



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**



**Διπλωματική Εργασία**

**Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΩΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ  
ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

**ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΣΚΕΝΤΖΟΣ**

**Πειραιάς, 2015**

*Αφιερώνεται στους γονείς μου,  
οι οποίοι προσανατόλισαν τη ζωή μου*

## Περίληψη

Στην παρούσα ανάλυση θα δοθεί το νομικό πλαίσιο για την φορολογία μερισμάτων στην Ελλάδα. Θα αναλυθεί η πορεία του φορολογικού συστήματος της Ελλάδας μετά από τη δημοσιονομική και χρηματοπιστωτική κρίση του 2009. Επίσης θα συνδυαστεί η πρακτική της φορολογία σε σχέση με τα αναμενόμενα αποτελέσματα της μερισματικής πολιτικής και της φορολογίας του. Από την άλλη, για να ελεγχθεί η αποτελεσματικότητα της φορολογία μερισμάτων θα πρέπει να δοθούν οι θεωρητικές βάσεις της μερισματικής πολιτικής με την ανάπτυξη των τρόπων άσκησης αυτής και τα αποτελέσματά της.

Στην παρούσα εργασία θα αναλυθεί η επίπτωση της φορολογίας στα μερίσματα του κλάδου των χρηματοπιστωτικών εργασιών. Ιδιαίτερα, θα εξετασθεί το σύνολο των εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων και η Alpha Bank. Επιλέχθηκε η Alpha Bank ως ένα πιστωτικό ίδρυμα το οποίο δεν είχε ανοιχτεί σε χρηματοπιστωτικού και μη κινδύνους, καθώς και ότι οι θυγατρικές της εταιρείες δεν είχαν μεγάλη διασπορά. Επίσης, όσες θυγατρικές υπήρχαν πριν από κάθε συγχώνευση που πραγματοποίησε τις διατήρησε και παρουσιάζουν ανάπτυξη. Τέλος, αποτελεί μια χρηματοπιστωτική δύναμη στο χώρο των Βαλκανίων και της Νοτιοανατολικής Μεσογείου.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση και των αριθμοδεικτών πραγματοποιήθηκε στο πρόγραμμα Excel Microsoft. Τα στοιχεία εξήχθησαν από τα δελτία οικονομικής κατάστασης που δημοσιεύονται κάθε έτος για τον όμιλο της Alpha Bank και από την Τράπεζα της Ελλάδος για το σύνολο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν αναδεικνύουν την αποτελεσματικότητα της επένδυσης από την πλευρά των μετόχων και την κεφαλαιακή διάρθρωση αξιολογώντας τον ξένο δανεισμό. Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε διαφαίνεται ότι η αλλαγή στην φορολογία των μερισμάτων δεν είχε τα αναμενόμενα αποτελέσματα αύξηση των εσόδων. Ιδιαίτερα σε ορισμένους κλάδους επιχειρηματικής δραστηριότητας μειώθηκε σημαντικά η δραστηριότητα και η παραγωγή αυτών των εταιρειών μεταφέρθηκε σε άλλες χώρες πιο ανταγωνιστικές.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b>	i
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	ii
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	iii
<b>Περίληψη</b>	
<b>Κεφάλαιο 1: ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>	
1.1: Το Άρθρο 13 του Νόμου 4110/2013: Φορολογία μερισμάτων και των κερδών που διανέμουν τα λοιπά νομικά πρόσωπα	1
1.2: Οι αλλαγές στην φορολογία μερισμάτων και κερδών των εταιρειών από τον νόμο 4110/2013 και την ΠΟΛ. 1134/ 6–6–2013	4
1.3: Συμπεράσματα	12
1.4: Βιβλιογραφία κεφαλαίου	15
<b>Κεφάλαιο 2: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΞΗ</b>	
2.1: Θεωρία Μερισματικής Πολιτικής	16
2.1.1: Σκοπός της Μερισματικής Πολιτικής	16
2.1.2: Παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική	18
2.1.3: Μερισματική Πολιτική και Αξία Εταιρείας	19
2.1.3.1: Η Θεωρία της μη Επίδρασης της Μερισματικής Πολιτικής στην Αξία της Εταιρείας	19
2.1.3.2: Θεωρία της αρνητικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας	21
2.1.3.3: Θεωρία της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας	22
2.1.4: Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη	23
2.1.4.1: Σταθερού Ποσοστού Πληρωμής Μερίσματος	24
2.1.4.2: Σταθερού Ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος	25
2.1.4.3: Σταθερά αυξανόμενο μέρισμα	25
2.1.4.4: Χαμηλό κανονικό μέρισμα συν έκτακτο	26
2.1.4.5: Υπολλειματική Πολιτική Μερισμάτων	26
2.1.4.6: Πελατειακή Μερισματική Πολιτική	27
2.1.4.7: Μηδενική Καταβολή Μερισμάτων	27
2.1.4.8: Συμπεράσματα	28
2.2: Τα μερίσματα σε σχέση με τα οικονομικά στοιχεία και η χρήση αριθμοδεικτών για την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής	28
2.2.1: Μέρισμα και Κέρδη	29
2.2.2: Μέρισμα και Χρηματοδότηση	29
2.2.3: Μέρισμα και Λειτουργικό Κόστος	30
2.2.4: Αριθμοδείκτες που βοηθούν στην ανάλυση της μερισματικής πολιτικής	30
2.2.5: Συμπεράσματα	31
2.3: Βιβλιογραφία κεφαλαίου	32
<b>Κεφάλαιο 3: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ALPHA BANK</b>	
3.1: Παρουσίαση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	34
3.2: Παρουσίαση του Ομίλου της Alpha Bank	39
3.3: Παρουσίαση της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών στοιχείων του κλάδου και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος	43
3.3.1: Παρουσίαση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της Alpha Bank	43
3.3.2: Παρουσίαση των χρηματοοικονομικών στοιχείων του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	45

3.3.3: Παρουσίαση της διαγραμματικής τάσης για τον χρηματοοικονομικό όμιλο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συνδυαστικά των δυο υπό μελέτη υποκειμένων του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος	47
3.3.4: Ανάλυση Αριθμοδεικτών για τον όμιλο της Alpha Bank και για το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων	56
3.4: Συμπεράσματα	58
3.5: Βιβλιογραφία κεφαλαίου	60
<b>Κεφάλαιο 4: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ</b>	<b>62</b>
<b>Βιβλιογραφία:</b>	<b>68</b>
<b>Παραρτήματα:</b>	<b>70</b>

## **Ευχαριστίες**

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα **καθηγητή μου κ. Αλεξάκη Χρήστο** για την πολύτιμη βοήθειά του, όποτε χρειάστηκε. Οι γνώσεις και οι συμβουλές του, η υποστήριξη και καθοδήγησή του καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της εργασίας μου, στάθηκαν αρωγός για την ολοκλήρωση του παρόντος πονήματός.*

## Κατάσταση Πινάκων

<b>Πίνακας 1:</b>	Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Χρήσεως της Alpha Bank	σελ. 46
<b>Πίνακας 2:</b>	Παρουσίαση Στοιχείων Ισολογισμού της Alpha Bank	σελ. 47
<b>Πίνακας 3:</b>	Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Χρήσεως όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 48
<b>Πίνακας 4:</b>	Παρουσίαση Στοιχείων Ισολογισμού όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 48
<b>Πίνακας 5:</b>	Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος	σελ. 58
<b>Πίνακας 6:</b>	Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του Ομίλου της Alpha Bank	σελ. 58

## Κατάσταση Διαγραμμάτων

<b>Διάγραμμα 1:</b>	Στοιχεία Ισολογισμού για την Alpha Bank	σελ. 50
<b>Διάγραμμα 2:</b>	Τα στοιχεία Αποτελεσμάτων Χρήσεως της Alpha Bank	σελ. 50
<b>Διάγραμμα 3:</b>	Στοιχεία Αποτελεσμάτων Χρήσεως όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 51
<b>Διάγραμμα 4:</b>	Στοιχεία του Ισολογισμού όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 51
<b>Διάγραμμα 5:</b>	Σύγκριση των Κερδών προ Φόρων και Τόκων της Alpha Bank και όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 52
<b>Διάγραμμα 6:</b>	Σύγκριση των Λειτουργικών Εξόδων του συνόλου των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και της Alpha Bank	σελ. 52
<b>Διάγραμμα 7:</b>	Σύγκριση των Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων του συνόλου των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και της Alpha Bank	σελ. 54
<b>Διάγραμμα 8:</b>	Σύγκριση των Καθαρών Κερδών της Alpha Bank και όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 55
<b>Διάγραμμα 9:</b>	Σύγκριση του Συνόλου του Ενεργητικού της Alpha Bank και όλων των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 55
<b>Διάγραμμα 10:</b>	Σύγκριση των Ιδίων Κεφαλαίων του συνόλου των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων και της Alpha Bank	σελ. 56
<b>Διάγραμμα 11:</b>	Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών για τον όμιλο της Alpha Bank	σελ. 60
<b>Διάγραμμα 12:</b>	Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του συνόλου των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων	σελ. 60



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα δοθεί το νομικό πλαίσιο για την φορολογία μερισμάτων, καθώς και για την φορολογία των κερδών των εταιρειών. Το υπουργείο Οικονομικών εξέδωσε διευκρινιστική εγκύκλιο (ΠΟΛ.1134/6-6-2013) με την οποία αναλύεται η διαδικασία που διέπει τη φορολογία μερισμάτων και διανεμομένων κερδών των Α.Ε., σε εφαρμογή των διατάξεων των άρθρων 6 και 9 του ν. 4110/2013. Με τις νέες διατάξεις μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα κέρδη που κεφαλαιοποιούν ή διανέμουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες, σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα ημεδαπά ή αλλοδαπά, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας. Επίσης προβλέπεται, ότι όσα ίσχυαν και με βάση τις προηγούμενες σε ισχύ διατάξεις περί συμψηφισμού από το φόρο που παρακρατείται στα κέρδη των ανώνυμων εταιρειών με του φόρου που έχει ήδη παρακρατηθεί στα έσοδα από συμμετοχές τους σε άλλα νομικά πρόσωπα της παρ. 1 του άρθρου 101 του Κ.Φ.Ε. και αναλογεί στα διανεμόμενα κέρδη, έχουν εφαρμογή και για το φόρο που παρακρατείται στα έσοδα από συμμετοχές της ανώνυμης εταιρίας σε νομικό πρόσωπο όπως Ο.Ε., Ε.Ε., κλπ που τηρεί διπλογραφικά βιβλία. Ο νόμος 4110/2013 και η διευκρινιστική ΠΟΛ. 1134/ 6-6-2013 θα αναλυθούν στην συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου.

### **1.1. Το Άρθρο 13 του Νόμου 4110/2013: Φορολογία μερισμάτων και των κερδών που διανέμουν τα λοιπά νομικά πρόσωπα**

Σύμφωνα με το άρθρο 13 του νόμου 4110/2013 για την φορολογία μερισμάτων και των κερδών που διανέμουν τα νομικά πρόσωπα. Η παράγραφος 1 του άρθρου 54 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίσταται ως εξής," στα διανεμόμενα κέρδη των ημεδαπών ανωνύμων εταιρειών με τη μορφή μερισμάτων, προμερισμάτων, αμοιβών και ποσοστών, εκτός μισθού, των μελών του διοικητικού συμβουλίου και των διευθυντών, καθώς και των αμοιβών εργατοϋπαλληλικού προσωπικού, ουδεμία παρακράτηση φόρου ενεργείται, ως φορολογούμενα τα εισοδήματα αυτά στο όνομα του νομικού προσώπου". Η παράγραφος 3 του άρθρου 54 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίσταται με την διάταξη, "στα μερίσματα που εισπράττουν φυσικά πρόσωπα κάτοικοι Ελλάδας από νομικά πρόσωπα ή νομικές οντότητες της αλλοδαπής, δεν διενεργείται παρακράτηση φόρου και το εισόδημα αυτό

φορολογείται μαζί με τα λοιπά εισοδήματα του φυσικού προσώπου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 9. Με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών καθορίζεται ο τρόπος, ο χρόνος, η διαδικασία και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή των διατάξεων της παραγράφου αυτής".**Η περίπτωση ζ΄ της παραγράφου 6 του άρθρου 54 του Κ.Φ.Ε. Καταργείται.** Οι περιπτώσεις α΄ και β΄ της παραγράφου 7 του άρθρου 54 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίστανται ως εξής, "α) Για τα εισοδήματα των περιπτώσεων α΄, β΄ και γ΄ της προηγούμενης παραγράφου, η ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία που τα καταβάλλει.β) Για τα εισοδήματα της περίπτωσης δ΄ της προηγούμενης παραγράφου, αυτός που ενεργεί στην Ελλάδα την εξαργύρωση ή την καταβολή τους".<sup>1</sup>

Το πρώτο εδάφιο της περίπτωσης α΄ της παραγράφου 1 του άρθρου 55 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίσταται με την διάταξη, "στα εισοδήματα που αναφέρονται στην περίπτωση στ΄ της παραγράφου 3 του άρθρου 28 με συντελεστή τριάντα πέντε τοις εκατό (35%)". **Οι διατάξεις της προηγούμενης παραγράφου έχουν εφαρμογή για τους μισθούς ή απολαβές που καταβάλλουν οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης στους εταίρους τους από τη δημοσίευση του παρόντος και μετά.** Η παράγραφος 1 του άρθρου 114 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίσταται με την παράγραφο, " Οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες και συνεταιρισμοί που διανέμουν κέρδη με τη μορφή μερισμάτων, προμερισμάτων, αμοιβών και ποσοστών, εκτός μισθού, στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στους διευθυντές, καθώς και αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό, δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, ως φορολογούμενα τα εισοδήματα αυτά στο όνομα του νομικού προσώπου. Τα ανωτέρω εφαρμόζονται και στα διανεμόμενα, από εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, κέρδη, καθώς και στα κέρδη που εξάγονται ή πιστώνονται από υποκατάστημα εγκατεστημένο στην Ελλάδα στο κεντρικό του στην αλλοδαπή". **Οι διατάξεις των παραγράφων 1, 2, 3, 4, 7 και 8 του άρθρου αυτού έχουν εφαρμογή για κέρδη που προκύπτουν από ισολογισμούς που συντάσσονται με 31 Δεκεμβρίου 2010 και μετά.**<sup>2</sup>

Η παράγραφος 1 του άρθρου 109 του Κ.Φ.Ε. αντικαθίσταται ως εξής, "α) Για τα νομικά πρόσωπα της παραγράφου 1 του άρθρου 101 ο φόρος υπολογίζεται με συντελεστή είκοσι τοις εκατό (20%) επί των αδιανεμήτων κερδών που προκύπτουν από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1η Ιανουαρίου 2014 και μετά. Ειδικά, για τα κέρδη τα οποία προκύπτουν από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1.1.2010 έως την 31.12.2010, ο

<sup>1</sup> Άρθρο 13 του νόμου 4110/2013.

<sup>2</sup> Ο.π., σελ. 1.

συντελεστής φορολογίας ορίζεται σε είκοσι τέσσερα τοις εκατό (24%), για τα κέρδη τα οποία προκύπτουν από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1.1.2011 έως την 31.12.2011, ο συντελεστής φορολογίας ορίζεται σε είκοσι τρία τοις εκατό (23%), για τα κέρδη τα οποία προκύπτουν από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1.1.2012 έως την 31.12.2012, ο συντελεστής φορολογίας ορίζεται σε είκοσι δύο τοις εκατό (22%), και για τα κέρδη τα οποία προκύπτουν από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1.1.2013 έως την 31.12.2013, ο συντελεστής φορολογίας ορίζεται σε είκοσι ένα τοις εκατό (21%). Ειδικά για τα υποκαταστήματα αλλοδαπών ομόρρυθμων ή ετερόρρυθμων εταιρειών έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 10. Το εισόδημα από επιχειρηματική αμοιβή υπόκειται σε φορολογία με τις γενικές διατάξεις, ανεξάρτητα αν ο δικαιούχος της αμοιβής αυτής είναι κάτοικος ημεδαπής ή αλλοδαπής. Οι διατάξεις των δύο προηγούμενων εδαφίων έχουν εφαρμογή εφόσον οι ομόρρυθμοι εταίροι ευθύνονται απεριορίστως και εις ολόκληρον με βάση τη νομοθεσία του κράτους - μέλους στο οποίο έχει την έδρα της η προσωπική εταιρεία. **β)** Για τα κέρδη που διανέμουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες με τη μορφή αμοιβών και ποσοστών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στους διευθυντές, αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό, εκτός μισθού, καθώς και μερισμάτων ή προμερισμάτων σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα, ημεδαπά ή αλλοδαπά, ή νομικές οντότητες, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας, ανεξάρτητα αν η καταβολή τους γίνεται σε μετρητά ή μετοχές, η ανώνυμη εταιρεία καταβάλλει φόρο με συντελεστή σαράντα τοις εκατό (40%). Οι διατάξεις του προηγούμενου εδαφίου εφαρμόζονται και για τα κέρδη που κεφαλαιοποιούν ή διανέμουν οι ημεδαπές εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και οι συνεταιρισμοί σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα, ημεδαπά ή αλλοδαπά, ή νομικές οντότητες, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας, καθώς και για τα κέρδη που εξάγει ή πιστώνει υποκατάστημα εγκατεστημένο στην Ελλάδα στο κεντρικό του στην αλλοδαπή. **γ)** Για το φόρο της προηγούμενης περίπτωσης εκδίδεται στο όνομα του φυσικού προσώπου βεβαίωση, η οποία περιέχει, μεταξύ άλλων, τα ακόλουθα στοιχεία: το ονοματεπώνυμο, τον Α.Φ.Μ. και τη διεύθυνση του δικαιούχου φυσικού προσώπου, το ποσό που διανεμήθηκε σε αυτόν, την ημερομηνία της έγκρισης και καταβολής, καθώς και το ποσό του φόρου της περίπτωσης β' που αντιστοιχεί στο ποσό του εισοδήματός του από τα μερίσματα αυτά. **Με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών καθορίζεται ο τύπος και το περιεχόμενο της βεβαίωσης την οποία οφείλει να χορηγήει η διανέμουσα ανώνυμη εταιρεία, εταιρεία περιορισμένης ευθύνης ή συνεταιρισμός, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή της περίπτωσης**

*αυτής. δ) Όταν δικαιούχος του εισοδήματος από μερίσματα ή κέρδη από συμμετοχές είναι φυσικό πρόσωπο, το εισόδημα αυτό φορολογείται με τις γενικές διατάξεις, και από τον αναλογούντα φόρο εκπίπτει ο φόρος που καταβλήθηκε σύμφωνα με την περίπτωση β'. ε) Αν στα καθαρά κέρδη ημεδαπής ανώνυμης εταιρείας ή εταιρείας περιορισμένης ευθύνης ή συνεταιρισμού περιλαμβάνονται και μερίσματα ή κέρδη από τη συμμετοχή του σε άλλη ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία ή εταιρεία περιορισμένης ευθύνης ή συνεταιρισμού, για τα οποία έχει καταβληθεί φόρος στα διανεμόμενα κέρδη, σε περίπτωση διανομής κερδών, από το φόρο που υποχρεούται να καταβάλει με βάση τις διατάξεις της περίπτωσης β', αφαιρείται το μέρος του φόρου που έχει ήδη καταβληθεί και αναλογεί στα διανεμόμενα κέρδη τα οποία προέρχονται από τις πιο πάνω συμμετοχές. **Οι διατάξεις των περιπτώσεων β' έως και ε' έχουν εφαρμογή και για κέρδη παρελθουσών χρήσεων που διανέμονται ή κεφαλαιοποιούνται από 1.1.2011. Από το φόρο που οφείλεται με βάση την περίπτωση β' αφαιρείται ο φόρος που καταβλήθηκε σύμφωνα με τις διατάξεις της περίπτωσης α' ή του άρθρου 109, όπως ίσχυε πριν την τροποποίησή του με τον παρόντα νόμο και αντιστοιχεί στα εισοδήματα αυτά**".<sup>3</sup>*

## **1.2. Οι αλλαγές στην φορολογία μερισμάτων και κερδών των εταιρειών από τον νόμο 4110/ 2013 και την ΠΟΛ. 1134/ 6-6-2013**

Με τις νέες διατάξεις μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα κέρδη που κεφαλαιοποιούν ή διανέμουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες, σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα ημεδαπά ή αλλοδαπά, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας. Επίσης, με τις νέες διατάξεις προβλέπεται, ότι όσα ίσχυαν και με βάση τις προηγούμενες σε ισχύ διατάξεις περί συμψηφισμού από το φόρο που παρακρατείται στα κέρδη που διανέμουν οι ανώνυμες εταιρίες του φόρου που έχει ήδη παρακρατηθεί στα έσοδα από συμμετοχές τους σε άλλα νομικά πρόσωπα της παρ. 1 του άρθρου 101 του Κ.Φ.Ε. και αναλογεί στα διανεμόμενα κέρδη, έχουν εφαρμογή και για το φόρο που παρακρατείται στα έσοδα από συμμετοχές της ανώνυμης εταιρίας σε νομικό πρόσωπο της παραγράφου 4 του άρθρου 2 του Κ.Φ.Ε. (Ο.Ε., Ε.Ε., κλπ.) που τηρεί διπλογραφικά βιβλία. Ειδικότερα, μετά την επιβολή παρακράτησης φόρου στα διανεμόμενα κέρδη των πιο πάνω νομικών προσώπων, κατ' αναλογία των όσων ισχύουν και για τις κεφαλαιουχικές εταιρίες, με βάση την **παρ. 1 του άρθρου 3 του νόμου**

<sup>3</sup> Άρθρο 13 του νόμου 4110/2013, σελ. 1.

**4110/2013, με τις οποίες αντικαταστάθηκαν τα πέντε πρώτα εδάφια της παρ. 1 του άρθρου 10 του Κ.Φ.Ε.,** όταν ημεδαπή ανώνυμη εταιρία προβαίνει σε διανομή κερδών και στα έσοδά της περιλαμβάνονται έσοδα από τη συμμετοχή της σε Ο.Ε., στα οποία της έχει ήδη παρακρατηθεί φόρος με βάση τις διατάξεις του άρθρου 55, από το φόρο που υποχρεούται να αποδώσει με τη δήλωση που ορίζεται από τις διατάξεις της παρ. 6 του άρθρου 54, αφαιρείται το μέρος του φόρου που έχει ήδη παρακρατηθεί σε βάρος της και αναλογεί στα διανεμόμενα από την ίδια κέρδη τα οποία προέρχονται και από τις πιο πάνω συμμετοχές.<sup>4</sup>

Προβλέπεται επιστροφή του φόρου που έχει παρακρατηθεί σε βάρος της ανώνυμης εταιρίας κατά το μέρος που αναλογεί στα μερίσματα που διανέμει προς το Δημόσιο, κατ' ανάλογη εφαρμογή των όσων ισχύουν για τα μερίσματα που διανέμει στη μητρική της σε άλλο κράτος μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όταν πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 11 του νόμου 2578/1998 (Οδηγία Μητρικών – θυγατρικών 90/435/ΕΟΚ). Οι νέες διατάξεις έχουν εφαρμογή, σύμφωνα με την περ. η' της παρ. 1 του άρθρου 28 του νόμου 4110/2013, για διανεμόμενα κέρδη που εγκρίνονται από γενικές συνελεύσεις από την 1η Ιανουαρίου 2014 και μετά. Δηλαδή, **για τα κέρδη που διανέμονται εντός του έτους 2013 (χρόνος έγκρισης των διανεμομένων κερδών από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων)**, εξακολουθεί να ενεργείται παρακράτηση φόρου με συντελεστή είκοσι πέντε τοις εκατό (**25%**). Επισημαίνεται ότι λόγω της μείωσης του συντελεστή παρακράτησης φόρου με βάση τις νέες διατάξεις από 25% σε 10%, στην περίπτωση που ανώνυμη εταιρία προβαίνει σε διανομή κερδών (τρέχουσας χρήσης ή αποθεματικών) και στα οποία περιλαμβάνονται έσοδα από συμμετοχές, επί των οποίων έχει παρακρατηθεί φόρος με τον προϊσχύοντα συντελεστή 25%, το υπόλοιπο ποσό φόρου που προκύπτει μετά το συμψηφισμό (10% - 25%) δεν επιστρέφεται στην ανώνυμη εταιρία, ελλείψει ρητής πρόβλεψης στο νόμο.<sup>5</sup>

Περαιτέρω, σημειώνεται ότι όσα αναφέρονται πιο πάνω, σχετικά με το συμψηφισμό από το φόρο των διανεμηθέντων κερδών του φόρου που παρακρατήθηκε στα έσοδα από συμμετοχές και την τυχόν επιστροφή του φόρου αυτού σε περίπτωση διανομής μερισμάτων στο Δημόσιο ή σε μητρική εταιρία άλλου κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έχουν εφαρμογή και κατά τη διανομή μερισμάτων στους μετόχους από αποθεματικά προηγούμενων χρήσεων (κερδών εις νέον). Κατά συνέπεια, όταν ανώνυμη εταιρία στην οποία συμμετέχει

<sup>4</sup> Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος του 2012.

