaely (2005) επανέλαβαν την προαναφερθείσα διαδικασία χρησιμοποιώντας ως παραμέτρους το μέγεθος και τη μερισματική απόδοση. Δεν βρέθηκε θετική ή αρνητική συσχέτιση ανάμεσα σε θεσμικές επενδύσεις σε χρόνο  $t$  και μερίσματα χρόνου  $t+1$ . Μια ερμηνεία των αποτελεσμάτων είναι ότι οι θεσμικοί επενδυτές δεν είναι υπέρ των υψηλών μερισμάτων και επηρεάζουν τις επιχειρήσεις να διανέμουν μεγάλο μέρος.

Το τελικό συμπέρασμα ήταν ότι **οι θεσμικοί επενδυτές δεν επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τη μερισματική πολιτική και η θεωρία αντιπροσώπευσης δεν επαληθεύεται. Η διανομή μερισμάτων δεν αυξάνεται λόγω των θεσμικών επενδυτών. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι θεσμικοί επενδυτές δίνουν μεγάλη προσοχή στον έλεγχο των επιχειρήσεων και προφυλάσσουν από φαινόμενα κερδοσκοπίας [Grinstein and Michaely (2005)].**

## 2.7 Παράγοντες Επιρροής Μερισματικής Πολιτικής

Παράλληλα, άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν την Μερισματική Πολιτική είναι η ρευστότητα, η ανάγκη αποπληρωμής χρεών, περιορισμοί σε δανειακές συμβάσεις, ο ρυθμός επέκτασης των στοιχείων του ενεργητικού, η πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές, ο έλεγχος της επιχείρησης, η φορολογία κ.α. Οι παράγοντες αυτοί αναλύονται εκτενέστερα παρακάτω:

### 2.7.1 Η αύξηση Κερδοφορίας

Παρατηρείται ότι εταιρίες με υψηλή μεταβλητότητα ρευστών διαθέσιμων είναι πιθανότερο να προβούν σε επαναγορά μετοχών, ενώ εταιρίες με χαμηλή μεταβλητότητα ρευστών διαθέσιμων προτιμούν τις επαναγορές μετοχών. Συνεπώς, **μια μόνιμη αύξηση κερδοφορίας συνήθως οδηγεί τις επιχειρήσεις σε αύξηση του μερίσματος**, ενώ μια προσωρινή αύξηση σε επαναγορά μετοχών [Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)].

Η αύξηση του μερίσματος όμως δεν συνεπάγεται απαραίτητα και την αύξηση της κερδοφορίας [Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)].

Επομένως, μια αύξηση της τιμής της μετοχής όταν αυξηθεί το μέρισμα μπορεί να απεικονίζει υψηλότερες προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη (EPS) και όχι την επιθυμία για μερίσματα. Άλλωστε η αύξηση διανομής μερίσματος μπορεί να οφείλεται σε μείωση καλών επενδύσεων και όχι σε πραγματική αύξηση των κερδών [Aharony and Swary (1980)].

### 2.7.2 Ο ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών

Η μερισματική πολιτική είναι στενά συνδεδεμένη με τις επενδυτικές αποφάσεις της επιχείρησης. Η απόφαση για μερίσματα λαμβάνεται πρώτη και ταυτόχρονα με την απόφαση για νέες επενδύσεις, ώστε το επίπεδο διανομής μερισμάτων να διατηρείται σταθερό από έτος σε έτος [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)].

Πολλές επιχειρήσεις προτιμούν να προχωρούν σε **Πρόγραμμα Επανεπένδυσης Μερισμάτων (Dividend Reinvestment Plan “DRIP”)** προκειμένου να αποφύγουν τον κίνδυνο να μην μπορούν να ανταποκριθούν σε σταθερή διανομή αυξημένου μερίσματος στο μέλλον. Το πρόγραμμα αυτό προσφέρει τη δυνατότητα στους μετόχους αντί να εισπράττουν, να επανεπενδύουν τα μερίσματα τους σε μετοχές της ίδιας επιχείρησης με προνόμιο να λαμβάνουν περισσότερες μετοχές από αυτές που αντιστοιχούν στο μέρισμα.

Το πρόγραμμα αυτό προσφέρει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

Υπάρχουν δύο σχετικά Προγράμματα Επανεπένδυσης Μερισμάτων:

Το **Πρόγραμμα “Ανοιχτής Αγοράς”**, όπου τα χρήματα που επανεπενδύονται μεταβιβάζονται στον υπεύθυνο που αγοράζει μετοχές από την αγορά, μειώνοντας κλιμακωτά τις προμήθειες ανάλογα με τον αριθμό μετοχών.

Και το **Πρόγραμμα “Νέων Μετοχών”**, μέσω του οποίου η επιχείρηση εκδίδει νέες μετοχές για τους ενδιαφερόμενους του προγράμματος επανεπένδυσης μερισμάτων προσφέροντας το δικαίωμα αντί να εισπράττουν μέρισμα, να αγοράζουν νέες μετοχές φθηνότερα και χωρίς προμήθειες. Η επιχείρηση παρακρατεί τα μετρητά και τα χρησιμοποιεί για να αγοράζει στοιχεία του ενεργητικού.

### 2.7.3 Ρευστότητα και Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Ο κύριος παράγοντας που επηρεάζει την απόφαση των επιχειρήσεων να πληρώσουν μέρισμα ή όχι, είναι η ρευστότητα. Όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας ή υπάρχει πιθανότητα να αντιμετωπίσει στο μέλλον, τότε είναι αναγκασμένη να μειώσει το μέρισμα ή να μην προβεί σε διανομή μερισμάτων. Επίσης, η μη διανομή μερισμάτων συστήνεται και στην περίπτωση αναπτυσσόμενης επιχείρησης, όπου οι απαιτήσεις σε κεφαλαιακές ανάγκες είναι μεγαλύτερες και η επιχείρηση πρέπει να είναι επιφυλακτική ακόμα και με έκτακτα κέρδη [Rodriquez (1992)].

Επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν τα επενδυτικά τους σχέδια με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, συχνά αντιμετωπίζουν πρόβλημα ελέγχου της επιχείρησης λόγω του υψηλότερου κινδύνου που δημιουργεί η έκδοση νέων μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση, το ποσό των παρακρατηθέντων κερδών πρέπει να αυξηθεί για λόγους ασφάλειας, όπου συνεπάγεται την περικοπή του μερισματος.

Θεωρείται ασήμαντη η επιρροή του κόστους αύξησης μετοχικού κεφαλαίου στις αποφάσεις διανομής μερισματος. Σε σχετική έρευνα των [Brav, Graham, Harvey και Michaely \(2005\)](#) μόνο το 10% πιστεύει ότι το κόστος έκδοσης νέων μετοχών επηρεάζει τις αποφάσεις μερισμάτων.

### 2.7.4 Μόχλευση

Σε περίπτωση υψηλής μόχλευσης, δηλαδή υψηλού δανεισμού, η επιχείρηση έχει δύο επιλογές:

A) Να επαναχρηματοδοτήσει τα δάνεια που ήδη έχει με καινούρια σε πιο μακροπρόθεσμη λήξη.

B) Να καλύψει τις υποχρεώσεις της με τα ήδη δανειζόμενα ποσά. Η δεύτερη αυτή επιλογή συνεπάγεται τη διανομή χαμηλού μερίσματος.

Μάλιστα, μερικά συμβόλαια δανείων, ιδιαίτερα τα μακροπρόθεσμα, περιλαμβάνουν όρους που περιορίζουν την ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα, τα συμβόλαια δανείων συχνά αναφέρουν ότι τα μερίσματα μπορούν να πληρώνονται μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά την υπογραφή του δανείου. Ενώ, ένας άλλος όρος απαγορεύει την πληρωμή μερισμάτων όταν το κόστος κεφαλαίου είναι χαμηλότερο από ποσό του δανείου [Grossman and Hart (1982)].

### 2.7.5 Φορολογία

Η φορολογία αποτελεί το σημαντικότερο ίσως παράγοντα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής. Όπως αναφέρθηκε στο πρώτο κεφάλαιο, βιβλιογραφικά το θέμα ερευνήθηκε από τους Litzenberger and Ramaswamy (1982), Chetty and Saez (2004) και οι Brown, Liang and Weisbenner (2007).

Η επιρροή της φορολογίας στη μερισματική πολιτική έχει διπλό ρόλο, αφού επηρεάζει και τους δύο πόλους, επιχειρήσεις και επενδυτές.

Από την πλευρά των επενδυτών, η διαφορά στη φορολογία κάνει επενδυτές που είναι ψηλά στην κλίμακα φορολόγησης να προτιμούν επιχειρήσεις που διανέμουν χαμηλό ή δεν διανέμουν καθόλου μέρισμα.

Από την πλευρά των επιχειρήσεων, παρατηρήθηκε μεγάλη αύξηση των εταιρειών που για πρώτη φορά διένειμαν μέρισμα, μετά τη φορολογική περικοπή της κυβέρνησης Μπους [Julio and Ikenberry (2004)].

Στην Ελλάδα, επενδυτές και επιχειρήσεις δεν φορολογούνται για τη διανομή μερισμάτων. Εκτενής ανάλυση για το θεσμικό και φορολογικό πλαίσιο της μερισματικής πολιτικής θα γίνει σε επόμενο κεφάλαιο.

### 2.7.6 Πιστοληπτική Ικανότητα (Credit Ratings) & Κεφαλαιακή Διάθρωση

Ως πιστοληπτική ικανότητα ορίζεται η ικανότητα των Επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις οικονομικές τους υποχρεώσεις. Η διαβάθμιση των Επιχειρήσεων σε ζώνες Πιστοληπτικής Ικανότητας προκύπτει από την αξιολόγηση συγκεκριμένων χαρακτηριστικών τους και αποτυπώνεται σε δεκάβαθμη κλίμακα διαβάθμισης (AA, A, BB, B, C, D, E, F, G, H). Σε κάθε διαβάθμιση αντιστοιχεί συγκεκριμένη πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας. Όσο υψηλότερη είναι η διαβάθμιση στην οποία κατατάσσεται η επιχείρηση, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας ή και πτώχευσης. Αντίθετα, όσο χαμηλότερη είναι η διαβάθμιση, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα εμφάνισης ασυνέπειας ή και πτώχευσης. Έτσι, στις διαβαθμίσεις AA έως και B κατατάσσονται επιχειρήσεις χαμηλού πιστωτικού κινδύνου, ενώ στις διαβαθμίσεις F έως και H κατατάσσονται επιχειρήσεις υψηλού πιστωτικού κινδύνου. Στο μέσο της κλίμακας διαβάθμισης, δηλαδή στις κατηγορίες C, D και E, κατατάσσονται οι επιχειρήσεις μέσου πιστωτικού κινδύνου.

Οι [Brav, Graham, Harvey και Michaely \(2005\)](#) έδειξαν ότι μόνο το 25% των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να αυξήσουν την πιστοληπτική τους ικανότητα. Λίγες μόνο επιχειρήσεις θα ήταν πρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα τους με κίνδυνο να μειωθεί η πιστοληπτική τους ικανότητα. Κάποιες επιχειρήσεις μάλιστα ήταν διατεθειμένες να πάψουν τη διανομή μερισμάτων για να αποφύγουν να κατέβουν στην κλίμακα πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα σε επιχειρήσεις που επιθυμούν πρόσβαση σε εμπορικές αγορές αξιογράφων.

### 2.7.7. Ενεργητικό

Ο ρυθμός επέκτασης των στοιχείων του ενεργητικού επηρεάζει την απόφαση για διανομή μερίσματος. Όσο αυξάνεται το μέγεθος του Ενεργητικού, τόσο αυξάνονται και οι κεφαλαιακές ανάγκες προκειμένου να χρηματοδοτηθούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης. Δεδομένης αυτής της κατάστασης, κάποιες επιχειρήσεις προτιμούν να παρακρατούν τα κέρδη τους και να μη διανέμουν μερίσματα. Τότε, η επαναγορά μετοχών κρίνεται πιο συμφέρουσα ενέργεια [[Harry DeAngelo and Linda DeAngelo \(2004\)](#)].

Στην Ελλάδα, η διανομή μερίσματος είναι υποχρεωτική από την νομοθεσία, όπως θα αναλυθεί στο θεσμικό πλαίσιο της μερισματικής πολιτικής.

### 2.7.8 Ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης

Η διάκριση τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες από τις μη εισηγμένες. Έχει παρατηρηθεί ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στη διανομή μερισμάτων από ότι οι ιδιωτικές. Σύμφωνα με την έρευνα των [Brav, Graham, Harvey και Michaely \(2005\)](#) **οι εισηγμένες επιχειρήσεις είναι λιγότερο πρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα από τις ιδιωτικές επιχειρήσεις**. Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις εκλαμβάνουν μια μείωση στα μερίσματα ως λιγότερο σοβαρή διότι πιστεύουν ότι τα μερίσματα μεταφέρουν λιγότερες πληροφορίες από ότι οι εισηγμένες επιχειρήσεις.

Επίσης, αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η ιδιωτική επιχείρηση μπορεί να ελέγξει πιο εύκολα τα στελέχη της και να μειώσει τα έξοδα της. Επομένως, η μείωση μερισμάτων είναι πιο σημαντική για τις εισηγμένες επιχειρήσεις. Παρόμοια, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις είναι πιο πρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα όταν εμφανίζονται κερδοφόρες επιχειρηματικές ευκαιρίες.

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις πληρώνουν ευκολότερα μέρισμα σε προσωρινές αλλαγές στα κέρδη και δυσκολότερα αντί για επένδυση.

### 2.7.9 Πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές

Μεγάλες εταιρείες που έχουν πρόσβαση σε κεφαλαιαγορές έχουν τη δυνατότητα να έχουν δανειοδότηση με καλύτερους όρους από μικρές επιχειρήσεις. Σε αυτή την περίπτωση, υπάρχει λιγότερη ανάγκη για παρακρατηθέντα κέρδη, οπότε και η διανομή μερισμάτων γίνεται ευκολότερη [[Brav, Graham, Harvey και Michaely \(2005\)](#)].

## 2.8 Το μειονέκτημα της διανομής μερίσματος

Το ποσοστό των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα σημείωσε μεγάλη μείωση από το τέλος της δεκαετίας του 1970 έως τον 20<sup>ο</sup> αιώνα (Fama and French (2001). Μάλιστα το 2000 το ποσοστό που πλήρωσε μέρισμα έφτασε μόλις το 17%, ενώ επανήλθε σε ποσοστό 25% στις αρχές του 2004 (Ikenberry (2004) & Chetty and Saez (2004).

Οι λόγοι της επαναδιανομής κερδών το 2004 είναι η επιρροή των θεσμικών επενδυτών και η διατηρήσιμη αύξηση των κερδών.

**Η ακαμψία των μερισμάτων αναφέρεται ως το κυριότερο αίτιο για τη διστακτικότητα των επιχειρήσεων να αρχίσουν τη διανομή μερίσματος. Οι επιχειρήσεις είναι συντηρητικές απέναντι στα μερίσματα και αυτό αφορά όλες τις επιχειρήσεις, που πληρώνουν ή όχι μέρισμα.**

Σύμφωνα με την έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) τα ¾ των επιχειρήσεων που δεν διανέμουν μέρισμα, ισχυρίζονται ότι πιθανόν να μην πληρώσουν ποτέ. Παράλληλα, οι περισσότερες επιχειρήσεις που δεν διανέμουν μέρισμα αλλά ούτε επαναγοράζουν μετοχές θεωρούν πιθανό να μην αρχίσουν ποτέ καμία μορφή διανομής κερδών.

Ανάλογες ερωτήσεις υπάρχουν στο ερωτηματολόγιο της συγκεκριμένης εργασίας τα αποτελέσματα του οποίου θα αναλυθούν σε επόμενο κεφάλαιο.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

# ΘΕΩΡΙΕΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ





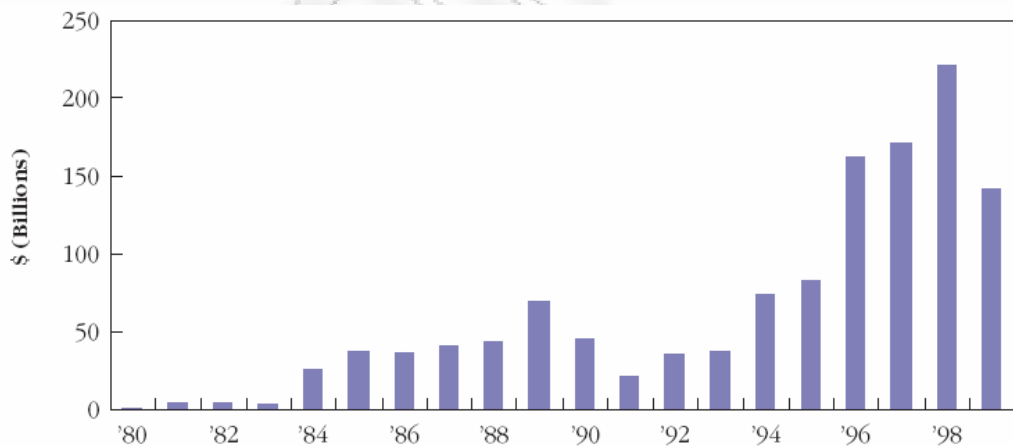
### 3. Θεωρίες Επαναγορών Μετοχών

Τη δεκαετία του 1970 έως τις αρχές της δεκαετίας του 1980, οι επαναγορές μετοχών ήταν ένα μικρό κομμάτι των συνολικών κερδών και των συνολικών μερισμάτων. Για παράδειγμα ανάμεσα στο 1972 και 1983, οι επαναγορές μετοχών ήταν το 10,9% των μερισμάτων.

Όμως από τη δεκαετία του 1980, τα προγράμματα επαναγοράς μετοχών αυξήθηκαν σημαντικά. Κατά μέσο όρο ανάμεσα στο 1984 και 2000 οι επαναγορές μετοχών έναντι μερισμάτων στην Αμερική ήταν 57,7% και έφθασαν σε ποσοστό 113,11% το 2000.

Τον 20<sup>ο</sup> αιώνα στην Αμερικάνικη αγορά επικράτησε η διανομή μερισμάτων έναντι επαναγορών μετοχών [Bagwell and Shoven (1989) & Allen and Michaely (2002)].

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει τις ανακοινώσεις επαναγορών στην Αμερικάνικη αγορά (στους δείκτες NYSE, ASE & Nasdaq) την περίοδο 1980-1999. Ο οριζόντιος άξονας δείχνει τον όγκο ανακοινώσεων επαναγορών ανά έτος, ενώ ο κάθετος την αξία (market value) των προγραμμάτων επαναγορών που πραγματοποιήθηκαν.



Πηγή: Grullon and Ikenberry (2000)

### Ορισμός:

Με τον όρο “επαναγορές μετοχών” εννοούμε προσφορές μετρητών που γίνονται από επιχειρήσεις για αγορά ιδίων μετοχών της επιχείρησης που είναι στην κατοχή άλλων επενδυτών.

Η “επαναγορά μετοχών” ή “αγορά ιδίων μετοχών” είναι μία επιτυχής πρακτική σε περιόδους που η εταιρία αναμένεται ότι θα έχει μηδενική ή αρνητική ανάπτυξη κερδών και αποσκοπεί σε δύο στόχους: α) την μείωση του αριθμού των μετοχών και την επακόλουθη αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS), καθώς το κέρδος της εταιρίας θα μοιράζεται σε λιγότερες μετοχές, β) ως κίνητρο σε στελέχη της εταιρίας αντί επιπλέον μισθού. Εάν υπάρχει εκτίμηση ότι τα εταιρικά κέρδη θα μειωθούν, οι εταιρίες έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε αγορά μετοχών και στη συνέχεια να τις ακυρώνουν. [Βεργος (2007)]

### Η επαναγορά μετοχών διακρίνεται σε τέσσερις μορφές:

1. Δημόσια Προσφορά με σταθερή τιμή (Fixed Price Tender Offers = FTPs)
2. Dutch Auctions (DAs)
3. Μεταβιβαζόμενα δικαιώματα πώλησης (Transferable Put Rights = TPRs)
4. Μέσω Ανοιχτής Αγοράς (Open- market repurchases- OMRs)

#### 1. Δημόσια Προσφορά με σταθερή τιμή (Fixed Price Tender Offers = FTPs)

Μία επιχείρηση προσφέρεται να αγοράσει ένα συγκεκριμένο κομμάτι μετοχών μέσα σε μία δεδομένη χρονική στιγμή. Η σταθερή τιμή της δημόσιας προσφοράς είναι συνήθως υψηλότερη από την τιμή που επικρατεί στην αγορά τη δεδομένη χρονική στιγμή. Οι περισσότερες επαναγορές τέτοιου τύπου καλύπτονται πλήρως από την αγορά.

Στην περίπτωση που προσφέρονται περισσότερες μετοχές από ότι αγοράζονται, η επιχείρηση μπορεί να επαναγοράσει τις μετοχές σε τιμή αρχίζοντας από την πιο παλιά ημερομηνία εγγραφής έως ότου συμπληρωθεί ο αριθμός των μετοχών που θέλει να αγοράσει.

Στην περίπτωση που προσφέρονται λιγότερες μετοχές από ότι αγοράζονται, η επιχείρηση μπορεί να ακυρώσει την προσφορά ή να επαναγοράσει όλες τις μετοχές που προσφέρονται στην τιμή που έχει ορισθεί.

Σε αυτή τη μορφή επαναγορών, η επιχείρηση επιβαρύνεται με τη φορολογία μεταβίβασης, ενώ ο μέτοχος δεν πληρώνει μεσιτικά έξοδα [Weston, Mitchell and Mulherin (2004)].

## 2. Dutch Auctions (DAs)

Είναι η δημοπρασία η οποία αποτελείται από έναν πωλητή και πολλούς αγοραστές, στην οποία αυτός που διευθύνει την δημοπρασία μειώνει την τιμή (από μία αρχικά υψηλή τιμή) μέχρι να συμφωνηθεί από κάποιον αγοραστή να υποβάλλει προσφορά στην συγκεκριμένη τιμή.

Είναι πιθανό να προσφέρονται περισσότερες μετοχές από ότι αγοράζονται αν η επιχείρηση πληρώνει ακριβότερα από ότι οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να πουλήσουν και λιγότερες μετοχές από ότι αγοράζονται, αν οι τιμές κρατήσεων από τους μετόχους είναι χαμηλότερες από την χαμηλότερη προσφερόμενη τιμή [Weston, Mitchell and Mulherin (2004)].

## 3. Μεταβιβαζόμενα δικαιώματα πώλησης (Transferable Put Rights = TPRs)

Έστω, ότι μια επιχείρηση θέλει να επαναγοράσει το 5% των μετοχών της που είναι στην κατοχή άλλων επενδυτών. Κάθε μέτοχος θα εισπράξει ένα TPRs για είκοσι μετοχές που κατέχει. Έτσι, αν μία επιχείρηση έχει 100 εκατ. μετοχές και θέλει να επαναγοράσει το 5% ή 5 εκατ. Μετοχές, τότε θα εκδώσει 5 εκατ. TPRs και για κάθε 100 μετοχές, ο επενδυτής θα εισπράττει 5 TPRs. Μία δεύτερη αγορά θα αναπτυχθεί, όπου τα TPRs πωλούνται και αγοράζονται. Συνήθως τα TPRs προσφέρουν στους μετόχους τιμή υψηλότερη από την τιμή που επικρατεί στην αγορά. Οι επενδυτές που πιστεύουν ότι η μετοχή αξίζει λιγότερο από την προσφερόμενη τιμή, θα σπεύσουν να αγοράσουν. Ενώ, οι επενδυτές που πιστεύουν ότι η μετοχή αξίζει περισσότερο από την προσφερόμενη τιμή, θα κρατήσουν τη μετοχή και θα πουλήσουν τα TPRs [Weston, Mitchell and Mulherin (2004)].

## 4. Μέσω Ανοικτής Αγοράς (Open- market repurchases- OMRs)

Έστω μία επιχείρηση που ανακοινώνει ότι πρόκειται να επαναγοράσει ένα ποσό (π.χ. \$500 εκατ.) των κοινών μετοχών της μέσω ανοικτής αγοράς. Αυτή είναι η πιο δημοφιλής μορφή επαναγορών. Συνήθως, ανοικτού τύπου επαναγορές γίνονται για μικρότερο μερίδιο μετοχών από τις άλλες μορφές.

Παρακάτω, θα εξεταστούν οι θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με την πολιτική επαναγορών μετοχών, καθώς και οι παράγοντες επιρροής τους [Weston, Mitchell and Mulherin (2004)].

Η θετική αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις επαναγορών και το γεγονός ότι όπως στα μερίσματα, οι εταιρίες πληρώνουν χρήματα στους επενδυτές, κάνουν αναγκαίο να διερευνηθεί αν οι θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής έχουν ισχύ και στις επαναγορές μετοχών.

### 3.1 Θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory) και Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Asymmetric Information)

Είναι προφανές, οι επενδυτές που είναι μέλη της διοίκησης της εταιρείας να έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την πραγματική αξία της εταιρείας από τους εξωτερικούς επενδυτές. Αυτή η δυσανάλογη πρόσβαση στην πληροφόρηση ονομάζεται ασύμμετρη πληροφόρηση.

Πολλές φορές η διοίκηση αναμένει αύξηση της μελλοντικής κερδοφορίας, ενώ οι τιμές που επικρατούν στην αγορά παραμένουν σταθερές, καθώς οι επενδυτές έχουν πρόσβαση μόνο σε δημόσια πληροφόρηση. Επομένως, η μετοχή μπορεί να τιμολογείται χαμηλότερα από την πραγματική της αξία. Φυσικά, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων προσπαθούν να ελαττώσουν τη διαφορά μεταξύ των δύο τιμών, πραγματικής και χρηματιστηριακής. Ένας τρόπος να γίνει αυτό είναι μέσω ανακοινώσεων για την πορεία της εταιρείας στον τύπο. Μερικοί οικονομολόγοι όμως πιστεύουν ότι τέτοιες ανακοινώσεις τείνουν να είναι περισσότερο αισιόδοξες και μπορεί να μην είναι αξιόπιστες [Grullon and Ikenberry (2000)].

Τι πρέπει να όμως να κάνουν οι επιχειρήσεις και οι διοικήσεις τους ώστε να μεταφέρουν την εσωτερική πληροφόρηση με αξιόπιστο τρόπο; Υπάρχει μία αρκετά ανεπτυγμένη βιβλιογραφία που συγκλίνει στο ότι **οι επιχειρηματίες μπορεί να δίνουν αξιόπιστα σήματα αισιοδοξίας για μελλοντική κερδοφορία με δραστηριότητες όπως οι επαναγορές μετοχών που θέτουν περιορισμούς στην ευελιξία των διοικήσεων** [Grullon and Ikenberry (2000)]. Για παράδειγμα, οι Miller and Rock (1985) συμφωνούν ότι οι επιχειρήσεις που απολαμβάνουν μεγαλύτερα κέρδη από τα αναμενόμενα είναι πιθανό να τα διανείμουν προκαταβολικά μέσω μερισμάτων και επαναγορών. Σύμφωνα με αυτό, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι πρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα ή να προβούν σε επαναγορά μετοχών τώρα έναντι μελλοντικής αύξησης της κερδοφορίας. Εταιρίες που προβλέπουν μείωση κερδοφορίας δεν θα ενεργήσουν με τον ίδιο τρόπο διότι τα χρήματα που θα δαπανηθούν σε επαναγορά μετοχών, θα ήταν προτιμότερο να επενδυθούν σε επενδυτικές ευκαιρίες που θα βοηθήσουν την επιχείρηση να αυξήσει την κερδοφορία της στο μέλλον.

Σύμφωνα με τη θεωρία σήμανσης, επιχειρήσεις που επαναγοράζουν τις μετοχές τους θα πρέπει να έχουν αύξηση της κερδοφορίας τους ή πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα.

Η εμπειρία δείχνει ότι αυτό δεν είναι απαραίτητο. Πρόσφατες έρευνες για επαναγορές μετοχών με σταθερή τιμή παρατηρούν αύξηση της κερδοφορίας μετά από ανακοινώσεις επαναγορών.

Αλλά αυτές οι περιπτώσεις διαφέρουν πολύ από την πιο συνηθισμένη μορφή επαναγορών μέσω ανοικτής αγοράς όπου συνήθως δεν παίρνει δημοσιότητα. Πρόσφατες μελέτες για αυτή την μορφή επαναγοράς έδειξαν μέτρια αύξηση κερδοφορίας. Ερευνώντας όλα τα προγράμματα επαναγορών που διεξήχθησαν ανάμεσα στο 1980 και 1994, επιχειρήσεις που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών σημείωσαν μείωση στο κεφάλαιο κίνησης ως ποσοστό του ενεργητικού. Η έρευνα επίσης δείχνει ότι αναλυτές επενδύσεων προβλέπουν μείωση των μελλοντικών κερδών μετά από ανακοινώσεις επαναγορών [Grullon (2000)].

Επομένως, τα αποτελέσματα της έρευνας του Grullon (2000) έρχονται σε αντίθεση με την υπόθεση ότι οι επαναγορές μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες για αύξηση της κερδοφορίας και αύξηση των ρευστών διαθεσίμων.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί, ότι πολλές επιχειρήσεις προτιμούν ως πηγή επαναγορών, τα ρευστά διαθέσιμα παρά να προβούν σε εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό έχει ως συνέπεια, επιχειρήσεις που έκαναν επαναγορές μετοχών με αυτό τον τρόπο να έχουν μείωση της καθαρής θέσης τους και του κεφαλαίου τους. Επομένως, για πολλές επιχειρήσεις που ανήκουν σε ώριμους κλάδους και δεν είναι αναπτυσσόμενες, μία απόφαση για επαναγορά μετοχών μπορεί να είναι κρίσιμη για την πορεία της επιχείρησης αν έχει ως συνέπεια τη μείωση της καθαρής θέσης και του κεφαλαίου δεδομένου ότι δεν υπάρχουν περιθώρια ανάπτυξης [Grullon and Ikenberry (2000)].

### 3.2 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory)

Οι διοικήσεις των εταιριών θεωρητικά παίρνουν αποφάσεις προς όφελος των επενδυτών με σκοπό αυξήσουν την αξία της επιχείρησης. Στους μεγάλους όμως οργανισμούς, τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων δεν ταυτίζονται πάντα με τα συμφέροντα των μικρομετόχων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ο έλεγχος και η ιδιοκτησία έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα και οι αποφάσεις της διοίκησης πρέπει να καλύπτουν και τους δύο τομείς [Berle and Means (1932)].

Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν την δυνατότητα να δρουν υπέρ των συμφερόντων τους που πολλές φορές είναι σε βάρος των μικροεπενδυτών. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις μπορεί να διοχετεύουν κεφάλαιο σε μη συμφέρουσες επενδύσεις με αποκλειστικό σκοπό να αυξήσουν τη δύναμη και το μέγεθος τους. Σε μερικές μάλιστα περιπτώσεις, οι εταιρίες προτιμούν να θεωρούνται μεγάλες και σημαντικές επιχειρήσεις από το να έχουν τους μικρο-επενδυτές τους ικανοποιημένους. [Grullon and Ikenberry (2000)].

**Το κόστος που προκύπτει από αυτή τη σύγκρουση, μεταξύ πλούτου της διοίκησης και μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρίας, αναφέρεται στην οικονομική θεωρία ως “κόστος αντιπροσώπευσης” ή “κόστος αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών”. [Jensen and Meckling (1976)].** Η θεωρία δε που υπάρχει γύρω από αυτό λέγεται θεωρία αντιπροσώπευσης.

Επιχειρήσεις που διατρέχουν κίνδυνο υπερεπένδυσης ή επένδυσης σε μη παραγωγικές δραστηριότητες, είναι οι επιχειρήσεις που ανήκουν σε ώριμους κλάδους και δεν υπάρχουν συμφέρουσες επενδυτικές ευκαιρίες στον ορίζοντα, ενώ παρόλα αυτά, επιλέγουν να δαπανήσουν πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα σε επενδυτικά πλάνα με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία (NPV<0). [Grullon and Ikenberry (2000)].

Στις περιπτώσεις αυτές που οι επιχειρήσεις έχουν υπερβάλλον ή επιπλέον κεφάλαιο, η διανομή μεγαλύτερου μερίσματος είναι ένας τρόπος να αποφευχθεί το κόστος αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμειακών ροών [Easterbrook (1984) and Jensen (1986)]. Ένας άλλος παρόμοιος τρόπος διαφυγής από το κόστος αντιπροσώπευσης είναι η επαναγορά μετοχών.

Σύμφωνα με την **υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών, προγράμματα επαναγοράς μετοχών αποτρέπουν τις επιχειρήσεις να δαπανήσουν ρευστά διαθέσιμα σε δραστηριότητες που δεν είναι προς όφελος των επενδυτών.** Επιχειρήσεις που εφαρμόζουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών έχουν διπλό όφελος, μειώνουν τις πιθανότητες να διαθέσουν χρήματα σε επενδυτικά σχέδια που τελικά μειώνουν την αξία της επιχείρησης και αποφεύγουν την οικονομική αδράνεια, δηλαδή το ενδεχόμενο να μην διαθέσουν την πλεονάζουσα ρευστότητα σε καμία δραστηριότητα. Επομένως, δεν είναι ανάγκη οι επιχειρήσεις να διακινδυνεύουν επενδύοντας σε επενδυτικά σχέδια με αβέβαιη εξέλιξη. Για το λόγο αυτό, θεωρείται ότι οι

επαναγορές μετοχών μεταφέρουν καλά νέα στους επενδυτές [Grullon and Ikenberry (2000)].

Στην περίπτωση επαναγορών μέσω ανοικτής αγοράς παρατηρείται αρνητική σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις που επέφεραν επενδύσεις που έκαναν οι εν λόγω εταιρίες και στην αντίδραση των επενδυτών στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά αντιδρά θετικότερα σε ανακοινώσεις επαναγορών για εταιρίες που βλέπουν τις επενδυτικές τους ευκαιρίες να έχουν μειωθεί. Αυτό εξηγείται από το επιχείρημα ότι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επαναγορές μετοχών μεταφέρουν κεφάλαιο από λιγότερο σε περισσότερο παραγωγικές δραστηριότητες [Grullon (2000)].

### 3.3 Η υπόθεση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών

Οι επαναγορές μετοχών αποτελούν το καλύτερο μέσο διανομής ελεύθερων ταμιακών ροών διότι τα κεφάλαια διανέμονται άμεσα. Ενώ, άλλες μέθοδοι διανομής, όπως η αύξηση μερισμάτων περιέχουν μία δέσμευση για το μέλλον.

Οι Fenn and Liang (1997) υποστήριξαν ότι **οι επαναγορές μετοχών αφορούν επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα χρηματικών ροών και οριακά χρηματοοικονομικά κόστη**. Τέτοιες επιχειρήσεις αποκομίζουν περισσότερα οφέλη από επαναγορές μετοχών, παρά από επανεπενδύσεις. Εταιρίες με χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόστη μπορούν να διανείμουν περισσότερα μετρητά και να δανειστούν κεφάλαια με χαμηλό κόστος διότι οι χρηματικές ροές είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες ή οι κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες είναι μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες.

Ο Jagannathan (2000) αναφέρει ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται από εταιρίες με υψηλά μη λειτουργικά εισοδήματα και ιστορικά χαμηλό επίπεδο διανομής μερισμάτων, **υψηλότερο αβέβαιο επίπεδο μελλοντικών χρηματικών ροών και χαμηλές αποδόσεις πριν από την αναγγελία επαναγοράς**.