<sup>5</sup> Νόμος 4110/2013, Νόμος 2578/1998 και 90/435/ΕΟΚ.

κατά 100% εταιρία με έδρα σε άλλο κράτος μέλος της Ε.Ε., που πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 11 του νόμου 2578/1998 (ελάχιστη περίοδος συμμετοχής, κλπ.), επιλέξει να μην διανείμει κανένα ποσό από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης και να μεταφέρει ολόκληρο το ποσό των κερδών αυτών σε λογαριασμό αποθεματικού (κέρδη εις νέον), το ποσό των ληφθέντων και μη διανεμηθέντων μερισμάτων (εσόδων από συμμετοχές της) θα εμφανισθεί υποχρεωτικά, σύμφωνα με τα αναφερόμενα στην ΠΟΛ. 1129/6-6-2011 εγκύκλιο μας, σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού και ο παρακρατηθείς στα έσοδα αυτά φόρος θα παρακολουθείται σε λογαριασμό απαίτησης.<sup>6</sup>

Για κέρδη παρελθουσών χρήσεων που διανέμονται με απόφαση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων, επισημαίνεται ότι εξακολουθούν να ισχύουν τα αναφερόμενα στην ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 εγκύκλιο, δηλαδή χρόνος απόκτησης των εισοδημάτων αυτών είναι ο χρόνος έγκρισής τους από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων (950/1977 γνωμοδότηση της Ολομέλειας του Ν.Σ.Κ. που έχει γίνει αποδεκτή από τη Διοίκηση με την Ε.1058/288/ΠΟΛ.13/1978 εγκύκλιο) και ως εκ τούτου, η ανώνυμη εταιρία που διένειμε μερίσματα στους μετόχους της από έκτακτα αποθεματικά προηγούμενων χρήσεων με απόφαση της έκτακτης γενικής συνέλευσης, θα παρακρατήσει φόρο με τους φορολογικούς συντελεστές που ισχύουν κατά το χρόνο που η τακτική γενική συνέλευση των μετόχων επικυρώνει, ρητά ή έμμεσα, την απόφαση της έκτακτης γενικής συνέλευσης.<sup>7</sup>

Κατά συνέπεια, **για τα κέρδη παρελθουσών χρήσεων των ανωνύμων εταιριών που θα διανεμηθούν μέσα στο έτος 2013 με απόφαση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων και τα οποία θα εγκριθούν από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων, η οποία θα λάβει χώρα εντός του έτους 2014, θα πρέπει να παρακρατηθεί φόρος με συντελεστή 10%**, καθόσον χρόνος απόκτησης των εισοδημάτων αυτών είναι ο χρόνος έγκρισης αυτών από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων. **Ομοίως, για τα προμερίσματα που θα διανεμηθούν μέσα στο 2013**, επειδή αυτά θεωρούνται ότι καταβάλλονται έναντι των μερισμάτων της χρήσης 2014, η διανομή των οποίων θα εγκριθεί εντός του 2014 (χρόνος απόκτησης), θα πρέπει να διενεργηθεί παρακράτηση φόρου με συντελεστή 10%, κατ' ανάλογη εφαρμογή των όσων αναφέρονται στην ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 εγκύκλιο μας. Επισημαίνεται ότι για την παρακράτηση και απόδοση του φόρου στα προμερίσματα έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της περ. ζ' της παρ. 6 του άρθρου 54 του νόμου

<sup>6</sup> Νόμος 4110/2013, Νόμος 2578/1998 και ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011.

<sup>7</sup> Νόμος 4110/2013, ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 και ΠΟΛ. 13/1978.

2238/1994. Κατά τα λοιπά έχουν εφαρμογή οι οδηγίες που δόθηκαν με την ΠΟΛ. 1129/6-6-2011 εγκύκλιο, καθώς και οι αριθ. ΠΟΛ. 1082/ 11-6-2009 και ΠΟΛ. 1141/ 23-6-2011 εγκύκλιοι της Δ/νσης Διεθνών Οικονομικών Σχέσεων.<sup>8</sup>

Σε περίπτωση διανομής κερδών παρελθουσών χρήσεων Ε.Π.Ε. ή Ι.Κ.Ε. με απόφαση έκτακτης συνέλευσης των εταίρων τους, ο φόρος παρακρατείται μέσα σε ένα μήνα από τη λήψη της πιο πάνω απόφασης και η απόδοση του παρακρατούμενου φόρου θα πρέπει να γίνει εντός του επόμενου μήνα από αυτόν εντός του οποίου έγινε η παρακράτηση. Κατά συνέπεια, για τα κέρδη παρελθουσών χρήσεων που θα διανεμηθούν μέσα στο έτος 2013 με απόφαση έκτακτης συνέλευσης των εταίρων, θα πρέπει να παρακρατηθεί φόρος με τον ισχύοντα συντελεστή του έτους 2013 (25%), καθόσον στις Ε.Π.Ε. δεν υφίσταται αντίστοιχη ρύθμιση με αυτή των Α.Ε. ως προς το χρόνο απόκτησης των σχετικών εισοδημάτων (χρόνος έγκρισης από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων). Κατά τα λοιπά έχουν εφαρμογή οι οδηγίες που δόθηκαν με την ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 εγκύκλιο. **Σχετικά με τα μερίσματα που εισπράττουν φυσικά πρόσωπα κάτοικοι Ελλάδος από αλλοδαπές ανώνυμες εταιρίες, με τις νέες διατάξεις μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα μερίσματα αυτά, κατ' αναλογία των όσων ισχύουν και με τα μερίσματα που εισπράττουν από την ημεδαπή τα ίδια πρόσωπα, στα οποία επίσης ενεργείται παρακράτηση φόρου με τον ίδιο συντελεστή, με βάση όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω.** Με την παρακράτηση του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου για τα εισοδήματα αυτά. Τα ανωτέρω ισχύουν, σύμφωνα με την περ. α' της παρ. 1 του άρθρου 28 του νόμου 4110/2013, για μερίσματα που εισπράττονται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά.<sup>9</sup>

**Σχετικά με τα μερίσματα που εισπράττει φυσικό πρόσωπο, κάτοικος Ελλάδας, από αλλοδαπή ανώνυμη εταιρία τα οποία παραμένουν στην αλλοδαπή και ο δικαιούχος πρέπει να αποδώσει ο ίδιος τον οφειλόμενο φόρο.** Με βάση τις νέες διατάξεις, από το συνολικό ποσό φόρου που αναλογεί και πρέπει να αποδοθεί, εκπίπτει ο φόρος που αποδεδειγμένα έχει παρακρατηθεί από τα φυσικά πρόσωπα σε κράτος με το οποίο η Ελλάδα έχει θέσει σε ισχύ Σ.Α.Δ.Φ. για το εισόδημα που προέκυψε σε αυτό και μέχρι του ποσού του φόρου που αναλογεί για το εισόδημα αυτό στην Ελλάδα. Για την απόδειξη του ύψους του φόρου που έχει καταβληθεί εκτός Ελλάδας απαιτείται βεβαίωση της αρμόδιας

<sup>8</sup> Νόμος 4110/2013, ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011, ΠΟΛ. 1082/ 11-6-2009 και ΠΟΛ. 1141/ 23-6-2011.

<sup>9</sup> Νόμος 4110/2013 και ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011.

αρχής της χώρας σύμφωνα με τις Σ.Α.Δ.Φ. **Αυξάνεται από 35% σε 40% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στις αμοιβές μελών Διοικητικού Συμβουλίου** και τόκους από ιδρυτικούς τίτλους και προνομιούχες μετοχές, τα οποία εκπίπτουν, σύμφωνα με τις διατάξεις των περ. α', β' και γ' της παρ. 6 του άρθρου 105, από τα ακαθάριστα έσοδα της ανώνυμης εταιρίας, καθώς και στα εισοδήματα των παρ. 2 (ποσό που λαμβάνουν οι κάτοχοι ιδρυτικών τίτλων ανώνυμης εταιρίας κατά την εξαγορά τους από αυτή) και 5 του άρθρου 25 (παροχές σε χρήμα ή σε είδος προς διευθύνοντες και εντεταλμένους συμβούλους, προέδρους και μέλη Δ.Σ., κλπ.).<sup>10</sup>

**Επιβάλλεται παρακράτηση φόρου με συντελεστή 40% και στα κέρδη που διανέμουν ή κεφαλαιοποιούν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες με τη μορφή, εκτός μισθού, αμοιβών και ποσοστών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στους διευθυντές, αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό υπό οποιαδήποτε μορφή (bonus), ενώ με τις προϊσχύσασες διατάξεις επιβαλλόταν παρακράτηση φόρου με βάση τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 54, δηλαδή με τον συντελεστή παρακράτησης των διανεμόμενων κερδών. Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου για τα εισοδήματα αυτά, όπως ίσχυε και προηγουμένως. Τα αναφερόμενα πιο πάνω έχουν εφαρμογή, σύμφωνα με την περ. α' της παρ. 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου, για τα εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά και ως εκ τούτου, για αμοιβές (με τη μορφή μισθού ή εκτός μισθού) που θα καταβληθούν σε μέλη του διοικητικού συμβουλίου τη χρήση 2013, θα πρέπει να παρακρατηθεί φόρος με συντελεστή 40%.<sup>11</sup>**

**Αυξάνεται από 35% σε 40% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στους μισθούς που καταβάλλονται από ανώνυμη εταιρία στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της,** καθώς και στους μισθούς και στις κάθε είδους απολαβές που καταβάλλονται από τα λοιπά νομικά πρόσωπα της παρ. 1 του άρθρου 101 (Ε.Π.Ε., συνεταιρισμούς, κλπ.) σε εταίρους ή διαχειριστές τους και οι οποίες αποτελούν εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις με βάση τις διατάξεις της περ. στ' της παρ. 3 του άρθρου 28 του Κ.Φ.Ε. Τα αναφερόμενα στην πιο πάνω παράγραφο έχουν εφαρμογή, σύμφωνα με την περ. α' της παρ. 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου, για τα εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά. **Σχετικά με τα κέρδη που εισπράττουν φυσικά πρόσωπα κάτοικοι Ελλάδος από αλλοδαπή εταιρία περιορισμένης**

<sup>10</sup> Συμβάσεις Αποφυγής Διπλής Φορολόγησης σύμφωνα με το νέο φορολογικό νόμο του 2013.

<sup>11</sup> Νόμος 4110/2013.



**ευθύνης.με τις νέες διατάξεις μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα κέρδη αυτά**, όπως συμβαίνει και με τα κέρδη που εισπράττουν από ημεδαπή Ε.Π.Ε. τα ίδια πρόσωπα, στα οποία επίσης ενεργείται παρακράτηση φόρου με τον ίδιο συντελεστή, με βάση όσα αναφέρθηκαν πιο πάνω. Τα ανωτέρω ισχύουν για κέρδη που εισπράττονται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά. Επισημαίνεται ότι για την παρακράτηση και απόδοση του οφειλόμενου φόρου από τον δικαιούχο όταν αυτά παραμένουν στην αλλοδαπή, έχουν ανάλογη εφαρμογή τα αναφερόμενα στην πιο πάνω παράγραφο 2 της παρούσας.<sup>12</sup>

Επεκτείνεται η απαλλαγή από το φόρο εισοδήματος, για τα εισπραττόμενα μερίσματα των ημεδαπών μητρικών εταιριών από εταιρίες που έχουν την έδρα τους σε άλλο κράτος της Ε.Ε., στις οποίες συμμετέχουν κατά την έννοια των διατάξεων του άρθρου 11 του νόμου 2578/1998 (Οδηγία Μητρικών – θυγατρικών 90/435/ΕΟΚ) και στις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ζημιογόνα αποτελέσματα και δεν μπορούν να σχηματίσουν αφορολόγητο αποθεματικό μέσω του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, καθόσον το απαλλασσόμενο ποσό εμφανίζεται σε λογαριασμό αφορολόγητου αποθεματικού, ανεξάρτητα από την επάρκεια κερδών ή όχι. Αν διανεμηθεί ή κεφαλαιοποιηθεί το αποθεματικό αυτό ή μέρος αυτού, έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της παρ. 1 του άρθρου 54 ή της περ. δ' της παρ. 1 του άρθρου 55, κατά περίπτωση, μη εφαρμοζόμενων των διατάξεων της παρ. 4 του άρθρου 106 (νυν παρ. 3 μετά την αναρίθμηση των παραγράφων του άρθρου 106 του Κ.Φ.Ε. με την παρ. 20 του άρθρου 9 του νόμου 4110/2013). Επιπλέον, με τις ίδιες διατάξεις παρέχεται η δυνατότητα ώστε από το φόρο που οφείλεται σε περίπτωση διανομής ή κεφαλαιοποίησης του αφορολόγητου αποθεματικού σύμφωνα με τα πιο πάνω, να συμψηφίζεται ο φόρος που καταβλήθηκε στην αλλοδαπή ως φόρος εισοδήματος νομικού προσώπου ή παρακρατήθηκε ως φόρος επί των διανεμηθέντων κερδών. Τυχόν πιστωτικό υπόλοιπο δεν επιστρέφεται.<sup>13</sup>

Για την εφαρμογή των ανωτέρω, το ποσό των εισπραττόμενων μερισμάτων καταχωρείται μικτό στα βιβλία του νομικού προσώπου προκειμένου στη συνέχεια να συμψηφιστεί ο φόρος που καταβλήθηκε στην αλλοδαπή είτε στο επίπεδο του νομικού προσώπου είτε ως παρακρατούμενος στη διανομή κερδών. Κατά συνέπεια, με τις νέες διατάξεις οι ζημιογόνες επιχειρήσεις όχι μόνο επωφελούνται του κινήτρου της απαλλαγής του φόρου αλλά περαιτέρω έχουν την δυνατότητα

<sup>12</sup> Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος του 2013.

<sup>13</sup> Νόμος 4110/2013, Νόμος 2578/1998 και η Οδηγία 90/435/ΕΟΚ.

συμψηφισμού του φόρου αλλοδαπής, ενώ με τις προϊσχύσασες διατάξεις τα εισπραττόμενα για αυτές από την αλλοδαπή μερίσματα υπόκειντο ουσιαστικά σε φορολογία εφόσον μείωναν τις φορολογικές ζημίες, χωρίς ταυτόχρονα να έχουν την δυνατότητα συμψηφισμού του φόρου αλλοδαπής. Τα αναφερόμενα στην παράγραφο αυτή έχουν εφαρμογή, σύμφωνα με την περ. ιε' της παρ. 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου, για ισολογισμούς που κλείνουν μετά την 30ή Δεκεμβρίου 2012 και μετά.<sup>14</sup>

**Η χρεωστική διαφορά που προκύπτει σε βάρος των νομικών προσώπων του άρθρου 101 του Κ.Φ.Ε από την ανταλλαγή ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ή εταιρικών ομολόγων με εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου, κατ' εφαρμογή του προγράμματος συμμετοχής στην αναδιάταξη του ελληνικού χρέους, εκπίπτει ισόποσα σε τριάντα (30) ισόποσες ετήσιες δόσεις, αρχής γενομένης από τη χρήση μέσα στην οποία πραγματοποιείται η ανταλλαγή των τίτλων και ανεξάρτητα από το χρόνο διακράτησης των ομολόγων. Οι διατάξεις αυτές καταλαμβάνουν τη χρεωστική διαφορά που προέκυψε από την ανταλλαγή των πιο πάνω τίτλων, ανεξάρτητα της αιτίας απόκτησής τους (π.χ. ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου που έλαβαν οι φαρμακευτικές εταιρίες έναντι αποπληρωμής χρεών του Δημοσίου). Σημειώνεται ότι ο ανωτέρω χειρισμός αφορά στον προσδιορισμό των φορολογητέων αποτελεσμάτων των νομικών προσώπων που συμμετείχαν στο πρόγραμμα του PSI και ως εκ τούτου, η ανωτέρω έκπτωση θα πραγματοποιείται εξωλογιστικά κατ' έτος με βάση την ετήσια δήλωση φορολογίας εισοδήματος αυτών, αρχής γενομένης από τη χρήση 2012 (οικον. έτος 2013) εντός της οποίας έλαβε χώρα το πρόγραμμα PSI. Ειδικά, σε περίπτωση που εταιρία επανατιμολογήσει την χρεωστική διαφορά προς άλλη εταιρία στο σύνολο της, δύναται η χρεωστική διαφορά να αποσβεσθεί εξ ολοκλήρου στη χρήση αυτή καθόσον διαφορετικά, αν δηλαδή η δαπάνη αυτή εξέπιπτε σε περισσότερες της μίας χρήσης, θα δημιουργούσε για την υπόψη εταιρία άνιση φορολογική επιβάρυνση. Επίσης, με τις ίδιες διατάξεις, ορίζεται ρητά η χρεωστική διαφορά ως η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας των τίτλων που εκδόθηκαν σε ανταλλαγή και του κόστους απόκτησης των αρχικών τίτλων. Ειδικά, σε περίπτωση που μετά την απόκτηση των αρχικών τίτλων προέκυψε ζημία από την αποτίμησή τους η οποία δεν έχει συμψηφιστεί με αποθεματικό του άρθρου 38 του Κ.Φ.Ε., ως κόστος απόκτησης για τον προσδιορισμό της χρεωστικής διαφοράς**

---

<sup>14</sup> Νόμος 4110/2013.

λαμβάνεται το αρχικό κόστος απόκτησης.<sup>15</sup>

Κατά συνέπεια, στην περίπτωση που η ζημία από την αποτίμηση των τίτλων που ανταλλάχθηκαν, έχει μεταφερθεί σε χρέωση των λογαριασμών από χρεόγραφα με βάση τις διατάξεις του άρθρου 38 του Κ.Φ.Ε., ως κόστος απόκτησης για τον προσδιορισμό της χρεωστικής διαφοράς λαμβάνεται η αξία κτήσης μετά την αποτίμησή τους, όπως αυτή έχει λάβει χώρα κάθε φορά καθόσον διαφορετικά θα είχαμε διπλή αναγνώριση ζημίας (μία με την αφαίρεσή της από το σχηματισθέν αποθεματικό του άρθρου 38 του Κ.Φ.Ε. χωρίς την καταβολή φόρου εισοδήματος και μία άλλη με την έκπτωσή της από τα ακαθάριστα έσοδα ως δαπάνης βέβαιης και εκκαθαρισμένης). Τα αναφερόμενα στην παράγραφο αυτή έχουν εφαρμογή, σύμφωνα με την περ. ιδ' της παρ. 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου, από την έναρξη ισχύος του νόμου 4046/2012, δηλαδή από 14.2.2012 και μετά. **Καταργείται η δυνατότητα συμψηφισμού από το συνολικό ποσό του φόρου, του φόρου που αναλογεί στο μέρος των φορολογηθέντων κατά ειδικό τρόπο εισοδημάτων, καθόσον δεν υφίστανται πλέον τέτοια εισοδήματα.**<sup>16</sup>

Περαιτέρω, καθιερώνεται η μέθοδος της πίστωσης του φόρου ως τρόπος φορολογικής μεταχείρισης των μερισμάτων από την αλλοδαπή, μόνο για τα μερίσματα θυγατρικών της Ε.Ε. που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις της Οδηγίας Μητρικών- Θυγατρικών, καθώς και τρίτων χωρών, δεδομένου ότι για τα εισπραττόμενα μερίσματα θυγατρικών της Ε.Ε. που πληρούν τις προϋποθέσεις της πιο πάνω Οδηγίας έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της περίπτωσης ια' της παραγράφου 1 του άρθρου 103 του Κ.Φ.Ε. Ειδικότερα, με τις διατάξεις της περίπτωσης β' της παραγράφου αυτής εξακολουθεί να εκπίπτει ο φόρος που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε στην αλλοδαπή για το εισόδημα που προέκυψε σε αυτήν και υπόκειται σε φορολογία με την προϋπόθεση ότι ο φόρος αυτός δεν μπορεί να είναι ανώτερος από το ποσό του φόρου που αναλογεί για το εισόδημα αυτό στην Ελλάδα. Για την απόδειξη του ύψους του φόρου που έχει καταβληθεί εκτός Ελλάδας απαιτείται βεβαίωση της αρμόδιας αρχής της χώρας σύμφωνα με τις Σ.Α.Δ.Φ., ενώ για τις λοιπές περιπτώσεις (χώρες για τις οποίες δεν υφίσταται Σ.Α.Δ.Φ.) απαιτείται βεβαίωση εκδιδόμενη στη χώρα καταβολής του φόρου, από Ορκωτό Ελεγκτή ή άλλη αρμόδια αρχή της χώρας.<sup>17</sup>

Επιπλέον, για τα μερίσματα ή κέρδη που εισπράττει ημεδαπή μητρική εταιρία από αλλοδαπές θυγατρικές της, με έδρα σε άλλο κράτος - μέλος της Ευρωπαϊκής

<sup>15</sup> Νόμος 4110/2013, Πρόγραμμα PSI και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.

<sup>16</sup> Νόμος 4110/2013, Νόμος 4046/2012 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.

<sup>17</sup> Οι Συμβάσεις Αποφυγής Διπλής φορολογίας, ο Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.

Ένωσης όταν δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 11 του νόμου 2578/1998, εξακολουθεί να εκπίπτει το άθροισμα των ποσών του φόρου που τυχόν καταβλήθηκε ως φόρος εισοδήματος νομικού προσώπου, καθώς και του φόρου που παρακρατήθηκε ως φόρος επί του μερίσματος αλλά μόνο σε επίπεδο θυγατρικής και όχι πλέον σε επίπεδο οποιασδήποτε άλλης θυγατρικής χαμηλότερου επιπέδου. Αντίθετα, για τα μερίσματα ή κέρδη που εισπράττει ημεδαπή μητρική εταιρία από αλλοδαπές θυγατρικές της, με έδρα σε τρίτες χώρες (εκτός Ε.Ε.), από τον αναλογούντα φόρο του νομικού προσώπου εκπίπτει πλέον μόνο το ποσό του φόρου που παρακρατήθηκε ως φόρος επί του μερίσματος και όχι ο φόρος που καταβλήθηκε ως φόρος εισοδήματος νομικού προσώπου, όπως ίσχυε με τις προϊσχύσασες διατάξεις. Τα αναφερόμενα στην παράγραφο αυτή έχουν εφαρμογή από τη δημοσίευση του νόμου, δηλαδή από 23.1.2013 και μετά, δηλαδή καταλαμβάνει δηλώσεις φορολογίας εισοδήματος οικονομικού έτους 2013 και επομένων.<sup>18</sup>

### **1.3. Συμπεράσματα**

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση (Νόμος 4110/2013, ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 και ΠΟΛ. 1134/ 6-6-2013) οι αλλαγές στην φορολογία των μερισμάτων και των κερδών των νομικών προσώπων είναι τα εξής:

- Μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα κέρδη που κεφαλαιοποιούν ή διανέμουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες, σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα ημεδαπά ή αλλοδαπά, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας.
- Η παρακράτηση φόρου με συντελεστή 10% εφαρμόζεται για τα διανεμόμενα κέρδη που εγκρίνονται από γενικές συνελεύσεις από την 1η Ιανουαρίου 2014 και μετά. Δηλαδή, για τα κέρδη που διανέμονται εντός του έτους 2013 (χρόνος έγκρισης των διανεμομένων κερδών από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων), εξακολουθεί να ενεργείται παρακράτηση φόρου με συντελεστή 25%.
- Δεν ενεργείται παρακράτηση φόρου 10% σε αλλοδαπή εταιρία με έδρα σε άλλο κράτος-μέλος της Ε.Ε. που λαμβάνει μερίσματα λόγω της συμμετοχής της σε ημεδαπή ανώνυμη εταιρεία, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 11 του ν. 2578/1998 (να υπάγεται σε φόρο εισοδήματος νομικών

<sup>18</sup> Νόμος 4110/2013 και ο Νόμος 2578/1998.