Συμφωνώντας με τα παραπάνω, οι Jagannathan, Stephens and Weisbach (2002) έδειξαν ότι εταιρίες με μη λειτουργικές ταμιακές ροές είναι περισσότερο προσκείμενες σε επαναγορά μετοχών, ενώ εταιρίες με υψηλές λειτουργικές ταμιακές ροές προτιμούν τα μερίσματα.

### 3.4 Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης (Clientele Effect)

Οι θεσμικοί επενδυτές παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο για μία επιχείρηση και έχουν μεγάλη επιρροή στο ποσοστό διανομής κερδών στους επενδυτές μέσω επαναγορών και μερισμάτων [Allen, Bernardo, and Welch (2000)]. Ο Eli Bartov (2004) υποθέτει ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν τις επαναγορές μετοχών από τα μερίσματα. Αυτό όμως δεν επιβεβαιώνεται από την έρευνα των Grinstein and Michaely (2003), οι οποίοι παρατήρησαν ότι αύξηση του ποσοστού των θεσμικών επενδυτών, δεν συνοδεύεται από ανάλογη αύξηση στα μερίσματα ή στις επαναγορές μετοχών, ούτε καν στις εταιρίες που θεωρείται πιθανότερο να αντιμετωπίζουν πρόβλημα κόστους αντιπροσώπησης.

**Οι θεσμικοί επενδυτές πιθανόν να προτιμήσουν τις επαναγορές μετοχών διότι έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της μετοχής.** Πιο συγκεκριμένα, το σύνολο των μετοχών μιας εταιρίας μειώνεται μέσω της επαναγοράς μετοχών, οπότε αναλογεί μεγαλύτερο ποσοστό κέρδους ανά μετοχή (EPS) και έτσι το EPS αυξάνεται με μεγαλύτερο ρυθμό από το καθαρό εισόδημα [Eli Bartov (2004)].

Οι Brennan and Thakor (1990) υποστήριξαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές ενθαρρύνουν τις επιχειρήσεις να κάνουν επαναγορές μετοχών και επομένως αυτό επηρεάζει τη μελλοντική πολιτική των επιχειρήσεων. Επίσης υποστήριξαν ότι υπάρχει ένας δυναμικός συνδυασμός: επιχειρήσεις που επαναγοράζουν τις μετοχές τους, έχουν συνήθως καλά πληροφορημένους μετόχους και θα συνεχίσουν να έλκουν καλά πληροφορημένους μετόχους μελλοντικά διότι αυτή η κατηγορία επενδυτών δεν αντιμετωπίζει διλήμματα επιλογών.

Οι Grinstein and Michaely (2003) στηρίχθηκαν στην έρευνα των Brennan and Thakor (1990) και παρατήρησαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές δείχνουν προτίμηση σε επιχειρήσεις που πραγματοποιούν τακτικά προγράμματα για επαναγορές μετοχών και μάλιστα αυξάνουν προοδευτικά το επίπεδο επαναγορών. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους δεν υποστήριξαν την άποψη του Jensen (1986) ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιθανό να πιέζουν την διοίκηση της επιχείρησης να προβεί σε επαναγορές μετοχών ή αυξήσεις μερισμάτων, μειώνοντας έτσι το κόστος αντιπροσώπησης. Επίσης μέσα από την παραπάνω έρευνα δεν επιβεβαιώθηκε η άποψη ότι μία αύξηση του ποσοστού των μετοχών που κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές θα έχει ως συνέπεια την αύξηση του επιπέδου των επαναγορών.

**Οι μικρο-επενδυτές, από την άλλη, προτιμούν τις επαναγορές μετοχών από τα μερίσματα γιατί έχουν φορολογικό όφελος, αφού πουλούν μετοχές αντί να εισπράττουν μερίσματα [Eli Bartov (2004)].**

Συγκριτικά, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν καλύτερη πληροφόρηση και έχουν τα μέσα να ελέγξουν καλύτερα την επιχείρηση από τους μικρο- επενδυτές. Επίσης, οι θεσμικοί έχουν περισσότερες φορολογικές ελαφρύνσεις από τους μικρο- επενδυτές [Allen, Bernardo, and Welch (2000)].



Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι παρόλο που οι επενδυτές δείχνουν προτίμηση προς τα μερίσματα, μόνο λίγες εταιρίες επαναγοράζουν μετοχές τους, σε αντίθεση με την πλειοψηφία των επιχειρήσεων που διανέμει μέρισμα. Γενικά οι επαναγορές μετοχών αντιμετωπίζονται ως μακροπρόθεσμη εναλλακτική πράξη των μερισμάτων.

### 3.5 Υπόθεση Υποκατάστασης (Substitution Hypothesis)

Η υπόθεση υποκατάστασης ερευνά αν και κατά πόσο τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών θεωρούνται υποκατάστατα από τις επιχειρήσεις. Στηρίζεται στην ανάλυση του [Lintner \(1956\)](#) για το πώς οι επιχειρήσεις αποφασίζουν τη μερισματική πολιτική τους. Οι παρατηρήσεις του [Lintner \(1956\)](#) υποθέτουν ότι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης είναι μια λειτουργία που αφορά το ποσοστό στόχο που έχει η επιχείρηση για τη διανομή κερδών. Χρησιμοποιώντας αυτό το μοντέλο υπολόγισε το αναμενόμενο μέρισμα βάσει της ιστορικής συμπεριφοράς της επιχείρησης και έκρινε το πραγματικό μέρισμα που διανεμήθηκε (αν είναι πάνω ή κάτω από το αναμενόμενο).

Ένα άλλο θέμα είναι η σχέση μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών και το κατά πόσο οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, τα θεωρούν **υποκατάστατα** [[Fama and French, \(2001\)](#) & [Grullon and Michaely \(2002\)](#) & [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#)]. Οι τελευταίοι διερεύνησαν πως θα διαμόρφωναν την μερισματική τους πολιτική οι επιχειρήσεις αν είχαν πλεονάζον κεφάλαιο και συμπέραναν ότι πρώτη προτεραιότητα ήταν η μείωση του χρέους τους, ως δεύτερη επιλογή εμφανίζεται η επαναγορά μετοχών και τέλος η αύξηση των επενδύσεων («συγχωνεύσεις και εξαγορές» και περισσότερες επενδύσεις αντίστοιχα). Η λιγότερο δημοφιλής απάντηση ήταν η διανομή μερισμάτων. Αυτό δείχνει ότι οι επαναγορές μετοχών δεν θεωρούνται υποκατάστατα των μερισμάτων. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων ήταν διστακτικές να υποκαταστήσουν τις επαναγορές μετοχών με μερίσματα διότι η αντικατάσταση σε αυτή την κατεύθυνση είναι δύσκολο να αλλάξει εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις. Οι διοικήσεις εκτιμούν την ευελιξία των επαναγορών, έναντι της ακαμψίας των μερισμάτων [[Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#)].

Σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, ανάμεσα στις επιχειρήσεις που δεν ακολουθούν κάποια μορφή πολιτικής διανομής κερδών, οι περισσότερες εταιρίες αν επέλεγαν κάποια μορφή, θα επέλεγαν επαναγορές μετοχών, ενώ το 22% θα έκανε μόνο διανομή μερισμάτων. Ανάλογη ήταν η κατάσταση σε επιχειρήσεις που ακολουθούν συγκεκριμένη μερισματική πολιτική. Δηλαδή, προτιμούν τις επαναγορές μετοχών. Αυτό σημαίνει ότι αν δεν υπάρχουν περιορισμοί, οι περισσότερες επιχειρήσεις θα προτιμήσουν τις επαναγορές μετοχών από τη διανομή μερισμάτων [[Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#)].

Αντίστοιχα, οι [Fama and French \(2001\)](#), δεν βρήκαν μεγάλη συσχέτιση ανάμεσα σε διανομή μερισμάτων και επαναγορές μετοχών, όπου στις επαναγορές μετοχών συμπεριέλαβαν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και προγράμματα stock options. Το συνδυαστικό μέτρο όμως που χρησιμοποιήθηκε για την έρευνα αυτή αμφισβητήθηκε αργότερα. Πιο συγκεκριμένα, έστω μια επιχείρηση που επαναγοράζει 1.000 μετοχές έναντι \$10.000 και λίγους μήνες αργότερα δίνει τις μετοχές αυτές σε στελέχη της ως ανταμοιβή για την απόδοσή τους. Οπότε, η επιχείρηση κάνει δύο κινήσεις, μια πράξη χρηματοδότησης (επαναγορά μετοχών) και μία πράξη επένδυσης (πληρωμή στελεχών). Σε αυτό το παράδειγμα, η συνολική μεταβολή στο καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο είναι μηδέν.

Προηγουμένως, οι [Stephens and Weisbach \(1998\)](#) είχαν δείξει ότι η μέτρηση των επαναγορών μετοχών μέσω του ήδη καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου εκτιμάται ότι ήταν κατά 60% χαμηλότερη από την αντίστοιχη μέτρηση μέσω μετρητών που δαπανήθηκαν για την επαναγορά.

**Οι επιχειρήσεις που πραγματικά χρησιμοποιούν τα μερίσματα και τις επαναγορές ως υποκατάστατα είναι πολύ λίγες διότι δύσκολα αποφασίζουν την ταυτόχρονη μείωση μερισμάτων και εφαρμογή των προγραμμάτων επαναγορών.** Ο ρόλος της αγοράς σε αυτή την περίπτωση είναι διττός. Από τη μία, διερευνάται η αντίδραση της αγοράς στη μείωση μερισμάτων και από την άλλη η ανταπόκριση στις ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών. Είναι καλά τεκμηριωμένο ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά σε ανακοινώσεις μείωσης μερίσματος [[Asquith and Mullins \(1983\)](#), [Brickley \(1983\)](#), [Healy and Palepu \(1988\)](#), [Michaely, Thaler, Womack \(1995\)](#)]. Εάν όμως οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι εταιρίες αντικαθιστούν την διανομή μερίσματος με επαναγορά μετοχών, τότε η αντίδραση της αγοράς σε μειώσεις μερισμάτων θα πρέπει να είναι πολύ λιγότερο αρνητική για τις εταιρίες που προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών από ότι για εκείνες που δεν το κάνουν. Εάν δεν υπάρχει αντικατάσταση της διανομής μερίσματος με επαναγορά μετοχών, τότε η αντίδραση της αγοράς στην μείωση μερίσματος θα πρέπει να είναι η ίδια για κάθε είδους επιχειρήσεις. [[Grullon and Michaely\(1999\)](#)].

Παρακάτω, επιχειρείται η σύγκριση μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών.

### Σύγκριση Μερισμάτων και Επαναγορών:

Τα πλεονεκτήματα των επαναγορών μετοχών είναι τα εξής:

1. Οι επαναγορές μετοχών εκλαμβάνονται ως “θετικά σήματα” από τους επενδυτές γιατί πάντα συνδέονται με την αντίληψη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη.
2. Σε αντίθεση με τα μερίσματα, οι επενδυτές στις επαναγορές μετοχών έχουν την επιλογή να πουλήσουν ή να κρατήσουν τη μετοχή. Επενδυτές που έχουν ανάγκη ρευστότητα θα επιλέξουν να πουλήσουν τη μετοχή, ενώ οι υπόλοιποι μπορεί να κρατήσουν τη μετοχή.
3. Αν η κερδοφορία είναι προσωρινή, οι επιχειρήσεις θα προτιμήσουν να προβούν σε επαναγορά μετοχών, παρά σε αύξηση μερισμάτων διότι δεν θα μπορέσουν να διατηρήσουν το επίπεδο μερισμάτων σταθερό και αυτό θα εξέπεμπε αρνητικά σήματα για την επιχείρηση στους επενδυτές.
4. Οι επιχειρήσεις υποθέτουν ένα άριστο επίπεδο αποπληρωμής κερδών, το οποίο μπορούν να χωρίσουν σε δύο κατηγορίες: α) τις σταθερές πληρωμές μέσω των μερισμάτων και β) τις πληρωμές μέσω επαναγορών που είναι ευέλικτες και μεταβάλλονται, καθώς δεν ισχύει η θεωρία σήμανσης.
5. Μέσω των επαναγορών επιτυγχάνονται μεγάλες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση.
6. Επιχειρήσεις που πραγματοποιούν προγράμματα stock options, έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε επαναγορά μετοχών και στη συνέχεια να χορηγήσουν τις μετοχές αυτές στους υπαλλήλους, αποφεύγοντας έτσι την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και της μείωσης των κερδών ανά μετοχή που συνεπάγεται αφού τα κέρδη θα διανεμηθούν σε περισσότερες μετοχές. [Brigham and Ehrhardt (2003)].

Στα μειονεκτήματα των επαναγορών συμπεριλαμβάνονται τα ακόλουθα:

1. Οι μέτοχοι δεν μπορεί να είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών μετοχών αφού η τιμή της μετοχής ωφελείται από τα μερίσματα. Γενικά, οι επαναγορές είναι ανεξάρτητες ενώ τα μερίσματα όχι.
2. Οι ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών σπάνια προσφέρουν πληροφόρηση για τα μελλοντικά σχέδια της εταιρίας, οπότε οι επενδυτές δρουν μέσα στην αβεβαιότητα.
3. Το κόστος επαναγορών είναι συνήθως μεγάλο, ειδικά όταν η εταιρία προτίθεται να αγοράσει μεγάλο ποσοστό των μετοχών της. [Brigham and Ehrhardt (2003)].

### 3.6 Παράγοντες Επιρροής Επαναγοράς Μετοχών

Παρακάτω παρουσιάζονται οι παράγοντες που δρουν καθοριστικά για την απόφαση επαναγοράς μετοχών.

#### 3.6.1 Η Αύξηση της Κερδοφορίας

Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS) επηρεάζει τις αποφάσεις για επαναγορές μετοχών. Οι επαναγορές μετοχών μειώνουν το συνολικό αριθμό EPS και αυτόματα αυξάνονται τα κέρδη ανά μετοχή (EPS).

Το κύριο κίνητρο μιας επιχείρησης για να επαναγοράσει μετοχές της είναι η αύξηση του κέρδους ανά μετοχή (EPS). Μάλιστα, έχει παρατηρηθεί και σε περιπτώσεις όπου η κερδοφορία μειώνεται. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι ότι με την επαναγορά των μετοχών το σύνολο των μετοχών μειώνεται, επομένως αυξάνεται το κέρδος που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή. Μάλιστα, αν σκεφτούμε ότι η αγορά προσαρμόζει την τιμή της μετοχής σύμφωνα με τα στοιχεία που δημοσιοποιούνται, τότε η τιμή της μετοχής αυξάνεται.

Όμως υπάρχει μία κρυφή υπόθεση σ' αυτή τη λογική. Η επιχείρηση ανήκει σε ώριμο κλάδο και δεν υπάρχουν συμφέρουσες επενδυτικές ευκαιρίες στον ορίζοντα. Οπότε, η επιχείρηση μέσω των επαναγορών μετοχών απαλλάσσεται από τον κίνδυνο να δαπανήσει την πλεονάζουσα ρευστότητα της σε επενδυτικά σχέδια που δεν θα ευοδωθούν μελλοντικά. Δαπανώντας λοιπόν την ρευστότητα επαναγοράζοντας μετοχές αυξάνεται η παραγωγικότητα της επιχείρησης, αφού αυξάνονται δείκτες, όπως το EVA και η κεφαλαιακή απόδοση.

Για παράδειγμα, έστω μία επιχείρηση που προτιμά να πραγματοποιήσει επαναγορά μετοχών από την πλεονάζουσα ρευστότητα της, παρά να προβεί σε κάποια μορφή δανεισμού, τότε επιλέγει να μειώσει αποτελεσματικά το ενεργητικό της [Dann (1983)]. Η θεωρία λέει ότι η μείωση του ενεργητικού μιας επιχείρησης έχει θετικά αποτελέσματα μόνο όταν η εταιρία αποτύχει να κερδίσει το κόστος κεφαλαίου της και οι οριακές επενδύσεις, (ενώ η παρακράτηση ρευστότητας θεωρείται ως επένδυση με αρνητική καθαρή παρούσα αξία). Το κέρδος που επιτυγχάνεται σε αυτή την περίπτωση είναι η μεταφορά του κεφαλαίου σε πιο αποδοτικές δραστηριότητες.

**Η σχέση μεταξύ μεταβλητότητας κερδών και μεθόδου μερισματικής πολιτικής είναι σημαντική, καθώς έχει παρατηρηθεί ότι επιχειρήσεις με υψηλή μεταβλητότητα κερδών τείνουν να διανέμουν μεγαλύτερα ποσά μέσω των επαναγορών και λιγότερο μέσω των μερισμάτων [Jagannathan et al. (2000)]. Επιπλέον, επιχειρήσεις που πραγματοποίησαν μόνο επαναγορές μετοχών είχαν υψηλότερη μεταβλητότητα κερδών από εταιρείες που πλήρωσαν**

**μόνο μερίσματα. Ενώ παράλληλα, ήταν νεότερες επιχειρήσεις έναντι εκείνων που διένειμαν μερίσμα [Grullon and Michaely (1999 – 2000)].**

### 3.6.2 Ο Ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών

Οι Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002) διατύπωσαν την «**υπόθεση ωριμότητας**» (**maturity hypothesis**), σύμφωνα με την οποία μία επιχείρηση φθάνει σε ωριμότητα, όταν οι επενδυτικές ευκαιρίες μειώνονται, συρρικνώνοντας ταυτόχρονα και τα κέρδη. Το χαρακτηριστικό μίας επιχείρησης που βρίσκεται σε στάδιο ωριμότητας είναι η μείωση του συστηματικού κινδύνου. Η μείωση του κινδύνου πιθανότατα οφείλεται στη μείωση των δυνατοτήτων ανάπτυξης της εταιρίας που συνοδεύονται και με μία μείωση της επικινδυνότητας του κλάδου.

Γενικά, η μείωση των επενδυτικών ευκαιριών οδηγεί σε αύξηση ρευστότητας και τότε οι επιχειρήσεις διοχετεύουν την πλεονάζουσα ρευστότητα σε μερίσματα και επαναγορές.

Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές επιχειρήσεις προτιμούν ως πηγή επαναγορών, τα ρευστά διαθέσιμα παρά να προβούν σε εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό έχει ως συνέπεια, επιχειρήσεις που έκαναν επαναγορές μετοχών με αυτό τον τρόπο να έχουν μείωση της καθαρής θέσης τους και του κεφαλαίου τους. Επομένως, για πολλές επιχειρήσεις που ανήκουν σε ώριμους κλάδους και δεν είναι αναπτυσσόμενες, μία απόφαση για επαναγορά μετοχών μπορεί να είναι κρίσιμη για την πορεία της επιχείρησης αν έχει ως συνέπεια τη μείωση της καθαρής θέσης και του κεφαλαίου δεδομένου ότι δεν υπάρχουν περιθώρια ανάπτυξης [Grullon and Ikenberry (2000)].

### 3.6.3 Ρευστότητα

**Επαναγορά μετοχών για τις περισσότερες επιχειρήσεις συνεπάγεται μείωση της ρευστότητας τους.** Αυτό οφείλεται σε δύο λόγους: α) στη μείωση των ρευστών διαθέσιμων που χρησιμοποιούνται προς αγορά μετοχών και β) στη μείωση του αριθμού των μετόχων που έχουν τη δυνατότητα να κάνουν συναλλαγές με τις μετοχές τους και έτσι να αυξάνουν τη ρευστότητα της εταιρίας.

Για κάποιες όμως επιχειρήσεις η επαναγορά μετοχών συνεπάγεται αύξηση ρευστότητας. Ένας τρόπος να επιτευχθεί αυτό είναι μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ταυτόχρονης με την επαναγορά μετοχών. Επίσης, ένα δεύτερο και σημαντικότερο μέσο αύξησης ρευστότητας είναι μέσω συναλλαγών των μετόχων.

Έχει παρατηρηθεί ότι επιχειρήσεις που εφαρμόζουν προγράμματα επαναγοράς μετοχών έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από τις αντίστοιχες εταιρίες του κλάδου. Επίσης, υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην πλεονάζουσα ρευστότητα και στις ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών [Lie (2000)].

Μερικοί οικονομολόγοι ισχυρίζονται ότι η παρουσία της επιχείρησης στην αγορά αυξάνει το ποσοστό των καλά πληροφορημένων επενδυτών, καθώς τότε δημιουργείται το εξής πρόβλημα: όταν ένας καλά πληροφορημένος επενδυτής (όπως είναι η ίδια η εταιρία) μπαίνει σε μία αγορά, οι market makers αυξάνουν το bid- ask spread, αυξάνοντας το κόστος συναλλαγών για όλους τους επενδυτές και μειώνοντας έτσι τη ρευστότητα [Grullon and Ikenberry (2000)]. Αυτό ενισχύεται από την έρευνα των Barclay and Smith (1988), όπου κατέληξαν στο συμπέρασμα το bid- ask spread μετά από την ανακοίνωση για επαναγορά μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς.

Υπάρχουν πολλές διαφωνίες με το παραπάνω και πολλοί ισχυρίζονται ότι η ρευστότητα δεν δημιουργείται από τους market makers, αλλά μέσω εξωτερικής χρηματοδότησης της επιχείρησης. Επίσης, η παρουσία ενός ισχυρού αγοραστή σε μία πτωτική αγορά, δίνει ασφάλεια στους επενδυτές και μειώνει τον αριθμό των επενδυτών που πουλούν την μετοχή [Grullon and Ikenberry (2000)]. Μάλιστα, παρατηρήθηκε αύξηση της ρευστότητας λόγω μεγάλου αριθμού ανακοινώσεων προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών κατά τη διάρκεια και μετά το crash του 1987.

Πρόσφατες έρευνες ενίσχυσαν την ιδέα ότι προγράμματα επαναγοράς μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθούν προς αύξηση της ρευστότητας. Οι Miller and McConell (1995) δεν παρατήρησαν αύξηση στο bid/ ask spread μετά από ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών. Μάλιστα, άλλες μελέτες [Wiggins (1994), Singh, Zaman and Krishnamurti (1994), Franz, Rao and Tripathy (1995), Leach, Cook, and Krigman (1995)] απέδειξαν μείωση του bid/ ask spread μετά από ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών. Ενδιαφέρον προκαλεί η μελέτη της Kim (2000), η οποία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μειώνεται η μεταβλητότητα μετά από ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών και ότι το bid/ ask spread μειώνεται σε μετοχές με χαμηλή ρευστότητα.

Το ερώτημα που δημιουργείται είναι αν μπορούν οι επιχειρήσεις να αυξήσουν τη ρευστότητα τους με κάποιο τρόπο. Η απάντηση είναι αρνητική και δίνεται από τον Grullon (2000) που εξέτασε τη σχέση ανάμεσα στη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις επαναγορών μετοχών και το επίπεδο ρευστότητας της μετοχής απέδειξε ότι η αγορά αντιδρά ίδια σε ανακοινώσεις επαναγορών μετοχών, είτε πρόκειται για εταιρίες με μεγάλη ρευστότητα, είτε πρόκειται για εταιρίες με μικρή ρευστότητα. Αυτό μπορεί να ερμηνευθεί με δύο τρόπους : α) η ρευστότητα μιας επιχείρησης δεν θεωρείται σημαντικό κίνητρο από τους μετόχους και β) οι επενδυτές εκτιμούν τη ρευστότητα μιας επιχείρησης όταν επωφελούνται πρακτικά από αυτή.

### 3.6.4 Τιμή μετοχής

Η τιμή της μετοχής εξετάζεται στα πλαίσια της θεωρίας ασύμμετρης πληροφόρησης (που αναλύθηκε στο πρώτο κεφάλαιο) μεταξύ επενδυτών και στελεχών επιχειρήσεων. Οι περισσότερες **επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή** σύμφωνα με τα ιστορικά στοιχεία της επιχείρησης.

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις αξιολογούν την τιμή της μετοχής τους διαφορετικά από ότι η αγορά. Αυτό συνήθως συμβαίνει μετά από ανακοινώσεις προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών και αυξήσεων μερισμάτων, μετά από ανακοινώσεις αύξησης κερδοφορίας ή μίας συμφέρουσας επένδυσης. Αλλά, όπως θα αναφερθεί παρακάτω οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν επαναγορές δεν τις πραγματοποιούν πάντα. Έχει παρατηρηθεί ότι η ανταπόκριση της αγοράς σε επαναγορές μετοχών μέσω ανοικτής αγοράς είναι πολύ μικρότερη από εκείνη σε επαναγορές μετοχών με σταθερή τιμή. Σε περιπτώσεις που η ανταπόκριση της αγοράς είναι πολύ μικρή σε προγράμματα επαναγορών μετοχών, είτε η τιμή της αγοράς δεν είναι πράγματι τόσο υποτιμημένη όσο η επιχείρηση εκτιμά, είτε η αγορά είναι επιφυλακτική απέναντι στις επιχειρήσεις και δεν αντιδρά σε αρχικές ανακοινώσεις.

Οι [Lakonishok and Vermaelen \(1995\)](#) προσπάθησαν να δώσουν απαντήσεις στο τι οι επιχειρήσεις θεωρούν ως υποτίμηση. Τα αποτελέσματα της έρευνας τους έδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών τέσσερα χρόνια μετά την επαναγορά μετοχών αυξάνουν την απόδοση σε ποσοστό 12,14%. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι πράγματι η μετοχή ήταν υποτιμημένη την περίοδο που έγινε η επαναγορά.

Αναλύοντας προσεκτικότερα φαίνεται ότι μετοχές με υψηλό book- to- market ratio θεωρούνται σημαντικές μετοχές με μεγάλη αξία. Αν σε κάποια χρονική στιγμή η επιχείρηση εκτιμήσει ότι η αξία της μετοχής στην αγορά είναι υποτιμημένη, τότε θα προβεί σε επαναγορά μετοχών προκειμένου να αυξήσει την τιμή της μετοχής. Οπότε, **ο κυριότερος λόγος για επαναγορά μετοχών σε εταιρίες με υψηλό book- to- market ratio είναι η υποτίμηση της τιμής της μετοχής**. Αντίθετα, σε μετοχές με μεγάλη ανάπτυξη, η υποτίμηση είναι λιγότερος πιθανός παράγοντας παρότρυνσης. **Μετοχές με μεγάλη ανάπτυξη (growth) είναι πιθανό να πραγματοποιούν επαναγορά μετοχών αλλά για λόγους άλλους και σπάνια λόγω υποτίμησης της μετοχής τους**.

Οι [Grullon and Ikenberry \(2000\)](#) παρατήρησαν ότι σε επιχειρήσεις με υψηλό book- to- market ratio, η υπερβάλλουσα απόδοση ήταν ιδιαίτερα υψηλή κατά την ανακοίνωση επαναγοράς και κατά μέσο όρο αυξάνονταν από 4,7% από 4,7% τον πρώτο χρόνο σε 45,3% τον τέταρτο. Σε ετήσια βάση μεταφράζεται σε περίπου 10% απόδοση, το οποίο είναι διπλό ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) από το συνηθισμένο της ανάλογης περιόδου.

Σε μετοχές με χαμηλό book- to- market ratio, όπου η υποτίμηση φαίνεται μικρότερης σημασίας παράγοντας επιρροής, δεν υπάρχει ένδειξη υποτίμησης.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι όταν μία επιχείρηση εκτιμά ότι η τιμή της μετοχής της είναι υποτιμημένη και εκπέμπει ηχηρά σήματα για αυτό, η αγορά φαίνεται επιφυλακτική και δεν αντιδρά άμεσα [Grullon and Ikenberry \(2000\)](#).

Παρόμοιες μελέτες [[Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen \(2000\)](#)] ενίσχυσαν τα αποτελέσματα των [Grullon and Ikenberry \(2000\)](#), καθώς συμφώνησαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών αυξάνονται σε μακροχρόνιο επίπεδο μετά από προγράμματα επαναγορών μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, σε επιχειρήσεις με ισχυρή ανάπτυξη εκτίμησαν την υπερβάλλουσα ετήσια απόδοση γύρω στο 3,3%, τρία έτη μετά την ανακοίνωση επαναγοράς.

Σε άλλη έρευνα, οι [Chan, Ikenberry and Lee \(2000\)](#) προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τις μακροχρόνιες αποδόσεις μετά από εφαρμογή προγραμμάτων επαναγορών μετοχών μέσω ανοιχτής αγοράς και για αυτό το λόγο ερεύνησαν δύο επιπρόσθετους παράγοντες: α) εάν υπάλληλοι των εταιριών που έχουν εσωτερική πληροφόρηση πουλούν ή αγοράζουν μετοχές σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών, όπου δεν φάνηκαν ιδιαίτερες ενδείξεις και β) εάν πράγματι οι εταιρίες αγοράζουν τις μετοχές τους, όπου τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όταν οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους τον πρώτο χρόνο αυξάνονται οι αποδόσεις των μετοχών και ιδιαίτερα σε μετοχές με υψηλό book- to- market ratio.

### 3.6.5 Μόχλευση

Πολλές επιχειρήσεις επαναγοράζουν μετοχές τους προκειμένου να φθάσουν τον επιθυμητό δείκτη μόχλευσης, ο οποίος ορίζεται ως Δανειακά Κεφάλαια προς σύνολο Ενεργητικού [[Bagwell and Shoven \(1988\)](#) & [Opter and Titman \(1996\)](#)]. Μία εταιρία θα προβεί σε επαναγορά μετοχών αν ο δείκτης μόχλευσης είναι χαμηλότερος του επιθυμητού. Μετά την επαναγορά μετοχών, αν έχει διανείμει πλεονάζουσα ρευστότητα, μειώνει την καθαρή της θέση και αυξάνει τον δείκτη μόχλευσης.

Σε περίπτωση που οι επαναγορές χρηματοδοτούνται από δανειοδότηση, παρόλο που η κερδοφορία φαίνεται να αυξάνει, ο οικονομικός κίνδυνος μεγαλώνει. Οπότε, το θέμα που προκύπτει είναι αν η επιχείρηση εκτιμά τον κίνδυνο στην αποτίμηση της μετοχής [[Grullon and Ikenberry \(2000\)](#)].



### 3.6.6 Πιστοληπτική Ικανότητα

Κάποιες επιχειρήσεις θεωρούν πολύ σημαντικό να διαχειρίζονται τις υποχρεώσεις τους μέσω της πολιτικής αποπληρωμής κερδών.

Όμως, λίγες μόνο επιχειρήσεις δηλώνουν ότι χρησιμοποιούν πολιτικές μερισμάτων ή επαναγορών ως εργαλείο για την πιστοληπτική τους ικανότητα. Μόνο επιχειρήσεις που ανήκουν στον χρηματοοικονομικό τομέα ή τους ενδιαφέρει η πρόσβαση σε διεθνείς χρηματαγορές είναι πρόθυμες να περικόψουν τα μερίσματα τους προκειμένου να αποφύγουν μείωση της πιστοληπτικής τους ικανότητας.

Επίσης, **πολλές επιχειρήσεις δεν πραγματοποιούν επαναγορές μετοχών και προτιμούν να συσσωρεύουν ρευστότητα προκειμένου να πείσουν τους διεθνείς οίκους που τους αξιολογούν ότι θα μπορούσαν να αντεπεξέλθουν σε μία ισχυρή κρίση.** [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)].

### 3.6.7 Προγράμματα Stock Options

Οι εταιρίες έχουν κίνητρο να πληρώνουν λιγότερα μερίσματα και να διανέμουν κέρδη μέσω επαναγορών μετοχών. Για το λόγο αυτό, τα stock options είναι τόσο δημοφιλή. Τα stock options μπορούν να επηρεάσουν τη μέθοδο αποπληρωμής για δύο τουλάχιστο λόγους. Παρόλο που τα stock options δικαιούνται μερίσματος, **τα στελέχη που κατέχουν stock options έχουν μεγαλύτερο όφελος αν εξαργυρώνουν τις μετοχές που απέκτησαν μέσω προγραμμάτων επαναγορών παρά να εισπράττουν μέρισμα.** Δεύτερον, πολλοί οικονομικοί αναλυτές εκτιμούν την αξία της επιχείρησης βάσει του δείκτη κέρδους ανά μετοχή (EPS). Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, το κέρδος ανά μετοχή (EPS) αυξάνεται μετά από εφαρμογή προγραμμάτων επαναγορών διότι το κέρδος της επιχείρησης που παραμένει σταθερό όπως ήταν πριν από την επαναγορά, ενώ επιμερίζεται σε περισσότερες μετοχές [Allen and Michaely (2002)].

Επίσης, **επιχειρήσεις που πραγματοποιούν προγράμματα stock options, έχουν τη δυνατότητα να προβούν σε επαναγορά μετοχών και στη συνέχεια να χορηγήσουν τις μετοχές αυτές στους υπαλλήλους, αποφεύγοντας έτσι την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου και της μείωσης των κερδών ανά μετοχή που συνεπάγεται αφού τα κέρδη θα διανεμηθούν σε περισσότερες μετοχές** [Brigham and Ehrhardt (2003)].

### 3.6.8 Ιδιοκτησιακό καθεστώς της επιχείρησης

Σύμφωνα με την έρευνα των [Brav, Graham, Harvey και Michaely \(2005\)](#) οι **δημόσιες επιχειρήσεις δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις επαναγορές μετοχών από ότι οι ιδιωτικές**. Αυτό συμβαίνει διότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις πιστεύουν ότι οι επαναγορές μετοχών μεταφέρουν λιγότερες πληροφορίες από ότι οι δημόσιες επιχειρήσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

# ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ



4.

## ***Το Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο Μερισμάτων και Επαναγορών Μετοχών***

### Μερισματική Πολιτική

Η Μερισματική Πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους και επανεπένδυσης στη επιχείρηση. Τα μεν παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μια από τις σημαντικότερες πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μιας εταιρίας, τα δε μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι.

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

Το νομοθετικό και φορολογικό πλαίσιο της Μερισματικής Πολιτικής καθορίζεται από τους νόμους **N. 2190/1920 "Περί Αωνύμων Εταιρειών"** και **N. 2065/ 1992 "Αναμόρφωση της άμεσης φορολογίας και άλλες διατάξεις"**

#### **4.1.1 Διαδικασία Καταβολής Μερίσματος**

Η διοίκηση μιας εταιρίας ανακοινώνει στους μετόχους, είτε με μια άμεση δήλωση στον ετήσιο απολογισμό, είτε έμμεσα την προσδοκία της για το επίπεδο των τακτικών μερισμάτων. Η διαδικασία που έχει καθορισθεί από τον Κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών, άρθρο 329 και τον Κανονισμό του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, άρθρο 39, περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια:

1. **Ημερομηνία Αναγγελίας** (Declaration Date) είναι η ημερομηνία ανακοίνωσης μετά από συνεδρίαση του Δ.Σ. μιας επιχείρησης, για την καταβολή μερίσματος για κάθε μετοχή σε συγκεκριμένη ημερομηνία.
2. **Ημερομηνία Καταχώρησης** (Holder- of- record date) είναι η ημερομηνία που η επιχείρηση κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετόχων.
3. **Ημερομηνία Αποκοπής Μερίσματος** (Ex- dividend date). Οι χρηματιστηριακές επιχειρήσεις έχουν καθιερώσει μία συμβατική διάταξη σύμφωνα με την οποία το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως τέσσερις μέρες πριν από την ημερομηνία καταχώρησης. Την τέταρτη ημέρα πριν από την ημέρα αυτή το δικαίωμα εισπράξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημερομηνία, που το δικαίωμα εισπράξης μερίσματος παύει να

συνοδεύει τη μετοχή, ονομάζεται ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος. Αν εξαιρεθούν τυχόν διακυμάνσεις στο Χρηματιστήριο, είναι εύλογο να περιμένει κανείς ότι κάτω από κανονικές συνθήκες η τιμή της μετοχής στην ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος θα μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος.