προσώπων, να συμμετέχει στο κεφάλαιο της ημεδαπής με ποσοστό 10% τουλάχιστον, κ.λπ.). Ειδικά για το ποσοστό συμμετοχής, το οποίο ορίζεται σε 10% από την 1.1.2009 και μετά δεν απαιτείται να έχει συμπληρωθεί διετία για τη χορήγηση του φορολογικού πλεονεκτήματος, αλλά θα ελέγχεται στη συνέχεια εάν συμπληρώθηκε η ελάχιστη περίοδος συμμετοχής των δύο ετών. Σε περίπτωση που δεν πληρωθεί τελικά η προϋπόθεση συμμετοχής με το οριζόμενο ποσοστό 10% για δύο συνεχή έτη, τότε επιβάλλεται αναδρομικά φορολογία στα διανεμηθέντα μερίσματα, με τις νόμιμες προσαυξήσεις.

- Για τα κέρδη παρελθουσών χρήσεων των ανωνύμων εταιρειών που θα διανεμηθούν μέσα στο έτος 2013 με απόφαση έκτακτης γενικής συνέλευσης των μετόχων και τα οποία θα εγκριθούν από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων, η οποία θα λάβει χώρα εντός του έτους 2014, θα πρέπει να παρακρατηθεί φόρος με συντελεστή 10%, καθόσον χρόνος απόκτησης των εισοδημάτων αυτών είναι ο χρόνος έγκρισης αυτών από την τακτική γενική συνέλευση των μετόχων. Ομοίως, για τα προμερίσματα που θα διανεμηθούν μέσα στο 2013, επειδή αυτά θεωρούνται ότι καταβάλλονται έναντι των μερισμάτων της χρήσης 2014, η διανομή των οποίων θα εγκριθεί εντός του 2014 (χρόνος απόκτησης), θα πρέπει να διενεργηθεί παρακράτηση φόρου με συντελεστή 10%.
- Στην περίπτωση που Α.Ε. προβαίνει σε διανομή κερδών (τρέχουσας χρήσης ή αποθεματικών) και στα οποία περιλαμβάνονται έσοδα από συμμετοχές επί των οποίων έχει παρακρατηθεί φόρος με συντελεστή 25% το υπόλοιπο ποσό φόρου που προκύπτει μετά το συμψηφισμό (10% - 25%) δεν επιστρέφεται στην ανώνυμη εταιρεία ελλείψει ρητής πρόβλεψης στο νόμο. Ωστόσο, σύμφωνα με φοροτεχνικούς, ως αχρεωστήτως καταβληθείς φόρος δεν χρειάζεται ιδιαίτερη διάταξη για την επιστροφή του διότι εκ των γενικών διατάξεων πρέπει να επιστρέφεται.
- Μειώνεται από 25% σε 10% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα μερίσματα που εισπράττουν φυσικά πρόσωπα κάτοικοι Ελλάδος από την ημεδαπή και από αλλοδαπές ανώνυμες εταιρίες. Με την παρακράτηση του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου για τα εισοδήματα αυτά. Η μείωση ισχύει για μερίσματα που εισπράττονται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά.
- Αυξάνεται από 15% σε 20% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα

εισοδήματα από συμβάσεις ή πράξεις παραγωγών που αποκτούν φυσικά ή νομικά πρόσωπα. Με την παρακράτηση του φόρου αυτού εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση των φυσικών προσώπων, των Ο.Ε., Ε.Ε., καθώς και των νομικών προσώπων μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, ενώ για Α.Ε., ΕΠΕ, κ.λπ. τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται με τις γενικές διατάξεις.

- Αυξάνεται από 35% σε 40% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στις αμοιβές μελών Διοικητικού Συμβουλίου και τόκους από ιδρυτικούς τίτλους και προνομιούχες μετοχές. Επίσης, επιβάλλεται παρακράτηση φόρου με συντελεστή 40% και στα κέρδη που διανέμουν ή κεφαλαιοποιούν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες με τη μορφή, εκτός μισθού, αμοιβών και ποσοστών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου και στους διευθυντές, αμοιβών στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό υπό οποιαδήποτε μορφή (bonus). Ισχύει από οικονομικό έτος 2014 και μετά (χρήση 2013).
- Μειώνεται από 40% σε 33% ο συντελεστής παρακράτησης φόρου στα εισοδήματα από κινητές αξίες, εκτός μερισμάτων και τόκων από μετοχές και ιδρυτικούς τίτλους που προέρχονται από τα διανεμόμενα κέρδη ημεδαπής ανώνυμης εταιρίας, που καταβάλλονται σε δικαιούχους αλλοδαπά νομικά πρόσωπα χωρίς μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα. Ισχύει από 1η Ιανουαρίου 2013 και μετά.
- Αυξάνεται από 20% σε 26% ο συντελεστής φόρους που επιβάλλεται στο συνολικό φορολογητέο εισόδημα των νομικών προσώπων (Α.Ε., ΕΠΕ κ.λπ.). Ισχύει για εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 και μετά (χρήση 2013).
- Επιβάλλεται φόρος με συντελεστή 26% στα εισοδήματα που αποκτούν τα νομικά πρόσωπα μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Ο ίδιος συντελεστής ισχύει και για τα εισοδήματα από εκμίσθωση οικοδομών και γαιών που αποκτούν τα κοινωφελή ιδρύματα, οι Ιεροί Ναοί, Ιερές Μονές, κ.λπ.
- Καταργήθηκε η έκπτωση από τα ακαθάριστα έσοδα των ασφαλιστικών εταιρειών των ποσών που καταβάλλουν σε άλλη ασφαλιστική εταιρεία στα πλαίσια μεταβίβασης σε αυτή του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Αφορά δαπάνες που πραγματοποιούνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά.
- Ισχύει πλέον ενιαίο ποσοστό 1% για όλες τις τράπεζες προκειμένου για το

σηματισμό του ποσού των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις, οι οποίες εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδά τους. Ισχύει από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά.

- Εκπίπτει σε 30 ισόποσες ετήσιες δόσεις η χρεωστική διαφορά που προκύπτει σε βάρος των νομικών προσώπων του άρθρου 101 του ΚΦΕ από την ανταλλαγή ομολόγων του ελληνικού δημοσίου ή εταιρικών ομολόγων με εγγύηση του ελληνικού δημοσίου, κατ' εφαρμογή του προγράμματος PSI, αρχής γενομένης αρχής γενομένης από τη χρήση 2012 (οικον. έτος 2013) εντός της οποίας έλαβε χώρα το πρόγραμμα PSI.
- Αυξάνεται από 50% σε 75% το ποσοστό της έκπτωσης των δαπανών επισκευής, συντήρησης, ανακαίνισης, πάγιων και λειτουργικών δαπανών και κάθε είδους άλλης δαπάνης που λαμβάνεται υπόψη για τον προσδιορισμό του εισοδήματος από εκμίσθωση ακινήτων των νομικών προσώπων της παρ. 2 του άρθρου 101 του ΚΦΕ. Ειδικά ως προς το Άγιο Όρος το ποσοστό ορίζεται σε 100%. Ισχύει για εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 και μετά.

#### **1.4 Βιβλιογραφία κεφαλαίου**

1. Άρθρο 13 του νόμου 4110/2013.
2. Ό.π., σελ. 1.
3. Άρθρο 13 του νόμου 4110/2013, σελ. 1.
4. Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος του 2012.
5. Νόμος 4110/2013, Νόμος 2578/1998 και 90/435/ΕΟΚ.
6. Νόμος 4110/2013, Νόμος 2578/1998 και ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011.
7. Νόμος 4110/2013, ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011 και ΠΟΛ. 13/1978.
8. Νόμος 4110/2013, ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011, ΠΟΛ. 1082/ 11-6-2009 και ΠΟΛ. 1141/ 23-6-2011.
9. Νόμος 4110/2013 και ΠΟΛ. 1129/ 6-6-2011.
10. Συμβάσεις Αποφυγής Διπλής Φορολόγησης σύμφωνα με το νέο φορολογικό νόμο του 2013.
11. Νόμος 4110/2013.
12. Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος του 2013.
13. Νόμος 4110/ 2013, Νόμος 2578/1998 και η Οδηγία 90/435/ΕΟΚ.
14. Νόμος 4110/ 2013.
15. Νόμος 4110/2013, Πρόγραμμα PSI και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.
16. Νόμος 4110/2013, Νόμος 4046/2012 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.
17. Οι Συμβάσεις Αποφυγής Διπλής φορολογίας, ο Νόμος 4110/2013 και ο Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος.
18. Νόμος 4110/2013 και ο Νόμος 2578/1998.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΘΕΩΡΙΑ ΚΑΙ ΠΡΑΞΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιασθούν η μερισματική πολιτική, οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής, οι μέθοδοι που υλοποιείται η μερισματική πολιτική και οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική. Αυτή η παρουσίαση έχει σκοπό την κατανόηση της φορολογίας των μερισμάτων και τους συσχετισμούς του μερίσματος με άλλα οικονομικά στοιχεία της εκάστοτε επιχείρησης. **Με αποτέλεσμα σε αυτό τα κεφάλαιο να δοθεί το θεωρητικό υπόβαθρό που θα βασισθεί η εμπειρική ανάλυση και τα συμπεράσματα στα δύο επόμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας.**

#### 2.1 Θεωρία Μερισματικής Πολιτικής

Σε αυτήν την ενότητα του δευτέρου κεφαλαίου θα παρουσιασθεί ο σκοπός της μερισματικής πολιτικής και οι παράγοντες που επηρεάζουν αυτήν την πολιτική. Από την άλλη, θα δοθούν όλες οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής που έχουν διατυπωθεί στα πλαίσια ανάλυσης της επιχειρηματικής πρακτικής. Τέλος, θα δοθούν όλες οι μέθοδοι πρακτικής της μερισματικής πολιτικής και πώς αυτές αλληλεπιδρούν ή επηρεάζουν την ίδια την μερισματική πολιτική και μακροοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, του κλάδου και της οικονομίας σε εθνικό και διεθνές επίπεδο.

##### 2.1.1. Σκοπός της Μερισματικής Πολιτικής

Ένα σημαντικό κομμάτι της στρατηγικής μιας επιχείρησης είναι η μερισματική πολιτική που εφαρμόζει. Με αυτήν δείχνει στους μετόχους, τους επενδυτές και τους δανειστές της την κερδοφορία της επιχείρησης. Με τον όρο μερισματική πολιτική, αναγράφεται στην ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία, **ονομάζεται το ποσοστό των κερδών που θα διανεμηθούν στους μετόχους και το ποσοστό από τα κέρδη που θα παρακρατηθεί για χρηματοδότηση ή επενδυτική πολιτική της ίδιας της επιχείρησης.** Επομένως, κάθε επιχειρηματική οντότητα πρέπει να χαράξει μία συγκεκριμένη μερισματική πολιτική έτσι ώστε να ικανοποιεί τις προσδοκίες των επενδυτών της αλλά και να μπορεί να εξασφαλίσει τα



απαιτούμενα κεφάλαια για τις ανάγκες της. Οι μέτοχοι θεωρούν τα μερίσματα ενδείξεις της ικανότητας που έχει η επιχείρηση να αποφέρει κέρδη. Πολλές θεωρίες για την αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ή της μετοχής της χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως βασικό συστατικό τους. Από την άλλη, αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για την ανάλυση διακύμανσης της τιμής της μετοχής. Συμπερασματικά, **τα μερίσματα αποτελούν σημαντικό στοιχείο για τον υπολογισμό της αξίας και του εύρους διακύμανσης μιας μετοχής**.<sup>19</sup>

Με την πάροδο των χρόνων δημιουργήθηκε η ανάγκη χρηματοδότησης των εταιριών είτε από εσωτερικές είτε από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Ένας πολύ καλός τρόπος είναι η χρήση κερδών προηγούμενων χρήσεων η οποία καλείται αυτοχρηματοδότηση. Η αυτοχρηματοδότηση είναι πιο άμεση πολλές φορές και παρουσιάζει μικρότερο κόστος από την εξωτερική χρηματοδότηση. Τα μερίσματα όμως, μπορούν να επηρεάσουν έμμεσα τα σχέδια εξωτερικής χρηματοδότησης των χρηματοοικονομικών στελεχών. Για παράδειγμα, η απόφαση για καταβολή υψηλών μερισμάτων θα αφήσει λίγα εσωτερικά κεφάλαια για επανεπένδυση μέσα στην επιχείρηση. Όμως, κάτι τέτοιο θα ανάγκαζε την επιχείρηση να αντλήσει κεφάλαια με την έκδοση νέων μετοχών ή ομολογιών. Η εξωτερική χρηματοδότηση μπορεί να αλλάξει τη διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Συνεπώς, η διοίκηση της επιχείρησης προσπαθεί να διατηρήσει κάποια ισορροπία ανάμεσα στην καταβολή ενός λογικού μερίσματος στους μετόχους (για να τους κρατήσουν) και στην επανεπένδυση των κερδών (με σκοπό τη μελλοντική ανάπτυξη και μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης).<sup>20</sup>

Επομένως, κάθε επιχείρηση οφείλει να λάβει αποφάσεις σχετικά με τι μέρος θα διανείμει. Μερικές εταιρίες προτιμούν να διανέμουν ένα σταθερό χρηματικό ποσό κάθε χρόνο ανεξάρτητα από το μέγεθος των ετήσιων κερδών. Από την άλλη πλευρά, άλλες εταιρίες καθορίζουν ένα ποσοστό διανομής κερδών. Σε αυτή την περίπτωση, το μέρισμα μεταβάλλεται κάθε χρόνο ανάλογα με τα ετήσια κέρδη. Δεν υπάρχει μερισματική πολιτική που να είναι άριστη για όλες τις επιχειρήσεις, καθεμία από αυτές πρέπει να βρει την πολιτική εκείνη που θα συμβάλλει στην επιβίωσή της και θα της αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη. **Οι μέτοχοι της επιχείρησης και οι μάντζερ της αποφασίζουν για την έκδοση ή όχι**

---

<sup>19</sup> Μπέκου, 2011, σελ. 15 – 16.  
Παπαγεωργίου, 2008, σελ. 5.  
Ξανθάκης, και συν. 2007, σελ. 299.  
Σωτηρίου, 2008, σελ. 6.  
Μανέλης, 2006, σελ. 33.

<sup>20</sup> Όπως αριθμός σημείωσης 1.

**μερίσματος. Εάν αποφασισθεί η έκδοση θα πρέπει να εκτιμηθεί το πόσο της έκδοσης έτσι ώστε να δοθεί ανταγωνιστική απόδοση σε σχέση με το επιτόκιο των ομολογιών ή των καταθέσεων και να προσθέτει αξία στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Από την άλλη εάν δεν εκδώσει μέρισμα θα πρέπει να αιτιολογηθεί η απόφαση και να παρουσιασθεί ένα επενδυτικό πλάνο.** Συμπερασματικά, το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης μελετά τις προοπτικές των μελλοντικών κερδών και βασιζόμενο σε αυτές αλλά και σε άλλες μελέτες, αναγγέλλει ένα δηλωμένο ποσό μερίσματος τοις μετρητοίς ανά μετοχή και ορίζει την ημερομηνία αποκοπής και την ημερομηνία καταβολής του μερίσματος. Η ημερομηνία αποκοπής ορίζει τους κατόχους μετοχών που έχουν δικαίωμα να λάβουν μέρισμα και η ημερομηνία καταβολής είναι η ημερομηνία που μπορούν οι μέτοχοι να εξαργυρώσουν τα μερίσματα.<sup>21</sup>

### **2.1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική**

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε δυο μεγάλες ομάδες. Αρχική ομάδα είναι οι ενδογενείς παράγοντες της επιχείρησης με τρεις ομάδες συμφερόντων. Αυτές οι ομάδες συμφερόντων είναι των εργαζομένων, των επενδυτών – μετόχων και των μανάτζερ – διοίκησης. Οι εργαζόμενοι θέλουν την συνέχιση της λειτουργίας και την κερδοφορία, δίχως να ενδιαφέρονται για την έκδοση μερίσματος. Από την άλλη, οι επενδυτές – μέτοχοι επιζητούν το ελάχιστο εγγυημένο επιτόκιο για την επένδυσή τους που θα τους δοθεί σε μορφή μερίσματος. Τέλος, οι μανάτζερ από πλευράς διοίκησης θέλουν να χρηματοδοτηθούν δίχως το ξένο δανεισμό, αλλά και να αυξήσουν την αξία της μετοχής και της επιχείρησης. Συνεπώς η αύξηση της τιμής της μετοχής και της επιχείρησης πραγματοποιείται με την έκδοση μερισμάτων. Επομένως, η τελευταία ομάδα συμφερόντων δεν έχει ξεκάθαρη στάση απέναντι στην μερισματική πολιτική.<sup>22</sup>

Η άλλη μεγάλη ομάδα παραγόντων που επηρεάζει την μερισματική πολιτική είναι οι εξωτερικοί. Στους εξωτερικούς παράγοντες εντάσσεται όλο το μακροοικονομικό περιβάλλον της επιχείρησης. Οι προμηθευτές απαιτούν πρώτα να εξοφλούνται αυτοί και έπειτα να πριμοδοτείται η επένδυση των μετόχων. Από την άλλη, η ξένη

<sup>21</sup> Όπως αριθμός σημείωσης 1.

<sup>22</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 21-23.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 11-14.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 305-314.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 29.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 52-56.

χρηματοδότηση δημιουργεί προβλήματα σε μια επεκτατική μερισματική πολιτική, η οποία θα δώσει ώθηση στην αυτοχρηματοδότηση του ομίλου. Συμπερασματικά, **οι δανειστές και οι υποχρεώσεις που έχει η επιχείρηση πολλές φορές επιδρούν αρνητικά στην έκδοση μερισμάτων. Από την άλλη, μια αύξηση από πλευρά φορολογίας των μερισμάτων θα οδηγήσει τους μετόχους σε άλλους τρόπους απόδοσης του τόκου για αυτήν την επένδυση. Τέλος, το νομικό και κοινωνικό περιβάλλον επηρεάζει τα έσοδα από μερίσματα.**<sup>23</sup>

### **2.1.3. Μερισματική Πολιτική και Αξία Εταιρείας**

Για την χάραξη της μερισματικής πολιτικής κάθε επιχείρησης, ο βασικός στόχος που πρέπει να επιτύχει η διοίκηση, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής. Για να επιτευχθεί ο στόχος αυτός και να βρεθεί η βέλτιστη μερισματική πολιτική θα πρέπει να βρεθεί μια ισορροπία μεταξύ των μερισμάτων που διανέμονται σήμερα και της μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης. Υπάρχουν τρεις θεωρίες σχετικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών για την μερισματική πολιτική. **Η πρώτη είναι η “The divided irrelevance theory” των Modigliani-Miller (1961), η δεύτερη είναι η “The bird in the hand theory” των Gordon-Litner και τέλος η “The tax preference theory” των Litrenberger-Ramaswamy.** Σε αυτές τις θεωρίες αναλύεται η σχέση μεταξύ των μερισμάτων που εκδίδει μια επιχείρηση και της αξίας της μετοχής αυτής. Στην συνέχεια γίνεται μια συνοπτική περιγραφή των σπουδαιότερων σημείων και στοιχείων που συνθέτουν και τρεις παραπάνω θεωρίες.

#### **2.1.3.1. Η Θεωρία της μη Επίδρασης της Μερισματικής Πολιτικής στην Αξία της Εταιρείας**

Η θεωρία της μη Επίδρασης της Μερισματικής Πολιτικής στην Αξία της εταιρείας βασίζεται σε άρθρο των Modigliani και Miller το 1961 και υποστήριξαν πως κάτω από κάποιες περιοριστικές συνθήκες όπως είναι **η ύπαρξη τέλειων αγορών**, δηλαδή αγορών χωρίς φόρους, έξοδα μεταβίβασης και χωρίς τη δυνατότητα από κανέναν να επηρεαστεί η τιμή οποιασδήποτε μετοχής και με ύπαρξη όμοιας και δωρεάν πληροφόρησης προς όλους τους επενδυτές. Επίσης, περιοριστικές συνθήκες στην ανάλυση αποτελούν **η προς όφελος των μετόχων της επιχείρησης δράση των χρηματοοικονομικών managers, η βεβαιότητα για**

---

<sup>23</sup> Όπως αριθμό σημείωσης 4.

**την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και η ορθολογική συμπεριφορά επενδυτών.** Η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία, ούτε για τους επενδυτές που μπορούν να την υποκαταστήσουν με αγοροπωλησίες μετοχών, ούτε για τις επιχειρήσεις που μπορούν να διατηρήσουν της αξία της επιχείρησης σταθερή με τη χρήση δανεισμού. **Αυτό που έχει σημασία για την επιχείρηση είναι η επενδυτική πολιτική.**<sup>24</sup>

Σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani-Miller, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μετοχές και αν δεν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Οι Merton Miller και Franco Modigliani ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Ουσιαστικά, η επιχείρηση δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη, αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή. Οι Merton Miller και Franco Modigliani κατέληξαν, το 1961, πως η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κάτω από συνθήκες τέλειων χρηματοδοτικών αγορών δεν επηρεάζει την αξία της.<sup>25</sup>

Ως τέλεια χρηματοδοτική αγορά εννοείτε ο πλήρης ανταγωνισμός στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και η δυνατότητα κάλυψης αυτής της χρηματοδότησης από την αγορά. Παρόλα αυτά όμως οι χρηματοδοτικές αγορές δεν είναι τέλειες. Έτσι είναι συμφέρον της επιχείρησης να διανείμει χαμηλά μερίσματα προκειμένου να αποφύγει την άντληση μετοχικού κεφαλαίου στις κεφαλαιαγορές. Από την άλλη, η φορολόγηση των μερισμάτων οδηγεί στην δημιουργία υπεραξιών που φορολογούνται λιγότερο ή και σε ορισμένες περιπτώσεις μηδενικά. Επομένως η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων οδηγεί σε χαμηλά μερίσματα. Επιπροσθέτως, όπως προαναφέρθηκε στην προηγούμενη υποενότητα, τα συμφέροντα των μετόχων και των διευθυντικών στελεχών είναι σε θέση να συγκρούονται. Σε αυτήν την περίπτωση είναι απαραίτητο να διανείμουν οι επιχειρήσεις υψηλά μερίσματα, για να καταφεύγουν με αυτόν τον τρόπο συχνά στις κεφαλαιαγορές ώστε να αντλούν κεφάλαια και να παρέχουν έτσι την ευκολία στους επενδυτές να τις ελέγχουν και να τις

---

<sup>24</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 17.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 7-8.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 320.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 14.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 33-34.