Η Ημερομηνία Αποκοπής Μερισματος χρησιμοποιείται για να εξασφαλίσει ότι οι επιταγές με το χρηματικό ποσό παραδίδονται στους κατόχους των μετοχών. Όταν αγοράζει κανείς μετοχές, για να μπει στη διαδικασία να καταχωρηθεί στα βιβλία της επιχείρησης απαιτούνται τρεις μέρες. Για να εξασφαλιστεί ο κάτοχος της μετοχής ότι έχει καταγραφεί στο βιβλίο θα πρέπει να έχει αγοράσει τη μετοχή τουλάχιστο τρεις ημέρες νωρίτερα από την ημερομηνία καταγραφής, η οποία είναι επίσης και η ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος.

4. **Ημερομηνία Καταβολής** (Payment Date) είναι η ημερομηνία που η επιχείρηση αποστέλλει στους καταχωρημένους μετόχους τις επιταγές με το αναλογούν μέρισμα.

#### 4.1.2 Χρόνος Κατάρτισης και Δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζει η ανώνυμη εταιρία στο τέλος χρήσεως, σύμφωνα με το άρθρο 42<sup>α</sup> του Ν 2190/1920 εγκρίνονται από το διοικητικό συμβούλιο και θεωρούνται από τα υπεύθυνα πρόσωπα της διοίκησης. Το διοικητικό συμβούλιο της ανώνυμης εταιρείας οφείλει να δημοσιεύει τα έγγραφα αυτά, είκοσι (20) τουλάχιστον ημέρες πριν από τη συνεδρίαση της γενικής συνέλευσης, στις εφημερίδες και στα έντυπα που ορίζονται στην παράγραφο 2 του άρθρου 26 που ορίζει η παρ. 5 του άρθρου 43β του Ν 2190/ 1920.

#### 4.1.3 Διάθεση Κερδών- Υπολογισμός Πρώτου Μερισματος

Σύμφωνα με τον Εμπορικό Νόμο, ο Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων που αναφέρει το Ε.Γ.Λ.Σ. μπορεί να αναλυθεί ως εξής:

**Καθαρό Αποτέλεσμα Χρήσης (Κέρδος ή Ζημία) Χρήσεως**

**Μείον: Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων**

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

**Μείον: Φόρος Εισοδήματος και Λοιποί Φόροι**

---

**Σύνολο Α**

**Πλέον: Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων**

**Πλέον: Αποθεματικά προς διάθεση**

### Κέρδη προς διάθεση

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

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

B) Κρατείται το απαιτούμενο ποσό για την καταβολή του πρώτου μερίσματος. Το ποσοστό του μερίσματος, που είναι υποχρεωμένη η Α.Ε. να διανείμει στους μετόχους της είναι σύμφωνα με το άρθρο 45, παρ. 2, εδάφιο β του Ν. 2190/ 1920:

**Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο χ 6%**

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

**(Σύνολο Α – Τακτικό Αποθεματικό) χ 35%**

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

Μέρισμα μπορεί να μη διανεμηθεί μόνο με απόφαση του 100% της γενικής συνέλευσης της εταιρείας.

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

**Η διανομή κερδών δεν επιτρέπεται όταν:**

**- Το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων εγκατάστασης δεν καλύπτεται από προαιρετικά αποθεματικά και από το υπόλοιπο κερδών εις νέον**

**ή όταν :**

- το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών που απαγορεύεται η διανομή τους.**

Το υπόλοιπο των καθαρών κερδών διατίθεται κατά τους ορισμούς του καταστατικού, σύμφωνα με το άρθρο 45 του Ν. 2190/ 1920 παρ. 2, εδάφιο γ.

## Πολιτική Επαναγορών Μετοχών

Το θεσμικό πλαίσιο περί επαναγορών μετοχών καθορίζεται κατά κύριο λόγο από το **N. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιρειών"** και από τον **Κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003** της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις αλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς.

### 4.2.1 Νομικό Πλαίσιο Ιδίων μετοχών

Ο **N. 2190/1920 "Περί Ανωνύμων Εταιρειών"** στο άρθρο 16, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 21 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 και το άρθρο 79 παρ.4 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 ορίζει τα παρακάτω:

1. Με την επιφύλαξη της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μετόχων που βρίσκονται στην ίδια θέση και των διατάξεων του ν. 3340/2005 (ΦΕΚ 112 Α'), όπως εκάστοτε ισχύει, **η εταιρεία μπορεί, η ίδια ή με πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της, να αποκτήσει δικές της μετοχές, μόνο όμως μετά από έγκριση της γενικής συνέλευσης, η οποία ορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις των προβλεπόμενων αποκτήσεων και, ιδίως, τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν**, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση, η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους είκοσι τέσσερις (24) μήνες και, σε περίπτωση απόκτησης από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας απόκτησης.

2. Οι αποκτήσεις της προηγούμενης παραγράφου γίνονται με ευθύνη των μελών του διοικητικού συμβουλίου, με τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

α) η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί, και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, **δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου**. Αυτό **δεν εφαρμόζεται προκειμένου για μετοχές που αποκτώνται είτε από την ίδια την εταιρεία είτε από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της με σκοπό να διανεμηθούν στο προσωπικό της εταιρείας ή στο προσωπικό εταιρείας συνδεδεμένης με αυτή**. Η διανομή των μετοχών πραγματοποιείται εντός ανατρεπτικής προθεσμίας δώδεκα (12) μηνών από το χρόνο απόκτησης των μετοχών αυτών,

β) η απόκτηση μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες είχε αποκτήσει προηγουμένως η εταιρεία και διατηρεί, και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της εταιρείας, **δεν επιτρέπεται να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των**

**ιδίων κεφαλαίων σε ποσό κατώτερο από το ποσό του προς διανομή κερδών, προσαυξημένου με τα αποθεματικά.**

γ) η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.

Οι μετοχές, που αποκτήθηκαν από την επιχείρηση, με εξαίρεση τις περιπτώσεις, όπου μετοχές αποκτήθηκαν για εκτέλεση απόφασης για μείωση του κεφαλαίου ή ως συνέπεια εξαγοράς μετοχών, **πρέπει να μεταβιβασθούν εντός προθεσμίας τριών (3) ετών το αργότερο από το χρόνο της απόκτησης τους**, εκτός αν η ονομαστική αξία των μετοχών αυτών, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών που η εταιρεία μπορεί να έχει αποκτήσει από πρόσωπο το οποίο ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της, δεν υπερβαίνει το ένα δέκατο (1/10) του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Οι μετοχές που δεν μεταβιβάζονται εντός προθεσμίας τριών (3) ετών ακυρώνονται. Η ακύρωση αυτή γίνεται με μείωση του κεφαλαίου κατά το αντίστοιχο ποσό, με απόφαση της γενικής συνέλευσης.

Αν οι ίδιες μετοχές εγγράφονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, σε περίπτωση που αυτό επιτρέπεται από τους εφαρμοστέους λογιστικούς κανόνες, η εταιρεία οφείλει να σχηματίζει και να διατηρεί, για όσο χρονικό διάστημα κατέχει τις μετοχές αυτές, αποθεματικό ισόποσο με την αξία κτήσης τους. Το αποθεματικό αυτό δημιουργείται από τα κέρδη της κλειόμενης χρήσης, αφού πρώτα αφαιρεθεί το απαιτούμενο ποσό για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού και δεν επιτρέπεται να διανεμηθεί.

Όταν η εταιρεία έχει αποκτήσει δικές της μετοχές είτε η ίδια είτε με πρόσωπο που ενεργεί στο όνομα του αλλά για λογαριασμό της, πρέπει να αναφέρονται στην έκθεση διαχείρισης τουλάχιστον:

α) οι λόγοι των αποκτήσεων που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης,

β) ο αριθμός και η ονομαστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν και μεταβιβάστηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης, καθώς και το τμήμα του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν,

γ) σε περίπτωση κτήσης ή μεταβίβασης από επαχθή αιτία, η αξία των μετοχών,

δ) ο αριθμός και η ονομαστική αξία του συνολικού αριθμού των μετοχών που κατέχονται από την εταιρεία, καθώς και το τμήμα του κεφαλαίου που αντιπροσωπεύουν."

Στη συνέχεια το άρθρο 16<sup>α</sup>, όπως προστέθηκε με το άρθρο 22 Ν.3604/2007, ΦΕΚ Α 189/8.8.2007 αναφέρει ότι η **εταιρεία δεν επιτρέπεται, με ποινή ακυρότητας, να προβαίνει σε προκαταβολές, να χορηγεί δάνεια ή να παρέχει εγγυήσεις με σκοπό την απόκτηση των μετοχών της από τρίτους**, εκτός εάν συντρέχουν ειδικές προϋποθέσεις.



#### 4.2.2 Στόχοι των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών

Ο Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου (ΕΚ) αριθ. 2273/ 2003 της Επιτροπής της 22ας Δεκεμβρίου 2003 για την εφαρμογή της οδηγίας 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τις απαλλαγές που προβλέπονται για τα προγράμματα επαναγοράς ορίζει ότι **ένα πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να αποσκοπεί αποκλειστικά στη μείωση του κεφαλαίου ενός εκδότη (σε αξία ή σε αριθμό μετοχών) ή στην εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από:**

α) **τίτλους χρέους μετατρέψιμους σε μετοχικούς τίτλους, ή**  
β) **την άσκηση δικαιωμάτων αγοράς μετοχών εκ μέρους των εργαζομένων (employee share option programmes) ή από άλλες διαθέσιμες μετοχών σε εργαζομένους του εκδότη ή συνδεδεμένης με αυτόν εταιρίας.**

#### 4.2.3 Όροι εφαρμογής των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών και όροι δημοσιοποίησης

Σύμφωνα με το άρθρο 4 του παραπάνω κανονισμού προβλέπονται τα παρακάτω:

1. Το πρόγραμμα επαναγοράς ιδίων μετοχών πρέπει να πληροί τις προϋποθέσεις που ορίζονται στο άρθρο 19 παράγραφος 1 της οδηγίας 77/91/ΕΟΚ. Δηλαδή, όταν η νομοθεσία Κράτους μέλους επιτρέπει σε μια εταιρία να αποκτήσει τις δικές της μετοχές, είτε αυτή η ίδια είτε με πρόσωπο το οποίο ενεργεί επ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρίας αυτής, υποβάλλει την απόκτηση αυτή στις ακόλουθες τουλάχιστο προϋποθέσεις:

α) **η γενική συνέλευση χορηγεί την έγκριση αποκτήσεως και ορίζει τους όρους των προβλεπομένων αποκτήσεων και κυρίως, τον ανώτατο αριθμό μετοχών που είναι δυνατόν να αποκτηθούν, τη διάρκεια για την οποία χορηγείται η έγκριση η οποία δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δέκα οκτώ μήνες και, σε περίπτωση αποκτήσεως από επαχθή αιτία, τα κατώτατα και ανώτατα όρια της αξίας.**

β) **η ονομαστική αξία, ή σε περίπτωση ελλείψεως ονομαστικής αξίας, η λογιστική αξία των μετοχών που αποκτήθηκαν, συμπεριλαμβανομένων των μετοχών τις οποίες απέκτησε προηγουμένως η εταιρία και διατηρεί σε χαρτοφυλάκιο και των μετοχών τις οποίες απέκτησε πρόσωπο, το οποίο ενεργούσε επ' ονόματί του αλλά για λογαριασμό της εταιρίας αυτής, δεν είναι δυνατό να υπερβαίνει το 10% του καλυφθέντος κεφαλαίου.**

γ) **η απόκτηση μετοχών δεν επιτρέπεται να έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση του καθαρού ενεργητικού σε ποσό είναι κατώτερο από το καλυφθέν κεφάλαιο, αυξημένο κατά τα αποθεματικά των οποίων ο νόμος ή το καταστατικό δεν επιτρέπουν τη διανομή.**

δ) **Η συναλλαγή μπορεί να αφορά μόνο μετοχές που έχουν εξοφληθεί πλήρως.**

2. Πριν από την έναρξη της διαπραγμάτευσης, οι πλήρεις λεπτομέρειες του εγκεκριμένου προγράμματος δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο ευρύ κοινό στα κράτη μέλη στα οποία ο εκδότης έχει ζητήσει την εισαγωγή των μετοχών του για διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά. Στις λεπτομέρειες αυτές **πρέπει να περιλαμβάνεται ο σκοπός του προγράμματος, το μέγιστο συνολικό ποσό του, ο μέγιστος αριθμός μετοχών που πρόκειται να αγοραστούν και η εγκεκριμένη περίοδος εφαρμογής του προγράμματος.** Ενώ, τυχόν μεταγενέστερες αλλαγές στο πρόγραμμα δημοσιοποιούνται με προσήκοντα τρόπο στο κοινό.

3. Ο εκδότης οφείλει να διαθέτει τους απαραίτητους μηχανισμούς που θα του επιτρέψουν να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του πληροφόρησης σχετικά με τις διενεργηθείσες πράξεις έναντι της αρμόδιας αρχής της οργανωμένης αγοράς στην οποία οι μετοχές έχουν εισαχθεί για διαπραγμάτευση. **Οι μηχανισμοί αυτοί πρέπει να καταγράφουν κάθε συναλλαγή που συνδέεται με προγράμματα επαναγοράς,** καθώς και τις σχετικές πληροφορίες,

4. Ο εκδότης οφείλει να δημοσιοποιεί λεπτομέρειες για όλες τις συναλλαγές **το αργότερο έως τη λήξη της έβδομης ημερήσιας συνεδρίασης** που ακολουθεί την ημερομηνία εκτέλεσης αυτών των συναλλαγών.

#### 4.2.4 Όροι διενέργειας των πράξεων

Το άρθρο 5 του ίδιου κανονισμού ορίζει τα παρακάτω:

1. Όσον αφορά τις τιμές, ο εκδότης, κατά τη διενέργεια πράξεων στο πλαίσιο προγράμματος επαναγοράς ιδίων μετοχών, **δεν αγοράζει μετοχές σε τιμή ανώτερη από εκείνη στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς,** εάν η τελευταία είναι ανώτερη, στις αγορές στις οποίες διενεργείται η αγορά των μετοχών. Εάν η αγορά αυτή δεν είναι οργανωμένη αγορά, η τιμή της τελευταίας ανεξάρτητης πράξης ή της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς που θα ληφθεί υπόψη είναι εκείνη της οργανωμένης αγοράς του κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η αγορά μετοχών. Όταν ο εκδότης αγοράζει τις μετοχές του με παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, η τιμή άσκησης αυτών των παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων δεν είναι ανώτερη από την τιμή στην οποία διενεργήθηκε η τελευταία ανεξάρτητη πράξη ή από εκείνη της υψηλότερης τρέχουσας ανεξάρτητης προσφοράς, εάν η τελευταία είναι ανώτερη.

2. Όσον αφορά τον όγκο, ο εκδότης **δεν αγοράζει ποσοστό μεγαλύτερο από το 25 % του μέσου ημερήσιου όγκου των μετοχών που διαπραγματεύονται στην οργανωμένη αγορά στην οποία διενεργείται η αγορά των μετοχών.** Ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών στη διάρκεια του μήνα που προηγείται

εκείνου της δημοσιοποίησης του προγράμματος επαναγοράς και καθορίζεται, βάσει αυτού του υπολογισμού, για την εγκεκριμένη περίοδο εφαρμογής του προγράμματος. Εάν το πρόγραμμα δεν περιέχει καμία αναφορά στον όγκο αυτό, ο μέσος ημερήσιος όγκος υπολογίζεται με βάση το μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών των 20 ημερών διαπραγμάτευσης που προηγούνται της ημερομηνίας αγοράς.

3. Για τους σκοπούς της παραγράφου 2, **σε περίπτωση εξαιρετικά χαμηλής ρευστότητας στη σχετική αγορά, ο εκδότης δύναται να υπερβεί το όριο του 25 %**, εφόσον ο ίδιος:

- α) ενημερώσει εκ των προτέρων την αρμόδια αρχή της οικείας αγοράς για την πρόθεσή του να υπερβεί το όριο του 25 %·
- β) δημοσιοποιήσει με προσήκοντα τρόπο το ενδεχόμενο υπέρβασης του ορίου του 25 %·
- γ) δεν υπερβεί το 50 % του μέσου ημερήσιου όγκου.

#### 4.2.5 Περιορισμοί

Το άρθρο 6 του παραπάνω κανονισμού προβλέπει κάποιους περιορισμούς για να τύχει της απαλλαγής του άρθρου 8 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ. Ο εκδότης, κατά τη συμμετοχή του σε πρόγραμμα επαναγοράς, **δεν πρέπει να διενεργεί τις ακόλουθες πράξεις:**

- α) **πώληση ιδίων μετοχών κατά τη διάρκεια εφαρμογής του προγράμματος.**
- β) **πράξεις κατά τη διάρκεια** περιόδου η οποία, βάσει της νομοθεσίας του κράτους μέλους στο οποίο διενεργείται η διαπραγμάτευση, θεωρείται **«κλειστή περίοδος».**
- γ) ο εκδότης δεν διενεργεί επίσης **πράξεις σε περίπτωση που έχει αποφασίσει να αναβάλει τη δημοσιοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών** δυνάμει του άρθρου 6 παράγραφος 2 της οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

### 4.3 Η Επαναγορά μετοχών ως Κερδοσκοπική Πρακτική

Πρόσφατα έχει παρατηρηθεί στην ελληνική αγορά, αύξηση του φαινομένου των εισηγμένων να επαναγοράζουν μετοχές και στη συνέχεια να τις μεταπωλούν σε υψηλότερη τιμή ή να τις διαθέτουν σε ξένα θεσμικά χαρτοφυλάκια. Το θέμα αυτό προκάλεσε την παρέμβαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οπού και έστειλε ενημερωτική επιστολή σε όλες τις εισηγμένες εταιρίες την 15/05/2007.

Η εικόνα που είχε δημιουργηθεί για τις επαναγορές μετοχών για την περίοδο 1999-2000 ήταν ότι οι επαναγορές μετοχών εξυπηρετούσαν πραγματικά για να στηριχθεί μία μετοχή που δεν ανταποκρίνονταν στα θεμελιώδη μεγέθη της εκάστοτε επιχείρησης.

Σήμερα, έχει εξελιχθεί μία διαδικασία που να συνδυάζεται η επαναγορά μετοχών με τη διάθεση μετοχών σε ξένα χαρτοφυλάκια. Έτσι, οι μικρομεσαίοι μέτοχοι μιας εισηγμένης αισθάνονται αδικημένοι αφενός γιατί διαπιστώνουν ότι τα placement γίνονται σε χαμηλότερη τιμή από τη δική τους τιμή κτήσης, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις επιχειρηματιών που εκμεταλλεύονται την επαναγορά μετοχών σε χαμηλή τιμή και μεταπωλούν στη συνέχεια υψηλότερα καταγράφοντας σημαντικό premium [Ντόκας (2008)]. Μάλιστα, αρκετές εταιρείες πραγματοποιούσαν αγορές ιδίων μετοχών και κατά τη διάρκεια της διαμόρφωσης τιμής στο κλείσιμο (μετά δηλαδή το πέρας της συνεδρίασης). Με αυτό τον τρόπο απέτρεπαν πιθανές πιέσεις και διαμόρφωναν καλύτερη τιμή για τον τίτλο στο κλείσιμο [Ιωάννου (2007)].

Στην Ελλάδα, ο θεσμός αυτός χρησιμοποιήθηκε για κερδοσκοπία σε μερικές περιπτώσεις. Για να αποφευχθούν τέτοια φαινόμενα, πρέπει να εξεταστεί σε τι βαθμό αυτή η πρακτική επιτρέπεται και σε τι βαθμό πρέπει να περιοριστεί. Εφόσον υπάρχει εκτίμηση ότι τα εταιρικά κέρδη θα μειωθούν, οι εταιρίες πρέπει να προβούν σε αγορά μετοχών και στη συνέχεια να τις ακυρώνουν, όπως επιβάλλει η λογική επαναγοράς μετοχών. Η πολιτεία πρέπει να διασφαλίσει τα συμφέροντα των μετόχων, περιορίζοντας τη δυνατότητα οι ίδιες μετοχές που αγοράζονται από την εταιρία να χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπία [Βεργός (2007)].

Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έθεσε τους παρακάτω κανόνες:

1. Οι εντολές αγοράς ιδίων μετοχών να δίδονται από τις εταιρείες σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή της τελευταίας πράξης.
2. Οι εισηγμένες να μην πραγματοποιούν αγορές ιδίων μετοχών όταν ο αριθμός των αγορών ανά ημέρα είναι μεγαλύτερος από το 25% του μέσου ημερήσιου όγκου των συναλλαγών των τελευταίων 20 ημερών.
3. Να μην προβαίνουν σε πωλήσεις ιδίων μετοχών, συμπεριλαμβανομένων των διαθέσεων σε θεσμικούς επενδυτές, όταν ταυτόχρονα αγοράζουν ίδιες μετοχές.
4. Να μην αγοράζουν ίδιες μετοχές σε περιόδους που οι εταιρείες έχουν αποφασίσει την αναβολή δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών.

Σύμφωνα με τον κανονισμό 2273/ 2003, οι επαναγορές μετοχών πρέπει να έχουν λάβει έγκριση από τις συνελεύσεις των μετόχων αποκλειστικά για τους εξής λόγους:

1. Τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
2. Την εκπλήρωση υποχρεώσεων από προγράμματα διάθεσης μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας.
3. Την εκπλήρωση υποχρεώσεων που απορρέουν από μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο.

Συνεπώς, γίνεται κατανοητό ότι ο νόμος είναι σαφής και δεν αναφέρει πουθενά ότι δικαιούνται οι εισηγμένες να αποκτούν ίδιες μετοχές, είτε για να στηρίξουν τις τιμές τους στο χρηματιστηριακό ταμπλό, είτε για να αποκτήσουν ένα ποσοστό το οποίο θα το διαθέσουν αργότερα μέσω placement σε ξένα ή εγχώρια θεσμικά χαρτοφυλάκια.

Ο νέος νόμος, όπως και ο παλαιότερος προβλέπουν ακριβώς ότι η επαναγορά μετοχών δεν μπορεί να υπερβαίνει το 10% της καθαρής θέσης της εταιρείας. Επίσης, ο νέος νόμος προσθέτει ακόμη δύο παραμέτρους: Πρώτον, η επαναγορά δεν θα πρέπει να υπερβαίνει το άθροισμα προς διανομή κερδών και των έκτακτων αποθεματικών. Δεύτερον, παράλληλα με την εφαρμογή ΔΛΠ (Διεθνών Λογιστικών Προτύπων), οι επαναγορές υποχρεωτικά οδηγούν σε μείωση της καθαρής θέσης της εταιρείας.

#### 4.4 Φορολογία Μετόχων

##### Από Μερισμάτα:

Σύμφωνα με το νόμο 2065/1992, **μετά την καταβολή του αναλογούντος φόρου από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης της για τα διανεμόμενα κέρδη.** Έτσι, η διανομή κερδών (υπό μορφή μερίσματος, προ-μερίσματος, αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή στο προσωπικό κ.λ.π.) δεν υπόκειται σε περαιτέρω φορολόγηση επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου και κατά συνέπεια, οι επενδυτές δεν φορολογούνται για τα εισοδήματα που προκύπτουν από μερίσματα μετοχών. Σημειώνεται, ότι αυτό είναι πολύ διαφορετικό από τη διπλή φορολόγηση των μερισμάτων που ισχύει στις ΗΠΑ.

Επίσης, σύμφωνα με το νόμο 2298/1994, άρθρο 114 (Υποχρέωση παρακράτησης φόρου) παρ. 4 (5) "(4)."4. Με την καταβολή του οριζόμενου στην παράγραφο 3 του άρθρου 39 του νόμου 3371/2005 φόρου, **τα διανεμόμενα μερίσματα στους μετόχους της εταιρίας επενδύσεων χαρτοφυλακίου απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος".**

Επιπλέον, ο νόμος 2238/ 1994, άρθρο 54 για παρακράτηση φόρου στο εισόδημα από κινητές αξίες, ορίζει ότι στα διανεμόμενα κέρδη των ημεδαπών ανώνυμων εταιριών, με τη μορφή μερισμάτων, προμερισμάτων, αμοιβών και ποσοστών, εκτός μισθού, των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διευθυντών, καθώς και των αμοιβών εργατουπαλληλικού προσωπικού, **ουδεμία παρακράτηση φόρου ενεργείται, ως φορολογούμενα τα εισοδήματα αυτά στο όνομα του νομικού προσώπου.**

Για τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, πλην των ανωνύμων εταιριών, τυχόν κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται από την πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο δεν υπόκεινται σε φορολόγηση. Αν όμως τα κεφαλαιακά κέρδη πραγματοποιούνται από Ανώνυμη Εταιρία φορολογούνται ως εισόδημα.

##### Από Επαναγορές Μετοχών:

Σύμφωνα με το νόμο 2238/1994, άρθρο 106 (Υπολογισμός φορολογητέου εισοδήματος) παρ. 7. Σε περίπτωση εξαγοράς ή με οποιονδήποτε τρόπο απόκτησης από ημεδαπή ανώνυμη εταιρία ιδίων αυτής μετοχών με σκοπό την απόσβεση ή μείωση του κεφαλαίου της, το ποσό που καταβάλλεται στους μετόχους πέραν του πράγματι καταβληθέντος από αυτούς αντίτιμου μετοχών και μη επιστραφέντος σε αυτούς, προέρχεται από το υπόλοιπο των κερδών που προκύπτει μετά την αφαίρεση του αναλογούντος, με βάση το άρθρο 109 του παρόντος, φόρου, από τα συνολικά κέρδη.

Ως πράγματι καταβληθέν από τους μετόχους ποσό θεωρείται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, προσαυξημένο κατά τα αποθεματικά τα σχηματισθέντα από την τυχόν υπέρ το άρτιον έκδοση των μετοχών.

**Το ανωτέρω ποσό που λαμβάνουν οι μέτοχοι δεν υπόκειται σε φορολογία εφόσον το νομικό πρόσωπο δεν έχει, μέσα στη διαχειριστική χρήση που λαμβάνει χώρα, απόσβεση ή μείωση του κεφαλαίου, εισοδήματα απαλλασσόμενα της φορολογίας ή προσδιοριζόμενα ή φορολογούμενα κατά ειδικό τρόπο με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης.**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ





## 5. Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την παρούσα εργασία ήταν η κατάρτιση και αποστολή ερωτηματολογίων (παράρτημα, σελ. 146) στο σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων (περίπου 250) του Χρηματιστηρίου Αθηνών που αριθμεί περίπου 250 μέλη.

### 5.1 Το Δείγμα

Οι 250 εταιρίες αυτές διακρίνονται με βάση τα παρακάτω κριτήρια:

Σε κατηγορίες:

- Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
- Κατηγορία Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- Κατηγορία Ειδικών Χρηματιστηριακών Χαρακτηριστικών
- Υπό Επιτήρηση
- Υπό Αναστολή

Σε κλάδους:

- Πετρέλαιο & Αέριο
- Χημικά
- Πρώτες Ύλες
- Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών
- Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες
- Τρόφιμα & Ποτά
- Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά
- Υγεία
- Εμπόριο
- Μέσα Ενημέρωσης
- Ταξίδια & Αναψυχή
- Τηλεπικοινωνίες
- Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας
- Τράπεζες
- Ασφάλειες
- Ακίνητη Περιουσία
- Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες
- Τεχνολογία

Σε δείκτες:

- Γενικός Δείκτης Τιμών Χ.Α.
- FTSE / XA 20
- FTSE / XA MID 40
- FTSE / XA Small Cap 80

- FTSE / XA International
- FTSE / XA 140
- FTSE / MED 100
- Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Γενικού Δείκτη ΧΑ
- Eurobank Mid Cap Private Sector 50 Index
- Δείκτης Υψηλής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας ΧΑ

Η εγκυρότητα μίας έρευνας εξαρτάται από το ποσοστό απαντήσεων και την αντιπροσωπευτικότητα του δείγματος. Για το λόγο αυτό συλλέχθηκαν απαντήσεις από όλες τις κατηγορίες των εταιριών.

Τελικά, απάντησαν **89 εταιρίες αντιπροσωπεύοντας περίπου το 36%** του συνόλου των επιχειρήσεων που έχουν μετοχές διαπραγματεύσιμες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Το **ποσοστό αυτό είναι αρκετά ικανοποιητικό δεδομένου ότι έγκυρο θεωρείται κάθε ποσοστό από 20% και πάνω [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]**. Μάλιστα, το ποσοστό της προαναφερθείσας έρευνας ήταν πολύ χαμηλότερο.

Σχετικά με τη διάκριση ανά κατηγορία, το δείγμα των επιχειρήσεων που απάντησαν αποτελείται από το 34,18% των εταιριών μεγάλης κεφαλαιοποίησης, το 21,95% των εταιριών μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, το 18,5% των εταιριών με ειδικά Χρηματιστηριακά Χαρακτηριστικά, το 10,41% εταιριών υπό επιτήρηση και το 10% εταιριών υπό αναστολή.

Παράλληλα, σχετικά με τη διάκριση ανά κλάδο ελήφθησαν απαντήσεις από όλους τους κλάδους. Πιο συγκεκριμένα, στο δείγμα που απάντησε, ο κλάδος Πετρέλαιο & Αέριο αντιπροσωπεύεται από το 33% των εταιριών του, τα Χημικά σε ποσοστό 22,22%, οι Πρώτες Ύλες στο 30%, οι Κατασκευές & Υλικά Κατασκευών στο 10%, τα Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες στο 38%, τα Τρόφιμα & Ποτά στο 27,27%, τα Προσωπικά & Οικιακά Αγαθά στο 20%, η Υγεία στο 22,22%, το Εμπόριο στο 40%, τα Μέσα Ενημέρωσης στο 21,42%, τα Ταξίδια & Αναψυχή στο 18,75%, οι Τηλεπικοινωνίες στο 100%, οι Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας στο 20%, οι Τράπεζες στο 40%, οι Ασφάλειες στο 25%, η Ακίνητη Περιουσία στο 20%, οι Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες στο 7,14% και η Τεχνολογία αντιπροσωπεύεται στο 27%.

Επίσης, οι επιχειρήσεις που απάντησαν σε ποσοστό 45% ανήκουν στον δείκτη FTSE / XA 20, το 67,5% αντιπροσωπεύουν το δείκτη FTSE / XA MID 40 και το 18,75% το δείκτη FTSE / XA Small Cap 80.

Στην ερώτηση περί διανομής μερίσματος (ερώτηση 1) **το 59% των επιχειρήσεων δήλωσε ότι διένειμε μέρισμα** και για τα πέντε έτη προηγούμενης χρήσεως, ενώ το 39% δεν διένειμε μέρισμα και για τα πέντε έτη.

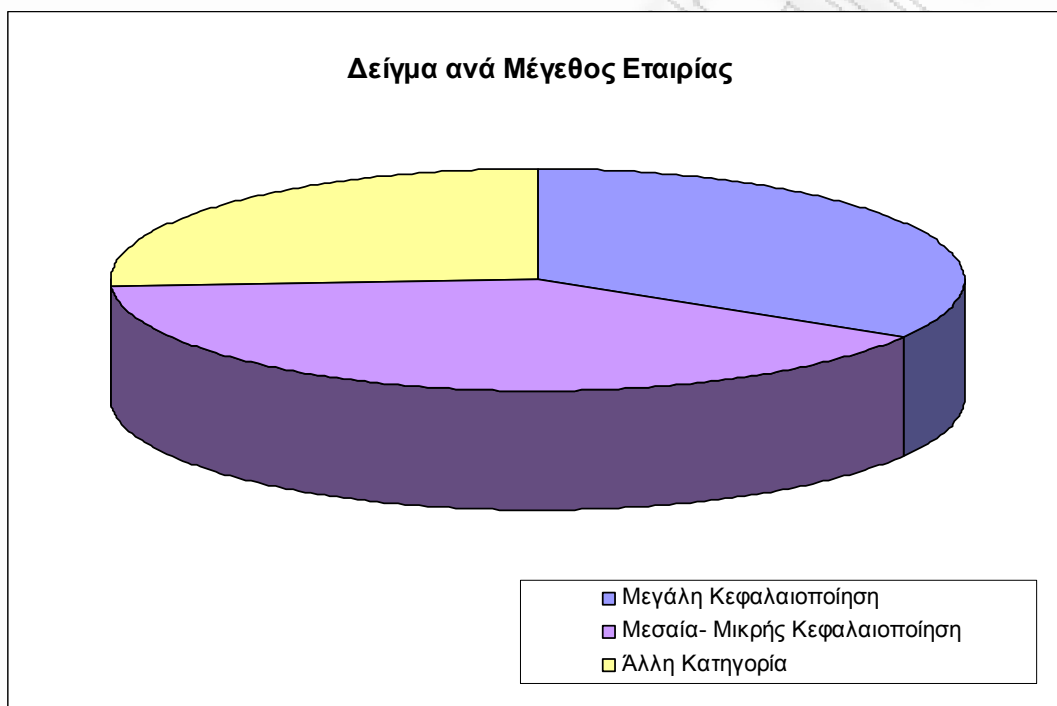
Επίσης, **οι ελληνικές επιχειρήσεις σε ποσοστό 51% δήλωσαν ότι επαναγοράζουν τις μετοχές τους**, ενώ το 45% των επιχειρήσεων δεν έχουν προβεί σε επαναγορά μετοχών την τελευταία δεκαετία (ερώτηση 32).



Είναι προφανές από τα παραπάνω διαγράμματα ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις σε ποσοστό περίπου 60%, είτε διανέμουν μέρισμα, είτε επαναγοράζουν μετοχές τους ή δραστηριοποιούνται και στους δύο τομείς. Συνολικά, το δείγμα περιλαμβάνει αρκετές επιχειρήσεις αποπληρωμής κερδών που μας βοηθούν να αντλήσουμε συμπεράσματα για όλες τις αποφάσεις και τις δραστηριότητες.

Προκειμένου να εντοπιστούν οι παράγοντες που οδηγούν τις επιχειρήσεις να ακολουθούν διαφορετική πολιτική, θεωρήθηκε σκόπιμο να προστεθούν **ακόμα δύο κριτήρια διαφοροποίησης του δείγματος, το μέγεθος της εταιρίας και ο ρυθμός ανάπτυξης.**

Το μέγεθος της εταιρίας κρίνεται από την κεφαλαιοποίηση. Οι επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης είναι μεγάλες επιχειρήσεις, με συνήθως μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα, ενώ επιχειρήσεις μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης είναι επιχειρήσεις μικρότερου μεγέθους. Από αυτή τη διάκριση, ενδιαφέρον παρουσιάζει η αντίδραση κάθε κατηγορίας στη θεωρία αντιπροσώπευσης, που θα αναλυθεί σε επόμενο κεφάλαιο.



Σημαντικός παράγοντας για την πολιτική μίας εταιρίας είναι οι αναπτυξιακές προοπτικές (growth), τόσο της επιχείρησης, όσο και του κλάδου που αυτή ανήκει. Αντιπροσωπευτικός δείκτης για την ανάπτυξη μίας επιχείρησης (growth) θεωρείται το P/E.