<sup>25</sup> Ό.π., σελ. 6.

αξιολογούν.<sup>26</sup>

Από αυτή λοιπόν την άποψη η μερισματική πολιτική εμφανίζεται σαν μηχανισμός πειθαρχίας των διευθυντικών στελεχών και προστασίας των μικρομετόχων. Οι Merton Miller και Franco Modigliani υποστήριξαν ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την κατηγορία κινδύνου στην οποία ανήκει, καθώς και από την αποδοτικότητα του ενεργητικού της. Δηλαδή θεώρησαν την αξία της επιχείρησης ως εξαρτημένη μεταβλητή της πολιτικής επενδύσεων που ακολουθεί και όχι του τρόπου με τον οποίο διανέμονται τα κέρδη μεταξύ μερισμάτων και αποθεματικών. Στην ουσία, οι επιχειρήσεις πληρώνουν φόρους αλλά και έξοδα έκδοσης νέων μετοχών και οι μέτοχοι εάν έχουν πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αξιοποιήσουν αλλά και να διαχειριστούν πληροφορίες σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό απ'ότι οι επενδυτές. Επίσης στην πράξη είναι συνδεδεμένη και σε ένα βαθμό αλληλοσχετίζεται η επενδυτική με την μερισματική πολιτική. Συνεπώς, η θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani έχει χαρακτηριστεί ως μη ρεαλιστική στις υποθέσεις της. Παρ' όλα αυτά υπάρχει η τάση να ελέγχεται αυτή η θεωρία εμπειρικά με σκοπό την επιβεβαίωση της.<sup>27</sup>

### **2.1.3.2. Θεωρία της αρνητικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας**

Η θεωρία της αρνητικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας βασίζεται στην επιλογή της φορολογίας και διατυπώθηκε από τους Litrenberger-Ramaswamy το 1979. Η θεωρία **“the tax preference”** αναπτύχθηκε πάνω στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία τους, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει σαν αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> Ο.π., σελ. 6.

<sup>27</sup> Ο.π., σελ. 6.

<sup>28</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 17.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 8-9.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 320.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 35-36.

Έτσι, οι μέτοχοι προτιμούν την διανομή χαμηλού ποσοστού μερισμάτων από τα κέρδη της χρήσεως λόγω του ότι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τα κεφαλαιακά κέρδη. Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν εκείνες τις επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη, τα οποία και θα επανεπενδύσουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια, κάτι που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους. Γενικά, σύμφωνα με τη θεωρία των Litrenberger-Ramaswamy οι επενδυτές – μέτοχοι θα πρέπει να αναζητούν μακροπρόθεσμα μετοχές με υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη τους. Αυτό σημαίνει ότι, δεν πωλούν τις μετοχές τους, έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου, να αυξάνει την συνολική απόδοση, καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.<sup>29</sup>

### **2.1.3.3. Θεωρία της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας**

Ο Litner το 1956 ήταν ένας από τους πρώτους, που προσπάθησαν να βρουν αν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να συσχετίζει τα κέρδη και το μέγεθος των μερισμάτων. Με τη βοήθεια τόσο προσωπικών συνεντεύξεων όσο και λογιστικών μεγεθών κατέληξε πως, αν η διοίκηση της επιχείρησης διαπιστώσει πως το επίπεδο των οριστικών κερδών έχει αυξηθεί, τότε σταδιακά αναπροσαρμόζει την μερισματική απόδοση προς την ίδια κατεύθυνση και πως, όσο πιο συντηρητική είναι η επιχείρηση τόσο πιο αργά θα κινηθεί προς το στόχο της και επομένως τόσο μικρότερος θα είναι ο συντελεστής προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Αυτή η θεωρία ονομάστηκε “the bird in the hand” και δείχνει τη θετική σχέση μερισμάτων με τα κέρδη και την αξία της εταιρείας.<sup>30</sup>

Κατά τον Litner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους

---

<sup>29</sup> Ο.π., 10.

<sup>30</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 16.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 9-10.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 321.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 35.

απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης, παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις επιχειρήσεις με σταθερή μερισματική πολιτική για αυτό τον λόγο υπάρχει η τάση οι εταιρείες να καθορίζουν πρώτα τη μερισματική πολιτική τους και στη συνέχεια προχωρούν στον υπόλοιπο οικονομικό σχεδιασμό τους. Το μοντέλο του Litner είχε τεράστια απήχηση και αυτό το παρατηρούμε σε πολλές μελέτες, όπου και χρησιμοποιήθηκε ως βάση. **Σαν θεωρητικό υπόβαθρο χρησιμοποιήθηκε, αφού εκεί εξετάστηκαν οι υποθέσεις του υποδείγματος, στην μελέτη των Fama και Babiak το 1968 και κατέληξαν πως με τη χρήση του ίδιου μοντέλου σε μεγαλύτερο δείγμα, τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια, γεγονός που εδραίωσε ακόμα περισσότερο την αποτελεσματικότητα του μοντέλου.**<sup>31</sup>

Σύμφωνα με τη θεωρία των Gordon και Litner, οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη, επομένως προτιμούν τα μερίσματα. Αν κάτι τέτοιο ισχύει, οι επενδυτές θα αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις που διανέμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών, δηλαδή ένα ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια υψηλή τιμή. Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani. Εδώ η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αποτελεί εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων προς διανομή και καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Οι Gordon και Litner υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα έχουν, σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, μικρότερο κίνδυνο, δηλαδή είναι πιο σίγουρα για τους επενδυτές. Μάλιστα προτρέπουν τις επιχειρήσεις να κρατούν λόγο, δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (αυτό το λόγο στη διεθνή βιβλιογραφία το συναντάμε ως payout ratio).<sup>32</sup>

#### **2.1.4. Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη**

Οι εταιρίες διανέμουν διαφορετικά ήδη μερισμάτων τα οποία βασίζονται στο τρόπο έκδοσής τους και πώς μεταβιβάζονται στους μετόχους. Η πιο συνηθισμένη και δημοφιλής μορφή διανομής των κερδών μιας εταιρίας είναι με μετρητά, όπου ένα μέρος των κερδών καταβάλλεται στους μετόχους σε χρηματικές μονάδες ανά μετοχή που κατέχουν. Μια άλλη μορφή είναι μερίσματα σε μετοχές, όπου σε

---

<sup>31</sup> Όπως αριθμός σημείωσης 12.

<sup>32</sup> Ο.π., σελ. 12.

αυτήν την περίπτωση τα μερίσματα παίρνουν την μορφή επιπρόσθετων μετοχών της ίδιας της εταιρείας ή κάποια θυγατρικής αυτής. Σε περιπτώσεις που η εταιρία δεν έχει επαρκές κεφάλαιο για να πληρώσει μερίσματα σε μετρητά μπορεί να προχωρήσει στην **έκδοση ομολογίας** για να καλύψει τις απαιτήσεις προς τους μετόχους. Ο βασικός στόχος των μερισμάτων σε ομόλογα είναι ουσιαστικά μια αναβολή της άμεσης πληρωμής σε μετρητά. Οι κάτοχοι των ομολόγων πέραν της πληρωμής στην ημερομηνία λήξης λαμβάνουν επίσης τακτικά τόκους επί των ομολόγων τους.<sup>33</sup>

Τα **μερίσματα σε είδος** έχουν τη μορφή προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται από την εταιρία. Καταβάλλονται από την επιχείρηση στο μέτοχο ως στοιχεία του ενεργητικού όπως χρυσός, ασήμι κλπ. Τέλος, **τα ιδιαίτερα ή έκτακτα μερίσματα** διανέμονται σπάνια και σε ειδικές περιπτώσεις, όπως σε εποχές που η εταιρία κερδίζει μια δικαστική διαμάχη, πουλάει μια επιχειρηματική της δραστηριότητα ή ρευστοποιεί επενδύσεις. Κάποιες εταιρίες καταβάλλουν τέτοια μερίσματα όταν έχουν πλεόνασμα μετρητών, με σκοπό να ενισχυθεί η αγοραία αξία των μετοχών τους. Μερικές φορές τα μερίσματα αυτά θεωρούνται ως επιστροφή κεφαλαίου με την έννοια ότι η εταιρία επιστρέφει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύονται από τους μετόχους. Έτσι ονομάζονται και **Μερίσματα Κεφαλαίου**, ενώ είναι στις περισσότερες φορές αφορολόγητα.<sup>34</sup>

Όλοι αυτοί οι λόγοι και οι τρόποι έκδοσης μερίσματος πραγματοποιούνται με κάποια μαθηματικά ή στοχαστικά μοντέλα. Τέτοια είναι το **μέρισμα σταθερού ποσοστού πληρωμής, σταθερού ποσοστού ανάπτυξης, σταθερού αυξανόμενου, κανονικό συν έκτακτο, υπολειμματικό, πελατειακής μερισματικής πολιτικής και του μηδενικού**. Όλα αυτά τα είδη μερίσματος θα αναλυθούν στην συνέχεια του παρόντος κεφαλαίου.

#### **2.1.4.1. Σταθερού Ποσοστού Πληρωμής Μερίσματος**

Η υιοθέτηση μιας τέτοιας πολιτικής συνεπάγεται κάποιου είδους σταθερότητα για την επιχείρηση διότι δεν την υποχρεώνει να καταβάλλει σταθερά μερίσματα. Παρ' όλα αυτά μία τέτοιου είδους πολιτική πληρωμής ενός σταθερού επί τοις εκατό ποσοστού επί των κερδών μπορεί να έχει είτε θετικά είτε αρνητικά αποτελέσματα

---

<sup>33</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 18.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 15.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 322.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 36-39.  
<sup>34</sup> Ό.π., σελ. 15.



εξαιτίας του διαφορετικού τρόπου αντιμετώπισης του κινδύνου από τη μεριά των επενδυτών. **Ο επενδυτής που επιδιώκει να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο είναι ευχαριστημένος από την απόφαση της επιχείρησης να ακολουθήσει αυτή την πολιτική αφού όσο θα αυξάνονται τα κέρδη τόσο θα αυξάνεται και το μέρισμα που θα εισπράττει. Από την άλλη μεριά, αν προτιμούσε τη σταθερότητα, δε θα ήταν ικανοποιημένος από μία πολιτική σταθερού ποσοστού πληρωμής για το λόγο ότι τα μερίσματα που θα έπρεπε να εισπράξει θα επηρεάζονταν από πιθανές διακυμάνσεις κερδών. Επίσης οι περισσότεροι από τους μετόχους προτιμούν τα σταθερά μερίσματα αφού, με όλα τα άλλα να παραμένουν σταθερά, τα σταθερά μερίσματα έχουν θετική επίπτωση στην τιμή αγοράς της μετοχής.**<sup>35</sup>

#### **2.1.4.2. Σταθερού Ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος**

Εάν μία εταιρία ακολουθήσει την πολιτική σταθερού ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος, η διοίκηση της θέτει ως στόχο ένα ποσοστό ετήσιας αύξησης του μερίσματος. Απαραίτητη προϋπόθεση για να συμβεί κάτι τέτοιο είναι η ύπαρξη ικανοποιητικής αύξησης των καθαρών κερδών. Σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έντονες πληθωριστικές πιέσεις είναι καλύτερο για μία εταιρία να ακολουθήσει μία τέτοιου είδους πολιτική που θα της προσφέρει σταθερή αύξηση του μερίσματος. **Αυτή η μεθοδολογία έκδοσης μερίσματος δημιουργεί αντιξοότητες στην σταθερότητα της χρηματοδότησης και στην επενδυτική πολιτική της εταιρείας. Από την άλλη, η πρακτική αυτή προϋποθέτει την ύπαρξη αύξησης των κερδών, όπου δεν είναι πάντοτε εφικτή και κατά συνέπεια αποτελεί μια πολιτική μη ανταγωνιστική επενδυτικά.**<sup>36</sup>

#### **2.1.4.3. Σταθερά αυξανόμενο μέρισμα**

Σε αυτήν την περίπτωση η επιχειρηματική μονάδα καθορίζει ένα ετήσιο μέρισμα ανά μετοχή το οποίο και διατηρεί σταθερό. Παρουσιάζει κοινά στοιχεία με του σταθερού ποσοστού ανάπτυξης μερίσματος. Με την υιοθέτηση μιας τέτοιας

---

<sup>35</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 18-19.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 15-16.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 40-41.

<sup>36</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 19.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 16-17.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 40.

πολιτικής οι μέτοχοι “κερδίζουν” μία μερισματική σταθερότητα, γεγονός που έχει θετικό αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης, επειδή αφενός αποφεύγεται κάθε πιθανή μείωση μερίσματος και αφετέρου το μέρισμα θα αυξηθεί μόνο εάν προβλέπονται μελλοντικά κέρδη τα οποία αφήνουν το περιθώριο διατήρησης του νέου ύψους του μερίσματος. **Αυτή η μέθοδος παρουσιάζει μεγάλη θετική συσχέτιση με την αξία της μετοχής και τα κέρδη της επιχείρησης.**<sup>37</sup>

#### **2.1.4.4. Χαμηλό κανονικό μέρισμα συν έκτακτο**

Η πολιτική αυτή βρίσκεται μεταξύ της πολιτικής του σταθερού ποσοστού πληρωμής και του σταθερού αυξανόμενου μερίσματος και υιοθετείται από επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ταμειακές ροές με μεγάλη αστάθεια. Στόχος της είναι ο συνδυασμός ενός ελάχιστου σταθερού ποσού για το κανονικό μέρισμα, το οποίο μπορεί να καταβληθεί από την επιχείρηση ακόμα και σε περιόδους με μειωμένα κέρδη, κι ενός μεταβαλλόμενου ποσού, το οποίο θα καταβάλλεται με τη μορφή έκτακτου μερίσματος και θα εξαρτάται κάθε φορά από τα ετήσια κέρδη της επιχείρησης. **Αυτή η πολιτική οδηγεί στην καλύτερη συνεργασία μεταξύ των μάντζερ – διοίκηση και των μετόχων – επενδυτών, αφού έχουν κοινά οφέλη από την αύξηση κερδοφορίας. Από την άλλη, η συγκεκριμένη πολιτική δεν προσθέτει αξία στην αποτίμηση της εταιρείας.**<sup>38</sup>

#### **2.1.4.5. Υπολειμματική Πολιτική Μερισμάτων**

Η πολιτική του υπολειμματικού μερίσματος είναι γνωστή και ως θεωρία των καθαρών χρηματοροών στα μερίσματα. Η μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση εξαρτάται από τη δυνατότητα επενδύσεων που έχει, την απόδοση αυτών των επενδύσεων και το οριακό κόστος κεφαλαίου που απαιτείται για τη χρηματοδότηση της επένδυσης. Επομένως, ενώ γίνεται προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών με το οριακό κόστος κεφαλαίου, κάθε επένδυση με θετική Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) θα πρέπει να γίνεται αποδεκτή. **Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται για στόχους χρηματοδότησης**

---

<sup>37</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 19.

Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.

<sup>38</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 19.

Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 17.

Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.

Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.

Μανέλης, ό.π., σελ. 41.

από τους μετόχους ή από την αγορά χρήματος.<sup>39</sup>

#### **2.1.4.6. Πελατειακή Μερισματική Πολιτική**

Η πελατειακή μερισματική πολιτική παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε χώρες στις οποίες τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή απ' ό,τι τα μερίσματα και δημιουργούνται συμφέροντα σε διάφορες ομάδες. Για παράδειγμα, ένας εργαζόμενος με χαμηλές απολαβές ενδεχομένως να προτιμήσει να επενδύσει σε μία εταιρία που παρέχει υψηλή μερισματική απόδοση. Αντιθέτως, ένας εργαζόμενος που απολαμβάνει υψηλό εισόδημα προφανώς θα επιδιώξει να αποφύγει τα μερίσματα λόγω υψηλού φορολογικού συντελεστή. Κατά συνέπεια, μία εταιρία εστιάζοντας σε συγκεκριμένη πελατεία, μπορεί να βρίσκεται σε θέση να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και ταυτόχρονα να μεγιστοποιήσει την τιμή των μετοχών της. Ένα βασικό σημείο της πολιτικής αυτής έγκειται στο ότι οι επενδυτές δε χρειάζεται να στηριχθούν στην εταιρία για την παροχή χρηματοροών που αυτοί επιθυμούν. Όταν κάποιος επενδυτής θέλει να εισπράξει μετρητά από την επένδυσή του, έχει πάντοτε τη δυνατότητα να ρευστοποιήσει μέρος αυτής. **Επομένως, ανάλογα με την διάρθρωση των μετόχων και την ομάδα κεφαλαίων που θέλει η διοίκηση να προσελκύσει διαμορφώνεται η ανάλογη μερισματική πολιτική.**<sup>40</sup>

#### **2.1.4.7. Μηδενική Καταβολή Μερισμάτων**

Είναι μία ακραία μορφή μερισματικής πολιτικής και αναφέρεται στη μη πληρωμή μερισμάτων και την πλήρη παρακράτηση κερδών προς διανομή, με σκοπό τα κεφάλαια αυτά να επενδυθούν πάλι και να δοθούν νέες μετοχές στους μετόχους. Η πολιτική αυτή εφαρμόζεται για μία ή δύο χρονιές το πολύ, εφόσον υφίσταται σπουδαίος λόγος. Συνήθως εφαρμόζεται σε περιπτώσεις κάλυψης ζημιών προηγούμενων χρήσεων ή σε περιπτώσεις κάλυψης τμήματος μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ενδεχομένως για την πραγματοποίηση μιας μεγάλης εξαγοράς. **Αυτή η πολιτική είναι καθαρά για την αυτοχρηματοδότηση της**

---

<sup>39</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 20.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.

<sup>40</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 327.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.

εταιρείας είτε για επενδύσεις ή για κάλυψη ζημιών παρελθόντων χρόνων.<sup>41</sup>

#### **2.1.4.8. Συμπεράσματα**

Ορισμένες μερισματικές πολιτικές είναι πιο αποτελεσματικές από κάποιες άλλες. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να αποβλέπουν σε σταθερή μερισματική πολιτική για να μειώσουν την αβεβαιότητα. Αυτή η πολιτική θα πρέπει να είναι αρκετά συντηρητική έτσι ώστε εξασφαλιστούν υψηλές καταβολές μερίσματος. Οι εταιρίες με κυκλικά και κυμαινόμενα κέρδη θα πρέπει να υιοθετήσουν μια πολιτική με χαμηλά μερίσματα, τα οποία συνοδεύονται από επιπλέον καταβολές όταν τα κέρδη και οι οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές. Κύριος στόχος είναι να καθοριστεί μια μερισματική πολιτική την οποία θα αποδέχονται οι επενδυτές ως ασφαλή και η οποία θα οδηγήσει τη μετοχή της επιχείρησης στη μέγιστη τιμή της.

Από την παραπάνω ανάλυση οι λόγοι που δίδεται μέρισμα είναι σύμφωνα με την επιβράβευση της επένδυσης των μετόχων για την εισροή κεφαλαίων από αυτούς. Η μέθοδος που επιστρέφονται τα χρήματα στους μετόχους είναι με την μορφή μερίσματος ή με την πώληση της θέσης τους στην εταιρεία. Συνεπώς, με την έκδοση μερίσματος τις περισσότερες φορές προστίθεται αξία στην εταιρεία. Αυτό πραγματοποιείται από την θετική σχέση των κερδών προς διάθεση και των μερισμάτων. Από την άλλη, πολλές θεωρίες αποτίμησης της μετοχής της εκάστοτε εταιρείας βασίζονται στη μερισματική πολιτική.

## **2.2. Τα μερίσματα σε σχέση με τα οικονομικά στοιχεία και η χρήση αριθμοδεικτών για την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής**

Σε αυτήν την ενότητα του δεύτερου κεφαλαίου θα αναλυθούν οι συσχετίσεις των μερισμάτων με βασικά οικονομικά στοιχεία και με τη χρήση αριθμοδεικτών θα αναλυθεί η επιρροή της μερισματικής πολιτικής από την φορολογία στην τρίτη ενότητα της παρούσας εργασίας. Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιασθεί το θεωρητικό υπόβαθρο των αριθμοδεικτών που θα χρησιμοποιηθούν στην τρίτη ενότητα.

---

<sup>41</sup> Μπέκου, ό.π., σελ. 20-21.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 311.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.

### **2.2.1. Μερίσματα και Κέρδη**

Όπως αναφέρθηκε διεξοδικά στο πρώτο κεφάλαιο και στην πρώτη ενότητα του δευτέρου τα μερίσματα σχετίζονται θετικά με τα κέρδη. **Όταν η εταιρεία παρουσιάζει κέρδη τις περισσότερες φορές διανείμει μέρισμα.** Το μέρισμα θεωρείται ως ανταμοιβή της επενδύσεως του μετόχου. Ο μέτοχος όταν αγοράζει μετοχές μιας εταιρείας έχει σκοπό να πάρει κάποιο εισόδημα. Όταν δίνεται μέρισμα από την επιχείρηση δεν έχει λόγο να πουλήσει τις μετοχές του για να έχει κάποιο εισόδημα. Επομένως, η έκδοση μερίσματος αποτρέπει κερδοσκοπικά φαινόμενα στη τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Από την άλλη, ένας επενδυτής θεωρείται μέτοχος στην λογιστική όταν κατέχει άνω του 10% των αριθμών των μετοχών που διακινούνται. Επομένως, υπάρχουν επενδυτές που είναι χαμηλότερης κλίμακας και επιδιώκουν να κερδίσουν εισόδημα από την μεταπώληση των μετοχών που κατέχουν. Όμως, κι αυτοί κερδίζουν από την αύξηση των κερδών και των μερισμάτων, επειδή η αποτίμηση της τιμής της μετοχής πραγματοποιείται με την χρήση της θεωρίας μερίσματος και μια μετοχή που δίδει μέρισμα αποτελεί επένδυση χαμηλού ρίσκου.<sup>42</sup>

### **2.2.2. Μέρισμα και Χρηματοδότηση**

Το μέρισμα επηρεάζει με δυο τρόπους τη χρηματοδότηση μιας επιχείρησης. Πρώτον, όταν διανέμονται μερίσματα η επιχείρηση μπορεί να αντλήσει χρηματοδότηση από την αγορά κεφαλαίου. Επιπροσθέτως, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι μια εταιρεία με αυξημένη ξένη χρηματοδότηση δεν δίδει ανταγωνιστικό μέρισμα σε σχέση με το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου. Επομένως, σε αυτήν την περίπτωση δε θα δίδεται μέρισμα θα παρακρατούνται τα κέρδη για την αποπληρωμή μέρους της ξένης χρηματοδότησης. Από την άλλη, όταν υπάρχει χαμηλή χρηματοδότηση και δεν αποδίδεται μέρισμα ή δεν είναι ανταγωνιστικό, τότε ο επενδυτής οδηγείται στο συμπέρασμα ότι η εταιρεία επανεπενδύει κεφάλαια στην ίδια, σε θυγατρικές της ή στην επέκταση των δραστηριοτήτων της. **Συμπερασματικά, τα μερίσματα επηρεάζουν την αυτοχρηματοδότηση είτε από την εισροή κεφαλαίων από την αγορά χρήματος, είτε δια μέσου του ποσοστού παρακρατηθέντων κερδών.**<sup>43</sup>

<sup>42</sup> Βοζονίδης, 2011, σελ. 26 – 34.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 257-298.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 36-39.

<sup>43</sup> Όπως αριθμός σημείωσης 24.

### **2.2.3. Μέρισμα και Λειτουργικό Κόστος**

Το λειτουργικό κόστος μιας επιχείρησης βασίζεται στις αμοιβές των παραγωγικών συντελεστών και στις λειτουργίες της διοίκησης, προώθησης, προγραμματισμού και διαχείρισης της εταιρείας. Επομένως, κάποιος ερευνητής θα μπορούσε να διατυπώσει την μη ύπαρξη σχέσης μερίσματος και λειτουργικού κόστους. Όμως, η αποπληρωμή χρηματοδοτικών δανείων επηρεάζουν το λειτουργικό κόστος μέσα από την ύπαρξη χρεωστικών τόκων. Από την άλλη η διοίκηση με το διοικητικό συμβούλιο των μετόχων πιθανόν να είναι διαφορετική ομάδα ατόμων και συμφερόντων. Επίσης, τα κόστη λειτουργίας αποτυπώνονται στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης και κατά συνέπεια στον πίνακα διάθεσης κερδών. *Οπότε όσο πιο χαμηλό το λειτουργικό κόστος τόσο καλύτερη η μερισματική πολιτική της εταιρείας.*<sup>44</sup>

### **2.2.4. Αριθμοδείκτες που βοηθούν στην ανάλυση της μερισματικής πολιτικής**

Για την ανάλυση επιρροής των μερισμάτων από και προς τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης που δημοσιεύονται στις λογιστικές καταστάσεις, θα πρέπει να δοθούν οι αριθμοδείκτες που θα αναλυθούν στο εμπειρικό κομμάτι του επομένου κεφαλαίου. Αρχικά θα πρέπει να αναλυθεί ο αριθμοδείκτης του χρέους σε σχέση με το λειτουργικό κόστος, ο αριθμοδείκτης της αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων σε αντιπαράθεση με τη χρηματοδότηση και ο αριθμοδείκτης μερίσματος για την ανάλυση της κερδοφορίας της επιχείρησης.<sup>45</sup>

Ο δείκτης Χρέους υπολογίζεται ως ο λόγος του Μακροπρόθεσμου Χρέους προς το άθροισμα του Μακροπρόθεσμου Χρέους συν το Μετοχικό Κεφάλαιο και τα Αποθεματικά. Μια άλλη μορφή αυτού του δείκτη είναι ο λόγος του αθροίσματος των Βραχυπρόθεσμων και Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς το σύνολο του Παθητικού. Με αυτό τον δείκτη αναλύεται το ποσοστό των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επί των Ιδίων Κεφαλαίων ή Καθαρής Θέσης. Επομένως, ο δείκτης χρέους δείχνει την απόδοση του λειτουργικού κόστους σε σχέση με τα Ίδια Κεφάλαια και κατ'επέκτασιν με την κερδοφορία και την μερισματική πολιτική. Τέλος, το λειτουργικό κόστος και το

<sup>44</sup> Ο.π., 24.

<sup>45</sup> Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.

Ξανθάκης, ό.π., σελ. 135-144.

Ευθύμογλου, 1999, σελ. 100 – 116.

χρέος επηρεάζεται από την φορολογική πολιτική του κάθε κράτους.<sup>46</sup>

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων δείχνει την απόδοση της χρηματοδότησης. Ελέγχεται εάν οι επενδύσεις προσθέτουν αξία στην επιχείρηση ή γίνονται για την εξυγίανση αυτής. **Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από τον τύπο, Κέρδη προ Φόρων και Τόκων προς Σύνολο του Ενεργητικού (Περιουσιακών Στοιχείων).** Επομένως, όταν αυτός ο δείκτης δείχνει αυξημένη απόδοση σημαίνει επιθετική επενδυτική πολιτική και έχει ως αποτέλεσμα την οικονομική ανάπτυξη της επιχείρησης. Αυτή η επιχείρηση μεσοπρόθεσμα θα αυξήσει το μέρισμα της και κατά συνέπεια είναι μια ικανοποιητική επενδυτική πρόταση στην αγορά χρήματος.<sup>47</sup>

Ο Δείκτης Μερισματος μετράει την απόδοση της μερισματικής πολιτικής. Αυτός ο δείκτης σχετίζει το μέρισμα με την τιμή της μετοχής. Ουσιαστικά η μερισματική πολιτική είναι το γινόμενο της τιμής ανά κέρδη μετοχής επί του δείκτη μερισματος. Αυτό το γινόμενο δείχνει το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους. Από την άλλη ο δείκτης μερισματος δείχνει την απόδοση του μερισματος επί της αγοραίας τιμής μετοχής. **Ο δείκτης μερισματος υπολογίζεται από το λόγο Μέρισμα ανά Μετοχή προς την Τιμή Μετοχής.**<sup>48</sup>

### **2.2.5. Συμπεράσματα**

Το μέρισμα και κατ' επέκτασιν η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης σχετίζεται με διάφορα οικονομικά στοιχεία αυτής. Τα πιο σημαντικά οικονομικά στοιχεία που ενδιαφέρουν την μερισματική πολιτική είναι τα κέρδη, η χρηματοδότηση και το λειτουργικό κόστος. Από την βιβλιογραφία διαφαίνεται ότι η μερισματική πολιτική αλληλεπιδρά θετικά με τα κέρδη και τη χρηματοδότηση, ενώ με το λειτουργικό κόστος αρνητικά. Για την μαθηματική αυτή σχέση θα διερευνηθεί στο επόμενο κεφάλαιο. Επιπροσθέτως όλα τα παραπάνω οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης επηρεάζονται από την φορολογική πολιτική της χώρας που δραστηριοποιείται ή έχει την έδρα δραστηριότητας.

---

<sup>46</sup> Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 142.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 101-102.

<sup>47</sup> Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 136-137.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 108.

<sup>48</sup> Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 143-144.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 115.

Εν συνεχεία της παραπάνω ανάλυσης θα υπολογισθούν στο επόμενο κεφάλαιο τρεις αριθμοδείκτες. Οι αριθμοδείκτες αυτοί είναι ο δείκτης χρέους, ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων και ο δείκτης μερίσματος. Θα ήταν εφικτό στην παρούσα εργασία να αναλύονταν όλοι οι αριθμοδείκτες χρέους, αποδοτικότητας και αποτίμησης, όμως, αυτοί οι τρεις είναι η πιο αντιπροσωπευτικοί της μερισματικής πολιτικής και υπάρχει σχέση αυτών με την φορολόγηση. Επομένως, θα είναι εφικτό να εξαχθούν σημαντικά συμπεράσματα από την φορολογική πολιτική στην Ελλάδα και την πορεία των μερισμάτων.

### 2.3. Βιβλιογραφία κεφαλαίου

1. Μπέκου, 2011, σελ. 15 – 16.  
Παπαγεωργίου, 2008, σελ. 5.  
Ξανθάκης, και συν. 2007, σελ. 299.  
Σωτηρίου, 2008, σελ. 6.  
Μανέλης, 2006, σελ. 33.
2. Όπως αριθμός σημείωσης 1.
3. Όπως αριθμός σημείωσης 1.
4. Μπέκου, ό.π., σελ. 21-23.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 11-14.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 305-314.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 29.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 52-56.
5. Όπως αριθμό σημείωσης 4.
6. Μπέκου, ό.π., σελ. 17.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 7-8.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 320.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 14.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 33-34.
7. Ό.π., σελ. 6.
8. Ό.π., σελ. 6.
9. Ό.π., σελ. 6.
10. Μπέκου, ό.π., σελ. 17.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 8-9.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 320.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 35-36.
11. Ό.π., 10.
12. Μπέκου, ό.π., σελ. 16.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 9-10.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 321.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 35.
13. Όπως αριθμός σημείωσης 12.
14. Ό.π., σελ. 12.
15. Μπέκου, ό.π., σελ. 18.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 15.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 322.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.



- Μανέλης, ό.π., σελ. 36-39.
16. Ό.π., σελ. 15.
17. Μπέκου, ό.π., σελ. 18-19.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 15-16.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 40-41.
18. Μπέκου, ό.π., σελ. 19.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 16-17.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 40.
19. Μπέκου, ό.π., σελ. 19.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.
20. Μπέκου, ό.π., σελ. 19.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 17.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.  
Μανέλης, ό.π., σελ. 41.
21. Μπέκου, ό.π., σελ. 20.  
Παπαγεωργίου, ό.π., σελ. 17-18.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 323.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.
22. Μπέκου, ό.π., σελ. 20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 327.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.
23. Μπέκου, ό.π., σελ. 20-21.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 311.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 23-25.
24. Βοζονίδης, 2011, σελ. 26 – 34.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 257-298.  
Σωτηρίου, ό.π., σελ. 36-39.
25. Όπως αριθμός σημείωσης 24.
26. Ό.π., 24.
27. Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 135-144.  
Ευθύμογλου, 1999, σελ. 100 – 116.
28. Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 142.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 101-102.
29. Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 136-137.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 108.
30. Βοζονίδης, ό.π., σελ. 13-20.  
Ξανθάκης, ό.π., σελ. 143-144.  
Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 115.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΡΡΟΗΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΑΙ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ALPHA BANK

Σε αυτό το κεφάλαιο θα παρουσιασθεί το χρηματοπιστωτικό σύστημα της Ελλάδος και της Alpha Bank, καθώς και η ιστορική πορεία του κλάδου και του συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Στην συνέχεια θα παρουσιασθεί η διαγραμματική ανάλυση για κλάδο και χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, καθώς και η ανάλυση αριθμοδεικτών. Τέλος, θα παρουσιασθεί η συσχέτιση των οικονομικών στοιχείων και των αριθμοδεικτών που έχουν εξαχθεί από τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις με την μερισματική πολιτική του κλάδου και της Alpha Bank.

#### 3.1. Παρουσίαση του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Κάθε χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει τις ιδιαιτερότητές του και τους δικούς του «φυσικούς» νόμους που τους διέπουν. Όμως, έχει κάποια χαρακτηριστικά που είναι κοινά. Ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από τα πιστωτικά ιδρύματα, τους θεσμικούς επενδυτές και από τις λοιπές μη τραπεζικές επιχειρήσεις. Τα πιστωτικά ιδρύματα κατανέμονται σε εγχώρια, σε υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων και στις συνεταιριστικές τράπεζες. Τα εγχώρια και ξένα πιστωτικά ιδρύματα διέπονται από τις αρχές της επιτροπής της Βασιλείας που έχουν ενσωματωθεί στο νομοθετικό πλαίσιο άσκησης εργασιών και της χώρας όπου εδρεύει το ξένο πιστωτικό ίδρυμα. Συνεπώς σε διεθνή επίπεδο δεν υπάρχουν μεγάλες διαφορές στην χρηματοπιστωτική νομοθεσία και λειτουργία. Οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούνται από ασφαλιστικές εταιρίες, φορείς κοινωνικής ασφάλισης κι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων. Ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων θεωρούνται οι εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία. Οι λοιπές μη τραπεζικές επιχειρήσεις αποτελούνται από χρηματιστηριακές εταιρίες, εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρίες πρακτόρευσης απαιτήσεων, εταιρίες παροχής πιστώσεων και εταιρίες

κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών.<sup>49</sup>

Τα πιστωτικά ιδρύματα εποπτεύονται από τους εκάστοτε φορείς, οι οποίοι εκτός της εποπτείας και αδειοδότησης πραγματοποιούν και την επεξεργασία των γνωμοδοτήσεων της Επιτροπής της Βασιλείας ώστε να γίνουν νομοθετήματα. Συνεπώς τα ξένα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν υποκαταστήματα σε μια χώρα διέπονται από την νομοθεσία της χώρας που εδρεύουν και από της χώρας που ασκούν την εργασία. Σε γενικές γραμμές λειτουργίας τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα και τα υποκαταστήματα ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων λειτουργούν κάτω από το ίδιο θεσμικό πλαίσιο. Οι συνεταιριστικές τράπεζες δραστηριοποιούνται τοπικά, απευθύνονται αποκλειστικά στα μέλη της, συμβάλλουν στις τοπικές αναπτυξιακές προσπάθειες και προσφέρουν ολοκληρωμένα τραπεζικά προγράμματα και υπηρεσίες με φιλικότητα, ευελιξία, ταχύτητα και αποτελεσματικότητα. Σύμφωνα με τις τοπικές ιδιομορφίες και ανάγκες έχει αποκτήσει η συνεταιριστική πίστη τα παραπάνω χαρακτηριστικά και είναι σε θέση να παράγει χρηματοπιστωτικά εργαλεία που συμβάλλουν στην αναπτυξιακή πολιτική της κάθε περιφέρειας. Λειτουργούν αποκεντρωτικά και συνεπώς πιο αποτελεσματικά. Οι συνεταιριστικές τράπεζες παρεμβαίνουν συμπληρωματικά και βελτιωτικά στο τραπεζικό σύστημα. Διακρίνονται για την πελατοκεντρική τους αντίληψη, στηρίζουν και στηρίζονται από τις τοπικές παραγωγικές δυνάμεις και ενισχύουν την τοπική ανάπτυξη.<sup>50</sup>

Στην ελληνική πραγματικότητα η εξέλιξη των ετών 2008 – 2009 στα πιστωτικά ιδρύματα παρουσιάζεται από το παρακάτω Διάγραμμα και τη στατιστική ανάλυση που ακολουθεί, καθώς και από τους πίνακες του αντίστοιχου παραρτήματος του κεφαλαίου. Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα έχουν παραμείνει στο ίδιο επίπεδο μεγέθους με 20 ιδρύματα και αύξηση του ενεργητικού κατά 6,81% και με ποσοστό επί του ενεργητικού να αυξάνεται κατά 0,8% σε απόλυτες τιμές και ποσοστά για το 2009 το ενεργητικό είναι στα 447151 εκ. € με 79,8 % ποσοστό επί του συνόλου του ενεργητικού. Συνέπεια της παραπάνω ανάλυσης είναι η αύξηση του κύκλου εργασιών των ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων. Τα υποκαταστήματα των ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων μειώθηκαν από 30 σε 29 με συνέπεια την μείωση του ενεργητικού τους κατά 2,98% και σε ποσοστό επί του συνόλου του ενεργητικού του χρηματοπιστωτικού συστήματος μειώθηκε κατά 0,06% . Σημαντικό στοιχείο αποτελεί ότι το υποκατάστημα ξένου πιστωτικού ιδρύματος που σταμάτησε ή

<sup>49</sup> Κορλίρας, 2000, σελ. .

<sup>50</sup> Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος 2010.  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2012.  
Κορλίρας, 2000, σελ. .

διέκοψε τις εργασίες του στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν από χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η πολιτική σε ασταθείς χώρες με μεγάλα δημοσιονομικά προβλήματα και έντονες πιέσεις στην χρηματοδοτική πολιτική και εξυγίανσή της οδηγεί πολλές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στις αγορές της χώρας αυτής να διακόψουν τις εργασίες τους ή να συγχωνευτούν. Στην αγορά χρήματος οι αντιδράσεις σε ασταθείς οικονομίες ή εκτιμήσεις για τις οικονομίες αυτές είναι άμεσες.<sup>51</sup>

Η Ένωση Συνεταιριστικών Τραπεζών Ελλάδος, ιδρύθηκε στις 22/7/1995 με πρωτοβουλία των Συνεταιριστικών Τραπεζών Λαμίας, Ιωαννίνων, Παγκρήτιας και Αχαϊκής και του Πιστωτικού Συνεταιρισμού Κορινθίας "Ο ΕΡΜΗΣ". Είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης Συνεταιριστικών Τραπεζών (EACB) και της διεθνούς Ένωσης Συνεταιριστικών Τραπεζών (ICBA). Σήμερα η ΕΣΤΕ αριθμεί 22 μέλη, από τα οποία τα 13 είναι Συνεταιριστικές Τράπεζες, τα 8 Πιστωτικοί Συνεταιρισμοί και 1 Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα. Διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο ένδεκα μελών, που εκλέγεται από τη Γενική Συνέλευση των μελών ενώ ταυτόχρονα εκλέγεται και Εποπτικό Συμβούλιο τριών μελών. Οι άξονες λειτουργίας της Ένωσης Συνεταιριστικών Τραπεζών Ελλάδος, συνοψίζονται στο σχεδιασμό και υλοποίηση πολιτικής για την προβολή και ανάπτυξη του θεσμού της Συνεταιριστικής Πίστης, σε όλες τις περιοχές της Ελλάδος. Επίσης συντελεί στη δημιουργία του πλαισίου και των προϋποθέσεων για τη στενότερη και αποδοτικότερη συνεργασία των Συνεταιριστικών Τραπεζών και Πιστωτικών Συνεταιρισμών, καθώς και τη δημιουργία ενός ενιαίου Συνεταιριστικού Πιστωτικού δικτύου. Από την άλλη η Ένωση των συνεταιριστικών τραπεζών ασχολείται με την εκπροσώπηση της Συνεταιριστικής Πίστης στα θεσμικά όργανα της Πολιτείας, με τη συστηματική παρέμβαση για τη διεκδίκηση λύσεων στα σημαντικά προβλήματα που απασχολούν τη Συνεταιριστική Πίστη και λειτουργούν ανασταλτικά στην ανάπτυξή της και με την παροχή υποστηρικτικών υπηρεσιών στις Συνεταιριστικές Τράπεζες και στους Πιστωτικούς Συνεταιρισμούς, σε θέματα εκπαίδευσης, νομικής υποστήριξης, μηχανοργάνωσης και οργάνωσης. Τέλος, αναπτύσσει δεσμούς και συνεργασίες με Συνεταιριστικές Τράπεζες του Εξωτερικού και παράλληλα αναπτύσσει τη διασυνεταιριστική συνεργασία και την προβολή της Κοινωνικής Οικονομίας στην Ελλάδα.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, ό.π.,  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π.,  
Κορλίρας, ό.π., σελ. . .

<sup>52</sup> Κορλίρας, ό.π., σελ. . .

Η Συνεταιριστική Πίστη στη Ελλάδα άρχισε να αναπτύσσεται την τελευταία 10ετία με βάση το Νόμο 2076/92 με τον οποίο ενσωματώθηκαν στην Ελληνική Τραπεζική Νομοθεσία οι διατάξεις της Β΄ Τραπεζικής Οδηγίας του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κοινότητας 77/78 και την ΠΔ/ΤΕ 2258/2.11.1993. Με βάση την ισχύουσα νομοθεσία και το θεσμικό πλαίσιο τα Συνεταιριστικά Πιστωτικά Ιδρύματα είναι Αστικοί Πιστωτικοί Συνεταιρισμοί Ν.1667/86 οι οποίοι αφού συγκεντρώσουν το ελάχιστο κεφάλαιο και εκπληρώσουν τις απαραίτητες προϋποθέσεις λαμβάνουν άδεια λειτουργίας Πιστωτικού Ιδρύματος από την Τράπεζα της Ελλάδος, ύστερα από αίτημά τους και διενεργούν όλες τις τραπεζικές εργασίες που αποτελούν αντικείμενο δραστηριότητας των Εμπορικών Τραπεζών, μόνο σε επίπεδο του Νομού που δραστηριοποιούνται. Οι Πιστωτικοί Συνεταιρισμοί που λαμβάνουν άδεια να λειτουργήσουν ως Πιστωτικό ίδρυμα δεν μεταβάλλουν την νομική προσωπικότητά τους και επιτρέπεται να χρησιμοποιούν στην επωνυμία τους τον όρο «Συνεταιριστική Τράπεζα».<sup>53</sup>

Αξίζει να σημειωθεί ότι το ύψος του απαιτούμενου ελάχιστου κεφαλαίου έχει αναπροσαρμοσθεί 3 φορές τα τελευταία χρόνια σε επίπεδα που δεν ανταποκρίνονται στα οικονομικά και πληθυσμιακά δεδομένα πολλών Νομών της χώρας μας, δυσχεραίνοντας στην πράξη τόσο τη δημιουργία όσο και τη μετεξέλιξη των Πιστωτικών Συνεταιρισμών σε Τράπεζες. Έτσι τα 1,76 εκατ. € (ΠΔ/ΤΕ 2258/2.11.93) που προβλέπονταν αρχικά έγιναν, σύμφωνα με τις ΠΔ/ΤΕ 2413/9.7.97 και 2420/12/9/97 από 1/1/98 2,64 εκατ. € και από 1/7/98 3,52 εκατ. €. Στη συνέχεια με την ΠΔ/ΤΕ 2471/10.4.2001 το ελάχιστο κεφάλαιο αυξήθηκε σε 6,0 εκατ. €. Οι Συνεταιριστικές Τράπεζες συναλλάσσονται με τα μέλη τους με άλλα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και με το Ελληνικό Δημόσιο. Διενεργούν όλες της τραπεζικές εργασίες εκτός του *underwriting*. Στην Ελλάδα η συνεταιριστικές τράπεζες ίδρυσαν την Πανελλήνια Τράπεζα, η οποία λειτουργεί ως κεντρική τους τράπεζα με ρόλο κυρίως συντονιστικό. Σημαντική αναφορά αποτελεί ότι η DZ BANK, η κεντρική τράπεζα των συνεταιριστικών τραπεζών της Γερμανίας, συμμετέχει ως στρατηγικός επενδυτής στην Πανελλήνια Τράπεζα. Την πενταετία 2004 – 2008 η εξέλιξη των βασικών μεγεθών των συνεταιριστικών τραπεζών ήταν ανοδική. Ουσιαστικά, διαφαίνεται μια προοπτική ανάπτυξης και εδραίωσης στην χρηματοπιστωτική αγορά, η οποία διασφαλίζει ανταγωνιστικότητα στην ανάπτυξη

---

Παπαδάκης, 2012, σελ. 34 – 35.

Βερβερής, 2008, σελ. 64 – 69.

<sup>53</sup> Παπαδάκης, ό.π., σελ. 34 – 35.

Βερβερής, ό.π., σελ. 64 – 69.

χρηματοπιστωτικών προϊόντων.<sup>54</sup>

Οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούνται από ασφαλιστικές εταιρίες, φορείς κοινωνικής ασφάλισης και οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Οι ασφαλιστικές εταιρίες εποπτεύονται από τις αντίστοιχες θεσμοθετημένες ανεξάρτητες αρχές κάθε χώρας. Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης αντιπροσωπεύουν το κράτος και οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων ενασχολούνται με κινητές αξίες και την προώθηση του διασυνοριακού εμπορίου. Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων διέπονται από την οδηγία 85/611/ ΕΟΚ της 20ής Δεκεμβρίου 1985. Οι οργανισμοί αυτοί έχουν συμβατική μορφή, όπως αμοιβαία κεφάλαια διαχειριζόμενα από εταιρεία διαχείρισης, ή καταστατική μορφή, όπως εταιρεία επενδύσεων. Επίσης, έχουν αποκλειστικό σκοπό τη συλλογική επένδυση κεφαλαίων που συγκεντρώνονται από το κοινό σε κινητές αξίες και άλλα ρευστά στοιχεία ενεργητικού, η λειτουργία τους βασίζεται στην αρχή κατανομής των κινδύνων ώστε να ελαχιστοποιείται ο συνολικός κίνδυνος της επένδυσης και τα μερίδια εξαγοράζονται ή εξοφλούνται με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών. Επιπροσθέτως οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων για να ασκούν την δραστηριότητα τους πρέπει να έχουν άδεια των αρμόδιων αρχών του κράτους μέλους στο οποίο είναι εγκατεστημένοι ή του κράτους μέλους καταγωγής. Το κάθε κράτος μέλος έχει καθορίσει τους εποπτικούς κανόνες σύμφωνα με την εναρμόνισή του στις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Επιτροπής της Βασιλείας.<sup>55</sup>

Οι λοιπές μη τραπεζικές επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι οι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, οι εταιρίες πρακτόρευσης απαιτήσεων, οι εταιρίες παροχής πιστώσεων και οι εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Παρ' ότι αυτός ο κλάδος του χρηματοπιστωτικού συστήματος παρουσιάζει ανακατατάξεις τα τελευταία χρόνια με τάση να μειώνει τον αριθμό των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στην συγκεκριμένη αγορά. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες μειώθηκαν σε ποσοστό 15% από το 2006 και σε 10% επί του συνόλου του ενεργητικού. Αυτό δείχνει ότι η μείωση των εταιρειών επηρεάζει σε μικρότερο επίπεδο τα στοιχεία του ενεργητικού. Οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης μειώθηκαν σε ποσοστό 10%

<sup>54</sup> Παπαδάκης, ό.π., σελ. 34 – 35.