Ο δείκτης P/E είναι το πηλίκο της τιμής ανά μετοχή προς τα ετήσια κέρδη ανά μετοχή. Δείχνει πόσα χρήματα τιμάται στην αγορά μία μονάδα κέρδους ανά μετοχή. Γενικά, ένα υψηλό P/E σημαίνει ότι η εταιρία αναμένεται να έχει μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον από μία εταιρία με χαμηλό P/E. Όμως, δεν είναι αντικειμενικό μέσο. Είναι χρήσιμο για τους επενδυτές να συγκρίνουν τα ιστορικά στοιχεία P/E μίας εταιρίας ή τα στοιχεία P/E εταιριών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο.

Παρόλο που δεν θεωρείται σωστή η σύγκριση ανάμεσα σε διαφορετικού είδους εταιρίες που έχουν διαφορετικές αναπτυξιακές προοπτικές, στην παρούσα έρευνα παραβάλλονται οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο

ρυθμό ανάπτυξης ( $P/E > 10$ ) με απαντήσεις των επιχειρήσεων με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης ( $P/E \leq 10$ ), Η μέθοδος αυτή επελέγη διότι ήταν η καταλληλότερη για να επιδείξει πως διαφοροποιούνται τα κριτήρια των επιχειρήσεων ανάλογα με το ρυθμό ανάπτυξης. Η διάκριση ανά κλάδο δεν προσφέρει μεγαλύτερη ανάλυση γιατί δεν ενδιαφέρει μεμονωμένα η επιχείρηση, αλλά ο βαθμός επιρροής του ρυθμού ανάπτυξης στη λήψη αποφάσεων.

## 5.2 Μεθοδολογία

Η συγκεκριμένη εργασία βασίστηκε στο άρθρο των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#) "Payout policy in the 21st century", όπου πραγματοποίησαν έρευνα σε 407 επιχειρήσεις, εκ των οποίων οι 23 ήταν ολοκληρωμένες συνεντεύξεις σε οικονομικούς διευθυντές. Αποστολή τους ήταν να ορίζουν τους παράγοντες που καθορίζουν την μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών.

Σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να διερευνηθεί ο τρόπος που η ελληνικές επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών. Αντικείμενο μελέτης αποτελούν τα κριτήρια επιρροής των αποφάσεων αυτών και οι σχετικές θεωρίες που παρουσιάζονται στην οικονομική βιβλιογραφία.

Το μέσο για την παραπάνω διερεύνηση ήταν ένα ερωτηματολόγιο, το οποίο περιλάμβανε 67 ερωτήσεις πολλαπλών επιλογών σχετικά με τις κύριες θεωρίες και τους παράγοντες επιρροής μερισματικής πολιτικής και επαναγοράς μετοχών.

Το ερωτηματολόγιο ήταν δομημένο με μια σειρά ερωτήσεων για τις επιχειρήσεις, με σκοπό να καταθέσουν τις απόψεις τους σχετικά με τις παρακάτω θεωρίες:

- τη θεωρία σήμανσης,
- τη θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης,
- τη θεωρία πελατειακής επίδρασης,
- τη θεωρία αντιπροσώπευσης,
- τη θεωρία αδιαφορίας
- bird in the Hand Theory
- τη θεωρία φορολογικής προτίμησης
- την υπόθεση ελεύθερων ταμιακών ροών και
- την υπόθεση υποκατάστασης μερισμάτων και επαναγορών.

Επίσης, το ερωτηματολόγιο ζητούσε από τις επιχειρήσεις να αξιολογήσουν πόσο σημαντικοί είναι οι παρακάτω παράγοντες στην λήψη αποφάσεων:

- οι επενδυτικές ευκαιρίες,
- η ρευστότητα,
- η τιμή της μετοχής,
- η κερδοφορία,
- η κεφαλαιακή διάρθρωση,
- η μόχλευση,
- το κόστος έκδοσης μετοχικού κεφαλαίου
- η πιστοληπτική ικανότητα,
- τα προγράμματα stock options,
- η κερδοσκοπία και
- η φορολογία

Επιδίωξη της έρευνας ήταν να μελετήσει την ελληνική πραγματικότητα μέσα από το πρίσμα των οικονομικών θεωριών. Για το λόγο αυτό, το

ερωτηματολόγιο περιλάμβανε ερωτήσεις σχετικά με την πολιτική των επιχειρήσεων έως σήμερα και τις μελλοντικές προθέσεις τους. Πιο συγκεκριμένα, τέθηκαν ερωτήσεις όπως:

- Η διανομή μερίσματος πραγματοποιήθηκε και για τα τελευταία πέντε έτη;
- σε πόσα χρόνια αναμένεται η επόμενη διανομή μερίσματος;
- σε πόσα χρόνια αναμένεται η επόμενη επαναγορά μετοχών;
- σε πόσα χρόνια αναμένεται κάποια μορφής αποπληρωμή κερδών;
- Έχει προβεί η επιχείρηση σε επαναγορά μετοχών;
- Στόχος προηγούμενων ή μελλοντικών επαναγορών μετοχών είναι η πώληση των μετοχών αυτών στο μέλλον σε υψηλότερη τιμή;
- Στόχος προηγούμενων ή μελλοντικών επαναγορών μετοχών είναι η μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές;
- Πραγματοποιήθηκαν κεφαλαιακά κέρδη από προηγούμενα προγράμματα επαναγορών μετοχών;

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι επιχειρήσεις απέφυγαν να απαντήσουν αυτές τις ερωτήσεις και το ποσοστό απαντήσεων ήταν εξαιρετικά χαμηλό.

### 5.3 Μεθοδολογικά Προβλήματα

Το πιο διαδεδομένο πρόβλημα σε εμπειρικές έρευνες είναι η αρνητική στάση των συμμετεχόντων προς την έρευνα. Αυτό έχει τις ρίζες του σε κοινωνικούς λόγους που δεν θα αναλυθούν εδώ. Στην παρούσα έρευνα, το ποσοστό των απαντήσεων έφθασε στο 36% και θεωρείται αρκετά ικανοποιητικό αφού η βάση για να θεωρηθεί ένα ποσοστό αξιόπιστο είναι το 20%.

Επίσης, ένα ακόμη πρόβλημα είναι ότι συνήθως οι συμμετέχοντες σε εμπειρικές έρευνες δρουν ενστικτωδώς και δεν χρειάζεται να ερμηνεύουν τις κινήσεις τους μέσα από τα οικονομικά μοντέλα [Friedman (1953)]. Ενώ παράλληλα, πολλές φορές ο υπάλληλος που απαντά στο ερωτηματολόγιο δεν είναι άρτια καταρτισμένος, ώστε να είναι σε θέση να απαντήσει σωστά.

Στην έρευνα, οι επιχειρήσεις καλούνται να απαντήσουν σχετικά με τις εκτιμήσεις τους αναφορικά με τις κύριες θεωρίες που προαναφέρθηκαν και τις προβλέψεις τους για το μέλλον. Ο Friedman δέχθηκε την κριτική των Rosenberg (1992) και Hausman, (1992), επειδή στοχεύει στην πρόβλεψη και αυτό κάνει αδύνατη την αλληλουχία αιτίας και αποτελέσματος.

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί στην κατανόηση του κινήτρου των πράξεων των επιχειρήσεων και εξετάζει αν οι υποθέσεις που κάνουν πολλά μοντέλα έχουν βάση στην πραγματικότητα. Η διερεύνηση των υποθέσεων είναι σημαντική για τους θεωρητικούς για δύο λόγους. Πρώτον, σύμφωνα με τον Friedman, τα αποτελέσματα μπορεί να φέρουν μία ακόμη μεγαλύτερη γκάμα υποθέσεων από ότι υπήρχαν προηγουμένως, μερικά από τα οποία μπορεί να προάγουν την προβλεψιμότητα. Δεύτερον, για οπαδούς των ρεαλιστικών υποθέσεων, η ικανότητα να καταλάβουμε ποιες υποθέσεις θεωρούνται σημαντικές από τις διοικήσεις και έτσι ανάλογα με τις αποφάσεις, έχουν τη δυνατότητα να οδηγήσουν σε καλύτερα επεξηγηματικά μοντέλα.

Στην παρούσα έρευνα, οι ελληνικές επιχειρήσεις εκλήθησαν να απαντήσουν στο ερωτηματολόγιο που βρίσκεται στο παράρτημα (σελ. 146). Οι ερωτήσεις βασίσθηκαν σε προηγούμενη έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005), αλλά ήταν προσαρμοσμένες στην ελληνική πραγματικότητα. Συγκεκριμένα, οι ερωτήσεις τέθηκαν βάσει ελληνικής νομοθεσίας και θέλησαν να διερευνήσουν τις ελληνικές ιδιαιτερότητες, όπως για παράδειγμα αν οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις επαναγορές μετοχών με σκοπό την κερδοσκοπία. Διαφορές εντοπίστηκαν στην ιεραρχία της πολιτικής διανομής κερδών, στο ρόλο της ρευστότητας και της χρηματοδότησης, καθώς και στην πληροφόρηση των επενδυτών. Τα αποτελέσματα της έρευνας θα αναλυθούν εκτενώς στο επόμενο κεφάλαιο.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

# ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ



## 6.

## Τα Αποτελέσματα της Έρευνας

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στα συμπεράσματα που προκύπτουν από την εν λόγω έρευνα. Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τη διανομή μερίσματος και τις επαναγορές μετοχών; Πόσο σημαντικοί κρίνονται από τις διοικήσεις των εταιριών; (Βαθμολογία με κλίμακα το 100). Διαφέρουν οι ελληνικές επιχειρήσεις με τις επιχειρήσεις του εξωτερικού; Ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ ελληνικής αγοράς και ξένων αγορών; Διαφέρουν οι αποφάσεις μεταξύ εταιριών μεγάλης και μικρής κεφαλαιοποίησης; Αυτά είναι μερικά μόνο ερωτήματα που δημιουργήθηκαν και οι απαντήσεις τους θα εκμαιευτούν από τις απαντήσεις των επιχειρήσεων στο ερωτηματολόγιο.

Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζονται στους πίνακες από 6.1 έως 6.7 και στα διαγράμματα από 6.1 έως 6.3.

Όπως αναφέρθηκε στη μεθοδολογία, προκειμένου να εντοπιστούν οι ειδικοί παράγοντες που οδηγούν τις επιχειρήσεις να ακολουθούν διαφορετική πολιτική, θεωρήθηκε σκόπιμο να προστεθούν ακόμα δύο κριτήρια διαφοροποίησης του δείγματος, το μέγεθος της εταιρίας και ο ρυθμός ανάπτυξης. Στους παρακάτω πίνακες με μαύρο εμφανίζονται οι απαντήσεις του δείγματος συνολικά, με **μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων**, με **πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων**, με **κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης** και με **ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης**.

Ο πίνακας 6.1 παρουσιάζει τις απαντήσεις των επιχειρήσεων σχετικά με την μερισματική πολιτική που ακολουθούν και όσα ισχύουν στην αγορά. Ο πίνακας 6.2 παρουσιάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική όπως βαθμολογήθηκαν σε βαθμό σημαντικότητας από τις επιχειρήσεις. Ο πίνακας 6.3 παρουσιάζει τις απαντήσεις των επιχειρήσεων σχετικά με την πολιτική επαναγορών μετοχών. Ο πίνακας 6.4 παρουσιάζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική όπως βαθμολογήθηκαν σε βαθμό σημαντικότητας από τις επιχειρήσεις και ο πίνακας 6.5 παρουσιάζει την μελλοντική επιρροή των παραγόντων σε βαθμό σημαντικότητας, όπως βαθμολογήθηκαν από τις επιχειρήσεις. Οι ερωτήσεις στους παρακάτω πίνακες εμφανίζονται με την ίδια σύνταξη όπως στο ερωτηματολόγιο.

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
1. Πληρώσατε μερίσμα στους μετόχους σας τα τελευταία πέντε έτη;	ΝΑΙ: 58,42%		ΌΧΙ: 39,32%
2. Μία μείωση του μερίσματος αποφέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση.	42,05% 58,06% 32,43% 50,00% 38,10%	31,82% 25,81% 32,43% 33,33% 23,81%	26,13% 16,13% 35,14% 16,67% 38,09%
3. Τα μερίσματα αξιολογούνται το ίδιο σημαντικά για την αξία της επιχείρησης σήμερα όπως και πριν από 15- 20 έτη.	35,23% 41,94% 32,43% 41,67% 33,33%	38,64% 38,71% 35,14% 36,11% 47,62%	26,13% 19,35% 32,43% 22,22% 19,05%
4. Οι αποφάσεις της διοίκησης μιας εταιρείας για την μερισματική πολιτική της μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση στους επενδυτές.	71,59% 83,87% 65,57% 75,00% 85,71%	11,36% 9,68% 8,11% 8,33% 4,76%	17,05% 6,45% 26,32% 16,67% 9,53%
5. Η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, από το να διατηρεί αδιανέμητα κέρδη.	51,14% 51,61% 56,76% 58,33% 38,10%	21,59% 16,13% 21,62% 19,44% 14,29%	27,27% 32,26% 21,62% 22,23% 47,61%
6. Τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης καθορίζουν και την	75,00%	9,09%	15,91%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
μερισματική της πολιτική (η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων λαμβάνεται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις).	83,87% 81,08% 75,00% 85,71%	9,68% 2,70% 11,11% 4,76%	6,45% 16,22% 13,89% 9,53%
7. Είναι προτιμότερο για μια επιχείρηση να προβεί σε λήψη νέας χρηματοδότησης (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, Δανεισμός) παρά να μειώσει την πληρωμή μερισμάτων.	29,55% 35,48% 21,62% 30,56% 33,33%	46,59% 35,48% 54,05% 50,00% 38,10%	23,86% 29,04% 24,33% 19,44% 28,57%
8. Χρησιμοποιούμε τη μερισματική πολιτική μας ως εργαλείο για να αποκτήσουμε μια επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση (credit rating).	21,84% 22,58% 16,67% 14,29% 19,05%	36,78% 45,16% 33,33% 34,29% 38,10%	41,38% 32,26% 50,00% 51,42% 42,85%
9. Χρησιμοποιούμε τη μερισματική πολιτική μας ως όπλο έναντι των ανταγωνιστών.	20,69% 22,58% 22,22% 22,86% 23,81%	41,38% 41,94% 41,67% 34,29% 33,33%	37,93% 35,48% 36,11% 42,85% 42,86%
10. Χρησιμοποιούμε τα μερίσματα για να δείξουμε ότι ως εταιρεία μπορούμε να αντεπεξέλθουμε στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. δανεισμού), επενδύσεων και ανταγωνισμού.	19,54% 19,35% 13,89% 11,43% 19,05%	50,57% 51,61% 58,33% 48,57% 52,38%	29,89% 29,04% 27,78% 40,00% 28,57%
11. Αποφεύγουμε να μειώσουμε τα μερίσματα ανά μετοχή.	41,38%	32,18%	26,44%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
	45,16%	22,58%	32,26%
	36,11%	36,11%	27,78%
	40,00%	31,43%	28,57%
	47,62%	19,05%	33,33%
12. Προσπαθούμε να διατηρήσουμε μία σταθερή ροή μερισμάτων από έτος σε έτος.	71,26%	12,64%	16,10%
	67,74%	6,45%	25,81%
	80,56%	8,33%	11,11%
	80,00%	8,57%	11,43%
	76,19%	0,00%	23,81%
13. Λαμβάνουμε υπόψη το επίπεδο των μερισμάτων ανά μετοχή, που έχουμε καταβάλει στα αμέσως 1-2 προηγούμενα έτη.	77,01%	14,94%	8,05%
	77,42%	9,68%	12,90%
	85,71%	8,57%	5,72%
	79,41%	11,76%	8,83%
	85,71%	9,52%	4,77%
14. Λαμβάνουμε υπόψη την μεταβολή ή το ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων ανά μετοχή.	70,11%	10,34%	19,55%
	77,42%	9,68%	12,90%
	74,29%	5,71%	20,00%
	70,59%	5,88%	23,53%
	80,95%	9,52%	9,53%
15. Πληρώνουμε μερίσματα, για να δείχνουμε ότι η εταιρία μας είναι αρκετά δυνατή έτσι ώστε μπορεί να θυσιάζει κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια.	24,14%	54,02%	21,84%
	25,81%	58,06%	16,13%
	19,44%	61,11%	19,45%
	25,71%	51,43%	22,86%
	19,05%	66,67%	14,28%

Πίνακας 6.1

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
16. Η διατήρηση της διαχρονικής συνέπειας της μερισματικής πολιτικής.	52,87% 61,29% 55,56% 62,86% 57,14%	12,64% 6,45% 11,11% 5,71% 9,52%	34,49% 32,26% 33,33% 31,43% 33,34%
17. Η σταθερότητα των μελλοντικών κερδών.	60,92% 70,97% 44,44% 48,57% 66,67%	11,49% 3,23% 11,11% 5,71% 4,76%	27,59% 25,80% 44,45% 45,72% 28,57%
18. Μία διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη.	54,02% 61,29% 52,78% 51,43% 76,19%	9,20% 3,23% 11,11% 8,57% 0,00%	36,78% 35,48% 36,11% 40,00% 23,81%
19. Μία προσωρινή μεταβολή στα κέρδη.	26,44% 29,03% 27,78% 25,71% 38,10%	34,48% 22,58% 41,67% 40,00% 19,05%	39,08% 48,39% 30,55% 34,29% 42,85%
20. Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρίας μας.	49,43% 61,29% 44,44% 51,43% 57,14%	19,54% 9,68% 22,22% 11,43% 9,52%	31,03% 29,03% 33,34% 37,14% 33,34%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
21. Η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών – σχεδίων για την εταιρία μας.	62,07% 80,65% 61,11% 68,57% 66,67%	11,49% 9,68% 2,78% 5,71% 9,52%	26,44% 9,67% 36,11% 25,72% 23,81%
22. Η προσέλκυση μικρο-επενδυτών ως μετόχων της εταιρίας μας.	35,63% 29,03% 44,44% 31,43% 33,33%	33,33% 29,03% 33,33% 34,29% 33,33%	31,04% 41,94% 22,23% 34,28% 33,34%
23. Η υποτιμημένη τιμή της μετοχής στην αγορά.	26,44% 29,03% 22,22% 28,57% 33,33%	47,13% 51,61% 47,22% 48,57% 52,38%	26,43% 19,36% 30,56% 22,86% 14,29%
24. Η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών ή λοιπών στοιχείων ταμειακών ισοδύναμων.	44,83% 48,39% 36,11% 40,00% 52,38%	25,29% 19,35% 27,78% 14,29% 28,57%	29,88% 32,26% 36,11% 45,71% 19,05%
25. Η πληρωμή των μερισμάτων σε μετρητά είναι το μέσο με το οποίο, η επιχείρηση μειώνει την πλεονάζουσα ρευστότητα.	24,42% 22,58% 16,67% 22,86% 19,05%	54,65% 58,06% 61,11% 60,00% 52,38%	20,93% 19,36% 22,22% 17,14% 28,57%
26. Η μερισματική πολιτική ως ένας μηχανισμός άμυνας στην απόκρουση μίας εχθρικής εξαγοράς.	16,09% 6,45% 11,11%	59,77% 64,52% 61,11%	24,14% 29,03% 27,78%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
	5,71% 19,05%	68,57% 47,62%	25,72% 33,33%
27. Η μερισματική πολιτική των ανταγωνιστριών εταιριών του κλάδου.	20,69% 16,13% 22,22% 20,00% 23,81%	45,98% 38,71% 47,22% 42,86% 42,86%	33,33% 45,16% 30,56% 37,14% 33,33%
28. Η πιθανότητα η πληρωμή μερισμάτων να σηματοδοτεί την ανυπαρξία κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων.	22,99% 22,58% 22,55% 17,14% 33,33%	55,17% 51,61% 58,33% 62,86% 38,10%	21,84% 25,81% 19,12% 20,00% 28,57%

Πίνακας 6.2

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
29. Έχετε κάνει επαναγορές μετοχών της επιχείρησής σας στο παρελθόν (τελευταία δεκαετία);	ΝΑΙ: 50,56%	ΌΧΙ: 44,95%	
30. Οι αποφάσεις επαναγοράς των μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με την επιχείρηση.	58,14% 73,33%	12,79% 3,33%	29,07% 23,34%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.



ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
	41,67% 54,29% 61,90%	13,89% 5,71% 4,76%	44,44% 40,00% 33,34%
31. Η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης.	68,60% 76,67% 61,11% 68,57% 71,43%	10,47% 6,67% 5,56% 5,71% 4,76%	20,93% 16,66% 33,33% 25,72% 23,81%
32. Οι επαναγορές μετοχών είναι το ίδιο σημαντικές σήμερα για την αξία της μετοχής των εταιρειών του κλάδου, όπως ήταν 15 με 20 έτη πριν.	20,24% 25,00% 8,33% 15,15% 19,05%	38,10% 32,14% 41,67% 27,27% 38,10%	41,66% 42,86% 50,00% 57,58% 42,85%
33. Χρησιμοποιούμε την πολιτική επαναγοράς μετοχών, για την επίτευξη μιας επιθυμητής πιστοληπτικής διαβάθμισης (credit rating).	11,63% 13,33% 11,43% 2,94% 23,81%	25,88% 43,33% 31,43% 35,29% 38,10%	62,49% 43,34% 57,14% 61,77% 38,09%
34. Η επαναγορά των μετοχών καθιστά την μετοχή μιας εταιρείας λιγότερο επικίνδυνη σε σχέση με την διανομή των πραγματοποιηθέντων κερδών.	25,88% 16,67% 25,00%	36,47% 33,33% 38,89%	37,65% 50,00% 36,11%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
	22,86% 19,05%	42,86% 28,57%	34,28% 52,38%
35. Η μείωση των επαναγορών μετοχών αποφέρει αρνητικές συνέπειες.	9,30% 10,00% 2,78% 2,86% 14,29%	48,84% 46,67% 61,11% 57,14% 52,38%	41,86% 43,33% 36,11% 40,00% 33,33%
36. Η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει η επιχείρηση καλύτερη από τους ανταγωνιστές της.	15,12% 10,00% 16,67% 14,29% 9,52%	46,51% 50,00% 47,22% 45,71% 52,38%	38,37% 40,00% 36,11% 40,00% 38,10%
37. Η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει ότι μπορεί η επιχείρηση, είτε να αναλάβει διάφορες δαπάνες, όπως τα κόστη δανεισμού για την ανεύρεση νέων εξωτερικών πόρων, είτε να δείχνουμε ισχυρότεροι από τους ανταγωνιστές μας.	25,58% 16,67% 16,67% 17,14% 28,57%	41,86% 53,33% 33,33% 40,00% 42,86%	32,56% 30,00% 50,00% 42,86% 28,57%
38. Είναι προτιμότερο να αναζητούνται νέοι πόροι χρηματοδότησης για να αναληφθεί ένα κερδοφόρο επενδυτικό σχέδιο, από το να μειώνουμε τις επαναγορές μετοχών.	43,02% 43,33% 41,67% 51,43%	30,23% 26,67% 36,11% 34,29%	26,75% 30,00% 22,22% 14,28%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ			
ΔΗΛΩΣΗ*	% Συμφωνούν ή Απόλυτα Συμφωνούν	% Διαφωνούν ή Απόλυτα Διαφωνούν	Ουδέτερη Αποψη
	33,33%	23,81%	42,86%

Πίνακας 6.3

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
39. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μας, εάν η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη.	82,56%	11,63%	5,81%
	90,00%	6,67%	3,33%
	82,86%	2,86%	14,28%
	85,29%	8,82%	5,89%
	90,48%	0,00%	9,52%
40. Η πιθανότητα οι επαναγορές μετοχών να σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων για την επιχείρηση.	38,37%	31,40%	30,23%
	30,00%	26,67%	43,33%
	40,00%	34,29%	25,71%
	29,41%	38,24%	32,35%
	52,38%	9,52%	38,10%
41. Μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη.	23,26%	37,21%	39,53%
	23,33%	40,00%	36,67%
	20,00%	40,00%	40,00%
	17,65%	52,94%	29,41%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
	28,57%	9,52%	61,91%
42. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS).	31,40%	31,40%	37,20%
	30,00%	33,33%	36,67%
	25,71%	28,57%	45,72%
	29,41%	35,29%	35,30%
	28,57%	9,52%	61,91%
43. Η εμπορευσιμότητα της μετοχής μας.	54,65%	17,44%	27,91%
	63,33%	6,67%	30,00%
	51,43%	20,00%	28,57%
	58,82%	17,65%	23,53%
	57,14%	9,52%	33,34%
44. Η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών, σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο μετρητών.	37,21%	30,23%	32,56%
	43,33%	20,00%	36,67%
	34,29%	42,86%	22,85%
	38,24%	35,29%	26,47%
	42,86%	23,81%	33,33%
45. Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρείας μας.	40,70%	30,23%	29,07%
	53,33%	30,00%	16,67%
	34,29%	28,57%	37,14%
	29,41%	32,35%	38,24%
	47,62%	28,57%	23,81%
46. Η προσέλκυση μικρο-επενδυτών μετόχων της εταιρείας μας.	26,74%	39,53%	33,73%
	30,00%	36,67%	33,33%
	25,71%	42,86%	31,43%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
	23,53% 28,57%	44,12% 33,33%	32,35% 38,10%
47. Η μεταβολή της αναλογίας χρέους προς το μετοχικό κεφάλαιο με τάση να προσεγγίσει την επιθυμητή αναλογία	23,26% 23,33% 17,14% 14,71% 23,81%	36,05% 36,67% 37,14% 41,18% 28,57%	40,69% 40,00% 45,72% 44,11% 47,62%
48. πεποίθηση ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές ωφελούνται περισσότερο από ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών από τους λιγότερο καλά πληροφορημένους.	19,77% 23,33% 11,43% 17,65% 23,81%	43,02% 46,67% 45,71% 44,12% 28,57%	37,21% 30,00% 42,86% 38,23% 47,62%
49. Οι πολιτικές επαναγοράς μετοχών των ανταγωνιστών μας	19,77% 13,33% 17,14% 14,71% 14,29%	62,79% 60,00% 68,57% 67,65% 52,38%	17,44% 26,67% 14,29% 17,64% 33,33%
50. Η συγκέντρωση μετοχών, ως ένας μηχανισμός άμυνας απέναντι σε μια πιθανή επιθετική εξαγορά.	48,84% 53,33% 42,86% 47,06% 52,38%	31,40% 20,00% 34,29% 29,41% 28,57%	19,76% 26,67% 22,85% 23,53% 19,05%
51. Η αντιστάθμιση σε προγράμματα stock options που	30,23%	44,19%	25,58%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
μειώνουν τον έλεγχο της εταιρείας.	33,33%	40,00%	26,67%
	25,71%	40,00%	34,29%
	35,29%	41,18%	23,53%
	28,57%	38,10%	33,33%
52. Η χρήση επαναγορών αντί μερισμάτων, επειδή τα stock options δικαιούνται μερίσματος.	18,82%	50,59%	30,59%
	20,69%	58,62%	20,69%
	11,43%	40,00%	48,57%
	11,76%	47,06%	41,18%
	20,00%	45,00%	35,00%

Πίνακας 6.4

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών μελλοντικά*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
53. Η αγορά υποτιμά την αξία της μετοχής μας.	58,14%	11,63%	30,23%
	76,67%	6,67%	16,66%
	60,00%	8,57%	31,43%
	58,82%	11,76%	29,42%
	71,43%	9,52%	19,05%
54. Η μεταφορά πληροφοριών για την μετοχή μας προς τους επενδυτές (εάν η αγορά δεν αποτιμά σωστά την εταιρία μας).	43,02%	20,93%	36,05%
	50,00%	10,00%	40,00%
	42,86%	20,00%	37,14%
	32,35%	23,53%	44,12%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών μελλοντικά*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
	52,38%	14,29%	33,33%
55. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS).	29,07%	26,74%	44,19%
	36,67%	26,67%	36,66%
	22,86%	34,29%	42,85%
	23,53%	41,18%	35,29%
	28,57%	9,52%	61,91%
56. Μία διατηρήσιμη αύξηση κερδών	30,23%	30,23%	39,54%
	43,33%	23,33%	33,34%
	20,00%	37,14%	42,86%
	32,35%	41,18%	26,47%
	28,57%	9,52%	61,91%
57. Η εταιρία μας έχει πλεονάζοντα μετρητά ή μετοχές.	38,37%	40,70%	20,93%
	50,00%	33,33%	16,67%
	25,71%	48,57%	25,72%
	38,24%	52,94%	8,82%
	38,10%	28,57%	33,33%
58. Μία αλλαγή στη διακύμανση ή την εμπορευσιμότητα της μετοχής μας	49,41%	27,06%	23,53%
	65,52%	10,34%	24,14%
	48,57%	31,43%	20,00%
	55,88%	26,47%	17,65%
	50,00%	15,00%	35,00%
59. Η ύπαρξη λιγότερων διαθέσιμων επικερδών επενδύσεων (π.χ. καθώς η βιομηχανία μας ωριμάζει).	25,58%	36,05%	38,37%
	20,00%	26,67%	53,33%
	25,71%	42,86%	31,43%

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Παράγοντες που επηρεάζουν την Πολιτική Επαναγοράς Μετοχών μελλοντικά*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Άποψη
	32,35%	47,06%	20,59%
	23,81%	19,05%	57,14%
60. Η επιρροή των θεσμικών επενδυτών μας.	39,53%	25,58%	34,89%
	50,00%	20,00%	30,00%
	25,71%	28,57%	45,72%
	35,29%	26,47%	38,24%
	47,62%	19,05%	33,33%

Πίνακας 6.5

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.



## 6.1 Βαθμός Μεταβολής Μερισματικής Πολιτικής

Προηγούμενες έρευνες [Lintner (1956) & Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)] κατέγραψαν δείγματα συντηρητισμού στις αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής, αφού υπήρχε απροθυμία των επιχειρήσεων να μειώσουν τα μερίσματα. Οι διοικήσεις πίστευαν ότι μια μείωση των μερισμάτων θα φέρει αρνητικές συνέπειες για τις επιχειρήσεις τους. Σε αντίθεση με τα μερίσματα, οι αποφάσεις για επαναγορές μετοχών δεν χαρακτηρίστηκαν από συντηρητισμό, αφού οι επιχειρήσεις ήταν πρόθυμες να αλλάξουν την πολιτική τους από έτος σε έτος και προηγούμενες αποφάσεις δεν καθόριζαν τις μελλοντικές.

Ανάλογη είναι και η κατάσταση στη σύγχρονη ελληνική αγορά. **Οι ελληνικές επιχειρήσεις πιστεύουν ότι μια μείωση του μερίσματος αποφέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση** (ερώτηση 2) σε ποσοστό 42,05% έναντι ποσοστού 31,82% που διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα με την παραπάνω άποψη. Βέβαια, η διαφορά μεταξύ των δύο απόψεων δεν φαίνεται να είναι τόσο μεγάλη, όσο στις έρευνες του εξωτερικού. Το αποτέλεσμα για την έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) ήταν αδιαμφισβήτητο, αφού η αντίστοιχη ερώτηση έφερε το μεγαλύτερο ποσοστό στην απάντηση συμφωνώ ή απόλυτα συμφωνώ από όλες τις ερωτήσεις της έρευνας. **Η άποψη αυτή ενισχύεται στις επιχειρήσεις μεγάλης κεφαλαιοποίησης**, όπου το 58,06% συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με την παραπάνω άποψη έναντι ποσοστού 25,81%.

**Στην ελληνική αγορά σημαντικότερο ρόλο για την μερισματική πολιτική έχει η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών για την εταιρία και η σταθερότητα μελλοντικών κερδών.** Πιο συγκεκριμένα, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών – σχεδίων (ερώτηση 21) συγκέντρωσε το μεγαλύτερο ποσοστό (62,07%) και χαρακτηρίστηκε ως ο σημαντικότερος από τους παράγοντες που επηρεάζουν την διοίκηση της επιχείρησης στην απόφαση για διανομή μερίσματος, ενώ ακολουθεί η σταθερότητα των μελλοντικών κερδών (ερώτηση 17), που συγκέντρωσε το δεύτερο μεγαλύτερο ποσοστό (60,92%). Βάρος ευθύνης σε αυτή τη διαφοροποίηση ίσως έχει και το φορολογικό καθεστώς της Ελλάδας που καθορίζει το ποσό που θα κοπεί ως μερίσμα [καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο x 6% (άρθρο 45, παρ. 2 εδάφιο β' του Ν. 2190/1920) και (Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως μείον ζημίες προηγούμενων χρήσεων μείον φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι μείον τακτικό αποθεματικό) x 35%. (παρ. 2 του άρθρου 44<sup>α</sup> του Ν. 2190/ 1920)].

Επίσης, από την έρευνα προκύπτει ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων (71,26% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα) προσπαθεί να διατηρεί σταθερή ροή μερισμάτων από έτος σε έτος (ερώτηση 12) και οι επιχειρήσεις είναι απρόθυμες να κάνουν αλλαγές που θα πάρουν πίσω στο χρόνο. Μάλιστα, φαίνεται ότι μια προσωρινή μεταβολή στα κέρδη δεν επηρεάζει τη διανομή μερισμάτων (ερώτηση 19), όπου το 34,48% των επιχειρήσεων απάντησαν ότι η προσωρινή κερδοφορία επηρεάζει σε πολύ μικρό βαθμό τη μερισματική πολιτική (1-2 βαθμοί σε κλίμακα από 1- 5) έναντι ποσοστού 26,44% που δίνουν υψηλή βαθμολογία επιρροής. Οι εταιρείες

δίνουν βάρος στο ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης ή μεταβάλλουν την μερισματική απόδοση. Παράλληλα, στοχεύουν στο ρυθμό ανάπτυξης του μερίσματος ανά μετοχή και όχι στο επίπεδο μερισμάτων [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. Αυτό επιβεβαιώνεται στην εν λόγω έρευνα (ερώτηση 14) όπου το 70,11% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με την άποψη ότι οι επιχειρήσεις λαμβάνουν υπόψη την μεταβολή ή το ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων ανά μετοχή, έναντι ποσοστού 10,34% που διαφωνεί απόλυτα.

Ένας άλλος παράγοντας που δείχνει συντηρητικότητα είναι ότι **οι επιχειρήσεις τείνουν να αλλάζουν την πολιτική τους σε μόνιμες μεταβολές της κερδοφορίας**. Το 60,92% των επιχειρήσεων θεωρεί τη σταθερότητα των μελλοντικών κερδών ως ένα σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει τις αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής (ερώτηση 17). Παρόμοια, το 38,37% απάντησε ότι η επαναγορά μετοχών γίνεται πιο εύκολα όταν η εταιρία έχει πλεονάζοντα κέρδη ή μετοχές (ερώτηση 60), ενώ το 40,70% διαφώνησε ή διαφώνησε απόλυτα με αυτή την άποψη.

Παράλληλα, μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη θεωρείται πιο σημαντικό παράγοντα για μερίσματα (ερώτηση 18) από ότι για επαναγορές μετοχών (ερώτηση 44). Το 54,02% των επιχειρήσεων δίνουν υψηλή βαθμολογία σε μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη ως παράγοντα επιρροής της απόφασης για μερίσματα (ερώτηση 18). Ενώ, αντίθετα μόλις το 26,26% των επιχειρήσεων θεωρεί μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη ως πολύ σημαντικό παράγοντα για την απόφαση επαναγοράς μετοχών (ερώτηση 44). Ανάλογα, το 9,20% των επιχειρήσεων δίνει μικρό συντελεστή επιρροής για την απόφαση διανομής μερίσματος (ερώτηση 18), σε αντίθεση με το 37,21% των επιχειρήσεων που δίνει εξίσου μικρό συντελεστή επιρροής για την απόφαση επαναγορών μετοχών (ερώτηση 44).

Αντίθετα, **στην περίπτωση προσωρινής μεταβολής στα κέρδη, οι επιχειρήσεις αποφασίζουν ευκολότερα την επαναγορά μετοχών, από τη διανομή μερισμάτων** (ερώτηση 19 όπως προαναφέρθηκε), παρόλο που και στις δύο περιπτώσεις θεωρείται σημαντικός παράγοντας.

Ανάλογες είναι και οι απαντήσεις στην έρευνα Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005), όπου το 72% των επιχειρήσεων δηλώνει ότι η σταθερότητα μελλοντικών κερδών είναι καθοριστικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής, ενώ σε προσωρινές μεταβολές κερδοφορίας μόνο το 8,4% των επιχειρήσεων είναι πρόθυμο να αλλάξουν πολιτική.

Επίσης, σύμφωνα με την μελέτη Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005), θεωρείται ότι **η ύπαρξη πλεονάζουσας ρευστότητας είναι περισσότερο σημαντικά για αποφάσεις επαναγορών** (ερώτηση 47) **από αποφάσεις μερισμάτων** (ερώτηση 24). Αυτό όμως δεν επαληθεύεται στην ελληνική πραγματικότητα. Η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών, σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο μετρητών ως παράγοντας επιρροής της απόφασης για επαναγορά μετοχών συγκέντρωσε μόνο το 37,21% των απαντήσεων των επιχειρήσεων, ενώ η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών ή λοιπών στοιχείων ταμειακών ισοδύναμων ως παράγοντας που επηρεάζει την διοίκηση της

επιχείρησης στην απόφαση για διανομή μερίσματος συγκέντρωσε το 44,83% των επιχειρήσεων.

Οι αποφάσεις για επαναγορές μετοχών δεν είναι τόσο συντηρητικές, όσο οι αποφάσεις για μερισματική πολιτική. Στην περίπτωση επαναγορών μόνο το 9,30% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με την άποψη ότι μια μείωση στις επαναγορές μετοχών αποφέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση έναντι ποσοστού 48,84% που διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα (ερώτηση 38). Αντίθετα, το 42,05% των επιχειρήσεων πιστεύει ότι μια μείωση του μερίσματος αποφέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση (ερώτηση 2). Επίσης, δεν θεωρείται απαραίτητη η διατήρηση ενός σταθερού επιπέδου επαναγορών για την εικόνα της επιχείρησης.

Η αγορά είναι περισσότερο έτοιμη να δεχθεί μια μείωση σε επαναγορές παρά σε μερίσματα. Όμως και οι επιχειρήσεις είναι λιγότερο συντηρητικές στην πολιτική επαναγοράς μετοχών επειδή πιθανές μελλοντικές μειώσεις στις επαναγορές κοστίζουν λιγότερο. [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. **Οι επιχειρήσεις πιστεύουν ότι οι επαναγορές είναι περισσότερο ευέλικτες από τα μερίσματα και τους επιτρέπουν να τις μεταχειριστούν όπως θέλουν**, π.χ. μπορούν να μεταφέρουν πληροφορίες (συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα ποσοστό 58,14% των επιχειρήσεων του δείγματος-ερώτηση 33) ή να αντισταθμίσουν stock options που μειώνουν τον έλεγχο της εταιρίας (ερώτηση 54). Αυτή η τελευταία πρόταση βρίσκει αντίθετη την ελληνική αγορά με ποσοστό 44,19% να διαφωνεί ή να διαφωνεί απόλυτα.

## 6.2 Θεωρία Σήμανσης (Signaling Theory) - Ασύμμετρη Πληροφόρηση (Asymmetric Information)

Πολλοί ερευνητές ισχυρίζονται ότι τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης αν υπάρχει εσωτερική πληροφόρηση για μελλοντικές ροές ρευστών διαθεσίμων. Τα μερίσματα μπορεί να μεταφέρουν πληροφορίες που ήταν άγνωστες πριν στην αγορά και οι πληροφορίες αυτές πιθανόν να διαρρεύσουν από πηγές χρηματοδότησης [Miller and Rock, 1985]. Εναλλακτικά, σύμφωνα με διάφορα μοντέλα [Bhattacharya (1979), Miller and Rock (1985), John and Williams (1985) and Allen et al. (2000)], τα μερίσματα έχουν τη δυνατότητα να αλλάζουν τη διαίσθηση της αγοράς για τα μελλοντικά κέρδη.

Η άποψη ότι τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης είναι αδιαμφισβήτητη στην ελληνική αγορά. Σε σχετική ερώτηση, το 71,59% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα ότι οι αποφάσεις της διοίκησης μιας εταιρείας για την μερισματική πολιτική της μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση στους επενδυτές (ερώτηση 4) και η αντίστοιχη απάντηση για τις επαναγορές μετοχών συγκέντρωσε ποσοστό 58,14% (ερώτηση 33).

Στην περίπτωση των επαναγορών μάλιστα, **μερικές αγορές θεωρούν ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές ωφελούνται περισσότερο από ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών από τους λιγότερο καλά πληροφορημένους** (ερώτηση 51). Αυτό δεν επιβεβαιώνεται από την ελληνική αγορά. Μόνο το 19,77% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή απόλυτα συμφωνεί με την παραπάνω άποψη, ενώ το 43,02% έχει αντίθετη γνώμη.

Στη βιβλιογραφία αναφέρονται δύο απόψεις σχετικά με τη μεταφορά πληροφοριών. Πρώτον θεωρείται ως μέσο για τη διανομή μελλοντικών κερδών και δεύτερον βοηθάει στην επίλυση της αβεβαιότητας. [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. Το ερωτηματολόγιο δεν περιλαμβάνει σαφή ερώτηση που να επαληθεύει μία από τις δύο απόψεις, αλλά θέτει ερωτήσεις σχετικά με την αβεβαιότητα. Πιο συγκεκριμένα, το 51,14% των επιχειρήσεων συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα με τη δήλωση ότι η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, από το να διατηρεί αδιανέμητα κέρδη (ερώτηση 5). Ενώ αντίθετα, στην περίπτωση των επαναγορών το 36,47% των επιχειρήσεων διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα με την παραπάνω άποψη (ερώτηση 37). Η σημαντική αυτή διαφορά μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών έχει τις βάσεις της στη θεωρία bird-in-the-hand, όπου αναφέρει ότι οι εταιρίες αυξάνουν το ποσοστό διανομής μερίσματος καθώς η βιομηχανία ωριμάζει και οι αποφάσεις της ενέχουν λιγότερο κίνδυνο [Grullon et al. (2002) & Julio and Ikenberry (2004)]. Η αντίστοιχη απάντηση στην περίπτωση των επαναγορών (ερώτηση 62) συγκέντρωσε ποσοστό 25,58% θετικών και 36,05% αρνητικών απαντήσεων.

Η παραπάνω διαπίστωση επιβεβαιώνεται και από την παρούσα έρευνα, διότι **εταιρίες με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης θεωρούν ότι η ύπαρξη λιγότερων διαθέσιμων επικερδών επενδύσεων καθώς ο κλάδος ωριμάζει δεν**

**αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την πολιτική επαναγοράς μετοχών, ενώ για τις περισσότερες εταιρίες με μικρό ρυθμό ανάπτυξης αποτελεί σημαντικό παράγοντα.**

Το ερώτημα που προκύπτει είναι εάν η μεταφορά πληροφοριών στα μερίσματα και τις επαναγορές μετοχών είναι συνυφασμένη με τα μοντέλα σήμανσης. Για να ερευνηθεί αυτό πρέπει να συγκριθεί η πολιτική των εταιριών του κλάδου και να διερευνηθεί αν **οι επιχειρήσεις δρουν ξεχωριστά από τις ανταγωνίστριες εταιρίες**. Τα αποτελέσματα της έρευνας των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#), είναι απόλυτα συνυφασμένα με την ελληνική αγορά. Στην Ελλάδα μόνο το 20,69% των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί τη μερισματική πολιτική ως όπλο έναντι των ανταγωνιστριών εταιριών (ερώτηση 9), ενώ το 41,38% διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα με αυτή την προοπτική. Ανάλογη είναι και η κατάσταση στις επαναγορές μετοχών, μόνο το 15,12% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με την άποψη ότι η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει η επιχείρηση καλύτερη από τους ανταγωνιστές της (ερώτηση 39). Αντίθετα, οι περισσότερες επιχειρήσεις (46,51%) διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα.

Στη συνέχεια, για την απάντηση του παραπάνω ερωτήματος πρέπει να διερευνηθούν τα κίνητρα για τη λήψη της απόφασης περί μερισμάτων και επαναγορών. Μόνο το 19,54% των επιχειρήσεων συμφωνεί με την άποψη ότι τα μερίσματα λειτουργούν ως ένδειξη ότι η επιχείρηση μπορεί να αντεπεξέλθει στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. δανεισμού), επενδύσεων και ανταγωνισμού (ερώτηση 10). Ανάλογη είναι και η αντίδραση ότι η διανομή μερισμάτων χρησιμοποιείται ως ένδειξη ότι η επιχείρηση είναι δυνατή έτσι ώστε μπορεί να θυσιάζει κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια (ερώτηση 15), όπου το 54,02% διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα και μόνο το 24,14% συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με την παραπάνω άποψη. Αντίστοιχα και στις επαναγορές μετοχών, η άποψη ότι χρησιμοποιούνται για να δείχνουν ότι μπορεί η επιχείρηση, είτε να αναλάβει διάφορες δαπάνες, όπως τα κόστη δανεισμού για την ανεύρεση νέων εξωτερικών πόρων, είτε να δείχνουν ισχυρότεροι από τους ανταγωνιστές τους (ερώτηση 40) βρήκε υποστηρικτές μόνο στο 25,58% των επιχειρήσεων, ενώ οι διαφωνούντες συγκεντρώνουν ποσοστό 41,86%.

Επομένως, μάλλον δεν ισχύει η άποψη ότι τα μερίσματα σηκώνουν το κόστος εξωτερικού κεφαλαίου αν χρειαστεί [[Bhattacharya \(1979\)](#)]. Άλλωστε αυτό αποδεικνύεται και από την έρευνα των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#), όπου τα αποτελέσματά της είναι ανάλογα με εκείνα της ελληνικής αγοράς.

Συμπερασματικά, **σχετικά με την θεωρία σήμανσης προκύπτει ότι η μερισματική πολιτική και οι επαναγορές μετοχών μεταβιβάζουν πληροφορίες εντούτοις, σπάνια θεωρούνται εργαλείο για να διαχωρίσουν μια επιχείρηση από τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Παράλληλα, δεν υπάρχει κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει ότι μια αύξηση μερίσματος ή επαναγοράς μετοχών κάνει την επιχείρηση να φανεί πιο δυνατή στα μάτια των επενδυτών.**

Γενικά, τα μοντέλα σήμανσης δεν θεωρούνται ρεαλιστικά και δεν αντανakλούν πραγματική μερισματική συμπεριφορά. Άλλωστε οι [Allen and Michaely \(2003\)](#) and [DeAngelo et al. \(2004\)](#) απέδειξαν εμπειρικά ότι τα σήματα δεν περιέχουν ασφαλείς πληροφορίες για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

### 6.3 Θεωρία Αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory)

**Η διανομή μερισμάτων και η επαναγορά μετοχών μειώνουν τα προβλήματα που δημιουργεί η πλεονάζουσα ρευστότητα σε μία επιχείρηση.** Κάποιοι υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές μπορούν να ελαχιστοποιήσουν τα ρευστά διαθέσιμα που ελέγχει η επιχείρηση και να την βοηθήσουν να αποφύγει φαινόμενα κακής διαχείρισης ή επένδυσης σε επιχειρηματικά σχέδια με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. [[Easterbrook \(1984\)](#) and [Jensen \(1986\)](#)].

Γενικά, θεωρείται ότι η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, από το να διατηρεί αδιανέμητα κέρδη (ερώτηση 5). Σε αυτό μάλιστα συμφωνεί το 51,14% των επιχειρήσεων που συμπλήρωσαν το ερωτηματολόγιο. Το ίδιο όμως δεν ισχύει και για τις επαναγορές (ερώτηση 37), όπου το 36,47% διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα.

Άλλωστε, το 44,83% των επιχειρήσεων θεωρεί την ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών ή λοιπών στοιχείων ταμειακών ισοδύναμων παράγοντα πολύ σημαντικό για τη μερισματική πολιτική (ερώτηση 24), ενώ το ίδιο ισχύει και για τις επαναγορές μετοχών, άποψη που υποστηρίζεται από το 37,21% των επιχειρήσεων (ερώτηση 47).

Ένα μέσο μείωσης της πλεονάζουσας ρευστότητας και κατά συνέπεια των κινδύνων που κρύβει, είναι η διανομή μερισμάτων (ερώτηση 25). Σε αυτό συμφώνησαν ή συμφώνησαν απόλυτα το 54,65% των επιχειρήσεων. Το ίδιο όμως δεν ισχύει και για τις επαναγορές, αφού ο παράγοντας “πλεονάζοντα μετρητά ή μετοχές” δεν θεωρείται σημαντικός από το 40,70% των επιχειρήσεων έναντι 38,37% που τον θεωρεί σημαντικό (ερώτηση 60).

Αντίθετα, η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών – σχεδίων για την εταιρία (ερώτηση 21) θεωρείται πολύ σημαντικός παράγοντας για τη μερισματική πολιτική από τις ελληνικές επιχειρήσεις, όπως και η πιθανότητα οι επαναγορές μετοχών να σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων για τις επιχειρήσεις αυτές (ερώτηση 43).

Γενικά, υπάρχει η άποψη ότι τα μερίσματα και οι επαναγορές μπορεί να σηματοδοτούν την ανυπαρξία κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων, η οποία δεν υιοθετείται όμως από τις ελληνικές επιχειρήσεις (ερωτήσεις 28 και 62). Το ίδιο συμβαίνει και με την άποψη ότι τα μερίσματα είναι ένα σημάδι ότι η εταιρία είναι αρκετά δυνατή έτσι ώστε μπορεί να θυσιάζει κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια (ερώτηση 15). Επίσης, το ίδιο ισχύει και με το ότι η

πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει ότι μπορεί η επιχείρηση, είτε να αναλάβει διάφορες δαπάνες, όπως τα κόστη δανεισμού για την ανεύρεση νέων εξωτερικών πόρων, είτε να δείχνει ισχυρότερη από τους ανταγωνιστές της (ερώτηση 40).

Ανάλογα με τα παραπάνω είναι τα αποτελέσματα της έρευνας των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#).

Παράλληλα αξίζει να σημειωθεί ότι στην ελληνική έρευνα όπου εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η διάκριση βάσει μεγέθους και ρυθμού ανάπτυξης, δεν παρατηρείται κάποια διαφοροποίηση στις αντίστοιχες απαντήσεις επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους και ρυθμού ανάπτυξης.

#### 6.4 Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης (Clientelle Effect)

Οι επιχειρήσεις χαράσσουν την πολιτική τους για να έλξουν θεσμικούς επενδυτές και μικρο- επενδυτές.

Αυτό επιβεβαιώνεται και στην εν λόγω έρευνα. Ο παράγοντας “προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρίας” είναι σημαντικός ή πολύ σημαντικός στις αποφάσεις διανομής μερίσματος για το 49,43% των ελληνικών επιχειρήσεων (ερώτηση 20). Το ίδιο ισχύει και για τις επαναγορές μετοχών, όπου την άποψη αυτή συμμερίστηκε το 40,70% των επιχειρήσεων (ερώτηση 48).

Αξιοσημείωτο είναι ότι οι Θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερη επιρροή σε επιχειρήσεις μεγαλύτερου μεγέθους και μικρότερου ρυθμού ανάπτυξης (πίνακας 6.2 & 6.4 ερώτηση 20 & 48).

Επίσης, η έρευνα έδειξε ότι οι αποφάσεις των εταιριών δεν λαμβάνονται μόνο για την προσέλκυση θεσμικών επενδυτών, αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές έχουν σημαντική επιρροή στην πολιτική των επιχειρήσεων (ερώτηση 63).

Πολλοί πιστεύουν ότι εκείνοι που ωφελούνται από τα μερίσματα είναι οι μικροεπενδυτές [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. Η έρευνα όμως έδειξε τα αντίθετα αποτελέσματα. Ο παράγοντας “προσέλκυση μικρο-επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρίας” είναι σημαντικός ή πολύ σημαντικός για το 35,63% των επιχειρήσεων, έναντι ποσοστού 33,33% που δεν τον θεωρεί σημαντικό (ερώτηση 22). Αυτό σημαίνει ότι **οι επιχειρήσεις δεν λαμβάνουν αποφάσεις για μέρισμα με γνώμονα τις προτιμήσεις των μικροεπενδυτών**, αφού η διαφορά μεταξύ θετικών και αρνητικών απαντήσεων είναι πολύ μικρή και δεν μας αφήνει να βγάλουμε σαφή συμπεράσματα. Επίσης, στην περίπτωση των επαναγορών, η προσέλκυση των μικρο-επενδυτών δεν θεωρείται σημαντικός παράγοντας από την πλειοψηφία των επιχειρήσεων.

Συγκρίνοντας την παρούσα μελέτη με εκείνη των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) παρατηρείται ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις επηρεάζονται περισσότερο από τους θεσμικούς επενδυτές. Αυτό δεν ισχύει στην έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) όπου παρατηρείται ότι οι θεσμικοί και οι μικρο- επενδυτές επηρεάζουν τις επιχειρήσεις περίπου κατά τον ίδιο βαθμό.

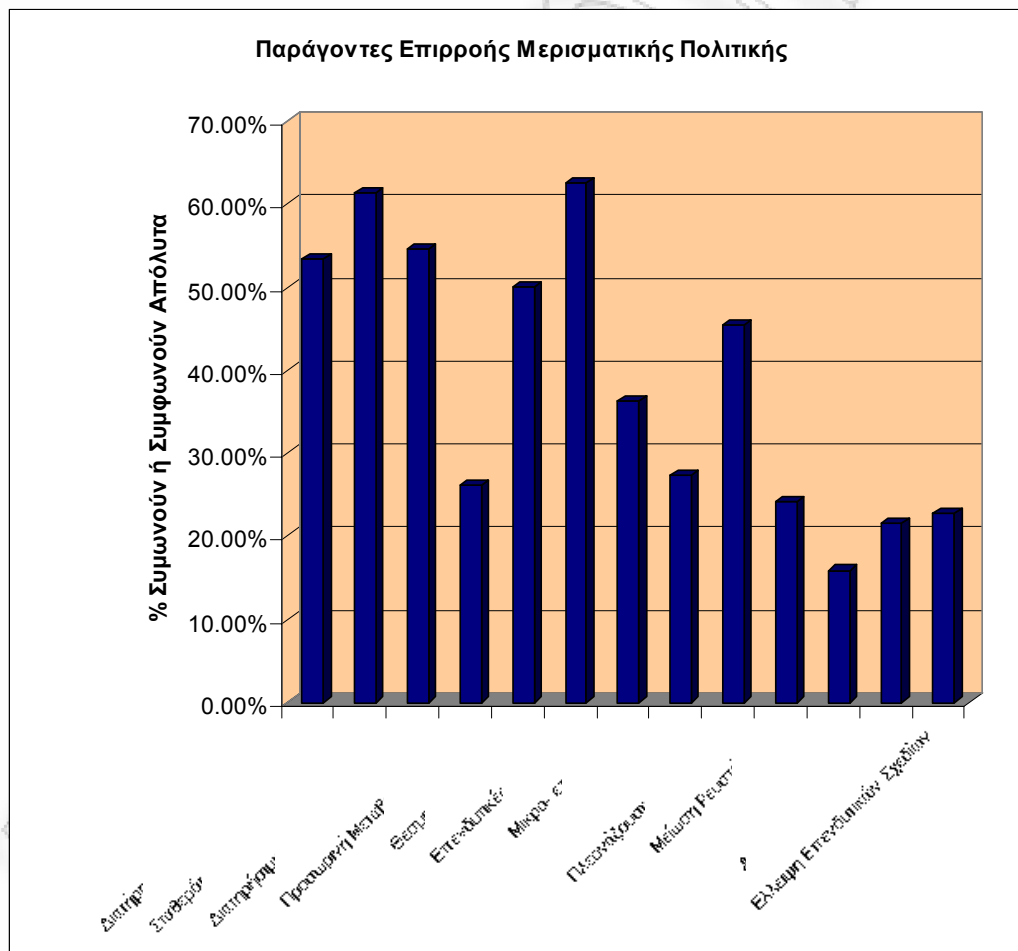
Προεκτάσεις στα παραπάνω συμπεράσματα δίνουν οι υποθέσεις διαφόρων θεωριών [Allen, Bernardo, and Welch, (2000)], που πιστεύουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα σε μεγαλύτερο βαθμό από τους απλούς επενδυτές.



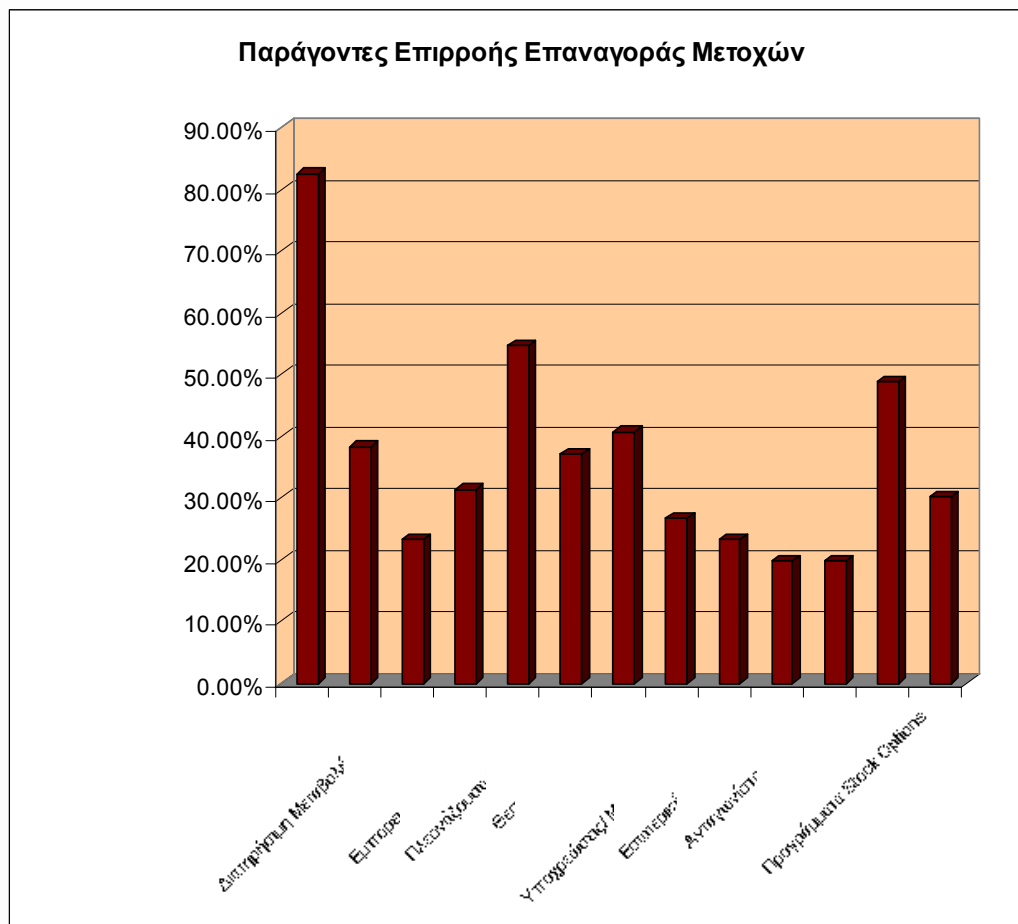
## 6.5 Παράγοντες Επιρροής Πολιτικής Μερισμάτων και Επαναγορών Μετοχών

Τα διαγράμματα 6.1 και 6.2 απεικονίζουν τα στοιχεία των Πινάκων 6.2 και 6.4 αντίστοιχα, οι οποίοι παρουσιάζουν το βαθμό επιρροής των παρακάτω παραγόντων στην απόφαση μερισματικής πολιτικής και πολιτικής επαναγοράς μετοχών.

Παρατηρείται ότι σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής έχουν οι επενδυτικές ευκαιρίες, η σταθερότητα μελλοντικών κερδών και η διατήρηση διαχρονικής συνέπειας για την επιχείρηση. Ενώ, οι αποφάσεις για τις επαναγορές μετοχών επηρεάζονται κυρίως από την απειλή μιας εχθρικής εξαγοράς, την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής.



Διάγραμμα 6.1



Διάγραμμα 6.2

### 6.5.1 Η Τιμή της Μετοχής

Μία πιθανή αιτία πτώσης της τιμής της μετοχής είναι η μεγάλη διαφοροποίηση των μετόχων της εταιρίας. Μία γενική άποψη είναι ότι η τιμή της μετοχής θα μειωθεί αν η συνολική ρευστότητα της μετοχής μειωθεί. **Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων πιστεύει ότι η ρευστότητα είναι σημαντικός ή πολύ σημαντικός παράγοντας επιρροής της μερισματικής πολιτικής (ερώτηση 24) και της πολιτικής επαναγοράς μετοχών (ερώτηση 47).** Η ρευστότητα μπορεί να επηρεάσει πτωτικά την τιμή της μετοχής γιατί η ζήτηση της μετοχής πέφτει αν οι επενδυτές αισθάνονται ότι οι συναλλαγές τους θα επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Επομένως, μια επιχείρηση δεν θα προβεί σε επαναγορές μετοχών αν προβλέπει μείωση της ρευστότητας πέρα από το επιθυμητό επίπεδο [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)].

**Η τιμή της μετοχής θεωρείται σημαντικότερος παράγοντας για τη χάραξη πολιτικής επαναγοράς μετοχών από τη διανομή μερισμάτων.** Η πιο δημοφιλής απάντηση (ποσοστό 82,56%) από τις απαντήσεις των επαναγορών είναι ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους όταν η

χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής θεωρείται χαμηλότερη από την πραγματική της (ερώτηση 42). Αυτό άλλωστε επιβεβαιώνεται από το 58,11% των επιχειρήσεων που βαθμολόγησαν την τιμή της μετοχής ως το σημαντικότερο παράγοντα που μπορεί να επηρεάσει την εταιρία ώστε να προβεί σε επαναγορά μετοχών στο κοντινό μέλλον (ερώτηση 56).

Σε αντίθεση, η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζεται τόσο πολύ από την τιμή της μετοχής. Μόνο το 26,44% των επιχειρήσεων το θεώρησε ως πολύ σημαντικό παράγοντα επιρροής, έναντι ποσοστού 47,13% που δεν το θεώρησε σημαντικό.

Παρατηρώντας τους πίνακες 6.4, 6.5 και 6.6 προκύπτει ότι οι παραπάνω απόψεις έχουν ιδιαίτερη απήχηση στις μεγάλες και ώριμες επιχειρήσεις, καθώς συγκέντρωσαν τα μεγαλύτερα ποσοστά στις αντίστοιχες ερωτήσεις.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι απαντήσεις των ελληνικών επιχειρήσεων ταυτίζονται με τις αντίστοιχες της μελέτης των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#).

Η τιμή της μετοχής υποκύπτει στα μειονεκτήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης και δίνει υπεροχή στα άτομα που μπορούν να έχουν εσωτερική πληροφόρηση έναντι απλών επενδυτών.

### 6.5.2 Η αύξηση Κερδοφορίας

Η αύξηση της κερδοφορίας αποτελεί πολύ σημαντικό παράγοντα για τις αποφάσεις διανομής μερίσματος και επαναγοράς μετοχών. Επίσης, σημαντικό ρόλο παίζει αν η κερδοφορία θα είναι προσωρινή ή θα διατηρηθεί και στο μέλλον.

**Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων (60,92%) σχεδιάζει τη μερισματική πολιτική της βάσει των σταθερών μελλοντικών κερδών (ερώτηση 17). Επίσης, μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη είναι ικανή να αλλάξει το ποσοστό διανομής μερίσματος (ερώτηση 18), ενώ αντίθετα μια προσωρινή μεταβολή κερδών δεν επηρεάζει το μέρισμα (ερώτηση 19).** Με τις παραπάνω ερωτήσεις συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα ποσοστό 54,02% και 26,44% αντίστοιχα, ενώ διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα ποσοστό 9,20% και 34,48%.

**Αντίθετα στις επαναγορές μετοχών, μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη δεν επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά (ερωτήσεις 44 & 59).** Απόδειξη για αυτό αποτελεί το γεγονός ότι το 37,21% των επιχειρήσεων που συμμετείχαν στην έρευνα δεν θεωρεί ότι μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη σημαντικό παράγοντα για τη λήψη της απόφασης. Αντίθετα, η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS) θεωρείται πιο σημαντικός παράγοντας επιρροής (ερωτήσεις 58 & 45), αφού το 29,07% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα με αυτή την άποψη, έναντι 26,74% των επιχειρήσεων που

διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα. Μάλιστα, κυριαρχεί η άποψη ότι οι επαναγορές μειώνουν το συνολικό αριθμό των μετοχών και αυτόματα αυξάνουν τα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Αν όμως οι επαναγορές διεξάγονται με εξωτερική χρηματοδότηση, η μείωση του κόστους κεφαλαίου δεν θα οδηγήσει απαραίτητα σε κέρδη διότι θα αυξηθεί το κόστος δανεισμού [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)].

Ανάλογα ήταν τα συμπεράσματα στην έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005), τόσο για τα μερίσματα, όσο και για τις επαναγορές μετοχών.

### 6.5.3 Ο ρόλος των Επενδυτικών Ευκαιριών

**Σύμφωνα με το 62,07% των επιχειρήσεων, οι επενδυτικές ευκαιρίες και τα επενδυτικά σχέδια των εταιριών αποτελούν παράγοντα σημαντικό ή πολύ σημαντικό για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής (ερώτηση 21).** Παράλληλα, η πληρωμή μερισμάτων (ερώτηση 28), όπως και οι επαναγορές μετοχών (ερώτηση 43) σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων. Οι αντίστοιχες ερωτήσεις συγκέντρωσαν ποσοστό 55,17% και 38,37% αντίστοιχα, έναντι ποσοστού 22,99% και 31,40% που διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα με την παραπάνω πρόταση.

Πολλοί οικονομολόγοι ισχυρίζονται ότι η απόφαση για μερίσματα λαμβάνεται πρώτη και ταυτόχρονα με την απόφαση για νέες επενδύσεις, ενώ η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται κατόπιν διερεύνησης των επενδυτικών ευκαιριών και διανομής μερισμάτων, ώστε το επίπεδο διανομής μερισμάτων να διατηρείται σταθερό από έτος σε έτος [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. Οι ελληνικές επιχειρήσεις συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα σε ποσοστό 75% ότι **τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης καθορίζουν και την μερισματική της πολιτική, ενώ η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων λαμβάνεται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις** (ερώτηση 6). Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση των επαναγορών, όπου το 68,66% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα ότι η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης (ερώτηση 34).

Το 43,20% των ελληνικών επιχειρήσεων θεωρούν **προτιμότερο να αναζητούν νέους πόρους χρηματοδότησης για να αναληφθεί ένα κερδοφόρο επενδυτικό σχέδιο, από το να μειώνουν τις επαναγορές μετοχών** (ερώτηση 41). Αντίθετα, το 30,23% διαφωνεί με αυτή την οπτική. Στην περίπτωση της μερισματικής πολιτικής από την άλλη, η έρευνα έδειξε ότι οι επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμες να προβούν σε λήψη νέας χρηματοδότησης (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, Δανεισμός) προκειμένου να αποφύγουν μείωση στην πληρωμή μερισμάτων. Η σχετική απάντηση (ερώτηση 7) συγκέντρωσε ποσοστό 49,59% των επιχειρήσεων, ενώ το 29,55% του δείγματος των εταιριών δήλωσαν πρόθυμες να προβούν σε λήψη νέας χρηματοδότησης, παρά να μειώσουν τα μερίσματα.

Αντίθετα με τα παραπάνω συμπεράσματα η μελέτη των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#) έδειξε ότι οι επιχειρήσεις είναι πρόθυμες να δανειστούν προκειμένου να μη μειώσουν τα μερίσματα, αλλά δεν είναι πρόθυμες να δανειστούν προκειμένου να προβούν σε επαναγορά μετοχών. Επίσης, όπως προαναφέρθηκε, τα αποτελέσματα των δύο ερευνών διαφέρουν στην ιεραρχία των αποφάσεων.

Επιστρέφοντας στην ελληνική έρευνα, **οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι πολύ σημαντικός παράγοντας για μία επιχείρηση, ιδιαίτερα για τις επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους** (ερώτηση 21, πίνακας 6.2). Μάλιστα υπάρχει η άποψη ότι πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να δείξουν ότι μπορούν να ανταπεξέλθουν στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. δανεισμού), επενδύσεων και ανταγωνισμού (ερώτηση 10). Ενώ, με τη διανομή μερισμάτων οι επιχειρήσεις δείχνουν αρκετά δυνατές έτσι ώστε να μπορούν να θυσιάζουν κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια (ερώτηση 15). Οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν υιοθετούν τις παραπάνω απόψεις και οι απαντήσεις διαφωνώ ή διαφωνώ απόλυτα συγκεντρώνουν το 50,57% και 54,20% αντίστοιχα.

Αξιοσημείωτο είναι ότι **επιχειρήσεις με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης σε αντίθεση με το υπόλοιπο δείγμα** (συνολικό, επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, επιχειρήσεις μικρομεσαίου μεγέθους και επιχειρήσεις με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης) **δεν συνδέουν τις επαναγορές μετοχών με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών. Αντίθετα, η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης** (52,38% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα έναντι 9,52% που διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα) **θεωρούν ότι οι επαναγορές μετοχών σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων** (ερώτηση 43, πίνακας 6.4).

#### 6.5.4 Το κίνητρο της Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

Οι ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις και ιδιαίτερα εταιρίες με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης, είναι πρόθυμες να χρησιμοποιήσουν εξωτερική δανειοδότηση για επαναγορά μετοχών, αλλά όχι για διανομή μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, το 43,20% των επιχειρήσεων θεωρούν προτιμότερο να αναζητούν νέους πόρους χρηματοδότησης για να αναληφθεί ένα κερδοφόρο επενδυτικό σχέδιο, από το να μειώνουν τις επαναγορές μετοχών (ερώτηση 41). Άλλωστε η μεταβολή της αναλογίας χρέους προς το μετοχικό κεφάλαιο με τάση να προσεγγίσει την επιθυμητή αναλογία (ερώτηση 50) δεν θεωρείται σημαντικός παράγοντας επιρροής μιας απόφασης επαναγοράς μετοχών στο κοντινό μέλλον.

Αντίθετα, στην περίπτωση μερισματικής πολιτικής, οι ελληνικές επιχειρήσεις σε ποσοστό 46,59% δεν αποφασίζουν τη λήψη νέας χρηματοδότησης προκειμένου να αποφύγουν μείωση στην πληρωμή μερισμάτων (ερώτηση 7).

Τα παραπάνω ευρήματα δεν συμφωνούν τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας των [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)], όπου εκεί οι επιχειρήσεις ήταν πρόθυμες να δανειστούν παρά να προβούν σε μείωση μερισμάτων, ενώ δεν ήταν πρόθυμες να δανειστούν για να επαναγοράσουν μετοχές.