Βερβερός, ό.π., σελ. 64 – 69.

Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..

<sup>55</sup> Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..

Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, 2012.

και τα στοιχεία του ενεργητικού αυξήθηκαν σε μικρό ποσοστό, όπου δηλώνει είτε εξαγορά είτε συγχώνευση των εταιρειών αυτής της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επιπροσθέτως, πιθανόν στην ελληνική πραγματικότητα δεν υπήρχαν εταιρείας διεθνής επιχειρηματικής δραστηριότητας στην χρηματοδοτική μίσθωση. Επίσης, οι εταιρίες πρακτόρευσης απαιτήσεων παρέμειναν σε αριθμό ίδιες και τα στοιχεία του ενεργητικού αυξήθηκαν απειροελάχιστα. Τέλος, οι εταιρίες παροχής πιστώσεων και οι εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών σε αριθμό παρέμειναν ίδιες.<sup>56</sup>

### 3.2. Παρουσίαση του Ομίλου της Alpha Bank

Ο Όμιλος Alpha Bank είναι ένας από τους μεγαλύτερους Ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα, με ισχυρή παρουσία στην εγχώρια και τη διεθνή τραπεζική αγορά. Προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υψηλής ποιότητας χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένων της λιανικής τραπεζικής, της τραπεζικής μεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, της διαχείρισης κεφαλαίων και private banking, της διανομής ασφαλιστικών προϊόντων, της επενδυτικής τραπεζικής, των χρηματιστηριακών εργασιών και της διαχείρισης ακίνητης περιουσίας.<sup>57</sup>

Μητρική Εταιρία και βασική Τράπεζα του Ομίλου είναι η Alpha Bank, η οποία ιδρύθηκε το 1879 από τον Ιωάννη Φ. Κωστόπουλο. Η Alpha Bank είναι μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές τράπεζες με ένα δίκτυο καταστημάτων 1000 σημείων εξυπηρέτησης στην Ελλάδα, παρουσία στην διεθνή τραπεζική και έχει έναν από του υψηλούς δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας. Μέσα σε αυτό το συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον ο όμιλος πραγματοποίησε σημαντικές ανακεφαλαιωτικές και διαρθρωτικές αλλαγές. Αυτές παρουσιάζονται στην συνέχεια με χρονολογική σειρά από την πιο παλιά στην πιο πρόσφατη:

- Η απόκτηση του συνόλου των μετοχών της Εμπορικής Τραπέζης την 1.2.2013.
- Η επιτυχής ανακεφαλαιοποίηση της Τραπέζης, την 31.5.2013, με υπερκάλυψη της απαιτούμενης ιδιωτικής συμμετοχής, η οποία είχε ως

<sup>56</sup> Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..

Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, ό.π..

<sup>57</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Τράπεζα.

αποτέλεσμα τη διατήρηση του ιδιωτικού χαρακτήρα της Alpha Bank.

- Η ολοκλήρωση της νομικής συγχωνεύσεως δι' απορροφήσεως της Εμπορικής Τραπέζης, την 28.6.2013.
- Η επιτυχής ολοκλήρωση της Αυξήσεως του Μετοχικού Κεφαλαίου της Τραπέζης ύψους 1,2 δισ., την 31.3.2014.
- Η εξαγορά του συνόλου των προνομιούχων μετοχών του Ελληνικού Δημοσίου από την Τράπεζα, η οποία πρώτη από τις συστημικές τράπεζες προέβη στην αποπληρωμή της συμμετοχής του.
- Η ολοκλήρωση της εξαγοράς των εργασιών Λιανικής Τραπεζικής της Citibank, την 30.9.2014.<sup>58</sup>

Η ιστορία της Τράπεζας ξεκινάει από τον Εμπορικό Οίκο Ι. Φ. Κωστόπουλου το 1879 στην Καλαμάτα. Ο εμπορικός αυτός οίκος σχεδόν με την έναρξη των δραστηριοτήτων του ανέπτυξε χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες. Σημαντική εξέλιξη στην πορεία της εταιρείας αποτελεί το έτος 1916 όπου με τη συνεργασία της Λαϊκής Τράπεζας ιδρύθηκε η ετερόρρυθμη εταιρεία Τράπεζα Ι.Φ. Κωστόπουλου με έδρα την Καλαμάτα. Το 1918 μετονομάστηκε σε Τράπεζα Καλαμών και άλλαξε η νομική της υπόσταση σε Ανώνυμη Εταιρεία. Το 1924 πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση της Τράπεζας με το τραπεζικό τμήμα του Εμπορικού Οίκου Ι. Φ. Κωστόπουλου και δημιουργήθηκε η Τράπεζα Ελληνικής Εμπορικής Πίστεως με έδρα την Αθήνα. Παρ' όλο της αλλαγής έδρας οι δραστηριότητες της Τράπεζας συνεχίστηκαν στη Νότια Πελοπόννησο με ανάπτυξη δικτύου καταστημάτων.<sup>59</sup>

Μετά το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και ιδιαίτερα στα πλαίσια του προγράμματος οικονομικής ανασυγκρότησης η τράπεζα μετονομάστηκε σε Τράπεζα Εμπορικής Πίστεως το 1947. Μετά από αυτήν την προσπάθεια οικονομικής ανασυγκρότησης η εταιρεία ανέπτυξε δίκτυο καταστημάτων σε όλη την επικράτεια της Ελλάδας. Το 1972 μετονομάστηκε σε Τράπεζα Πίστεως και κατά τη δεκαετία 1970 πρωτοστάτησε στην ανασυγκρότηση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Κατά το τέλος της δεκαετίας του 1980 πραγματοποιείται η απελευθέρωση του συγκεκριμένου κλάδου και η τράπεζα λειτουργεί ως χρηματοπιστωτικός όμιλος ο οποίος εξυπηρετεί ένα μεγάλο φάσμα

---

<sup>58</sup> Ο.π., σελ. 9.

<sup>59</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Εξέλιξη.



χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Το 1994 η τράπεζα μετονομάστηκε σε Alpha Τράπεζα Πίστεως.<sup>60</sup>

Στη συνέχεια των δραστηριοτήτων της, υπό το φάσμα της ένταξης της Ελλάδας στη ζώνη του Ευρώ και στην προσπάθεια εκσυγχρονισμού της ίδιας και του κλάδου η τράπεζα το 1999 εξαγόρασε το 51% της Ιονικής Τράπεζας. Η Ιονική Τράπεζα ήταν υπό δημόσιο έλεγχο και η συγχώνευση αυτών των δυο πιστωτικών ιδρυμάτων ολοκληρώθηκε τον επόμενο χρόνο. Το νέο τραπεζικό σχήμα ονομάστηκε Alpha Bank. Κατά το έτος 2013 πραγματοποιήθηκε η εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας από την Credit Agricole S.A. ένα από τα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα λιανικής τραπεζικής στην Γαλλία. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τις σύγχρονες απαιτήσεις του χρηματοπιστωτικού συστήματος η τράπεζα εξυπηρετεί περίπου 4 εκ. Πελάτες και δραστηριοποιείται στη διεθνή τραπεζική με εταιρείες πλήρους ή πλειοψηφικού πακέτου μετοχών στις χώρες της Ρουμανίας, της Σερβίας, της Βουλγαρίας, της Πρώην Γιουγκοσλαβικής Δημοκρατίας της Μακεδονίας, της Αλβανίας, της Κύπρου και στο Λονδίνο του Ηνωμένου Βασιλείου.<sup>61</sup>

Συγκεκριμένα, ο όμιλος της Alpha Bank έχει εταιρείες χρηματοδοτικής πίστης, χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, επενδύσεων, παροχής υπηρεσιών, κτηματικές και ξενοδοχειακές, οι οποίες θα αναφερθούν αναλυτικά στη συνέχεια της παρούσας ενότητας. Επίσης, η εταιρεία ακολουθώντας τις εξελίξεις της τραπεζικής πρακτικής έχει εντάξει στις υπηρεσίες της τις νέες τεχνολογίες. Τέτοιες υπηρεσίες είναι το alphanhone όπου πραγματοποιούνται οι εργασίες μέσω τηλεφώνου, το alphaline όπου οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με τη χρήση ηλεκτρονικού υπολογιστή, το alpha web banking όπου χρησιμοποιείται το internet για την συναλλαγή και το alpha mobile banking όπου υποστηρίζεται εφαρμογή για τα κινητά τηλέφωνα. Αποτέλεσμα των παραπάνω πρακτικών είναι η δημιουργία πρωτοκόλλων ασφαλείας και η ανάπτυξη του τμήματος πληροφορικής σε διεύθυνση η οποία διαχειρίζεται όλο το φάσμα εργασιών λογισμικού και τεχνικής υποστήριξης.<sup>62</sup>

Εν συνεχεία της ανάλυσης θα παρατεθούν οι εταιρείες του ομίλου στην Ελλάδα και στον Εξωτερικό. Στην Ελλάδα λειτουργούν τα λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα με 100% ιδιοκτησία της τράπεζας και είναι η Alpha Leasing A.E. Και η ABC

<sup>60</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Ιστορική Διαδρομή.

<sup>61</sup> Ο.π., σελ. 12.

<sup>62</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Εξέλιξη.  
Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Ιστορική Διαδρομή.

Factors A.E.. Επίσης, δραστηριοποιούνται στην ίδια αγορά οι εταιρείες επενδυτικής τραπεζικής Alpha Finance A.E.Π.Ε.Υ., Alpha Ventures A.E. Και η Alpha Ventures Capital Management όπου στις δυο πρώτες είναι άμεση η ιδιοκτησία σχεδόν 100% και στην τρίτη είναι 100% έμμεση ως θυγατρική εταιρεία θυγατρικής της τράπεζας. Από την άλλη, η τράπεζα κατέχει στο σύνολο 100% του άμεσου και έμμεσου ποσοστού ιδιοκτησίας δυο ασφαλιστικές εταιρείες και μια εταιρεία διαχείρισης κεφαλαίου. Αυτές οι εταιρείες είναι η Alpha Asset Management A.E.Δ.Α.Κ. ως διαχείριση κεφαλαίου και η Alphalife Ανώνυμος Ασφαλιστική Εταιρεία Ζωής και η Alpha Ασφαλιστικές Πρακτορεύσεις Α.Ε. ως ασφαλιστικές. Τέλος, στην Ελλάδα λειτουργού και οι εξής λοιπές εταιρείες με ποσοστό ιδιοκτησίας 93,17% η Alpha Αστικά Ακίνητα Α.Ε., η Ιονική Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις σε 97,27% και η Alpha Υποστηρικτικών Εργασιών Α.Ε. στο 100% και σε όλες έμμεσα.<sup>63</sup>

Στο εξωτερικό δραστηριοποιείται σε πιστωτικά ιδρύματα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Κύπρο, στη Ρουμανία, στην Π.Γ.Δ.Μ., στη Σερβία και στην Αλβανία με την ίδρυση θυγατρικών αποκλειστική ιδιοκτησίας. Συγκεκριμένα, στο Ηνωμένο Βασίλειο δραστηριοποιείται με την Alpha Bank London Ltd σε 100%, στην Κύπρο με την Alpha Bank Cyprus Ltd σε 100%, στη Ρουμανία με την Alpha Bank Romania S.A. σε 99,92%, στην Π.Γ.Δ.Μ. με την Alpha Bank A.D. Skorje σε 100%, στη Σερβία με την Alpha Bank A.D. Srbija σε 100% και στην Αλβανία με την Alpha Bank Albania SHA. Επίσης, στη Ρουμανία λειτουργούν η Alpha Leasing Romania IFN S.A. Ως χρηματοδοτική εταιρεία, η SSIF Alpha Finance Romania S.A. ως επενδυτικής τραπεζικής και η Alpha Insurance Brokers Srl ως ασφαλιστική. Ενώ στην Κύπρο λειτουργεί η Alpha Insurance Ltd ως ασφαλιστική και στο Ηνωμένο Βασίλειο η Alpha Group Jersey Ltd ως λοιπές εταιρείες.<sup>64</sup>

Εκτός από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πλήρης ή μερικής ιδιοκτησίας που κατέχει ο όμιλος στο εξωτερικό συνεργάζεται μέσω ανταποκρίτριες τράπεζες για την εκτέλεση των χρηματοπιστωτικών της εργασιών στην χώρα αυτή. Τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα, η Τσεχία, το Χονγκ Κονγκ, η Κροατία, η Ουγγαρία, η Πολωνία και η Σιγκαπούρη ανταποκρίνονται από τη CITIBANK N.A. στο Λονδίνο. Η Αλβανία εκτός από την θυγατρική ανταποκρίνεται με την INTESA SANPAOLO BANK ALBANIA στα Τίρανα και η Αυστραλία με δυο ιδρύματα τα COMMONHEALTH BANK OF AUSTRALIA και WESTPAC BANKING CORPORATION στο Σύδνεϋ. Στην Βουλγαρία η ανταπόκριση των τραπεζικών

<sup>63</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: εταιρείες του ομίλου.

<sup>64</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: εταιρείες του ομίλου.

εργασιών γίνονται από την RAIFFEISEN BANK EAB στη Σόφια και στο Καναδά πραγματοποιούνται από τις BANK OF MONTREAL στο Μόντρεαλ και BANK OF NOVA SCOTIA στο Τορόντο. Στην Δανία συνεργάζεται με την DANSKE BANK A/S στην Κοπεγχάγη, ενώ στην Ελβετία είναι η Credit Suisse και η UBS AG στη Ζυρίχη. Στο Ηνωμένο Βασίλειο υπάρχουν τέσσερις ανταποκρίτριες τράπεζες και είναι η BARCLAYS BANK PLC, η HSBC BANK PLC, η LLOYDS TSB BANK PLC και η NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC (RBS GROUP) στο Λονδίνο. Στην Νορβηγία υπάρχει η DNB NOR BANK ASA στο Όσλο και στην Ιαπωνία οι BANK OF TOKYO – MITSUBISHI MFJ LTD και SUMITOMO MITSUI BANKING CORPORATION στο Τόκυο. Στην Νέα Ζηλανδία ανταποκρίνεται από την ASB BANK LTD στο Όκλαντ, στην Τουρκία από την TURKIYE GARANTI BANKESI A.S. στην Κωνσταντινούπολη και στην Ρωσία από τις JSC VTB BANK και ZAO UNICREDIT BANK στην Μόσχα. Τέλος, στις Η.Π.Α. εξυπηρετούνται η εργασίες του ομίλου από τις STANDARD CHARTERED BANK, THE BANK OF NEW YORK MELLON, CITIBANK N.A., DEUYSCHEN BANK TRUST CO AMERICAS και JPMORGAN CHASE BANK N.A., ενώ στην Νότια Αφρική από την STANDARD BANK OF SOUTH AFRICA στο Γιοχάνεσμπουργκ.<sup>65</sup>

### **3.3. Παρουσίαση της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών στοιχείων του κλάδου και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος**

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιασθεί η χρηματοοικονομική απεικόνιση της Alpha Bank και του χρηματοπιστωτικού τομέα στο σύνολό του. Στα απόμεινα δυο κεφάλαια αυτής της ενότητας θα παρουσιασθούν τρεις πίνακες για την Alpha Bank και οι αντίστοιχοι για τον κλάδο. Στην επόμενη ενότητα αυτής της υπό-ενότητας του τρίτου κεφαλαίου θα παρουσιασθούν συγκριτικά το υπό μελέτη χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και ο κλάδος με διαγραμματική απεικόνιση. Στο τελευταίο κομμάτι αυτής της ανάλυσης θα αναπτυχθούν τα συμπεράσματα από την χρηματοοικονομική ανάλυση.

#### **3.3.1. Παρουσίαση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της Alpha Bank<sup>66</sup>**

Ο πρώτος πίνακας για την ανάλυση του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος είναι τα

<sup>65</sup> Ιστοσελίδα της Alpha Bank: ανταποκρίτριες τράπεζες.

<sup>66</sup> Τα στοιχεία έχουν εξαχθεί από τα οικονομικά δελτία που εκδίδει ο όμιλος της Alpha Bank και έχει όλες τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που απαιτούνται από το νόμο για την λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ή ομίλου.

στοιχεία αποτελέσματος χρήσης με τα καθαρά κέρδη, τα λειτουργικά έξοδα και τα καθαρά κέρδη προ φόρων και τόκων. Από την άλλη, ο άλλος πίνακας θα είναι τα στοιχεία του ενεργητικού με την απεικόνιση των ιδίων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και του συνόλου του ενεργητικού. Αυτά τα λογιστικά μεγέθη θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυση αριθμοδεικτών που θα παρατεθεί για να ελεγχθεί η επιρροή στα κέρδη ή τα περιουσιακά στοιχεία της μερισματικής πολιτικής που έχει θεσπίσει το κράτος και εκτελεί το εκάστοτε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και τομέας.

Σύμφωνα με τον πρώτο πίνακα της απεικόνισης των αποτελεσμάτων χρήσεως για τα έτη 2009 έως 2013 παρουσιάζεται ότι τα λειτουργικά έξοδα έχουν πτωτική πορεία από το 2009 έως το 2012 και για το έτος 2013 αυξάνονται σε επίπεδο μεγαλύτερο του 2009. Αυτό το γεγονός εξηγείται από τη συγχώνευση της Alpha Bank με την Εμπορική Τράπεζα. Τα κέρδη προ φόρων και τόκων έχουν μια συνεχή πτωτική τάση από 1200 στο επίπεδο των 800 και με χαμηλότερη τιμή 681. Το θετικό από αυτήν την παρουσίαση φαίνεται ότι ο όμιλος λειτουργεί αποτελεσματικά ως προς την εκμετάλλευση του. Όμως, τα καθαρά κέρδη από το επίπεδο των 350 παρουσίασε ζημιές ύψους 3810 και 1086 για τα έτη 2011 και 2012 αντίστοιχα ενώ το έτος 2013 παρουσιάζει κέρδη 2922 τα οποία είναι σχεδόν 3,5 φορές πάνω από τα κέρδη προ φόρων και τόκων (766). Αυτή η διαφορά μπορεί να βασίζεται στην εξαγορά της Εμπορικής Τράπεζας ή στις διαρθρωτικές αλλαγές που πραγματοποιήθηκαν από τη διοίκηση του ομίλου.

**Πίνακας 3.1. Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Χρήσεως**

Έτος	Καθαρά Κέρδη	Λειτουργικά Έξοδα	Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων
<b>2009</b>	350	1202	1178
<b>2010</b>	86	1148	1101
<b>2011</b>	-3810	1096	1187
<b>2012</b>	-1086	1054	681
<b>2013</b>	2922	1337	766

Στην συνέχεια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης της Alpha Bank διαφαίνεται ότι τα ίδια κεφάλαια το 2012 μειώθηκαν υπερβολικά και αυτό πιθανόν να βασίζεται σε αναδιάρθρωση των κεφαλαίων της με επαναγορά μετοχών ή αποχώρηση κάποιου θεσμικού επενδυτή από τον όμιλο. Παρ' όλα αυτά η εξέλιξη αυτή ήταν πιθανόν να δημιουργήσει για εκείνη τη χρονιά φαινομενική μείωση του δείκτη της

κεφαλαιακής επάρκειας. Επιπροσθέτως, φαίνεται ότι οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της εταιρείας είναι 11181, 10062, 7984, 12642, 6694 για τα έτη 2009, 2010, 2011, 2012 και 2013 αντίστοιχα. Συνεπώς, αυτή η μείωση των ιδίων κεφαλαίων κατά τα έτη 2011 και 2012 φαίνεται για το 2011 να βασίζεται σε μείωση της θέσης της εταιρείας, ενώ για το 2012 φαίνεται να μετατοπίζεται στις Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Συμπερασματικά το 2011 και 2012 ήταν έτη που 5000 και 2000 περίπου ήταν η μείωση των κερδών εκμετάλλευσης με τα καθαρά κέρδη. Αυτό συνδυαστικά με την μείωση των ιδίων κεφαλαίων φαίνεται ότι 3800 και 800 αντίστοιχα για τα έτη προέρχονται από την μείωση των ιδίων κεφαλαίων. **Από την παραπάνω ανάλυση φαίνεται ότι τα επίπεδα φορολογίας έχουν παραμείνει ίδια και πιθανόν αυτή η αλλαγή στα ίδια κεφάλαια και τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις να βασίζονται στην πιθανότητα εκείνης της εποχής για αύξηση της φορολογίας μερισμάτων από την ελληνική κυβέρνηση.**

**Πίνακας 3.2. Παρουσίαση Στοιχείων Ισολογισμού**

Έτος	Ίδια Κεφάλαια	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Σύνολο Ενεργητικού
<b>2009</b>	5372	53043	69596
<b>2010</b>	5211	51525	66798
<b>2011</b>	1417	49747	59148
<b>2012</b>	613	45102	58357
<b>2013</b>	8369	58634	73697

### **3.3.2. Παρουσίαση των χρηματοοικονομικών στοιχείων του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος.<sup>67</sup>**

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιασθούν τα οικονομικά στοιχεία για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος από τα στοιχεία που διατηρεί η Τράπεζα της Ελλάδος και όχι τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος ως εποπτικός φορέας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και τράπεζα του κράτους που εκδίδει ομόλογα, έντοκα γραμμάτια και νόμισμα. Θα παρουσιασθούν όπως και στην παρουσίαση του ομίλου της Alpha Bank με σκοπό την εξαγωγή συμπερασμάτων και για τον τομέα και για τον υπό εξέταση όμιλο. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τα συμπεράσματα των

<sup>67</sup> Δελτίο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα ετών 2009, 2011, 2013 από τις εκδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

χρηματοοικονομικών στοιχείων θα παρουσιασθούν οι αριθμοδείκτες που θα εξετάσουν την επιρροή από την μερισματική πολιτική στη λειτουργία και τα αποτελέσματα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στον κλάδο γενικά.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Τράπεζας για όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα διαφαίνεται μια ανακατανομή των κερδών κατά τα έτη 2010 έως και 2012, όπου αυτή η περίοδος συμπίπτει με την επαναδιαπραγμάτευση των κρατικών ομολόγων και “το κούρεμα του ελληνικού χρέους”. Σημαντικό στοιχείο των χρηματοοικονομικών δεδομένων αποτελούν τα αρνητικά λειτουργικά έξοδα κατά τα έτη 2012 και 2013. Επιπροσθέτως, φαίνεται ότι είτε οι τόκοι είτε οι φόροι έχουν μειωθεί σημαντικά και συστηματικά. Το παραπάνω γεγονός μπορεί να βασίζεται στην πολιτική μερίσματος ή στην προσπάθεια για ανακατανομή των κεφαλαίων σύμφωνα με τις απαιτήσεις της παγκόσμιας τράπεζας και τις γνωμοδοτήσεις της “Επιτροπής της Βασιλείας”. Επομένως, η μερισματική πολιτική έχει οδηγήσει σε μείωση και των διανεμηθέντων κερδών και των αδιανέμητων. Όμως, θα πρέπει να εξετασθεί ο τρόπος που επιβραβεύεται η επένδυση στην επένδυση κεφαλαίων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ελλάδας.

**Πίνακας 3.3.** Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Χρήσεως όλων των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

Έτος	Καθαρά Κέρδη	Λειτουργικά Έξοδα	Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων
<b>2009</b>	1560	6264	2133
<b>2010</b>	-878	5909	-439
<b>2011</b>	-7271	5591	-8195
<b>2012</b>	-7868	-6731	-9137
<b>2013</b>	4951	-6792	1715

Σύμφωνα με τα στοιχεία του ισολογισμού για το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχουμε συνεχόμενη αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της φερεγγυότητας του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και λόγου των συνεχόμενων και αυξανόμενων συγχωνεύσεων στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Από την άλλη, φαίνεται να αναδιαρθρώνεται η κεφαλαιακή σύσταση του συνόλου των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με την μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων σε σχέση με το 2009, που είναι το έτος βάσης της παρούσας ανάλυσης, και το σύνολο του ενεργητικού ακολουθεί παρόμοια τάση με μεγαλύτερες διακυμάνσεις.

**Πίνακας 3.4. Παρουσίαση Στοιχείων Ισολογισμού του Συνόλου του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος**

Έτος	Ίδια Κεφάλαια	Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	Σύνολο Ενεργητικού
2009	38429	393437	443408
2010	44002	444931	488473
2011	53169	419416	518309
2012	54475	395620	448584
2013	62371	372417	423197

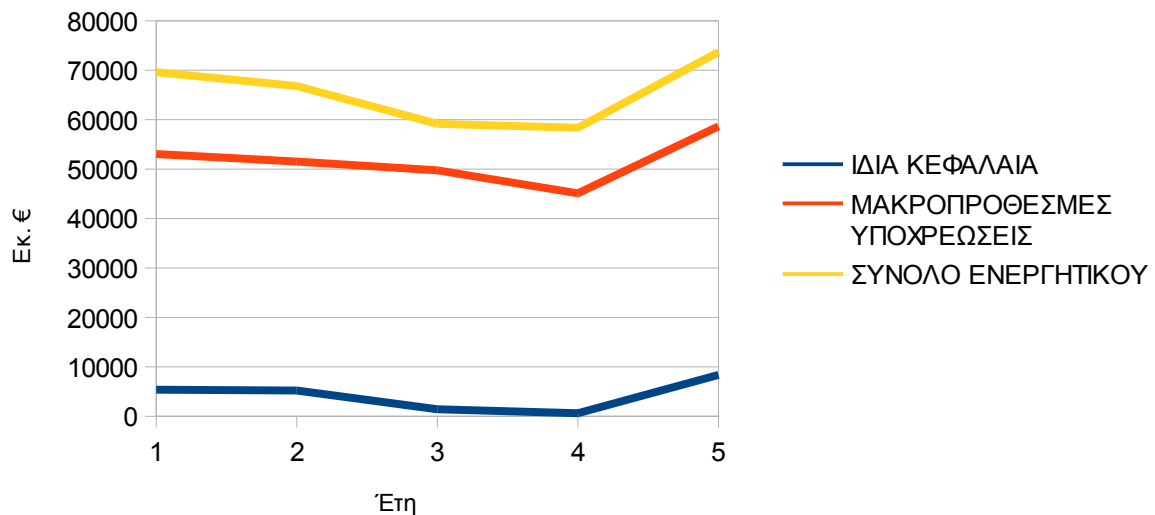
### **3.3.3. Παρουσίαση της διαγραμματικής τάσης για τον χρηματοοικονομικό όμιλο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα και συνδυαστικά των δυο υπό μελέτη υποκειμένων του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Σε αυτήν την ενότητα θα παρουσιασθούν τα διαγράμματα για τα αποτελέσματα χρήσεως και του ισολογισμού για τον όμιλο της Alpha Bank με σκοπό την παρουσίαση της πορείας των βασικών στοιχείων για την λειτουργία, την αποτίμηση και την οικονομική εξυγίανση μιας εταιρείας. Στην συνέχεια θα παρουσιασθούν τα ίδια γραφήματα για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό να εξετασθεί η επιρροή του ελληνικού συστήματος από την διεθνής χρηματοπιστωτική και δημοσιονομική κρίση, καθώς και από την μερισματική πολιτική που ακολουθείτε στην Ελλάδα τα τελευταία τρία χρόνια.

Συνεπώς, για τον όμιλο της Alpha Bank έχουμε τα παρακάτω δυο γραφήματα που παρουσιάζουν το πρώτο την τάση των στοιχείων του ισολογισμού και δείχνουν ότι όλα τα στοιχεία του ισολογισμού ακολουθούν την ίδια χρονολογική τάση με αύξηση των στοιχείων του ομίλου από το 2012 στο 2013 και με σχεδόν ταύτιση των αντιδράσεων στο σύνολο του ενεργητικού και τα ίδια κεφάλαια. Αυτή η αύξηση των στοιχείων του ισολογισμού από το 2012 στο 2013 μπορεί να βασίζεται στο ότι πραγματοποιήθηκε η συγχώνευση της Alpha Bank με την Εμπορική Τράπεζα. Επομένως, η αύξηση του συνόλου του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, επηρεάστηκαν από αυτήν την συγχώνευση. Από την άλλη, το Διάγραμμα για τα στοιχεία των αποτελεσμάτων χρήσεως του ομίλου δείχνει ότι τα κέρδη προ φόρων και τόκων ακολουθούν την ίδια κατανομή με μια μεγαλύτερη αύξηση στα λειτουργικά έξοδα που να βασίζεται στην συγχώνευση ή και στην αύξηση της φορολογίας. Όμως, τα

καθαρά κέρδη του ομίλου δείχνουν μια διαφορετική τάση, η οποία απεικονίζει και την πραγματικότητα της ελληνικής οικονομίας. Παρουσιάζουν μεγάλη πτώση από το 2010 έως το 2012 η οποία είναι η περίοδος που το ελληνικό κράτος παρουσίασε δημοσιονομικά κενά και χρηματοδοτήθηκε από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Νομισματικό Ταμείο. Στην συνέχεια πραγματοποιήθηκε η μείωση των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου με διαγραφεί αυτού του χρέους και η αύξηση των αποθεματικών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με σκοπό την ανταγωνιστικότητα και την αύξηση της κεφαλαιακής τους επάρκεια.

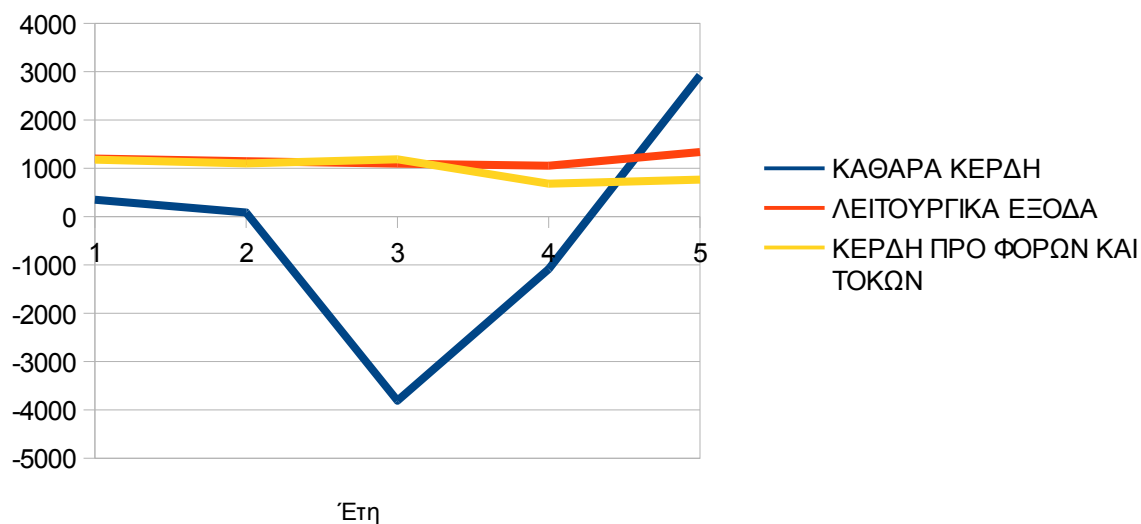
### Παρουσίαση των Στοιχείων του Ενεργητικού του Ομίλου της Alpha Bank



**Διάγραμμα 3.1.** Στοιχεία Ισολογισμού για την Alpha Bank



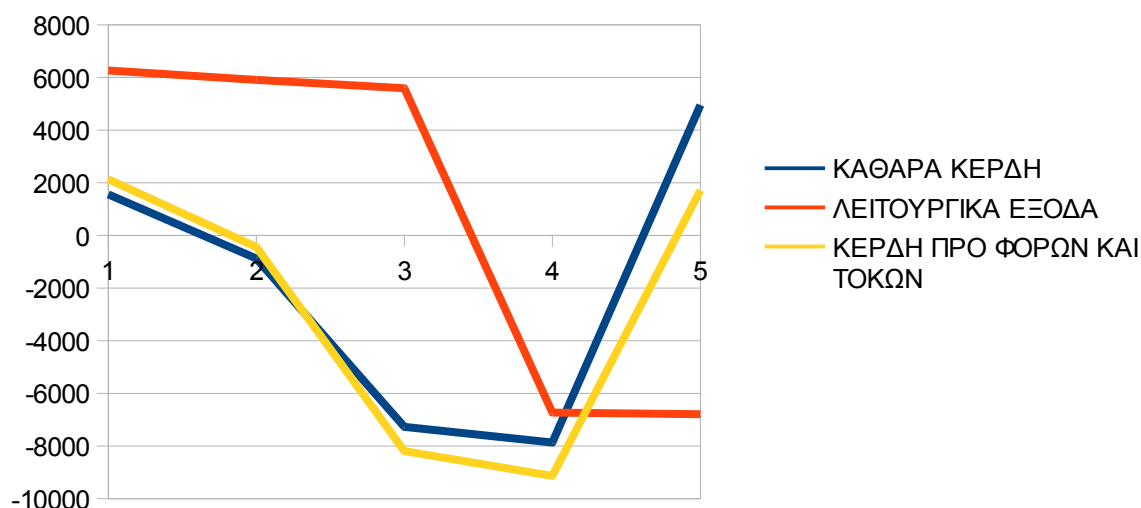
### Παρουσίαση Στοιχείων Αποτελέσματος Χρήσης για την Alpha Bank



**Διάγραμμα 3.2.** Τα στοιχεία Αποτελέσματος Χρήσεως της Alpha Bank

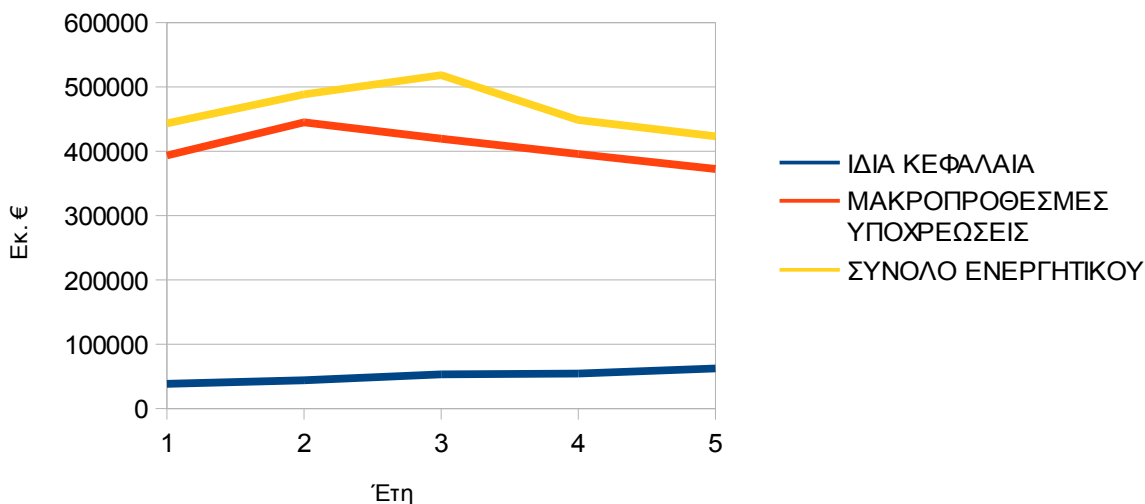
Στην συνέχεια θα παρουσιασθούν τα γραφήματα για το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και στην συνέχεια θα αναλυθούν τα ευρήματα από την διαχρονική τάση των στοιχείων του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως.

### Στοιχεία Αποτελέσματος για όλα τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα



**Διάγραμμα 3.3.** Στοιχεία Αποτελέσματος χρήσης όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

## Κριση των Στοιχείων του Ισολογισμού για όλα τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύμα

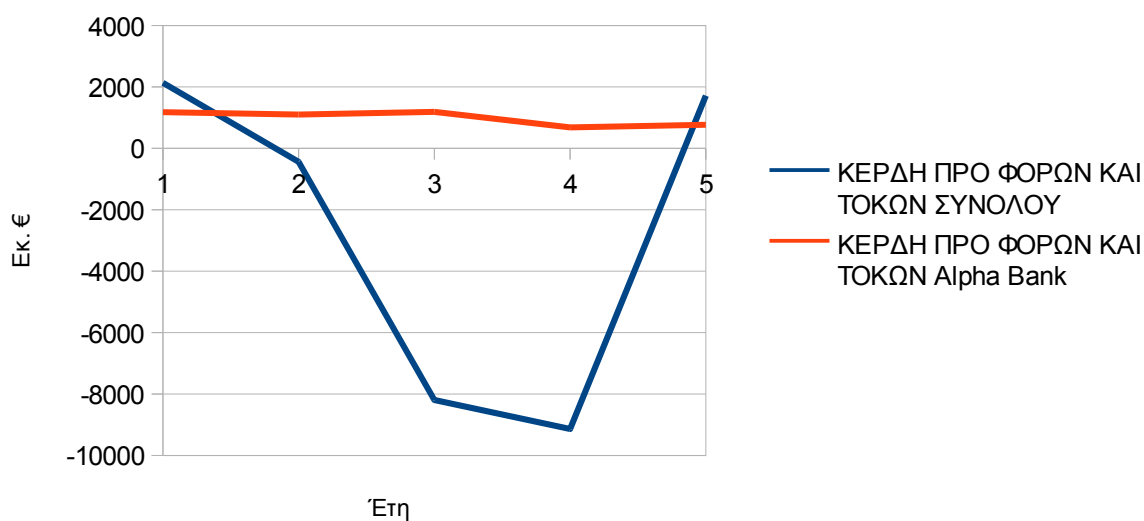


**Διάγραμμα 3.4.** Στοιχεία του Ισολογισμού όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Από τα παραπάνω γραφήματα φαίνεται ότι τα καθαρά κέρδη και τα κέρδη προ φόρων και τόκων ακολουθούν την ίδια κατανομή με μείωση τα έτη 2010 έως 2012 και αύξηση κατά το έτος 2013, ενώ τα λειτουργικά έξοδα παρουσιάζουν συνεχόμενη πτωτική τάση με αρνητικά μεγέθη για τα έτη 2012 και 2013. Εν συνεχεία, τα στοιχεία του ισολογισμού δείχνουν μια αυξητική τάση από το 2009 στο 2010, αλλά μείωση κατά τα επόμενα έτη. Σημαντικό είναι ότι το σύνολο του ενεργητικού αυξάνεται και το έτος 2011 αλλά στο έτος 2013 διατηρείται η ίδια διαφορά με τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Τέλος, τα ίδια κεφάλαια αυξάνονται συνεχώς το οποίο βασίζεται από την ανάγκη θωράκισης του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος με την κεφαλαιακή επάρκεια να είναι στα επιθυμητά επίπεδα που έχει γνωμοδοτήσει η “Επιτροπή της Βασιλείας” και δίχως την ενσωμάτωση των υβριδικών κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Από την παραπάνω ανάλυση διαφαίνεται ότι το υπό μελέτη χρηματοπιστωτικό ίδρυμα δεν ακολουθεί την τάση των χρηματοοικονομικών στοιχείων όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και για αυτόν το λόγο θα παρουσιασθούν στη συνέχεια όλα τα γραφήματα σύγκρισης επειδή παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές.

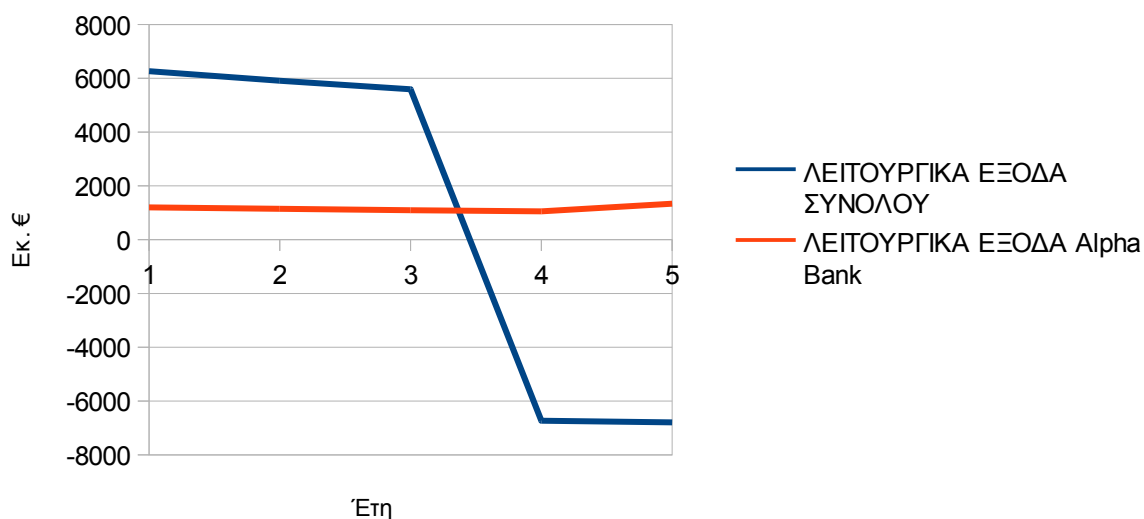
### Σύγκριση Κερδών προ Φόρων και Τόκων



**Διάγραμμα 3.5.** Σύγκριση των Κερδών προ Φόρων και Τόκων της Alpha Bank και όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Στο παραπάνω Διάγραμμα παρατηρείται ότι τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων για τον όμιλο της Alpha Bank δεν παρουσιάζουν σημαντική διασπορά στο χρόνο παρά το γεγονός ότι έχουν πτωτική τάση. Επίσης είναι συνεχώς σε θετικό πρόσημο. Όμως, το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παρουσιάζει πτώση από το 2009 έως το 2012 και μόνο κατά το έτος 2009 και 2013 έχει κέρδη. Αυτό υποδηλώνει ότι το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν ευάλωτο σε εξωγενής οικονομικούς παράγοντες που το επηρέασε, ενώ τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που δεν είχαν αλματώδη ανάπτυξη όπως είναι η Alpha Bank δεν επηρεάστηκαν σημαντικά από την δημοσιονομική κρίση στην Ελλάδα. Επίσης, παρά τη συγχώνευση με την Εμπορική η Alpha Bank παρουσιάζει χαμηλά κέρδη, όπως και στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, το οποίο είναι εφικτό να βασίζεται στην αύξηση της φορολογίας και των κερδών και των μερισμάτων στην Ελλάδα.

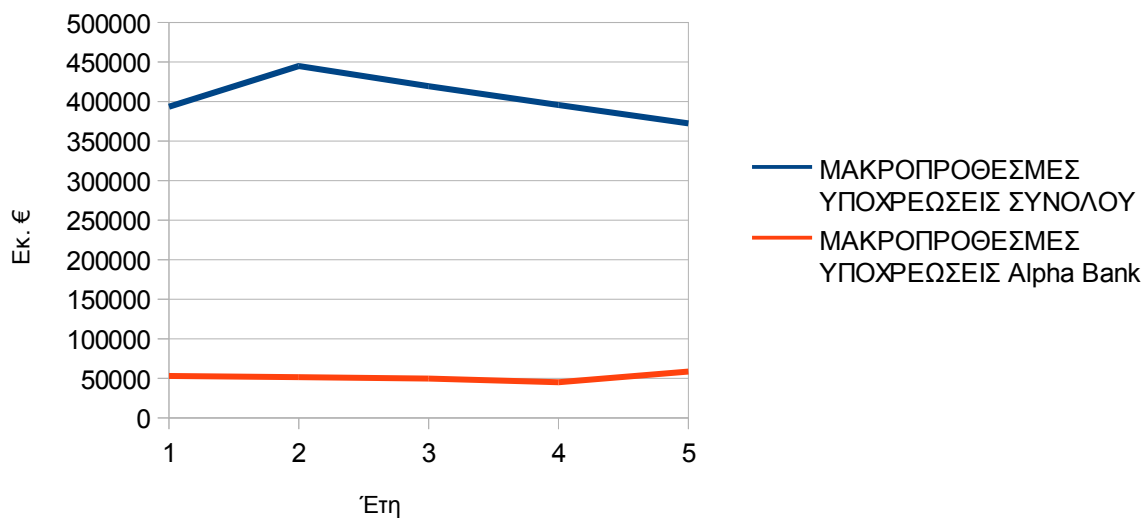
### Σύγκριση Λειτουργικών Εξόδων



**Διάγραμμα 3.6.** Σύγκριση των Λειτουργικών Εξόδων του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της Alpha Bank

Στην συνέχεια της συγκριτικής ανάλυσης διαφαίνεται ότι τα λειτουργικά έξοδα του συνόλου έχουν συνεχόμενη πτωτική τάση με τα έτη 2012 και 2013 να είναι αρνητικά. Ενώ τα λειτουργικά έξοδα του ομίλου της Alpha Bank παρουσιάζει μια σταθερότητα και μικρή αύξηση κατά το έτος 2013 που είναι πιθανόν να βασίζεται στην συγχώνευση με την Εμπορική Τράπεζα ή με την αύξηση των εξόδων έτσι ώστε να μειωθούν τα κέρδη και η φορολογία κατ' επέκταση.

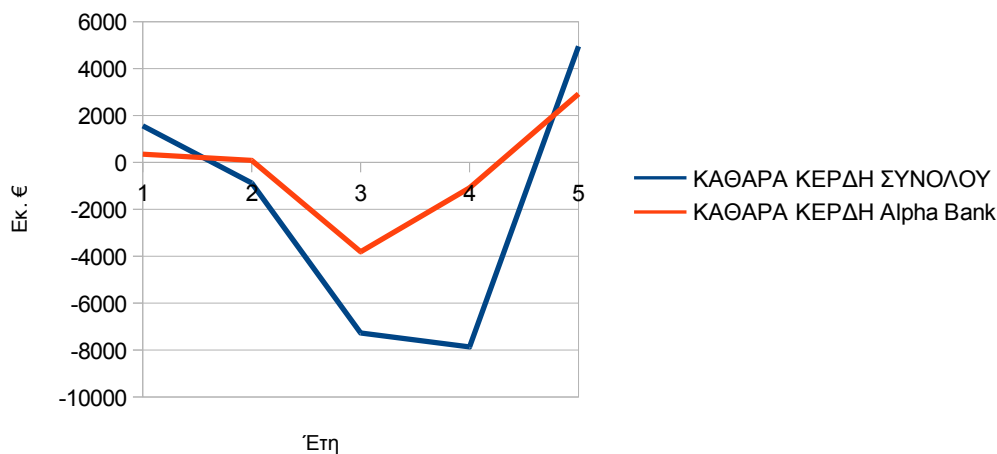
### Σύγκριση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων



**Διάγραμμα 3.7.** Σύγκριση των Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της Alpha Bank

Το παραπάνω Διάγραμμα δείχνει ότι ο όμιλος της Alpha Bank προσπάθησε να μειώσει τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Παρουσιάζει μια μικρή πτώση και το 2013 έχει αυξήσει μεγαλύτερη σε απόλυτη τιμή από το επίπεδο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στην αρχή της χρονολογικής ανάλυσης που ήταν το 2009. Από την άλλη το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων παρουσιάζει αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά το έτος 2010 και έπειτα έχει συνεχώς πτωτική τάση που σε απόλυτες τιμές το 2013 είναι σε πιο χαμηλό επίπεδο από ότι το 2009. Αυτή η τάση στο σύνολο είναι αποτέλεσμα της στήριξης του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Ελλάδος από το Ταμείο Χρηματοπιστωτική Σταθερότητας που ιδρύθηκε κατά εντολή του χρηματοδοτικού σχήματος στην Ελλάδα. Αυτό το ταμείο είχε σκοπό την στήριξη του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος με την χρηματοδότηση αυτής της αγοράς με διάφορα επενδυτικά προγράμματα ή εγγυητικές επιστολές.