Επίσης, η Ελλάδα απάντησε αρνητικά σε απόψεις που θέλουν οι επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν τα μερίσματα (ερώτηση 10) και τις επαναγορές μετοχών (ερώτηση 40) για να δείξουν μπορούν να αντεπεξέλθουν στο κόστος δανεισμού και ότι είναι ισχυρότεροι από τους ανταγωνιστές τους.

Η έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) δίνει μικτή πληροφόρηση της αντίδρασης πολιτικών κεφαλαιακής διάρθρωσης, μερισμάτων και επαναγορών. Πολλές επιχειρήσεις υποστηρίζουν ότι το κομμάτι των υποχρεώσεων πρέπει να εξαιρείται από τη διανομή μερισμάτων. Παρόμοιες έρευνες στο εξωτερικό δείχνουν ότι η χρηματοδότηση χρησιμοποιείται κυρίως προς κάλυψη των υποχρεώσεων και στη συνέχεια για μερισματική πολιτική και επαναγορές μετοχών.

#### 6.5.5 Ρευστότητα και Κόστος Αύξησης Μετοχικού Κεφαλαίου

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας η ρευστότητα είναι σημαντικός ή πολύ σημαντικός παράγοντας επιρροής της απόφασης για διανομή μερισμάτων (ερώτηση 24) και επαναγορών μετοχών (ερώτηση 47). Την άποψη αυτή συμμερίστηκαν οι ελληνικές επιχειρήσεις σε ποσοστό 44,83% και 37,21% αντίστοιχα.

Την παραπάνω πρόταση επιβεβαίωσε η μελέτη των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) με τη διαφορά ότι ο παράγοντας ρευστότητα θεωρήθηκε πολύ σημαντικότερος για τις επαναγορές μετοχών και λιγότερο σημαντικός για τα μερίσματα. Πιο συγκεκριμένα, το 62% των επιχειρήσεων θεώρησε σημαντικό ή πολύ σημαντικό παράγοντα για τις επαναγορές μετοχών έναντι ποσοστού 30% που θεώρησε τη ρευστότητα σημαντικό ή πολύ σημαντικό παράγοντα για τα μερίσματα.

Μια επιχείρηση δεν θα προβεί σε επαναγορές μετοχών αν προβλέπει μείωση της ρευστότητας πέρα από το επιθυμητό επίπεδο διότι η τιμή της μετοχής θα μειωθεί αν η συνολική ρευστότητα της μετοχής μειωθεί [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)].

Η ιδέα ότι οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής και επαναγορών μετοχών συνδέονται με το κόστος αύξησης μετοχικού κεφαλαίου δεν βρίσκει μεγάλη απήχηση. Μία στις δύο επιχειρήσεις διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα με την άποψη ότι είναι προτιμότερο για μια επιχείρηση να προβεί σε λήψη νέας χρηματοδότησης (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, Δανεισμός) παρά να μειώσει την πληρωμή μερισμάτων (ερώτηση 7). Επίσης, οι επιχειρήσεις δεν χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να δείξουν ότι μπορούν να αντεπεξέλθουν στο κόστος εξωτερικής χρηματοδότησης (ερώτηση 10).

### 6.5.6 Πιστοληπτική Ικανότητα και Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Στην Ελλάδα οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν χρησιμοποιούν τη μερισματική πολιτική (ερώτηση 8) και την πολιτική επαναγοράς μετοχών (ερώτηση 36) ως εργαλείο για να αποκτήσουν μια επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση (credit rating). Ο λόγος ίσως για αυτό είναι ότι η πιστοληπτική διαβάθμιση γίνεται από διεθνείς οίκους, όπως οι Standard & Poor's και Moody's και στην Ελλάδα δεν είναι ακόμη τόσο ανεπτυγμένη

### 6.5.7 Προγράμματα Stock Options

Πολλές εταιρίες διεξάγουν προγράμματα Stock Options, ταυτόχρονα με προγράμματα επαναγορών για να αντισταθμίσουν τα πλεονεκτήματα που δίνουν στους υπαλλήλους. **Σε αντίθεση με επιχειρήσεις του εξωτερικού, οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν συμμερίζονται την άποψη ότι οι επαναγορές πραγματοποιούνται για να επιτύχουν αντιστάθμιση σε προγράμματα stock options που μειώνουν τον έλεγχο της εταιρείας** (ερώτηση 54). Μάλιστα, η συγκεκριμένη ερώτηση συγκέντρωσε ποσοστό 44,19% στην απάντηση διαφωνώ ή διαφωνώ απόλυτα.

Επίσης, υπάρχει η άποψη ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ προγραμμάτων stock options και μερισμάτων [Fenn and Liang (2001) and Weisbenner (2000)]. Πολλές εταιρίες στο εξωτερικό προτιμούν να υποκαθιστούν τα μερίσματα με επαναγορές μετοχών, γιατί με αυτό τον τρόπο περιορίζουν τα έξοδα τους αφού τα stock options δικαιούνται μερίσματος. Μέσω του ερωτηματολογίου, διερευνήθηκε κατά πόσο το κίνητρο αυτό επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά μετοχών (ερώτηση 55). Οι απαντήσεις έδειξαν ότι δεν επηρεάζει ή επηρεάζει ελάχιστα και αυτό υποστηρίχθηκε από το 50,59% των επιχειρήσεων.

## 6.6 Ιεραρχία της Πολιτικής Διανομής Κερδών

Σύμφωνα με τους [Modigliani and Miller \(1958\)](#) η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τις αποφάσεις για επένδυση και λειτουργία της διοίκησης. Η έρευνα των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#) μάλιστα έδειξε ότι οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής λαμβάνονται ταυτόχρονα με τις αποφάσεις για επενδύσεις, ενώ οι αποφάσεις επαναγοράς μετοχών λαμβάνονται μετά από τις αποφάσεις για επενδύσεις. Αυτό σημαίνει ότι στις αποφάσεις της διοίκησης προτεραιότητα είχε η διανομή μερίσματος και στη συνέχεια τα επενδυτικά σχέδια. Αν μετά από αυτά προέκυπτε πλεόνασμα μετρητών, τότε κατά πάσα πιθανότητα η επιχείρηση θα προέβαινε σε επαναγορά μετοχών. Η διαπίστωση αυτή είναι αντίθετη με το θεώρημα των [Modigliani and Miller \(1961\)](#) όπου ορίζει τα μερίσματα ως πλεονάζοντα μετρητά που προκύπτουν μετά από επενδύσεις.

Στη σημερινή έρευνα, το ερωτηματολόγιο που εστάλη στις εισηγμένες επιχειρήσεις περιλάμβανε αρκετές ερωτήσεις σχετικά με τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής για τον τρόπο λειτουργίας και διοίκησης. Πιο συγκεκριμένα, **οι ελληνικές επιχειρήσεις συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα σε ποσοστό 75% ότι τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης καθορίζουν και την μερισματική της πολιτική, ενώ η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων λαμβάνεται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις** (ερώτηση 6) (Διάγραμμα 6.3). Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση των επαναγορών, όπου το **68,66% των επιχειρήσεων συμφωνεί ή συμφωνεί απόλυτα ότι η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης** (ερώτηση 34).

Αυτό αντικρούει τα αποτελέσματα της έρευνας των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#), καθώς εδώ προκύπτει ότι και οι δύο αποφάσεις για μερίσματα και επαναγορές μετοχών λαμβάνονται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις. Ενώ, στη μελέτη των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#) προκύπτει ότι προτεραιότητα στις αποφάσεις έχει η διανομή μερίσματος που πρέπει να είναι σταθερή με τα προηγούμενα έτη, στη συνέχεια δεσμεύονται πόροι για επενδύσεις και αν μετά υπάρξουν πλεονάζοντα κεφάλαια, τότε η επιχείρηση θα προβεί σε επαναγορά μετοχών.

Όπως φαίνεται στους Πίνακες 6.3 και 6.1 αντίστοιχα, το 43,20% των ελληνικών επιχειρήσεων θεωρούν προτιμότερο να αναζητούν νέους πόρους χρηματοδότησης για να αναληφθεί ένα κερδοφόρο επενδυτικό σχέδιο, από το να μειώνουν τις επαναγορές μετοχών (ερώτηση 41). Αντίθετα, το 30,23% διαφωνεί με αυτή την οπτική αυτή. Στην περίπτωση της μερισματικής πολιτικής από την άλλη, η έρευνα έδειξε ότι οι επιχειρήσεις δεν είναι πρόθυμες να προβούν σε λήψη νέας χρηματοδότησης (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, Δανεισμός) προκειμένου να αποφύγουν μείωση στην πληρωμή μερισμάτων. Η σχετική απάντηση (ερώτηση 7) συγκέντρωσε ποσοστό 49,59% των επιχειρήσεων, ενώ το 29,55% του δείγματος των εταιριών δήλωσαν πρόθυμες να προβούν σε λήψη νέας χρηματοδότησης, παρά να μειώσουν τα μερίσματα.



Παράλληλα, σύμφωνα με το Διάγραμμα 6.3 είναι πιθανό η πληρωμή μερισμάτων (ερώτηση 28), όπως και οι επαναγορές μετοχών (ερώτηση 43) να σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων. Οι αντίστοιχες ερωτήσεις συγκέντρωσαν ποσοστό 55,17% και 38,37% αντίστοιχα, έναντι ποσοστού 22,99% και 31,40% που διαφωνεί ή διαφωνεί απόλυτα με την παραπάνω πρόταση.

Τα μερίσματα μπορούν να έχουν και άλλες χρήσεις ώστε να βελτιώνουν την εικόνα της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να δείξουν ότι μπορούν να ανταπεξέλθουν στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. δανεισμού), επενδύσεων και ανταγωνισμού (ερώτηση 10). Ενώ, με τη διανομή μερισμάτων οι επιχειρήσεις δείχνουν αρκετά δυνατές έτσι ώστε να μπορούν να θυσιάζουν κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια (ερώτηση 15). Οι παραπάνω δηλώσεις δεν υιοθετούνται από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Οι απαντήσεις διαφωνώ ή διαφωνώ απόλυτα συγκεντρώνουν το 50,57% και 54,20% αντίστοιχα.

Επιπλέον, οι επενδυτικές ευκαιρίες και τα επενδυτικά σχέδια των εταιριών αποτελούν παράγοντα πολύ σημαντικό για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής (ερώτηση 21). Την άποψη αυτή μάλιστα συμμερίστηκε το 62,07% των επιχειρήσεων.

Στην εν λόγω έρευνα, οι επιχειρήσεις καλούνται να βαθμολογήσουν την ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών ως παράγοντα επιρροής της μερισματικής πολιτικής (ερώτηση 24) και ως παράγοντα επιρροής της πολιτικής επαναγορών (ερώτηση 47). Οι εταιρίες που συμπλήρωσαν τα ερωτηματολόγια θεωρούν την ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών πολύ σημαντικό παράγοντα σε ποσοστό 44,83% και 30,23% αντίστοιχα. Ενώ, οι επιχειρήσεις που δεν το θεωρούν τόσο σημαντικό παράγοντα αποτελούν ποσοστό 25,29% και 30,23% αντίστοιχα.

Μια άλλη θεωρία αναφέρει ότι στην περίπτωση των επαναγορών μετοχών μπορεί να προσφύγει μια επιχείρηση όταν η βιομηχανία ωριμάζει και υπάρχουν λιγότερες επικερδής επενδύσεις (ερώτηση 62). Αυτή η πρόταση δεν βρήκε αντίκτυπο στην ελληνική αγορά καθώς αποδοκίμαστηκε από το 36,05%, ενώ βρήκε οπαδούς μόνο το 25,58% των επιχειρήσεων .

Επίσης, μία από τις σημαντικότερες αποφάσεις των επιχειρήσεων για την μερισματική πολιτική είναι τι ποσοστό των κερδών θα διανεμηθεί [Lintner (1956)]. Οι επιχειρήσεις θέτουν ένα ποσοστό διανομής κερδών που θεωρούν άριστο. Όμως, ο βαθμός τήρησης του δεν είναι τόσο αυστηρός, όσο παρουσιάζεται στο μοντέλο του Lintner [Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)]. Στην ελληνική πραγματικότητα, το 70,11% των επιχειρήσεων λαμβάνουν υπόψη την μεταβολή ή το ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων ανά μετοχή (ερώτηση 14) για τις αποφάσεις διανομής μερίσματος.

## 6.7 Η Υπόθεση Υποκατάστασης (Substitution Hypothesis)

Η υπόθεση υποκατάστασης ερευνά αν και κατά πόσο τα μερίσματα και οι επαναγορές μετοχών θεωρούνται υποκατάστατα από τις επιχειρήσεις. Προκειμένου να γίνει πιο εύκολη η σύγκριση, το Διάγραμμα 6.3 απεικονίζει την αξιολόγηση των επιχειρήσεων σχετικά με το κατά πόσο σημαντικούς θεωρούν βασικούς παράγοντες επιρροής μερισματικής πολιτικής και πολιτικής επαναγοράς μετοχών.

Όπως παρατηρείται στο Διάγραμμα 6.3 **κίνητρο για επαναγορά μετοχών αποτελεί η υποτίμηση της μετοχής, η αποφυγή μίας εχθρικής εξαγοράς ή η επιδίωξη να μειωθεί η πλεονάζουσα ρευστότητα**. Επίσης, αξιοσημείωτο είναι ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν τη λήψη νέας χρηματοδότησης προκειμένου να προβούν σε επαναγορά μετοχών αν την κρίνουν απαραίτητη.

Παράλληλα, **επίδραση στη μερισματική πολιτική έχουν η σταθερή αύξηση της κερδοφορίας, οι επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης, η άποψη ότι ο κίνδυνος θα είναι μικρότερος για την επιχείρηση αν διανεμίει μέρισμα από το να διατηρεί αδιανέμητα κέρδη και η θεωρία σήμανσης όπου υποθέτει ότι τα μερίσματα μεταφέρουν πληροφορίες στους επενδυτές και η μείωση μερισμάτων θα φέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση**.

Παράγοντες, όπως τα επενδυτικά σχέδια, η λήψη νέας χρηματοδότησης, η πιστοληπτική διαβάθμιση, η πολιτική ως όπλο έναντι των ανταγωνιστών, η προσέλκυση θεσμικών και μικρο- επενδυτών, η εξωτερική χρηματοδότηση και η πλεονάζουσα ρευστότητα έχουν περίπου ίδια επίδραση στα μερίσματα και στις επαναγορές μετοχών.

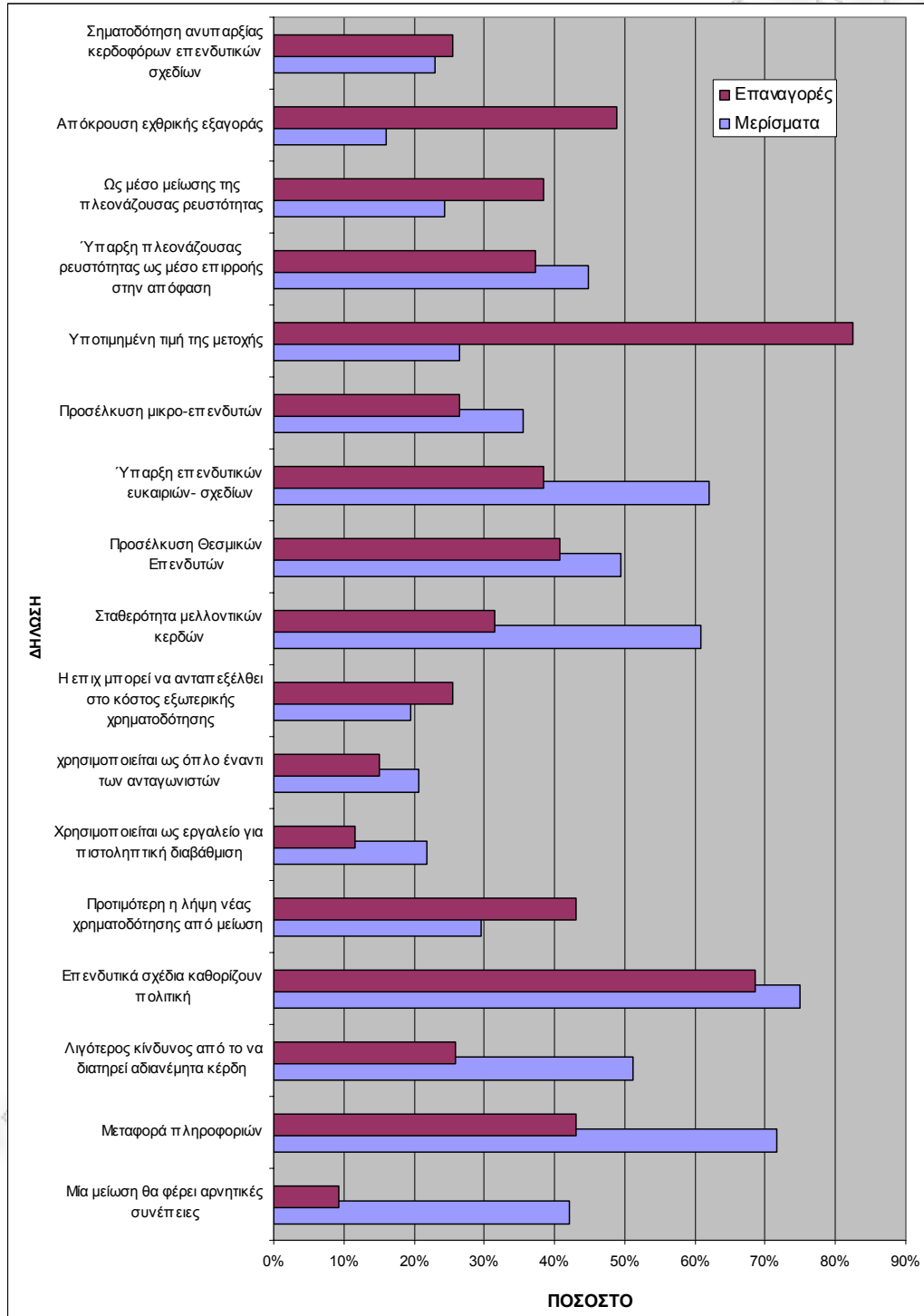
Από τη σύγκριση είναι ευκρινές ότι ο ίδιος παράγοντας μπορεί να έχει διαφορετική επίδραση στα μερίσματα και στις επαναγορές μετοχών. Οι επιχειρήσεις λοιπόν καλούνται να λάβουν την κατάλληλη απόφαση ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες της αγοράς. Επομένως, οι επαναγορές μετοχών δεν μπορούν να θεωρηθούν υποκατάστατα των μερισμάτων. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι διστακτικές να υποκαταστήσουν τις επαναγορές μετοχών με μερίσματα διότι η αντικατάσταση σε αυτή την κατεύθυνση είναι δύσκολο να αλλάξει εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις. Οι διοικήσεις εκτιμούν την ευελιξία των επαναγορών, έναντι της ακαμψίας των μερισμάτων, καθώς οι επαναγορές μετοχών είναι ένας πολύτιμος τρόπος να επιστραφεί ένα μέρος του κεφαλαίου στους επενδυτές διότι είναι περισσότερο ευέλικτες από τα μερίσματα και δεν βασίζονται σε σταθερή πολιτική.

Συγκρίνοντας το παρακάτω διάγραμμα με το αντίστοιχο της μελέτης των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#) (παράρτημα σελ. 167), παρατηρούνται οι εξής διαφορές:

- Τα επενδυτικά σχέδια επηρεάζουν περισσότερο τις επαναγορές μετοχών από τα μερίσματα, ενώ στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις θεωρούν τα επενδυτικά σχέδια σημαντικότερο παράγοντα για τα μερίσματα.

- Προτιμάται η λήψη νέας χρηματοδότησης προκειμένου να αποφευχθεί μείωση στα μερίσματα, ενώ οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν χρηματοδότηση για να προβούν σε επαναγορά μετοχών.

### Συγκριτικό Διάγραμμα Μερισμάτων και Επαναγορών



Διάγραμμα 6.3

## 6.8 Η Επαναγορά μετοχών ως Κερδοσκοπική Πρακτική

Το συγκεκριμένο τμήμα της μελέτης δεν περιλαμβάνεται στην έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005), θεωρήθηκε όμως σκόπιμο να ενταχθεί στην παρούσα έρευνα προκειμένου να διερευνηθούν διεξοδικότερα τα κίνητρα των ελληνικών επιχειρήσεων για τις επαναγορές μετοχών.

Δημοσιεύματα αναφέρουν αύξηση του φαινομένου των εισηγμένων να επαναγοράζουν μετοχές και στη συνέχεια να τις μεταπωλούν σε υψηλότερη τιμή ή να τις διαθέτουν σε ξένα θεσμικά χαρτοφυλάκια. Αυτή η πρακτική δημιουργεί αυξημένο κέρδος στις επιχειρήσεις σε βάρος των επενδυτών.

Οι ερωτήσεις 64 - 67 του ερωτηματολογίου που βρίσκεται στο παράρτημα στη σελίδα 153, είχαν σκοπό να διερευνηθούν κατά πόσο το φαινόμενο αυτό αφορά την ελληνική αγορά.

Τα αποτελέσματα σε αυτή την ενότητα ερωτήσεων δεν είναι αντιπροσωπευτικά, αφού οι περισσότερες επιχειρήσεις απέφυγαν να απαντήσουν στις συγκεκριμένες ερωτήσεις και το ποσοστό συμμετοχής έφθασε μόλις το 24% (ποσοστό που προκύπτει από το σύνολο των επιχειρήσεων που εστάλη το ερωτηματολόγιο) και 66% (από τις επιχειρήσεις που συμμετείχαν στην έρευνα απαντώντας στις υπόλοιπες ερωτήσεις). Παρ' αυτά προκύπτουν κάποια συμπεράσματα.

Ο πίνακας 6.6 παρουσιάζει τα ποσοστά απαντήσεων ανάλογα με το δείγμα. Με μαύρο εμφανίζονται οι απαντήσεις του δείγματος συνολικά, με μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Οι απαντήσεις των επιχειρήσεων έδειξαν ότι οι επαναγορές μετοχών δεν χρησιμοποιούνται για κερδοσκοπία. Σκοπός μίας απόφασης για επαναγορά μετοχών δεν είναι η πώληση των μετοχών αυτών στο μέλλον σε υψηλότερη τιμή, παρόλο που οι επιχειρήσεις επιτυγχάνουν κεφαλαιακά κέρδη μετά από διεκπεραίωση τέτοιων προγραμμάτων. Επίσης, οι επιχειρήσεις δεν στοχεύουν στην μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές (εγχώριους ή ξένους).

Επομένως, είναι προφανές ότι οι αποφάσεις για επαναγορά μετοχών δεν λαμβάνονται με κίνητρο την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη μετέπειτα πώληση των μετοχών αυτών σε θεσμικούς επενδυτές. Αλλά, κάποια από τα αίτια που αναλύθηκαν παραπάνω οδηγούν τις επιχειρήσεις στη λήψη τέτοιων αποφάσεων.

Η Επαναγορά μετοχών ως Κερδοσκοπική Πρακτική*	% Σημαντικός ή Πολύ Σημαντικός	% Λιγότερο Σημαντικός ή Ασήμαντος	Ουδέτερη Αποψη
61. Η επαναγορά των μετοχών που διενεργήσατε στο παρελθόν στόχευε στην πώληση των μετοχών αυτών στο μέλλον σε υψηλότερη τιμή;	13,56% 19,23% 11,11% 12,00% 15,76%	55,93% 57,69% 62,96% 56,00% 52,63%	30,51% 23,08% 25,93% 32,00% 31,61%
62. Εάν η απάντησή σας στην προηγούμενη ερώτηση ήταν καταφατική, απαντήστε εάν πράγματι πραγματοποιήσατε κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση των μετοχών αυτών;	30,43% 45,45% 20,00% 30,00% 25,00%	13,04% 18,18% 10,00% 10,00% 25,00%	56,53% 36,37% 70,00% 60,00% 50,00%
63. Το πρόγραμμα επαναγοράς των μετοχών που εφαρμόσατε στο παρελθόν στόχευε στην μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές (εγχώριους ή ξένους);	21,82% 23,08% 20,00% 17,39% 21,05%	38,18% 38,46% 44,00% 43,48% 42,11%	40,00% 38,46% 36,00% 39,13% 36,84%
64. Το πρόγραμμα επαναγοράς των μετοχών που πρόκειται να εφαρμόσετε στο μέλλον στοχεύει στην μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές (εγχώριους ή ξένους);	20,34% 26,92% 18,52% 20,00% 15,79%	25,42% 26,92% 29,63% 24,00% 36,84%	54,24% 46,16% 51,85% 66,00% 47,37%

Πίνακας 6.6

\* Καταγράφονται με χρώμα μπλε οι απαντήσεις μεγάλων επιχειρήσεων, με πράσινο οι απαντήσεις μικρότερων επιχειρήσεων, με κόκκινο οι απαντήσεις των επιχειρήσεων με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης και με ροζ με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης.

### 6.9 Τα μελλοντικά σχέδια των επιχειρήσεων που μέχρι σήμερα δεν διένειμαν μέρισμα ή δεν επαναγόραζαν μετοχές

Οι παράγοντες που οδηγούν τις επιχειρήσεις στην επαναγορά μετοχών είναι η υποτίμηση της μετοχής, η ύπαρξη μεγαλύτερης κερδοφορίας και λιγότερων επενδυτικών σχεδίων. Σύμφωνα με την έρευνα των [Brav, Graham, Harvey and Michaely \(2005\)](#), περίπου 90% των επιχειρήσεων με χαμηλό P/E θεωρούν ότι η υποτίμηση της μετοχής τους μπορεί να τις οδηγήσει σε επαναγορά μετοχών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της σημερινής έρευνας, εταιρίες που δεν διένειμαν μέρισμα τα τελευταία τρία χρόνια προγραμματίζουν να ξεκινήσουν τα αμέσως επόμενα έτη, ενώ επιχειρήσεις που δεν έχουν πραγματοποιήσει επαναγορές μετοχών δεν έχουν σκοπό να το κάνουν στα άμεσα μελλοντικά τους σχέδια.

Μάλιστα, το 67,54% των επιχειρήσεων που δεν έχουν πραγματοποιήσει επαναγορές μετοχών πρόσφατα, πιθανολογεί ότι δεν θα επαναγοράσουν ποτέ. Ενώ, το 16,27% των επιχειρήσεων θα προβεί σε επαναγορά μετοχών το επόμενο έτος ή σε περίπου μια πενταετία.

Παράλληλα, οι περισσότερες επιχειρήσεις που δεν διανέμουν μέρισμα αλλά ούτε επαναγοράζουν μετοχές θεωρούν πιθανότερο να αρχίσουν τη διανομή κερδών μέσω επαναγορών, ενώ και οι άλλες απαντήσεις πιθανόν ποτέ ή σε ένα έτος συγκέντρωσαν υπολογίσιμα ποσοστά.

Αξιοσημείωτο είναι ότι μόνο το 13,79% των επιχειρήσεων πιθανολογεί το ενδεχόμενο να μην ξεκινήσει διανομή μερισμάτων.

Τα Μελλοντικά Σχέδια Επιχείρησης			
Ερώτηση όπως φαίνεται στο ερωτηματολόγιο της έρευνας	% Απάντησαν σε 1 έτος	% Απάντησαν σε 2-5 έτη	% Απάντησαν Πιθανόν Ποτέ
29. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει διανείμει μέρισμα τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να το πράξετε;	39,28%	44,82%	13,79%
30. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει προβεί σε επαναγορά μετοχών τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να το πραγματοποιήσετε;	16,27%	16,27%	67,54%
31. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει διανείμει μέρισμα αλλά και δεν έχει προχωρήσει σε επαναγορά μετοχών τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να υλοποιήσετε κάποια μορφής αποπληρωμή;	27,58%	67,46%	34,48%

Πίνακας 6.7

## 6.10 Αποτελέσματα - Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, τα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνα είναι τα παρακάτω:

- Οι επαναγορές μετοχών είναι περισσότερο ευέλικτες από τα μερίσματα.
- Οι ξένες αγορές πιστεύουν ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές ωφελούνται περισσότερο από ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών από τους λιγότερο καλά πληροφορημένους. Αυτό όμως δεν επιβεβαιώνεται από την ελληνική αγορά
- Σχετικά με τη Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης, οι Θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερη επιρροή στις επιχειρήσεις από τους μικρο-επενδυτές.
- Οι ελληνικές επιχειρήσεις είναι πρόθυμες να προβούν σε λήψη νέας χρηματοδότησης για επαναγορά μετοχών, αλλά όχι για διανομή μερισμάτων.
- Σε αντίθεση με επιχειρήσεις του εξωτερικού, οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν συμμερίζονται την άποψη ότι οι επαναγορές πραγματοποιούνται για να επιτύχουν αντιστάθμιση σε προγράμματα stock options που μειώνουν τον έλεγχο της εταιρείας.
- Οι επιχειρήσεις δρουν ξεχωριστά από τις ανταγωνίστριες εταιρίες στη μερισματική πολιτική και στην πολιτική επαναγορών. Αν πρόκειται όμως να αποφύγουν μία εχθρική εξαγορά είναι πολύ πιθανό να δραστηριοποιηθούν σε επαναγορά μετοχών.
- Σύμφωνα με τη θεωρία σήμανσης προκύπτει ότι η μερισματική πολιτική και οι επαναγορές μετοχών μεταβιβάζουν πληροφορίες εντούτοις, σπάνια θεωρούνται εργαλείο για να διαχωρίσουν μια επιχείρηση από τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Παράλληλα, δεν υπάρχει κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει ότι μια αύξηση μερίσματος ή επαναγοράς μετοχών κάνει την επιχείρηση να φανεί πιο δυνατή στα μάτια των επενδυτών.
- Οι ελληνικές επιχειρήσεις μεταβάλλουν ευκολότερα τη μερισματική πολιτική τους από τις επιχειρήσεις του εξωτερικού. Βέβαια, πιστεύουν ότι πρέπει να διατηρούν σταθερή πολιτική και ότι μια μείωση του μερίσματος ίσως αποφέρει αρνητικές συνέπειες.
- Οι επενδυτικές ευκαιρίες και η σταθερότητα μελλοντικών κερδών καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη μερισματική πολιτική.
- Η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, ενώ η επαναγορά των μετοχών δεν καθιστά τη μετοχή λιγότερο επικίνδυνη. Η σημαντική αυτή διαφορά μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών έχει τις βάσεις της στη θεωρία bird- in- the- hand, όπου αναφέρει ότι οι εταιρίες αυξάνουν το ποσοστό διανομής μερίσματος καθώς η βιομηχανία ωριμάζει και οι αποφάσεις της ενέχουν λιγότερο κίνδυνο.
- Οι αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής και επαναγοράς μετοχών δεν διαφοροποιούνται σημαντικά ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης.

- Ο ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης δεν διαφοροποιεί σημαντικά την πολιτική της.
- Οι επιχειρήσεις τείνουν να αλλάζουν την πολιτική τους σε μόνιμες μεταβολές της κερδοφορίας.
- Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων (60,92%) σχεδιάζει τη μερισματική πολιτική της βάσει των σταθερών μελλοντικών κερδών, αντίθετα στις επαναγορές μετοχών, μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη δεν επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά.
- Μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη είναι ικανή να αλλάξει το ποσοστό διανομής μερίσματος, ενώ αντίθετα μια προσωρινή μεταβολή κερδών δεν επηρεάζει το μέρισμα.
- Οι επιχειρήσεις προτιμούν την επαναγορά μετοχών ως μέσο διανομής κερδών αν η κερδοφορία είναι προσωρινή.
- Σε αντίθεση με έρευνες του εξωτερικού, στην Ελλάδα η ύπαρξη πλεονάζουσας ρευστότητας είναι σημαντικότερος παράγοντας επιρροής για τα μερίσματα από ότι για επαναγορές μετοχών.
- Θεωρία Αντιπροσώπευσης. Η διανομή μερισμάτων και η επαναγορά μετοχών μειώνουν την πλεονάζουσα ρευστότητα που δημιουργεί διαφορές ανάμεσα σε μεγαλο- στελέχη και μικρο-επενδυτές.
- Μια επιχείρηση δεν θα προβεί σε επαναγορές μετοχών αν προβλέπει μείωση της ρευστότητας πέρα από το επιθυμητό επίπεδο διότι η τιμή της μετοχής θα μειωθεί αν η συνολική ρευστότητα της μετοχής μειωθεί.
- οι επενδυτικές ευκαιρίες και τα επενδυτικά σχέδια των εταιριών αποτελούν παράγοντα σημαντικό ή πολύ σημαντικό για τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής και πολιτικής επαναγοράς μετοχών.
- τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης καθορίζουν και την μερισματική της πολιτική, ενώ η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων λαμβάνεται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις.
- Στην περίπτωση των επαναγορών, η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης
- Τα μερίσματα και οι επαναγορές δεν σηματοδοτούν την ανυπαρξία κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων
- Επιχειρήσεις με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης σε αντίθεση με το υπόλοιπο δείγμα (συνολικό, επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους, επιχειρήσεις μικρομεσαίου μεγέθους και επιχειρήσεις με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης) δεν συνδέουν τις επαναγορές μετοχών με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών. Αντίθετα, η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης (52,38% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα έναντι 9,52% που διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα) θεωρούν ότι οι επαναγορές μετοχών σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων.
- τα μερίσματα και οι επαναγορές δεν αποτελούν σημάδι ότι η εταιρία είναι αρκετά δυνατή έτσι ώστε μπορεί να θυσιάζει κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια και να αναλάβει διάφορες δαπάνες, είτε να δείχνει ισχυρότερη από τους ανταγωνιστές της.



## Επίλογος

Σκοπός της παρούσης εργασίας ήταν να διερευνηθεί ο τρόπος που η ελληνικές επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών. Αντικείμενο μελέτης αποτέλεσαν τα κριτήρια επιρροής των αποφάσεων αυτών και οι σχετικές θεωρίες που παρουσιάζονται στην οικονομική βιβλιογραφία. Επίσης, άλλα θέματα που απασχόλησαν την έρευνα ήταν: αν οι θεωρίες που υπάρχουν έχουν εφαρμογή στην ελληνική πραγματικότητα. Αν διαφέρουν οι ελληνικές επιχειρήσεις με τις επιχειρήσεις του εξωτερικού και ποιες είναι οι διαφορές μεταξύ ελληνικής αγοράς και ξένων αγορών. Ενώ επίσης διερευνήθηκε αν διαφέρουν οι αποφάσεις μεταξύ εταιριών βάσει μεγέθους και ρυθμού ανάπτυξης.

Τα παραπάνω ερωτήματα καθόρισαν το κεντρικό πλαίσιο της εν λόγω εργασίας, ενώ το θεωρητικό υπόβαθρο της μελέτης το έθεσαν σχετικές θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί στη διεθνή βιβλιογραφία, όπως η θεωρία σήμανσης, η θεωρία αντιπροσώπευσης, η θεωρία πελατειακής επίδρασης, η θεωρία αδιαφορίας, η θεωρία “bird in the hand” και η υπόθεση υποκατάστασης.

Στο πρώτο κεφάλαιο, μέσω μιας γενικής βιβλιογραφικής επισκόπησης, παρατέθηκαν σχετικές δημοσιεύσεις με τη μερισματική πολιτική και την πολιτική επαναγοράς μετοχών, πάνω στις οποίες βασίστηκε η εργασία.

Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύθηκαν οι θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής και οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων. Ενώ, η ίδια ανάλυση πραγματοποιήθηκε για τις επαναγορές μετοχών στο τρίτο κεφάλαιο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, αναπτύχθηκε το θεσμικό πλαίσιο των μερισμάτων και των επαναγορών μετοχών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάστηκε η μεθοδολογία της εμπειρικής έρευνας που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία. Το δείγμα των επιχειρήσεων που απάντησε και τα μειονεκτήματα της μεθοδολογίας.

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο αναλύθηκαν τα αποτελέσματα της έρευνας και προέκυψαν τα παρακάτω συμπεράσματα για την ελληνική αγορά:

Γενικά οι επαναγορές μετοχών θεωρούνται περισσότερο ευέλικτες από τα μερίσματα. Οι επενδυτικές ευκαιρίες και η σταθερότητα μελλοντικών κερδών καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη μερισματική πολιτική, αφού οι επιχειρήσεις τείνουν να αλλάζουν την πολιτική τους σε μόνιμες μεταβολές της κερδοφορίας. Αν όμως η κερδοφορία είναι προσωρινή προτιμούν την επαναγορά μετοχών ως μέσο διανομής κερδών.

Παράλληλα, η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, το ίδιο δεν ισχύει όμως και για τις επαναγορές μετοχών.

Η ελληνική αγορά διαφέρει από τις ξένες αγορές. Η έρευνα έδειξε ότι παρόλο που οι ελληνικές επιχειρήσεις, πιστεύουν ότι πρέπει να διατηρούν σταθερή πολιτική και ότι μια μείωση του μερίσματος ίσως αποφέρει αρνητικές συνέπειες, μεταβάλλουν ευκολότερα τη μερισματική πολιτική τους από τις επιχειρήσεις του εξωτερικού.

Σε αντίθεση με έρευνες του εξωτερικού, στην Ελλάδα η ύπαρξη πλεονάζουσας ρευστότητας είναι σημαντικότερος παράγοντας επιρροής για τα μερίσματα από ότι για επαναγορές μετοχών.

Επιπλέον, είναι αξιοσημείωτο ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις προτιμούν τη λήψη νέας χρηματοδότησης προκειμένου να προβούν σε επαναγορά μετοχών αν την κρίνουν απαραίτητη, ενώ επιχειρήσεις του εξωτερικού θα δανείζονταν νέα κεφάλαια μόνο για να αποφύγουν μία μείωση στα μερίσματα.

Οι ξένες αγορές πιστεύουν ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές ωφελούνται περισσότερο από ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών από τους λιγότερο καλά πληροφορημένους. Αυτό όμως δεν επιβεβαιώνεται από την ελληνική αγορά.

Επιπλέον, σε αντίθεση με επιχειρήσεις του εξωτερικού, οι ελληνικές επιχειρήσεις δεν συμμαρτίζονται την άποψη ότι οι επαναγορές πραγματοποιούνται για να επιτύχουν αντιστάθμιση σε προγράμματα stock options που μειώνουν τον έλεγχο της εταιρείας.

Η κυριότερη διαφορά όμως είναι η ιεραρχία της πολιτικής διανομής κερδών. Στο εξωτερικό, οι επιχειρήσεις δίνουν προτεραιότητα στη διανομή μερίσματος και στη συνέχεια στα επενδυτικά σχέδια. Αντίθετα, στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις ομολογούν ότι προηγείται η δέσμευση πόρων για νέες επενδύσεις, στη συνέχεια λαμβάνεται η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων και μετά η απόφαση για επαναγορά μετοχών.

Παρόλο που ο ρυθμός ανάπτυξης μίας επιχείρησης δεν διαφοροποιεί σημαντικά την πολιτική της, ωστόσο υπάρχουν κάποιες διαφοροποιήσεις. Πιο συγκεκριμένα, εταιρίες με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης θεωρούν ότι η ύπαρξη λιγότερων διαθέσιμων επικερδών επενδύσεων καθώς ο κλάδος ωριμάζει δεν αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την πολιτική επαναγοράς μετοχών, ενώ για τις περισσότερες εταιρίες με μικρό ρυθμό ανάπτυξης αποτελεί σημαντικό παράγοντα. Επίσης, επιχειρήσεις με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης σε αντίθεση με το υπόλοιπο δείγμα δεν συνδέουν τις επαναγορές μετοχών με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών. Αντίθετα, η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων με μικρότερο ρυθμό ανάπτυξης θεωρούν ότι οι επαναγορές μετοχών σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων.

Οι επιχειρήσεις δρουν ξεχωριστά από τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Μόνο το 20,69% των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί τη μερισματική πολιτική ως όπλο

έναντι ανταγωνιστριών εταιριών Ανάλογη είναι και η κατάσταση στις επαναγορές μετοχών.

Όσον αφορά στη θεωρία σήμανσης προκύπτει ότι η μερισματική πολιτική και οι επαναγορές μετοχών μεταβιβάζουν πληροφορίες, εντούτοις σπάνια θεωρούνται εργαλείο για να διαχωρίσουν μια επιχείρηση από τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Παράλληλα, δεν υπάρχει κανένα στοιχείο που να αποδεικνύει ότι μια αύξηση μερίσματος ή επαναγοράς μετοχών κάνει την επιχείρηση να φανεί πιο δυνατή στα μάτια των επενδυτών.

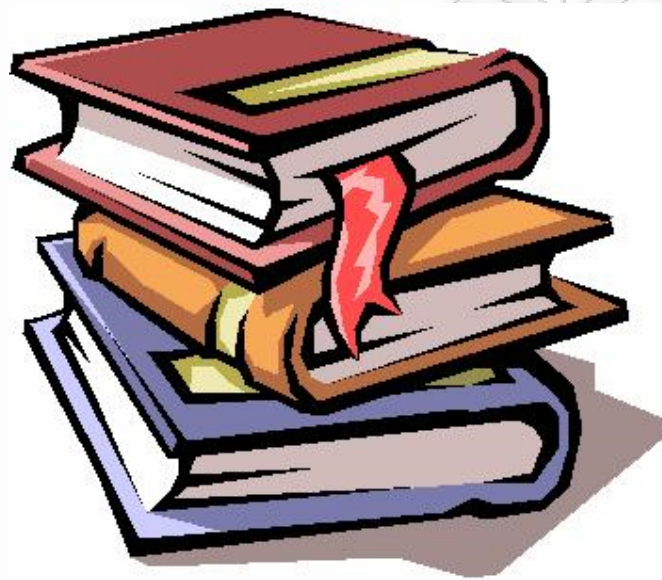
Όσον αφορά την Θεωρία Αντιπροσώπευσης, η διανομή μερισμάτων και η επαναγορά μετοχών μειώνουν την πλεονάζουσα ρευστότητα που δημιουργεί διαφορές ανάμεσα σε μεγαλο- στελέχη και μικρο-επενδυτές.

Όσον αφορά τη Θεωρία Πελατειακής Επίδρασης, οι Θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερη επιρροή στις επιχειρήσεις από τους μικρο- επενδυτές.

Όσον αφορά την υπόθεση υποκατάστασης, οι επαναγορές μετοχών δεν θεωρούνται υποκατάστατα των μερισμάτων. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι διστακτικές να υποκαταστήσουν τις επαναγορές μετοχών με μερίσματα διότι η αντικατάσταση σε αυτή την κατεύθυνση είναι δύσκολο να αλλάξει εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις. Οι διοικήσεις εκτιμούν την ευελιξία των επαναγορών, έναντι της ακαμψίας των μερισμάτων, καθώς οι επαναγορές μετοχών είναι ένας πολύτιμος τρόπος να επιστραφεί ένα μέρος του κεφαλαίου στους επενδυτές διότι είναι περισσότερο ευέλικτες από τα μερίσματα και δεν βασίζονται σε σταθερή πολιτική.

Συνοψίζοντας, η ελληνική αγορά κινείται βάσει των γενικών αρχών που διέπουν τα μερίσματα και τις επαναγορές μετοχών, διαφέρει όμως στα σημεία που προαναφέρθηκαν. Οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής λαμβάνονται δεδομένου των επενδυτικών ευκαιριών, της σταθερότητας μελλοντικών κερδών και της διατήρησης διαχρονικής συνέπειας για την επιχείρηση. Ενώ, οι αποφάσεις για την πολιτική των επαναγορών μετοχών επηρεάζονται κυρίως από την απειλή μιας εχθρικής εξαγοράς, την τιμή και την εμπορευσιμότητα της μετοχής. Οι αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής και επαναγοράς μετοχών δεν διαφοροποιούνται σημαντικά ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης. Ενώ παράλληλα, ο ρυθμός ανάπτυξης μίας επιχείρησης δεν διαφοροποιεί σημαντικά την πολιτική της, εκτός από το κομμάτι της ρευστότητας και των επενδυτικών ευκαιριών.

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ



## Βιβλιογραφία

### Ξένα Βιβλία

- Berle, Means (1932) **“The Modern Corporation and Private Property”** Macmillan, 1<sup>st</sup> edition, p.103- 109
- Brealey, Mayers, Allen, (2006) **“Corporate Finance”** Mc Graw – Hill International Edition, 8<sup>th</sup> edition, p.412- 436.
- Brigham, Ehrhardt, (2003), **“Financial Management”** Thomson, 11<sup>th</sup> edition, Chapter 18, p.613- 637
- Weston, Mitchell, Mulherin, (2004) **“Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”** Pearson Prentice Hall, 4<sup>th</sup> edition, p.484- 524.

### Ξένα Άρθρα

- Aharony, Swary **“Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stochholder’s Returns: An Empirical Analysis”** Journal of Finance Vol 35, no.1, p. 1-11.
- Allen, Michaely (2003), **Payout Policy**, North- Holland Hanbooks of Economics, p. 337- 430.
- Bagwel, Shoven, (1991), **“Shareholder Heterogeneity: Evidence and Implications”**. American Economic Review 81, p. 218- 221.
- Baker, Farrelly, Edelman, (1985). **“A Survey of Management Views on Dividend Policy”**. Financial Management, 78-84.
- Baker, Gallaghe, Morgan, (1981). **“Management View on Stock Repurchase Programs”**. The Journal of Financial Research 4, p. 233- 247.
- Baker, Wurgler, (2004). **“A Catering Theory of Dividends”**. Journal of Finance 59, p.1125- 1165.
- Bartov, (1998) **“Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases”**. Morgan Stanley, Journal of Applied Corporate Finance, Vol 11.1 p. 89-97.
- Bhattacharya, (1979), **“Imperfect Information, Dividend Policy and (The Bird in the Hand) Fallacy”**. The Bell Journal of Financial Economics. 10. 259- 270.
- Bens, Nagar, Skinner, Wong, (2007) **“Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases”**. Working Paper.
- Bernando, Welch, (2000), **“A Theory of Dividends Based on Tax Clientelle”**. Journal of Finance 55, p. 2499-2536.
- Brandon, Ikenberry, (2004). **“Reappearing Dividends”**. Working Paper, University of Illinois.

- Brav, Graham, Harvey, Michaely, (2001), "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics* 77 (2005) p. 483- 527.
- Brickley, (1983), "**Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study**". *Journal of Financial Economics* 12, Issue 2, p.187-209
- Brown, Liang, Weisbener, (2007) "**Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to 2003 Dividend Tax Cut**". *The Journal of Finance*, Vol LXII, No 4, p.1935 –1965.
- Chetty, Saez (2004). "**Do Dividend Payments Respond to Taxes? Preliminary Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut**". UC Berkeley and NBER.
- De Angelo, Harry and Linda, (2004), "**Payout Policy Irrelevance and the Dividend Puzzle,**" Working paper, University of Southern California.
- De Angelo, Harry and Linda, (2007), "**Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why**", *European Financial Management*, Vol. 13, No. 1, p. 11–27
- DeAngelo, Harry and Linda, Skinner (2004). "**Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings**" *Journal of Financial Economics*, 72, issue 3, p. 425-456.
- Donga, Robinson, Verdc, (2004) "**Why Individual Investors want Dividends?**" *Journal of Corporate Finance*, p. 1-53.
- Douglas, (2007) "Managerial opportunism and proportional corporate payout policies". *Managerial Finance* 33, No.1, p. 26- 42.
- Easterbrook (1984). "**Two Agency-Cost Explanations of Dividends**". *American Economic Review*, 74, issue 4, p. 650-59.
- Fama, Babiak, (1968) "**Dividend Policy: An Empirical Analysis**". *Journal of the American Statistical Association*, 63, No. 324 1132-1161.
- Fama and French (2001), "**Disappearing dividends: changing "rm characteristics or lower propensity to pay?"**" *Journal of Financial Economics* 60, p. 3- 43.
- Fenn, Liang, (2000). "**Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives**".
- Friedman (1966), "**The Methology of positive economics Some implications for Economic Issues**", Univ. of Chicago Press, p. 3-16, 30-43.
- Gitman, (1995), "**Bridging the theory-practice gap: a survey of chief financial officers**", *Quarterly Economics and Finance* 35, No.1, p.73-87.
- Graham, Harvey, (2001), "**The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field**". *Journal of Financial Economics* 60, 187-243
- Graham, Harvey, Rajgopal (2005). "**The Economic Implications of. Corporate Financial Reporting**". *Journal of Accounting and Economics*. Forthcoming.

- Graham , Kumar, (2005). **“Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors”**. Journal of Finance. LXI, NO. 3, p. 1305- 1337.
- Grinstein, Michaely (2005), **“Institutional Holdings and Payout Policy”**. The Journal of Finance 60, p. 1389- 1426.
- Grullon, Ikenberry, (2000), **“What Do We Know About Stock Repurchases?”** Morgan Stanley. Journal of Applied Corporate Finance, Vol 13.1, p. 31- 51.
- Grullon, Michaely, (2002) **“Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”** Journal of Finance VII, No.4: p. 1649- 1684.
- Hazak, (2005) **“Dividend Decisions under distributed Profit Taxation: Investor’s perspective”**. Working Papers in Economics, School of Economics and Business Administration, Tallinn University of Technology (TUTWPE), Vol 20, P. 5-25.
- Jagannathan, Stephens, Weisbach, (1999) **“Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”**, Economics Vol. 57, p. 355-384
- Jensen (1986), **“Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”**. The American Economic Review 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, p. 323-329.
- Kose, Williams, (1985). **“Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium”**. The Journal of Finance 40, No. 4, p.1053-1070.
- Lie, (2000),**“Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements”**. Review of Financial Studies Vol 13. p. 219- 248.
- Liljeblom, Pasternack, (2006), **“Share Repurchases, Dividends and Executive Options: the Effect of Dividend Protection”**. European Financial Management 12, No. 1 p. 7–28.
- Lintner (1956) **“Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”**. The American Economic Review Vol. 46, No. 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth. Annual Meeting of the American Economic Association p. 97-113.
- Michaely, Grullon, Swaminathan, (2002), **“Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?”** The Journal of Business 75, No. 3, p. 387-424.
- Miller, Rock (1985). **“Dividend Policy under Asymmetric Information”**. The Journal of Finance 40, No. 4, p. 1031-1051.
- Modigliani, Miller (1958). **“The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”**. The American Economic Review 48, No. 3, p. 261-297.
- Modigliani, Miller, (1961). **“Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”**. Journal of Business 34, p. 411- 433.
- Renneboog, Trojanowski, (2005). **“Control Structures and Payout Policy”**. Working Paper, Tilburg University.
- Skinner, Neubauer Faculty Fellow (2003). **“What do Dividends Tell Us about Earnings Quality?”** Working Paper, University of Chicago.

- Villamil, (1999) “The Modigliani- Miller Theorem. The New Palgrave Dictionary of Economics”. Working Paper, University of Illinois.
- Wansley, Lane, Sarkar (1989), “Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums”. Financial Management 18, No. 3 (Autumn, 1989), p. 97-110.
- Weisbenner (2004). “**Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?**” working paper, University of Illinois.
- Westphal, Zajac, (2001) “Decoupling Policy from Practice: The Case of Stock Repurchase Programs”. Administrative Science Quarterly 46, No. 2, pp. 202-228.

### Ελληνικά Βιβλία

- Αληφαντής, (2006) “Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσεως”, Πάμισος, 8<sup>η</sup> έκδοση.
- Τσαγκαράκης Νίκος “**Σημειώσεις για το μάθημα Χρηματοοικονομική ΙΙ**”, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής, Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη “Χρηματοοικονομική” Ανάλυση για Στελέχη, (26/10/07) p. 67

### Ελληνικά Άρθρα

- Ιωάννου Χρήστος (2007) “**Φρένο σε παιχνίδια με τις «ίδιες μετοχές»**”. Ελευθεροτυπία- 20/05/2007
- Ντόκας, Βεργός (2007) “**Παρέμβαση της Επ. Κεφαλαιαγοράς για τις ίδιες μετοχές**”. Ελευθεροτυπία



# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

- Π1. Το Ερωτηματολόγιο της Έρευνας
- Π2. Το Προφίλ των Εταιριών που συμμετείχαν στην έρευνα
- Π3. Αποτελέσματα (στο σύνολο του δείγματος)
- Π4. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης
- Π5. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης
- Π6. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων με Μεγάλο Ρυθμό Ανάπτυξης
- Π7. Αποτελέσματα Επιχειρήσεων με Μικρότερο Ρυθμό Ανάπτυξης
- Π8. Συγκριτικό Διάγραμμα Μερισμάτων - Επαναγορών για την έρευνα των Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)





ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

MSc ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

### ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Σημειώστε με ένα x την άποψή σας για τις παρακάτω προτάσεις

1. Πληρώσατε μέρισμα στους μετόχους σας τα τελευταία πέντε έτη;  
 Ναι, και για τα πέντε έτη                       Όχι, και για τα πέντε έτη
  
2. Μία μείωση του μερίσματος αποφέρει αρνητικές συνέπειες για την επιχείρηση.  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα
  
3. Τα μερίσματα αξιολογούνται το ίδιο σημαντικά για την αξία της επιχείρησης σήμερα όπως και πριν από 15- 20 έτη.  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα
  
4. Οι αποφάσεις της διοίκησης μιας εταιρείας για την μερισματική πολιτική της μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση στους επενδυτές.  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα
  
5. Η απόφαση μιας επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, ενέχει λιγότερο κίνδυνο για την τιμή της μετοχής, από το να διατηρεί αδιανέμητα κέρδη.  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα
  
6. Τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης καθορίζουν και την μερισματική της πολιτική (η απόφαση για πληρωμή μερισμάτων λαμβάνεται κατόπιν της δέσμευσης πόρων για νέες επενδύσεις).  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα
  
7. Είναι προτιμότερο για μια επιχείρηση να προβεί σε λήψη νέας χρηματοδότησης (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου, Δανεισμός) παρά να μειώσει την πληρωμή μερισμάτων.  
 Διαφωνώ Απόλυτα     Διαφωνώ     Ουδέτερη Άποψη     Συμφωνώ     Συμφωνώ Απόλυτα

8. Χρησιμοποιούμε τη μερισματική πολιτική μας ως εργαλείο για να αποκτήσουμε μια επιθυμητή πιστοληπτική διαβάθμιση (credit rating).
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
9. Χρησιμοποιούμε τη μερισματική πολιτική μας ως όπλο έναντι των ανταγωνιστών.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
10. Χρησιμοποιούμε τα μερίσματα για να δείξουμε ότι ως εταιρεία μπορούμε να αντεπεξέλθουμε στο κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. δανεισμού), επενδύσεων και ανταγωνισμού.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
11. Αποφεύγουμε να μειώσουμε τα μερίσματα ανά μετοχή.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
12. Προσπαθούμε να διατηρήσουμε μία σταθερή ροή μερισμάτων από έτος σε έτος.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
13. Λαμβάνουμε υπόψη το επίπεδο των μερισμάτων ανά μετοχή, που έχουμε καταβάλει στα αμέσως 1-2 προηγούμενα έτη.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
14. Λαμβάνουμε υπόψη την μεταβολή ή το ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων ανά μετοχή.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα
15. Πληρώνουμε μερίσματα, για να δείχνουμε ότι η εταιρία μας είναι αρκετά δυνατή έτσι ώστε μπορεί να θυσιάζει κάποια κερδοφόρα επενδυτικά σχέδια.
- Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα



Βαθμολογείστε με κλίμακα από ένα (χαμηλότερο) έως πέντε (υψηλότερο) κατά πόσο οι παρακάτω παράγοντες επηρεάζουν την διοίκηση της επιχείρησης στην απόφαση για διανομή μερίσματος

16. Η διατήρηση της διαχρονικής συνέπειας της μερισματικής πολιτικής.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

17. Η σταθερότητα των μελλοντικών κερδών.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

18. Μία διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

19. Μία προσωρινή μεταβολή στα κέρδη.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

20. Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρίας μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

21. Η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών – σχεδίων για την εταιρία μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

22. Η προσέλκυση μικρο-επενδυτών ως μετόχων της εταιρίας μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

23. Η υποτιμημένη τιμή της μετοχής στην αγορά.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

24. Η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών ή λοιπών στοιχείων ταμειακών ισοδύναμων.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

25. Η πληρωμή των μερισμάτων σε μετρητά είναι το μέσο με το οποίο, η επιχείρηση μειώνει την πλεονάζουσα ρευστότητα.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

26. Η μερισματική πολιτική ως ένας μηχανισμός άμυνας στην απόκρουση μίας εχθρικής εξαγοράς.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

27. Η μερισματική πολιτική των ανταγωνιστριών εταιριών του κλάδου.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

28. Η πιθανότητα η πληρωμή μερισμάτων να σηματοδοτεί την ανυπαρξία κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---



Σημειώστε με ένα x στην περίοδο που ταιριάζει περισσότερο με τα μελλοντικά σχέδια της εταιρείας.

29. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει διανεμίσει μέρισμα τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να το πράξετε;

Σε 1 έτος

Σε 2-5 έτη

Πιθανόν ποτέ

30. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει προβεί σε επαναγορά μετοχών τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να το πραγματοποιήσετε;

Σε 1 έτος

Σε 2-5 έτη

Πιθανόν ποτέ

31. Εάν η εταιρεία σας δεν έχει διανεμίσει μέρισμα αλλά και δεν έχει προχωρήσει σε επαναγορά μετοχών τα τελευταία 3 χρόνια, σε πόσα χρόνια αναμένετε να υλοποιήσετε κάποια μορφής αποπληρωμή;

Σε 1 έτος

Σε 2-5 έτη

Πιθανόν ποτέ



## ΕΠΑΝΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σημειώστε με ένα x την άποψή σας για τις παρακάτω προτάσεις

32. Έχετε κάνει επαναγορές μετοχών της επιχείρησής σας στο παρελθόν (τελευταία δεκαετία);

Ναι

Όχι

33. Οι αποφάσεις επαναγοράς των μετοχών μεταφέρουν πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με την επιχείρηση.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

34. Η απόφαση για επαναγορά μετοχών λαμβάνεται αφού πρώτα καθοριστούν τα επενδυτικά σχέδια της επιχείρησης.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

35. Οι επαναγορές μετοχών είναι το ίδιο σημαντικές σήμερα για την αξία της μετοχής των εταιρειών του κλάδου, όπως ήταν 15 με 20 έτη πριν.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

36. Χρησιμοποιούμε την πολιτική επαναγοράς μετοχών, για την επίτευξη μιας επιθυμητής πιστοληπτικής διαβάθμισης (credit rating).

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

37. Η επαναγορά των μετοχών καθιστά την μετοχή μιας εταιρείας λιγότερο επικίνδυνη σε σχέση με την διανομή των πραγματοποιηθέντων κερδών.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

38. Η μείωση των επαναγορών μετοχών αποφέρει αρνητικές συνέπειες.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

39. Η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει η επιχείρηση καλύτερη από τους ανταγωνιστές της.

Διαφωνώ  
Απόλυτα

Διαφωνώ

Ουδέτερη  
Άποψη

Συμφωνώ

Συμφωνώ  
Απόλυτα

40. Η πολιτική επαναγοράς μετοχών χρησιμοποιείται για να δείχνει ότι μπορεί η επιχείρηση, είτε να αναλάβει διάφορες δαπάνες, όπως τα κόστη δανεισμού για την ανεύρεση νέων εξωτερικών πόρων, είτε να δείχνουμε ισχυρότεροι από τους ανταγωνιστές μας.

Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα

41. Είναι προτιμότερο να αναζητούνται νέοι πόροι χρηματοδότησης για να αναληφθεί ένα κερδοφόρο επενδυτικό σχέδιο, από το να μειώνουμε τις επαναγορές μετοχών.

Διαφωνώ Απόλυτα  Διαφωνώ  Ουδέτερη Άποψη  Συμφωνώ  Συμφωνώ Απόλυτα



Βαθμολογίστε με κλίμακα από ένα (χαμηλότερο) έως πέντε (υψηλότερο) πόσο σημαντικοί είναι οι παρακάτω παράγοντες στην απόφαση για επαναγορά μετοχών

42. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μας, εάν η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

43. Η πιθανότητα οι επαναγορές μετοχών να σηματοδοτούν την ύπαρξη κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων για την επιχείρηση.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

44. Μια διατηρήσιμη μεταβολή στα κέρδη.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

45. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS).

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

46. Η εμπορευσιμότητα της μετοχής μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

47. Η ύπαρξη πλεοναζόντων μετρητών, σε σχέση με το επιθυμητό επίπεδο μετρητών.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

48. Η προσέλκυση θεσμικών επενδυτών για την αγορά των μετοχών της εταιρείας μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

49. Η προσέλκυση μικρο-επενδυτών μετόχων της εταιρείας μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

50. Η μεταβολή της αναλογίας χρέους προς το μετοχικό κεφάλαιο με τάση να προσεγγίσει την επιθυμητή αναλογία.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

51. Η πεποίθηση ότι οι καλά πληροφορημένοι επενδυτές ωφελούνται περισσότερο από ένα πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών από τους λιγότερο καλά πληροφορημένους.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

52. Οι πολιτικές επαναγοράς μετοχών των ανταγωνιστών μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

53. Η συγκέντρωση μετοχών, ως ένας μηχανισμός άμυνας απέναντι σε μια πιθανή επιθετική εξαγορά.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

54. Η αντιστάθμιση σε προγράμματα stock options που μειώνουν τον έλεγχο της εταιρείας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

55. Η χρήση επαναγορών αντί μερισμάτων, επειδή τα stock options δικαιούνται μερίσματος.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---



Βαθμολογείτε με κλίμακα από ένα (χαμηλότερο) έως πέντε (υψηλότερο) κατά πόσο οι παρακάτω παράγοντες μπορεί να επηρεάσουν την εταιρία σας ώστε να προβεί σε επαναγορά μετοχών στο κοντινό μέλλον

56. Η αγορά υποτιμά την αξία της μετοχής μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

57. Η μεταφορά πληροφοριών για την μετοχή μας προς τους επενδυτές (εάν η αγορά δεν αποτιμά σωστά την εταιρία μας).

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

58. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή (EPS).

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

59. Μία διατηρήσιμη αύξηση κερδών.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

60. Η εταιρία μας έχει πλεονάζοντα μετρητά ή μετοχές.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

61. Μία αλλαγή στη διακύμανση ή την εμπορευσιμότητα της μετοχής μας

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---



62. Η ύπαρξη λιγότερων διαθέσιμων επικερδών επενδύσεων (π.χ. καθώς η βιομηχανία μας ωριμάζει).

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---

63. Η επιρροή των θεσμικών επενδυτών μας.

1	2	3	4	5
---	---	---	---	---



Σημειώστε την άποψή σας με ένα x για τις παρακάτω προτάσεις

64. Η επαναγορά των μετοχών που διενεργήσατε στο παρελθόν στόχευε στην πώληση των μετοχών αυτών στο μέλλον σε υψηλότερη τιμή;

<input type="checkbox"/> Διαφωνώ Απόλυτα	<input type="checkbox"/> Διαφωνώ	<input type="checkbox"/> Ουδέτερη Άποψη	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ Απόλυτα
---------------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------------------	----------------------------------	---------------------------------------------

65. Εάν η απάντησή σας στην προηγούμενη ερώτηση ήταν καταφατική, απαντήστε εάν πράγματι πραγματοποιήσατε κεφαλαιακά κέρδη από την πώληση των μετοχών αυτών;

<input type="checkbox"/> Διαφωνώ Απόλυτα	<input type="checkbox"/> Διαφωνώ	<input type="checkbox"/> Ουδέτερη Άποψη	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ Απόλυτα
---------------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------------------	----------------------------------	---------------------------------------------

66. Το πρόγραμμα επαναγοράς των μετοχών που εφαρμόσατε στο παρελθόν στόχευε στην μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές (εγχώριους ή ξένους);

<input type="checkbox"/> Διαφωνώ Απόλυτα	<input type="checkbox"/> Διαφωνώ	<input type="checkbox"/> Ουδέτερη Άποψη	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ Απόλυτα
---------------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------------------	----------------------------------	---------------------------------------------

67. Το πρόγραμμα επαναγοράς των μετοχών που πρόκειται να εφαρμόσετε στο μέλλον στοχεύει στην μετέπειτα διάθεση των μετοχών μέσω ιδιωτικής τοποθέτησης (private placement) σε θεσμικούς επενδυτές (εγχώριους ή ξένους);

<input type="checkbox"/> Διαφωνώ Απόλυτα	<input type="checkbox"/> Διαφωνώ	<input type="checkbox"/> Ουδέτερη Άποψη	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ	<input type="checkbox"/> Συμφωνώ Απόλυτα
---------------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------------------	----------------------------------	---------------------------------------------

ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ		ΚΛΑΔΟΣ	ΔΕΙΚΤΗΣ	P.E.	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΚΕΦΑΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	Κέρδη ανά Μετοχή (σε ευρώ)	Μέρισ: Απόδοση	Υποχρεώσεις προς Ενεργητικό	Υποχρεώσεις προς Ίδια Κεφάλαια	Πωλήσεις προς Ενεργητικό
ΑΛΛΑΤΙΝΗ Α.Β.Ε.Ε	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 80	0	MM		-0.6263	1.875	0.7955	4.2809	0.6288
ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ 13- ΚΟΙΝΗΣ	FTSE 80	0	MM		-0.3072		0.4832	0.9348	0.4908
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	ΩΦΕΛΕΙΑΣ	FTSE 40	24.02	ΜΕΓΑΛΗ		0.14	1.3889	0.4471	0.8086	0.2602
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.	3- ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	FTSE 20	7.06	ΜΕΓΑΛΗ		1.2917	5.176	0.4899	1.01	1.8123
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	6- ΤΡΟΦΙΜΑ		3.49	MM		0.2493	3.3333	0.6672	2.0046	0.6916
M.L.S. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε.	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ			MM						
ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε.	3- ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	FTSE 40	10.12	ΜΕΓΑΛΗ		0.9545	2.5	0.5329	1.4323	0.9454
ΤΡ. ΕFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ.	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 20	9.26	ΜΕΓΑΛΗ		1.6437	5.1059	0.933	15.0064	
COCA-COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε.	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 20	13.19	ΜΕΓΑΛΗ		1.3072	1.3676	0.5399	1.2114	1.0162
INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 80	5.96	MM		0.5807	5.7692	0.4743	0.9217	0.5707
SPRIDER STORES Α.Ε.	9- ΕΜΠΟΡΙΟ 16- ΑΚΙΝΗΤΗ	FTSE 40	0.6	ΜΕΓΑΛΗ		4.0058	3.4231	0.4439	0.7982	1.1661
LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	FTSE 40	6.64	ΜΕΓΑΛΗ		1.377	2.5275	0.5214	1.2396	0.1006
ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	FTSE 40	0	ΜΕΓΑΛΗ		-0.544	0.6608	0.4913	1.0208	0.4275
ΚΡΙ-ΚΡΙ ΑΕ	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 80	14.94	MM		0.1345	3.0151	0.334	0.5067	1.0014
COSMOTE	12- ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ									
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε	11- ΑΝΑΨΥΧΗ	FTSE 40	7.55	ΜΕΓΑΛΗ		0.5457		0.5258	1.1087	1.8568
M. I. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 40	0	ΜΕΓΑΛΗ		-0.5963	5.5556	0.6995	2.3536	0.7754
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.	3- ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	FTSE 40	17.59	ΜΕΓΑΛΗ		0.2195		0.6351	1.7403	1.0766
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 20	10.8	ΜΕΓΑΛΗ		1.6633	3.8919	0.9287	13.9901	
FOURLIS Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 40	20.96	ΜΕΓΑΛΗ		0.7604	1.6685	0.7185	2.5601	1.4521
ΟΤΕ Α.Ε.	12-	FTSE 20	11.84	ΜΕΓΑΛΗ		1.1194	3.4375	0.7351	4.1735	0.5249

		ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ								
ALPHA ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 20	8.95	ΜΕΓΑΛΗ	1.8133	4.7518	0.9378	15.2146		
Info-Quest Α.Ε.Β.Ε.	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	FTSE 40	0	ΜΕΓΑΛΗ	-0.1709	2.4631	0.4105	0.699	1.2445	
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 40	6.69	ΜΜ	0.1276	2.2727	0.7155	2.5325	0.6802	
ΛΙΒΑΝΗΣ ΑΕ	10- ΜΜΕ		20.87	ΜΜ	0.0485	1.8919	0.4272	0.7459	0.404	
				ΕΙΔΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ						
ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ		0		-0.1068			0.3493	0.5368	
	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 80	30.37	ΜΜ	0.3002	1.7151	0.6195	1.6287	0.8714	
ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	3- ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	FTSE 40	11.77	ΜΕΓΑΛΗ	0.9013	3.2225	0.6289	1.7678	0.837	
S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ		0	ΜΜ	0.0199			0.3369	0.5084	
Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε.	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 40	8.66	ΜΕΓΑΛΗ	0.3016	10	0.6981	2.876	1.2436	
F.G. EUROPE Α.Ε.	9- ΕΜΠΟΡΙΟ		95.32	ΜΜ	0.1231	17.8125	0.779	3.5246	1.0403	
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε.	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	FTSE 80	10.11	ΜΜ	0.1968	4.8649	0.5474	1.2094	1.2985	
ΒΥΤΕ COMPUΤΕR Α.Β.Ε.Ε.	3- ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ	FTSE 20	4.4	ΜΕΓΑΛΗ	1.4924	6.6404	0.5152	1.1438	0.6052	
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. - ΟΜΙΛΟΣ	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ		10.49	ΜΜ	0.0788	3.6585	0.6056	1.5903	0.8285	
ΓΕΝ. ΕΜΠΟΡΙΟΥ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 20	9.21	ΜΕΓΑΛΗ	3.298	1.4035	0.9228	12.8905		
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	2- ΧΗΜΙΚΑ	FTSE 80	10.15	ΜΜ	0.1		0.7221	2.5995	2.9938	
Ε. Λιπαντικών & Πετρ/ών				ΕΙΔΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ						
ΛΑΝ-NET ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε.	12- ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ		0		-0.2805			0.6617	1.9556	
				ΕΙΔΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ						
ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Λ.Β. ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	2- ΧΗΜΙΚΑ		5.54		4.0091	1.3684	0.4059	0.6925	0.928	
ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π	9- ΕΜΠΟΡΙΟ	FTSE 40	12.7	ΜΜ	0.0732	4.0323	0.666	1.994	7.9614	
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ Μ.Κ.Ν. Α.Ε.	11- ΑΝΑΨΥΧΗ	FTSE 40	41.06	ΜΜ	0.0492	1.7327	0.7092	2.7125	0.379	
ΤΙΤΑΝ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ	4- ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	FTSE 40	9.21	ΜΕΓΑΛΗ	2.7584	3.0276	0.4862	0.9701	0.6958	
ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 40	6.81	ΜΜ	0.6754	4.413	0.5942	1.4644	1.2025	
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	15- ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ	FTSE 80	50.64	ΜΜ	0.0466	3.0805	0.7714	3.3933		
				ΕΙΔΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ						
ΛΑΜΨΑ Α.Ε. ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	11- ΑΝΑΨΥΧΗ		42.85		0.4672	0.3996	0.4141	0.8045	0.3777	
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 80	12.74	ΜΜ	0.3281	1.4354	0.8185	5.778	0.8685	
				ΕΙΔΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΩΝ						
CROWN HELLAS CAN Α.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ		14.79		0.6435	1.3655	0.4629	0.8619	10.4927	
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	10- ΜΜΕ		18.36	ΜΜ	0.2995	4.1322	0.5501	1.2228	0.6331	
CRΠ Α.Ε ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ		0	ΜΜ	-0.0108			0.7385	2.8224	

ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε. ΣΥΜΒ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ		10.9	MM	0.2715	2.7027	0.648	1.8943	0.6081
ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ		0	MM	-0.1213			0.2722	0.3951
MEDICON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	8- ΥΓΕΙΑ		11.55	MM	0.3463	7.5	0.6297	1.7863	0.4535
UNISYSTEMS ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	18- ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ		25.61	ΣΕ ΑΝΑΣΤΟΛΗ	0.082	0.8751		0.4779	0.9198
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 80	7.58	MM	0.128	6.1856	0.6719	2.0886	1.2346
ΕΛΙΝΟΙΑ Α.Ε	1- ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ	FTSE 80	0	ΜΕΓΑΛΗ	-0.1274		0.7729	3.4024	4.229
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 80	32.87	MM	0.0216	2.8169	0.3669	0.5816	0.3381
ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ									
PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 40	21.16	ΜΕΓΑΛΗ	0.2413	2.7933			
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.	16- ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	FTSE 40	0	ΜΕΓΑΛΗ					
FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 40	6.71	ΜΕΓΑΛΗ	2.2678	0.7111			0.6885
Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	6- ΤΡΟΦΙΜΑ		62.86	MM	-0.0089				0.4479
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	14- ΤΡΑΠΕΖΕΣ	FTSE 20	0	ΜΕΓΑΛΗ	-0.2318	2.6767			
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε.	9- ΕΜΠΟΡΙΟ	FTSE 40	14.92	ΜΕΓΑΛΗ	0.4356	3.2308			2.0373
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	17- Χρηματοοικονομικές	FTSE 40	7.07	ΜΕΓΑΛΗ	1.213	5.7737			0.6316
ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	4- ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	FTSE 80	11.42	MM	0.0727	1.8293			0.6159
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ	6- ΤΡΟΦΙΜΑ	FTSE 40	0	MM	-0.0018	0.2211			0.5378
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	9- ΕΜΠΟΡΙΟ	FTSE 40	17.34	MM	0.6494	0.66			0.9049
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε.	4- ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ		0	MM	-0.3852	4.2254			
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	10- ΜΜΕ	FTSE 80	0	MM	-0.154	0.604			0.7462
ΠΕΡΣΕΥΣ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΕΙΔΙΚΗΣ	6- ΤΡΟΦΙΜΑ		0	ΕΠΙΤΗΡΗΣΗΣ	-0.4282				0.6279
JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ	FTSE 40	13.85	ΜΕΓΑΛΗ	1.2723	1.8018	0.8446	5.4453	0.8785
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ	9- ΕΜΠΟΡΙΟ		8.01	MM	0.4669	11.2299			1.997
ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.	8- ΥΓΕΙΑ		7.94	ΕΠΙΤΗΡΗΣΗΣ	0.2519		3.972	3.972	0.1895
ΜΕΤΚΑ Α.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 40	18.31	ΜΕΓΑΛΗ	0.71	3.8462	0.7559	3.0965	0.9814
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	7- ΟΙΚ - ΠΡΟΣ ΑΓΑΘΑ		0	MM	-0.546			0.9433	16.6596
ΜΕΝΑΣΟ ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 40	12.76	MM	0.1944	5.6452	0.7258	2.6475	0.5859
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	5- ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ	FTSE 80	33.61	MM	0.6408	1.5320	0.3338	0.5009	0.6676

Στατιστικός Δείκτης	1 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 1	2 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 2	3 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 3	4 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 4	5 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 5	6 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 6	7 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 7	8 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 8	9 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 9	10 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 10	11 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 11	12 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 12	13 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 13	14 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 14	15 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 15	16 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 16
Μέσος Όρος		0.0909	-0.023	0.6591	0.3409	0.875	-0.159	-0.172	-0.241	-0.437	0.1149	0.6897	0.6628	0.6628	-0.379	0.5287
Διάμεσος		0	0	1	1	1	0	0	0	-1	0	1	1	1	-1	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων		28	34	11	19	8	42	32	36	45	28	11	13	9	48	11
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων		22	23	14	23	14	20	36	32	25	22	13	6	16	18	29
Συχνότητα θετικών απαντήσεων		38	31	63	46	66	26	19	19	17	37	63	67	61	21	47
Πλήθος απαντήσεων		89	89	89	89	89	89	88	88	88	88	88	87	87	88	88
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα		31.46%	38.20%	12.36%	21.35%	8.99%	47.19%	36.36%	40.91%	51.14%	31.82%	12.50%	14.94%	10.34%	54.55%	12.50%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα		42.70%	34.83%	70.79%	51.69%	74.16%	29.21%	21.59%	21.59%	19.32%	42.05%	71.59%	77.01%	70.11%	23.86%	53.41%

Στατιστικός Δείκτης	17 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 17	18 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 18	19 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 19	20 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 20	21 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 21	22 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 22	23 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 23	24 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 24	25 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 25	26 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 26	27 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 27	28 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 28	29 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 29	30 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 30	31 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 31	32 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 32
Μέσος Όρος	0.6437	0.5632	-0.115	0.4138	0.6552	-0.023	-0.31	0.3103	-0.407	-0.667	-0.345	-0.563	1.75	2.5116	2.069	
Διάμεσος	1	1	0	1	1	0	0	0	-1	-1	0	-1	2	3	2	
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	10	8	30	17	10	29	41	22	48	52	40	49	0	0	0	
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	23	31	34	26	22	26	22	25	17	21	28	18	0	0	0	
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	54	48	23	44	55	32	24	40	21	14	19	20	28	43	29	
Πλήθος απαντήσεων	88	88	88	88	88	88	88	88	87	88	88	88	30	45	31	
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	11.36%	9.09%	34.09%	19.32%	11.36%	32.95%	46.59%	25.00%	55.17%	59.09%	45.45%	55.68%	0.00%	0.00%	0.00%	
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	61.36%	54.55%	26.14%	50.00%	62.50%	36.36%	27.27%	45.45%	24.14%	15.91%	21.59%	22.73%	93.33%	95.56%	93.55%	

Στατιστικός Δείκτης	33 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 33	34 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 34	35 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 35	36 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 36	37 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 37	38 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 38	39 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 39	40 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 40	41 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 41	42 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 42	43 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 43	44 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 44	45 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 45	46 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 46	47 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 47	48 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 48
Μέσος Όρος	0.4884	0.6628	-0.19	-0.271	-0.153	-0.465	-0.337	-0.198	0.1279	1.0824	0.0824	-0.153	-0.047	0.4706	0	0.0941
Διάμεσος	1	1	0	0	0	-0.5	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	11	9	32	30	32	43	40	36	27	10	27	32	27	15	26	26
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	25	18	35	45	31	35	32	28	22	4	25	33	31	23	27	24
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	50	59	17	10	22	8	14	22	37	71	33	20	27	47	32	35
Πλήθος απαντήσεων	87	87	85	86	86	87	87	87	87	86	86	86	86	86	86	86
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	12.64%	10.34%	37.65%	34.88%	37.21%	49.43%	45.98%	41.38%	31.03%	11.63%	31.40%	37.21%	31.40%	17.44%	30.23%	30.23%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	57.47%	67.82%	20.00%	11.63%	25.58%	9.20%	16.09%	25.29%	42.53%	82.56%	38.37%	23.26%	31.40%	54.65%	37.21%	40.70%

Στατιστικός Δείκτης	49 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 49	50 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 50	51 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 51	52 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 52	53 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 53	54 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 54	55 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 55	56 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 56	57 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 57	58 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 58	59 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 59	60 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 60	61 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 61	62 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 62	63 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 63	64 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 64
Μέσος Όρος	-0.141	-0.224	-0.318	-0.659	0.2353	-0.259	-0.417	0.7294	0.3176	0.0118	-0.024	-0.059	0.2262	-0.176	0.2	-0.621
Διάμεσος	0	0	0	-1	0	0	-1	1	0	0	0	0	0.5	0	0	-1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	34	31	37	54	27	38	43	10	18	23	26	35	23	31	22	33
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	28	34	31	14	16	21	25	25	30	37	33	17	19	32	29	17
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	23	20	17	17	42	26	16	50	37	25	26	33	42	22	34	8
Πλήθος απαντήσεων	86	86	86	86	86	86	85	86	86	86	86	86	85	86	86	59
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	39.53%	36.05%	43.02%	62.79%	31.40%	44.19%	50.59%	11.63%	20.93%	26.74%	30.23%	40.70%	27.06%	36.05%	25.58%	55.93%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	26.74%	23.26%	19.77%	19.77%	48.84%	30.23%	18.82%	58.14%	43.02%	29.07%	30.23%	38.37%	49.41%	25.58%	39.53%	13.56%

Στατιστικός Δείκτης	65 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 65	66 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 66	67 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 67
Μέσος Όρος	0.1818	-0.315	-0.086
Διάμεσος	0	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	3	21	15
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	12	21	31
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	7	12	12
Πλήθος απαντήσεων	23	55	59
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	13.04%	38.18%	25.42%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	30.43%	21.82%	20.34%

Στατιστικός Δείκτης	1 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 1	2 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 2	3 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 3	4 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 4	5 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 5	6 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 6	7 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 7	8 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 8	9 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 9	10 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 10	11 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 11	12 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 12	13 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 13	14 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 14	15 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 15	16 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 16
Μέσος Όρος		0.36667	0.1	0.86667	0.43333	1.03333	0.2	-0.2333	-0.2333	-0.4667	0.2	0.8	0.8	0.8	-0.3667	0.83333
Διάμεσος		1	0	1	1	1	0	0	0	-1	0	1	1	1	-1	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων		8	12	3	5	3	11	14	13	16	7	2	3	3	18	2
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων		4	5	1	9	1	8	9	10	8	9	7	3	3	4	9
Συχνότητα θετικών απαντήσεων		18	13	26	16	26	11	7	7	6	14	21	24	24	8	19
Πλήθος απαντήσεων		31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα		25.81%	38.71%	9.68%	16.13%	9.68%	35.48%	45.16%	41.94%	51.61%	22.58%	6.45%	9.68%	9.68%	58.06%	6.45%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα		58.06%	41.94%	83.87%	51.61%	83.87%	35.48%	22.58%	22.58%	19.35%	45.16%	67.74%	77.42%	77.42%	25.81%	61.29%

Στατιστικός Δείκτης	17 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 17	18 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 18	19 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 19	20 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 20	21 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 21	22 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 22	23 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 23	24 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 24	25 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 25	26 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 26	27 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 27	28 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 28	29 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 29	30 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 30	31 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 31	32 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 32
Μέσος Όρος	0.93333	0.76667	0	0.73333	0.93333	-0.0667	-0.4333	0.46667	-0.3667	-0.7667	-0.3	-0.6	1.33333	2.54545	2.11111	
Διάμεσος	1	1	0	1	1	0	-1	0.5	-1	-1	0	-1	1	3	2	
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	1	7	3	3	9	16	6	18	20	12	16	0	0	0	
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	7	10	14	8	2	12	5	9	5	8	13	7	0	0	0	
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	22	19	9	19	25	9	9	15	7	2	5	7	6	11	9	
Πλήθος απαντήσεων	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	8	13	11	
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	3.23%	3.23%	22.58%	9.68%	9.68%	29.03%	51.61%	19.35%	58.06%	64.52%	38.71%	51.61%	0.00%	0.00%	0.00%	
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	70.97%	61.29%	29.03%	61.29%	80.65%	29.03%	29.03%	48.39%	22.58%	6.45%	16.13%	22.58%	75.00%	84.62%	81.82%	

Στατιστικός Δείκτης	33 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 33	34 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 34	35 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 35	36 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 36	37 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 37	38 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 38	39 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 39	40 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 40	41 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 41	42 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 42	43 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 43	44 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 44	45 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 45	46 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 46	47 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 47	48 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 48
Μέσος Όρος	0.82759	0.7931	-0.0741	-0.3448	-0.2069	-0.4483	-0.4483	-0.4138	0.24138	1.41379	0.10345	-0.2069	-0.1379	0.72414	0.27586	0.27586
Διάμεσος	1	1	0	0	0	0	-1	-1	0	2	0	0	0	1	0	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	2	9	13	10	14	15	16	8	2	8	12	10	2	6	9
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	6	4	11	12	14	12	11	8	8	0	12	10	10	8	10	4
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	22	23	7	4	5	3	3	5	13	27	9	7	9	19	13	16
Πλήθος απαντήσεων	30	30	28	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	3.33%	6.67%	32.14%	43.33%	33.33%	46.67%	50.00%	53.33%	26.67%	6.67%	26.67%	40.00%	33.33%	6.67%	20.00%	30.00%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	73.33%	76.67%	25.00%	13.33%	16.67%	10.00%	10.00%	16.67%	43.33%	90.00%	30.00%	23.33%	30.00%	63.33%	43.33%	53.33%

Στατιστικός Δείκτης	49 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 49	50 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 50	51 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 51	52 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 52	53 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 53	54 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 54	55 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 55	56 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 56	57 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 57	58 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 58	59 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 59	60 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 60	61 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 61	62 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 62	63 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 63	64 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 64
Μέσος Όρος	-0.0345	-0.2069	-0.3103	-0.6897	0.55172	-0.2069	-0.5	1.13793	0.62069	0.06897	0.17241	0.24138	0.64286	-0.0345	0.44828	-0.56
Διάμεσος	0	0	0	-1	1	0	-1	1	1	0	0	1	1	0	1	-1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	11	11	14	18	6	12	17	2	3	8	7	10	3	8	6	15
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	9	11	8	7	7	7	5	4	11	10	9	4	6	15	8	5
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	9	7	7	4	16	10	6	23	15	11	13	15	19	6	15	5
Πλήθος απαντήσεων	30	30	30	30	30	30	29	30	30	30	30	30	29	30	30	26
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	36.67%	36.67%	46.67%	60.00%	20.00%	40.00%	58.62%	6.67%	10.00%	26.67%	23.33%	33.33%	10.34%	26.67%	20.00%	57.69%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	30.00%	23.33%	23.33%	13.33%	53.33%	33.33%	20.69%	76.67%	50.00%	36.67%	43.33%	50.00%	65.52%	20.00%	50.00%	19.23%

Στατιστικός Δείκτης	65 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 65	66 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 66	67 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 67
Μέσος Όρος	0.3	-0.24	-0.04
Διάμεσος	0.5	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	2	10	7
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	3	9	11
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	5	6	7
Πλήθος απαντήσεων	11	26	26
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	18.18%	38.46%	26.92%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	45.45%	23.08%	26.92%



Στατιστικός Δείκτης	1 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 1	2 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 2	3 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 3	4 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 4	5 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 5	6 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 6	7 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 7	8 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 8	9 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 9	10 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 10	11 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 11	12 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 12	13 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 13	14 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 14	15 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 15	16 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 16
Μέσος Όρος		0	-0.0556	0.69444	0.38889	1.11111	-0.4167	-0.2286	-0.2571	-0.6	0.02857	0.82857	0.79412	0.76471	-0.5429	0.51429
Διάμεσος		0	0	1	1	1	-1	0	0	-1	0	1	1	1	-1	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων		12	13	3	8	1	20	12	15	21	13	3	3	2	22	4
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων		12	11	8	7	5	8	17	12	9	9	3	1	6	6	11
Συχνότητα θετικών απαντήσεων		12	12	25	21	30	8	6	8	5	13	29	30	26	7	20
Πλήθος απαντήσεων		37	37	37	37	37	37	36	36	36	36	36	35	35	36	36
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα		32.43%	35.14%	8.11%	21.62%	2.70%	54.05%	33.33%	41.67%	58.33%	36.11%	8.33%	8.57%	5.71%	61.11%	11.11%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα		32.43%	32.43%	67.57%	56.76%	81.08%	21.62%	16.67%	22.22%	13.89%	36.11%	80.56%	85.71%	74.29%	19.44%	55.56%

Στατιστικός Δείκτης	17 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 17	18 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 18	19 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 19	20 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 20	21 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 21	22 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 22	23 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 23	24 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 24	25 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 25	26 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 26	27 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 27	28 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 28	29 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 29	30 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 30	31 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 31	32 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 32
Μέσος Όρος	0.42857	0.48571	-0.1714	0.25714	0.74286	0.05714	-0.4	0.11429	-0.6857	-0.8857	-0.4286	-0.6286	1.73333	2.47826	2	
Διάμεσος	0	1	0	0	1	0	0	0	-1	-1	0	-1	2	3	2	
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	4	4	15	8	1	12	17	10	22	22	17	21	0	0	0	
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	15	12	10	11	12	7	10	12	7	9	10	6	0	0	0	
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	16	19	10	16	22	16	8	13	6	4	8	8	15	23	13	
Πλήθος απαντήσεων	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	16	24	14	
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	11.11%	11.11%	41.67%	22.22%	2.78%	33.33%	47.22%	27.78%	61.11%	61.11%	47.22%	58.33%	0.00%	0.00%	0.00%	
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	44.44%	52.78%	27.78%	44.44%	61.11%	44.44%	22.22%	36.11%	16.67%	11.11%	22.22%	22.22%	93.75%	95.83%	92.86%	

Στατιστικός Δείκτης	33 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 33	34 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 34	35 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 35	36 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 36	37 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 37	38 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 38	39 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 39	40 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 40	41 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 41	42 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 42	43 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 43	44 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 44	45 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 45	46 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 46	47 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 47	48 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 48
Μέσος Όρος	0.25714	0.68571	-0.4	-0.2647	-0.2	-0.6857	-0.3714	-0.2571	0.02857	1.17647	-0.0294	-0.2353	-0.0882	0.41176	-0.2941	0.02941
Διάμεσος	0	1	0	0	0	-1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	5	2	15	11	14	22	17	12	13	1	12	14	10	7	15	10
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	15	11	17	19	12	12	12	17	7	4	8	13	15	9	7	12
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	15	22	3	4	9	1	6	6	15	29	14	7	9	18	12	12
Πλήθος απαντήσεων	36	36	36	35	36	36	36	36	36	36	35	35	35	35	35	35
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	13.89%	5.56%	41.67%	31.43%	38.89%	61.11%	47.22%	33.33%	36.11%	2.86%	34.29%	40.00%	28.57%	20.00%	42.86%	28.57%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	41.67%	61.11%	8.33%	11.43%	25.00%	2.78%	16.67%	16.67%	41.67%	82.86%	40.00%	20.00%	25.71%	51.43%	34.29%	34.29%

Στατιστικός Δείκτης	49 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 49	50 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 50	51 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 51	52 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 52	53 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 53	54 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 54	55 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 55	56 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 56	57 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 57	58 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 58	59 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 59	60 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 60	61 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 61	62 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 62	63 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 63	64 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 64
Μέσος Όρος	-0.2059	-0.3824	-0.5294	-0.8529	0.02941	-0.2647	-0.3824	0.76471	0.26471	-0.1471	-0.2353	-0.4412	0.14706	-0.3824	-0.0294	-0.8077
Διάμεσος	0	0	0	-1	0	0	0	1	0	0	0	-0.5	0.5	0	0	-1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	15	13	16	24	12	14	14	3	7	12	13	17	11	15	10	17
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	10	15	14	4	7	11	16	10	12	14	14	8	6	10	15	6
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	9	6	4	6	15	9	4	21	15	8	7	9	17	9	9	3
Πλήθος απαντήσεων	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	27
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	42.86%	37.14%	45.71%	68.57%	34.29%	40.00%	40.00%	8.57%	20.00%	34.29%	37.14%	48.57%	31.43%	42.86%	28.57%	62.96%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	25.71%	17.14%	11.43%	17.14%	42.86%	25.71%	11.43%	60.00%	42.86%	22.86%	20.00%	25.71%	48.57%	25.71%	25.71%	11.11%

Στατιστικός Δείκτης	65 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 65	66 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 66	67 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 67
Μέσος Όρος	0.11111	-0.5	-0.1538
Διάμεσος	0	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	11	8
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	6	8	13
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	2	5	5
Πλήθος απαντήσεων	10	25	27
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	10.00%	44.00%	29.63%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	20.00%	20.00%	18.52%

Στατιστικός Δείκτης	1 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 1	2 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 2	3 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 3	4 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 4	5 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 5	6 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 6	7 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 7	8 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 8	9 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 9	10 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 10	11 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 11	12 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 12	13 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 13	14 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 14	15 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 15	16 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 16
Μέσος Όρος		0.17143	0.11429	0.74286	0.42857	0.97143	-0.0857	-0.2059	-0.1765	-0.5882	0.05882	0.88235	0.75758	0.75758	-0.3235	0.76471
Διάμεσος		1	0	1	1	1	-1	0	0	-0.5	0	1	1	1	-1	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων		12	13	3	7	4	18	12	12	17	11	3	4	2	18	2
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων		5	7	5	7	4	6	17	14	13	9	3	2	7	7	10
Συχνότητα θετικών απαντήσεων		18	15	27	21	27	11	5	8	4	14	28	27	24	9	22
Πλήθος απαντήσεων		36	36	36	36	36	36	35	35	35	35	35	34	34	35	35
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα		33.33%	36.11%	8.33%	19.44%	11.11%	50.00%	34.29%	34.29%	48.57%	31.43%	8.57%	11.76%	5.88%	51.43%	5.71%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα		50.00%	41.67%	75.00%	58.33%	75.00%	30.56%	14.29%	22.86%	11.43%	40.00%	80.00%	79.41%	70.59%	25.71%	62.86%

Στατιστικός Δείκτης	17 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 17	18 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 18	19 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 19	20 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 20	21 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 21	22 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 22	23 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 23	24 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 24	25 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 25	26 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 26	27 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 27	28 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 28	29 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 29	30 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 30	31 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 31	32 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 32
Μέσος Όρος	0.55882	0.55882	-0.2059	0.55882	0.85294	-0.0882	-0.3529	0.29412	-0.6176	-0.9706	-0.4412	-0.8235	1.72727	2.56522	2.23077	
Διάμεσος	0.5	1	0	1	1	0	-0.5	0	-1	-1	0	-1	2	3	2	
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	2	3	14	4	2	12	17	5	21	24	15	22	0	0	0	
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	15	13	11	12	8	11	7	15	5	8	12	6	0	0	0	
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	17	18	9	18	24	11	10	14	8	2	7	6	11	23	13	
Πλήθος απαντήσεων	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35	12	24	14	
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	5.71%	8.57%	40.00%	11.43%	5.71%	34.29%	48.57%	14.29%	60.00%	68.57%	42.86%	62.86%	0.00%	0.00%	0.00%	
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	48.57%	51.43%	25.71%	51.43%	68.57%	31.43%	28.57%	40.00%	22.86%	5.71%	20.00%	17.14%	91.67%	95.83%	92.86%	

Στατιστικός Δείκτης	33 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 33	34 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 34	35 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 35	36 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 36	37 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 37	38 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 38	39 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 39	40 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 40	41 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 41	42 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 42	43 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 43	44 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 44	45 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 45	46 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 46	47 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 47	48 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 48
Μέσος Όρος	0.52941	0.73529	-0.125	-0.3636	-0.2353	-0.6765	-0.4118	-0.2941	0.23529	1.18182	-0.1212	-0.3636	-0.1818	0.54545	-0.1212	0
Διάμεσος	1	1	0	0	0	-1	0	0	1	1	0	-1	0	1	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	2	2	9	12	15	20	16	14	12	3	13	18	12	6	12	11
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	13	8	18	20	11	13	13	14	4	1	10	9	11	7	8	12
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	19	24	5	1	8	1	5	6	18	29	10	6	10	20	13	10
Πλήθος απαντήσεων	35	35	33	34	35	35	35	35	35	34	34	34	34	34	34	34
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	5.71%	5.71%	27.27%	35.29%	42.86%	57.14%	45.71%	40.00%	34.29%	8.82%	38.24%	52.94%	35.29%	17.65%	35.29%	32.35%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	54.29%	68.57%	15.15%	2.94%	22.86%	2.86%	14.29%	17.14%	51.43%	85.29%	29.41%	17.65%	29.41%	58.82%	38.24%	29.41%

Στατιστικός Δείκτης	49 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 49	50 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 50	51 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 51	52 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 52	53 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 53	54 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 54	55 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 55	56 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 56	57 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 57	58 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 58	59 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 59	60 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 60	61 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 61	62 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 62	63 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 63	64 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 64
Μέσος Όρος	-0.2424	-0.4545	-0.4242	-0.9091	0.21212	-0.2121	-0.5152	0.72727	0.15152	-0.303	-0.1515	-0.2727	0.33333	-0.303	0.18182	-0.7083
Διάμεσος	0	0	0	-1	0	0	0	1	0	0	0	-1	1	0	0	-1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	15	14	15	23	10	14	16	4	8	14	14	18	9	16	9	14
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	10	14	12	5	7	7	13	9	14	11	8	2	5	6	12	7
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	8	5	6	5	16	12	4	20	11	8	11	13	19	11	12	3
Πλήθος απαντήσεων	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	25
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	44.12%	41.18%	44.12%	67.65%	29.41%	41.18%	47.06%	11.76%	23.53%	41.18%	41.18%	52.94%	26.47%	47.06%	26.47%	56.00%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	23.53%	14.71%	17.65%	14.71%	47.06%	35.29%	11.76%	58.82%	32.35%	23.53%	32.35%	38.24%	55.88%	32.35%	35.29%	12.00%

Στατιστικός Δείκτης	65 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 65	66 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 66	67 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 67
Μέσος Όρος	0.22222	-0.4545	-0.0833
Διάμεσος	0	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	10	6
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	5	8	13
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	3	4	5
Πλήθος απαντήσεων	10	23	25
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	10.00%	43.48%	24.00%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	30.00%	17.39%	20.00%

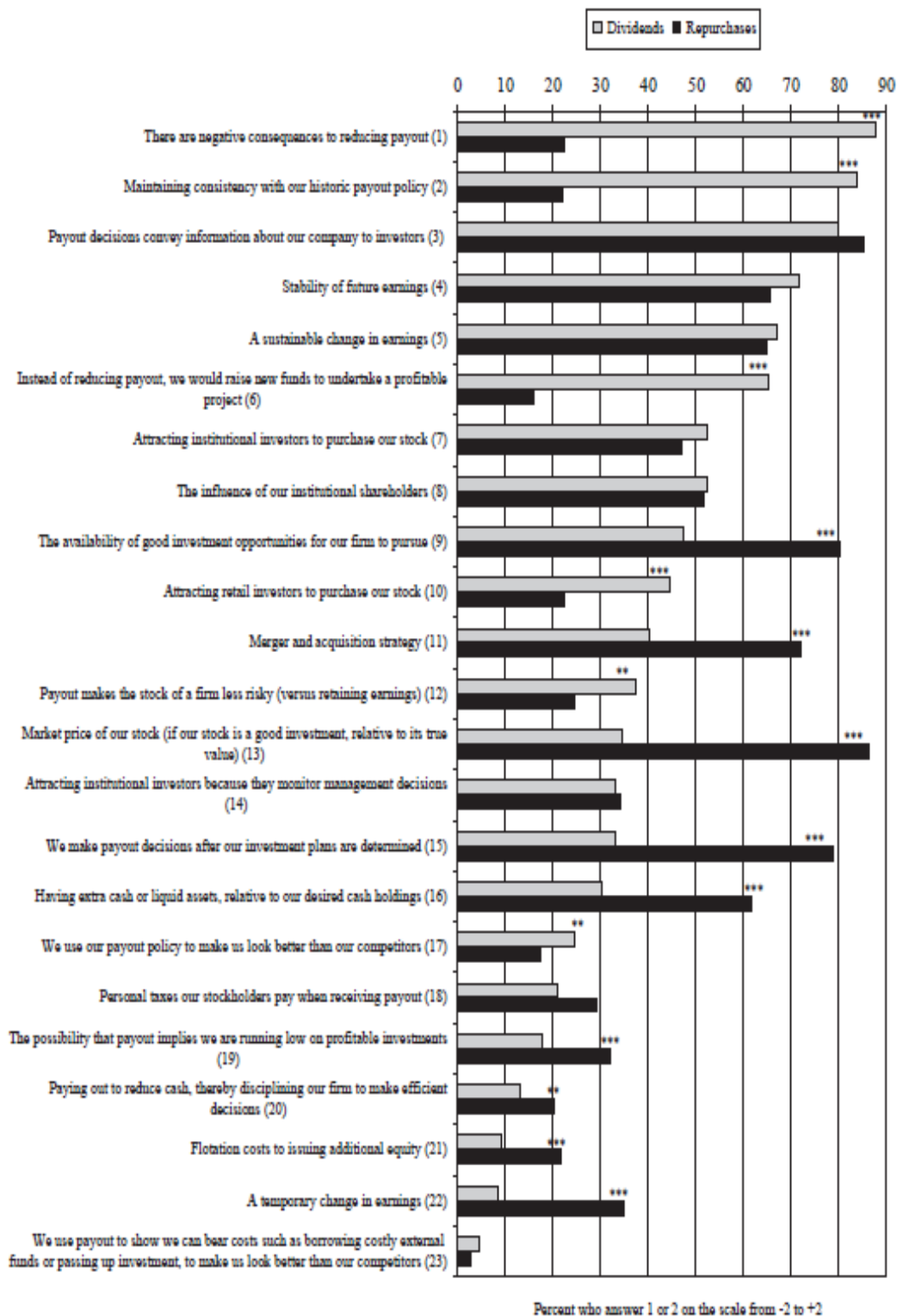
Στατιστικός Δείκτης	1 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 1	2 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 2	3 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 3	4 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 4	5 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 5	6 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 6	7 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 7	8 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 8	9 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 9	10 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 10	11 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 11	12 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 12	13 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 13	14 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 14	15 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 15	16 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 16
Μέσος Όρος		0.15	-0.15	1	0.3	1.2	-0.05	-0.25	-0.05	-0.4	0.4	0.95	0.85	0.85	-0.6	0.7
Διάμεσος		0	-0.5	1	0	1	0	0	0	-1	0.5	1	1	1	-1	1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων		5	10	1	3	1	8	8	7	11	4	0	2	2	14	2
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων		7	3	1	9	1	5	8	8	5	6	4	0	1	2	6
Συχνότητα θετικών απαντήσεων		8	7	18	8	18	7	4	5	4	10	16	18	17	4	12
Πλήθος απαντήσεων		21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα		23.81%	47.62%	4.76%	14.29%	4.76%	38.10%	38.10%	33.33%	52.38%	19.05%	0.00%	9.52%	9.52%	66.67%	9.52%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα		38.10%	33.33%	85.71%	38.10%	85.71%	33.33%	19.05%	23.81%	19.05%	47.62%	76.19%	85.71%	80.95%	19.05%	57.14%

Στατιστικός Δείκτης	17 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 17	18 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 18	19 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 19	20 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 20	21 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 21	22 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 22	23 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 23	24 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 24	25 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 25	26 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 26	27 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 27	28 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 28	29 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 29	30 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 30	31 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 31	32 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 32
Μέσος Όρος	0.95	1	0.25	0.65	0.85	-0.1	-0.3	0.6	-0.25	-0.5	-0.15	-0.2	1.25	2.16667	1.6	
Διάμεσος	1	1	0	1	1	0	-1	1	-1	-0.5	0	0	1	2	1	
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	0	4	2	2	7	11	6	11	10	9	8	0	0	0	0
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	5	4	8	6	4	6	2	3	5	6	6	5	0	0	0	0
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	14	16	8	12	14	7	7	11	4	4	5	7	4	6	5	5
Πλήθος απαντήσεων	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	6	8	7	7
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	4.76%	0.00%	19.05%	9.52%	9.52%	33.33%	52.38%	28.57%	52.38%	47.62%	42.86%	38.10%	0.00%	0.00%	0.00%	
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	66.67%	76.19%	38.10%	57.14%	66.67%	33.33%	33.33%	52.38%	19.05%	19.05%	23.81%	33.33%	66.67%	75.00%	71.43%	

Στατιστικός Δείκτης	33 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 33	34 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 34	35 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 35	36 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 36	37 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 37	38 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 38	39 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 39	40 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 40	41 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 41	42 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 42	43 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 43	44 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 44	45 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 45	46 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 46	47 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 47	48 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 48
Μέσος Όρος	0.75	0.8	-0.2	-0.15	-0.1	-0.4	-0.45	-0.2	0.1	1.4	0.5	0.2	0.25	0.65	0.2	0.2
Διάμεσος	1	1	0	0	0	-1	-1	0	0	1	1	0	0	1	0	0.5
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	1	1	8	8	6	11	11	9	5	0	2	2	2	2	5	6
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	6	4	8	7	10	6	7	5	8	1	7	12	12	6	6	4
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	13	15	4	5	4	3	2	6	7	19	11	6	6	12	9	10
Πλήθος απαντήσεων	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	4.76%	4.76%	38.10%	38.10%	28.57%	52.38%	52.38%	42.86%	23.81%	0.00%	9.52%	9.52%	9.52%	9.52%	23.81%	28.57%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	61.90%	71.43%	19.05%	23.81%	19.05%	14.29%	9.52%	28.57%	33.33%	90.48%	52.38%	28.57%	28.57%	57.14%	42.86%	47.62%

Στατιστικός Δείκτης	49 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 49	50 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 50	51 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 51	52 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 52	53 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 53	54 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 54	55 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 55	56 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 56	57 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 57	58 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 58	59 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 59	60 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 60	61 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 61	62 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 62	63 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 63	64 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 64
Μέσος Όρος	0	0	-0.1	-0.55	0.45	-0.15	-0.3158	1.05	0.6	0.3	0.2	0.15	0.42105	0.1	0.4	-0.5
Διάμεσος	0	0	0	-1	1	0	0	1	1	0	0	0	1	0	0.5	-1
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	7	6	6	11	6	8	9	2	3	2	2	6	3	4	4	10
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	7	9	9	6	3	6	6	3	6	12	12	6	6	11	6	5
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	6	5	5	3	11	6	4	15	11	6	6	8	10	5	10	3
Πλήθος απαντήσεων	21	21	21	21	21	21	20	21	21	21	21	21	20	21	21	19
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	33.33%	28.57%	28.57%	52.38%	28.57%	38.10%	45.00%	9.52%	14.29%	9.52%	9.52%	28.57%	15.00%	19.05%	19.05%	52.63%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	28.57%	23.81%	23.81%	14.29%	52.38%	28.57%	20.00%	71.43%	52.38%	28.57%	28.57%	38.10%	50.00%	23.81%	47.62%	15.79%

Στατιστικός Δείκτης	65 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 65	66 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 66	67 ΑΠΑΝΤΗΣΗ 67
Μέσος Όρος	-0.1429	-0.3333	-0.2222
Διάμεσος	0	0	0
Συχνότητα αρνητικών απαντήσεων	2	8	7
Συχνότητα ουδέτερων απαντήσεων	3	6	8
Συχνότητα θετικών απαντήσεων	2	4	3
Πλήθος απαντήσεων	8	19	19
% διαφωνούν ή διαφωνούν απόλυτα	25.00%	42.11%	36.84%
% συμφωνούν ή συμφωνούν απόλυτα	25.00%	21.05%	15.79%



Πηγή: Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005) σελ. 493