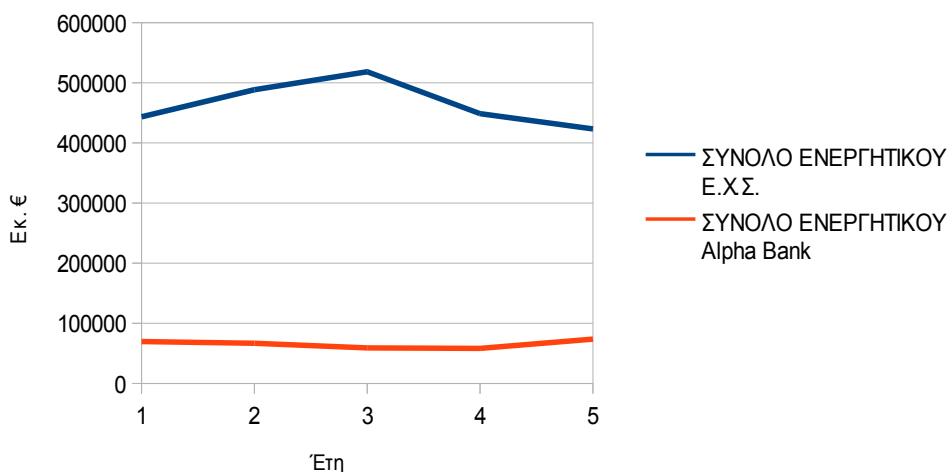
### Σύγκριση Καθαρών Κερδών



**Διάγραμμα 3.8.** Σύγκριση των Καθαρών Κερδών της Alpha Bank και όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Σε αυτό το Διάγραμμα παρατηρείται παρόμοια τάση με μεγαλύτερες διακυμάνσεις στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και πιο καθυστερημένη στροφή προς τα θετικά αποτελέσματα και τα κέρδη. Αυτό υποδηλώνει είτε αναδιάρθρωση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είτε προσπάθεια για μείωση των κερδών και της φορολογίας.

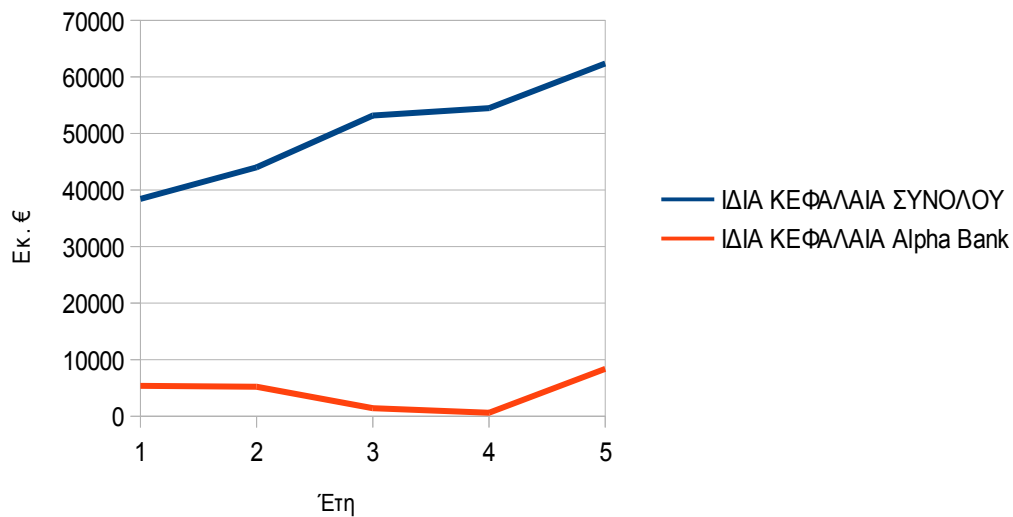
### Σύγκριση Συνόλου Ενεργητικού



**Διάγραμμα 3.9.** Σύγκριση του Συνόλου του Ενεργητικού της Alpha Bank και όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων

Στο παραπάνω Διάγραμμα το σύνολο του ενεργητικού του ομίλου της Alpha Bank παρουσιάζει ακριβώς αρνητική σχέση με αυτή του συνόλου του ενεργητικού όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ιδιαίτερα, στο σύνολο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων των ενεργητικό αυξάνεται και από το 2009 έως το 2011 και για τα επόμενα 2 χρόνια μειώνεται, ενώ για τον όμιλο της Alpha Bank είναι σχεδόν σταθερός με πολύ μικρή πτώση για τα έτη 2009 έως 2012 και το 2013 παρουσιάζει αύξηση λόγω της συγχωνεύσεως της με την Εμπορική Τράπεζα.

### Σύγκριση Ιδίων Κεφαλαίων



**Διάγραμμα 3.10.** Σύγκριση των Ιδίων Κεφαλαίων του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και της Alpha Bank

Σε αυτό το Διάγραμμα της συγκριτικής μελέτης των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και του ομίλου της Alpha Bank δείχνει μια αρνητική ή αντίστροφη τάση των δύο αυτών μεγεθών με τα Ίδια Κεφάλαια όλων των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να παρουσιάζουν συνεχόμενη αύξηση δίχως σταθερό ρυθμό, ενώ ο όμιλος της Alpha Bank παρουσιάζει μείωση των Ιδίων Κεφαλαίων και κατά τη συγχώνευσή της με την Εμπορική αλματώδη αύξηση σε επίπεδο μεγαλύτερο του αρχικού κατά το 2009. Αυτή η τάση της Alpha Bank βασίζεται στην αναδιάρθρωση των κεφαλαίων της και την τάση για προεξόφληση των μεριδίων κάποιων επενδυτών που πιθανόν να μην ήταν ικανοποιημένοι από την απόδοση ή την φορολογία της ελληνικής οικονομίας. Από την άλλη η συνεχόμενη αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων από το

σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων βασίζεται από την τάση για συγχωνεύσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

### **3.3.4. Ανάλυση Αριθμοδεικτών για τον όμιλο της Alpha Bank και για το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων**

Σε αυτήν την ενότητα θα εξαχθούν οι αριθμοδείκτες του **μακροπρόθεσμου χρέους και αποδοτικότητας επενδυόμενων κεφαλαίων**. Για την ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων με την φορολογία οι δυο δείκτες αυτοί είναι σημαντικοί. Ο αριθμοδείκτης του μακροπρόθεσμου χρέους δείχνει την επενδυτική δεινότητα του ομίλου και κατά πόσο η επέκταση του ομίλου ή του τομέα γενικά πραγματοποιείται από τους ίδιους τους μετόχους – επενδυτές ή από ξένα κεφάλαια όπως είναι ο δανεισμός ή η έκδοση χρεογράφων. Από την άλλη, ο **αριθμοδείκτης αποδοτικότητας επενδυόμενων κεφαλαίων δείχνει εάν η επένδυση είναι αποδοτική και συνδέετε με την μερισματική πολιτική ή την προσπάθεια αποφυγής της υψηλής φορολόγησης στην Ελλάδα και σε επίπεδο εταιρειών και σε επίπεδο μερισμάτων για τους επενδυτές.** Επομένως στη συνέχεια θα παρουσιασθούν οι δυο πίνακες για του αριθμοδείκτες των ετών 2009 έως 2013 για τον όμιλο της Alpha Bank και του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.<sup>68</sup>

Οι αριθμοδείκτες αυτοί υπολογίζονται από τα στοιχεία του Ισολογισμού και της Κατάστασης των Αποτελεσμάτων Χρήσεως, τα οποία είναι οι Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις, τα Ίδια Κεφάλαια, του Συνόλου του Ενεργητικού και τα Κέρδη προ Φόρων και Τόκων. Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων είναι ο λόγος των Κερδών προ Φόρων και Τόκων προς το Σύνολο του Ενεργητικού. Ενώ ο Αριθμοδείκτης του Μακροπρόθεσμου Χρέους είναι ο λόγος των Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς το αλγεβρικό άθροισμα των Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων αυξανόμενο κατά το ποσό των Ιδίων Κεφαλαίων. Ανακεφαλαιώνοντας τους τύπους για τους αριθμοδείκτες δίνονται στη συνέχεια,

$$\text{Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Χρέους} = \frac{\text{(Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις)}}{\text{\{(Ίδια Κεφάλαια) + (Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις)\}}$$

<sup>68</sup> Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 101-102, 108.



**Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων = (Κέρδη προ Φόρων και Τόκων)/ (Σύνολο Ενεργητικού).<sup>69</sup>**

Σύμφωνα με τα παραπάνω γραφήματα ο χρηματοπιστωτικός τομέας δεν ήταν αποδοτικός από το 2010 έως το 2012 και κατά το έτος 2013 είναι σχεδόν στα ίδια επίπεδα απόδοσης με το 2009, ενώ ο δείκτης μακροπρόθεσμου χρέους έχει συνεχόμενη πτωτική τάση η οποία θα αναπτυχθεί σε γραφήματα στην τελευταία ενότητα του παρόντος κεφαλαίου. Αυτή η μείωση βασίζεται στην προσπάθεια θωράκισης του χρηματοπιστωτικού τομέα με συγχωνεύσεις και αυξήσεις μετοχικών κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, ο Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων για τον όμιλο της Alpha Bank είναι σε υψηλά επίπεδα μέχρι το έτος 2011 και κατά τα έτη 2012 και 2013 μειώνεται η απόδοση με θετικό πρόσημα 12% και 10%, το οποίο χαρακτηρίζει επιτυχημένη αυτήν την απόδοση. Επίσης, ο Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Χρέους δείχνει μια τάση χρηματοδότησης από ξένα κεφάλαια για τον όμιλο, όπου το 2013 έχει προσαρμοστεί τα επίπεδα του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα. Ιδιαίτερα, το 91% της χρηματοδότησης του ομίλου πραγματοποιούνται με ξένα κεφάλαια κατά τα έτη 2009 και 2010. Το 2011 και 2012 η χρηματοδότηση του ομίλου πραγματοποιήθηκε με ξένα κεφάλαια αυξημένα και σχεδόν εξ' ολοκλήρου σε ποσοστά 97% και 99% αντίστοιχα. Τέλος, κατά το έτος 2013 ο όμιλος της Alpha Bank χρηματοδοτήθηκε από ξένα κεφάλαια σε ποσοστό 87,5% το πιο χαμηλό ποσοστό του ομίλου από το 2009.

---

<sup>69</sup> Ο.π., σελ. 20.

**Πίνακας 3.5.** Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος

Έτος	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων	Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Χρέους
2009	0,005	0,911
2010	-0,001	0,910
2011	-0,016	0,888
2012	-0,020	0,879
2013	0,004	0,857

**Πίνακας 3.6.** Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του Ομίλου της Alpha Bank

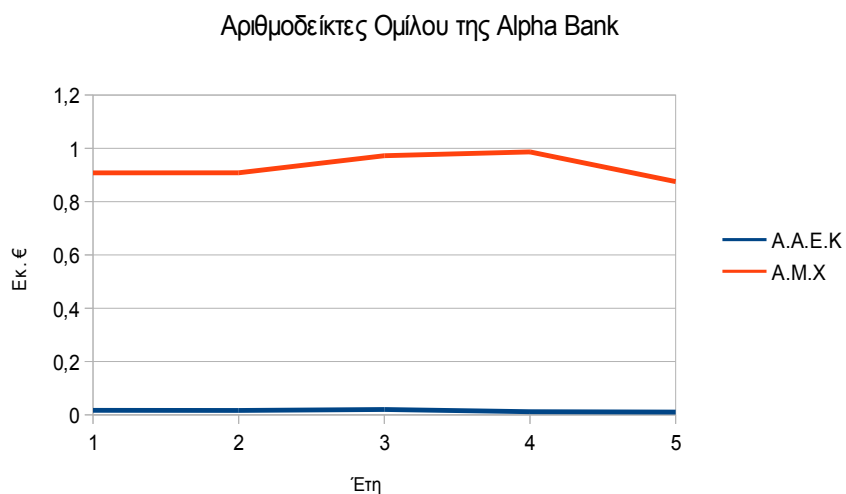
Έτος	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων	Αριθμοδείκτης Μακροπρόθεσμου Χρέους
2009	0,017	0,908
2010	0,016	0,908
2011	0,020	0,972
2012	0,012	0,987
2013	0,010	0,875

### 3.4. Συμπεράσματα

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση διαφαίνεται μια καλύτερη προσαρμογή στις συνθήκες της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης κατά το 2009 έως και σήμερα και της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης κατά το 2007 και την επόμενη διετία από τον όμιλο της Alpha Bank σε σχέση με το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Αυτό βασίζεται στο ότι το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα είχε πολλές μικρές τράπεζες λιανικής τραπεζικής και όταν πραγματοποιήθηκε η μείωση του χρέους δημιούργησε αρνητικές τάσεις στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στους θεσμικούς επενδυτές του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όπως αποτελούν τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία. Επίσης, η δημοσιονομική κρίση και οι προσπάθειες εξυγίανσης της δημοσιονομικής πολιτικής από το ελληνική κυβέρνηση σε συνεργασία με τους δανειστές της χώρας οδήγησε σε μείωση της αγοραστικής δύναμης, εθνικές πληθωριστικές πιέσεις και μείωση της κυκλοφορίας χρήματος. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την συρρίκνωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος ή την προσπάθεια δημιουργίας τριών ή τεσσάρων χρηματοπιστωτικών ομίλων με σκοπό την θωράκιση και την επανεκκίνηση του ίδιου του συστήματος και της

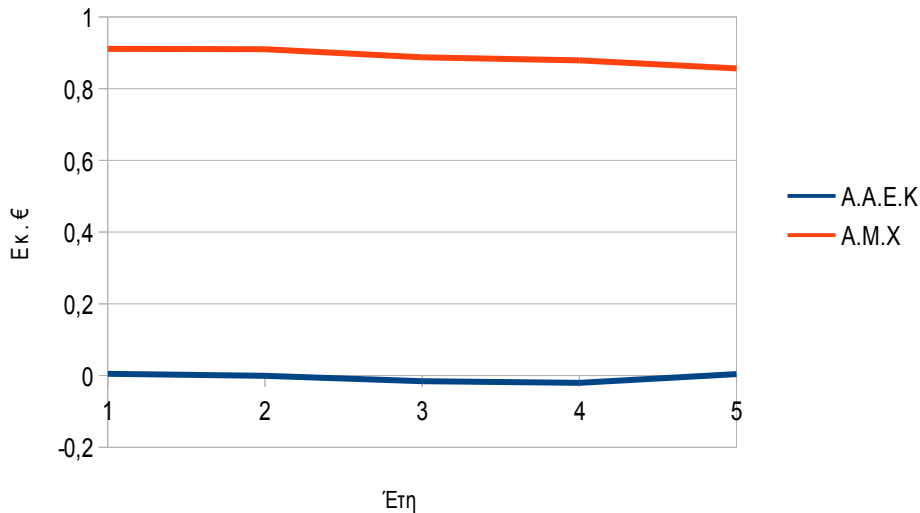
οικονομίας.

Συγκεκριμένα, θα παρουσιασθούν τα γραφήματα του Ομίλου της Alpha Bank και του συνόλου των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Σύμφωνα με τα δεδομένα και την μεθοδολογία ο όμιλος της Alpha Bank για να αντιμετωπίσει τις αρνητικές χρηματοοικονομικές συνθήκες ακολούθησε πολιτική χρηματοδότησης από ξένα κεφάλαια και διατήρησε θετική απόδοση των επενδυσόμενων κεφαλαίων με σκοπό την βιωσιμότητα του ίδιου του ομίλου και να αποτελεί επενδυτική ευκαιρία στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Από την άλλη πλευρά, στο δεύτερο Διάγραμμα των συμπερασμάτων φαίνεται διαφορετική τάση στους αριθμοδείκτες για το σύνολο των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στο σύνολό τους τα ελληνικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δανείζονται από τους μετόχους ή από τα αδιανέμητα κέρδη και όχι με ξένα κεφάλαια. Επίσης, παρουσίαζαν για τα έτη 2010, 2011 και 2012 αρνητικές αποδόσεις επενδύσεων. Το τελευταίο στοιχείο δημιουργούσε αρνητικό επενδυτικό κλίμα ξένων επενδυτικών κεφαλαίων ή θεσμικών επενδυτών.



**Διάγραμμα 3.11.** Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών για τον Όμιλο της Alpha Bank

### Αριθμοδείκτες για το σύνολο των Χ.Ι.



**Διάγραμμα 3.12.** Παρουσίαση των Αριθμοδεικτών του συνόλου των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων

### 3.5: Βιβλιογραφία κεφαλαίου

1. Κορλίρας, 2000, σελ. .
2. Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος 2010.  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2012.  
Κορλίρας, 2000, σελ. .
3. Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, ό.π..  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..  
Κορλίρας, ό.π., σελ. .
4. Κορλίρας, ό.π., σελ. .  
Παπαδάκης, 2012, σελ. 34 – 35.  
Βερβερής, 2008, σελ. 64 – 69.
5. Παπαδάκης, ό.π., σελ. 34 – 35.  
Βερβερής, ό.π., σελ. 64 – 69.
6. Παπαδάκης, ό.π., σελ. 34 – 35.  
Βερβερής, ό.π., σελ. 64 – 69.  
Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..
7. Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..  
Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Χρηματοπιστωτική

- Σταθερότητα, 2012.
8. Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Τράπεζα της Ελλάδος, ό.π..  
Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, ό.π..  
Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, ό.π..
  9. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Τράπεζα.
  10. Ό.π., σελ. 9.
  11. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Εξέλιξη.
  12. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Ιστορική Διαδρομή.
  13. Ό.π., σελ. 12.
  14. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Εξέλιξη.  
Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Ιστορική Διαδρομή.
  15. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: εταιρείες του ομίλου.
  16. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: εταιρείες του ομίλου.
  17. Ιστοσελίδα της Alpha Bank: ανταποκρίτριες τράπεζες.
  18. Τα στοιχεία έχουν εξαχθεί από τα οικονομικά δελτία που εκδίδει ο όμιλος της Alpha Bank και έχει όλες τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που απαιτούνται από το νόμο για την λειτουργία ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ή ομίλου.
  19. Δελτίο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα ετών 2009, 2011, 2013 από τις εκδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος.
  20. Ευθύμογλου, ό.π., σελ. 101-102, 108.
  21. Ό.π., σελ. 20.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Στην Ελλάδα μετά από την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση που δημιουργήθηκε από την οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής και ιδιαίτερα από την άμετρη χορήγηση στεγαστικών δανείων και την δημιουργία δομημένων ομόλογων υψηλού κέρδους και ταυτόχρονα υψηλού ρίσκου, αναδείχθηκαν ποικίλα οικονομικά προβλήματα σε μικροοικονομικό και μακροοικονομικό επίπεδο. Αυτά τα προβλήματα εστιάζονται σε τρεις μεγάλες κατηγορίες που είναι το δημόσιο, το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τα νοικοκυριά, καθώς και τα αποτελέσματα αυτών των τριών ομάδων και των συνεργειών στην πραγματική οικονομία και τις επιχειρήσεις στην Ελλάδα. Ιδιαίτερα στο δημόσιο τομέα η κρίση προήλθε από την έλλειψη νομισματικής πολιτικής και την προσπάθεια για δημοσιονομική αναπροσαρμογή. Δεν αμφισβητείται ότι το ελληνικό δημόσιο έχει μεγάλη έκταση σε σχέση με το πληθυσμό που εξυπηρετεί με σκοπό την δημιουργία μιας πλασματικής οικονομίας που βασίζεται στο τριτογενή τομέα. Αυτό το γεγονός σε σχέση με την είσοδο της Ελλάδας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και την Οικονομική Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) οδήγησε την Ελλάδα στην απώλεια συγκριτικών πλεονεκτημάτων σε επιχειρηματικούς τομείς και κατά συνέπεια στο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Α.Ε.Π.).

Επίσης, δεν υπήρχε ορθολογιστικό σχέδιο για την ομαλή εντάξει στην ΟΝΕ και την ανάπτυξη των επιχειρηματικών τομέων που σύστηνε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για την Ελλάδα. Επομένως, όλα αυτά τα σωρευτικά γεγονότα οδήγησαν την Ελλάδα σε δημοσιονομικά ελλείμματα και προβλήματα δανεισμού με αποτέλεσμα την δυσλειτουργία του κρατικού μηχανισμού, το κίνδυνο αδυναμίας πληρωμής μισθών και συντάξεων, καθώς και αδυναμία αποπληρωμής ξένου και εγχώριου δανεισμού. Έχοντας αυτά τα προβλήματα στην διαχείριση του δημόσιου χρέους και στο διαχρονικό πρόβλημα συλλογής εσόδων από την φορολογία οδηγήθηκε σε δανεισμό από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), την Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ) και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Η συγκεκριμένη δανειακή σύμβαση οδήγησε την Ελλάδα σε δημοσιονομική πολιτική εξυγίανσης δίχως τις υποδομές για αύξηση του ανταγωνισμού και του Α.Ε.Π.. Αυτή η πολιτική είχε άμεσο αντίκτυπο στα ελληνικά νοικοκυριά με αποτέλεσμα την εσωτερική υποτίμηση του νομίσματος και την μείωση των μισθών. Η εσωτερική υποτίμηση

του Ευρώ προκύπτει από την μείωση της αγοραστικής δύναμης των ελληνικών νοικοκυριών. Όμως, η μείωση μισθών και συντάξεων προέρχεται από την απαίτηση των δανειστών σε μείωση του εθνικού προϋπολογισμού της Ελλάδας. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την κατάργηση πολλών εργασιακών σχέσεων στο δημόσιο τομέα, μείωση τουλάχιστον 40% των μισθών ή των συντάξεων από το 2009 έως το 2014 με ταυτόχρονη αύξηση της φορολογίας.

Επομένως, αυτή η πολιτική οδήγησε τα ελληνικά νοικοκυριά να μειώσουν την κατανάλωση και την αποταμίευση με σκοπό την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών τους προς το κράτος και τρίτους. Επιπροσθέτως, αυτή η πρακτική από τα νοικοκυριά σε συνδυασμό με την δημοσιονομική πολιτική και τη κρίση του δημοσίου χρέους στην Ελλάδα οδήγησε σε αρνητικά αποτελέσματα στο χρηματοπιστωτικό τομέα και στις επιχειρήσεις. Ουσιαστικά η πολιτική της δημοσιονομικής αναπροσαρμογής αντί των θετικών στοιχείων και την αναπτυξιακή πολιτική που θα δημιουργούσε στην Ελλάδα οδήγησε σε μεγαλύτερη ύφεση. Συγκεκριμένα στο χρηματοπιστωτικό τομέα δημιούργησε δυο προβλήματα. Αρχικά μειώθηκαν οι αποταμιεύσεις των μικρομεσαίων τάξεων με ταυτόχρονη αύξηση της μείωσης της θέσης αυτών των πελατών στις αποταμιεύσεις ή άλλων παροχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτή η κατάσταση σε συνδυασμό με τις αρνητικές αξιολογήσεις της Ελληνικής Οικονομίας και του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος από του διεθνείς οίκους αξιολογήσεις δημιούργησε αρνητικό κλίμα και μείωση των χορηγήσεων των δανείων. Επιπροσθέτως, τα δημοσιονομικά προβλήματα των χωρών του Ευρωπαϊκού Νότου και της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Κύπρο οδήγησε σε συσπείρωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος με συγχωνεύσεις, εξαγορές ή ακόμα και αποχωρήσεις ξένων επενδυτών από το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την ελληνική οικονομία γενικά.

Εν συνεχεία της παραπάνω αναφοράς η ελληνική κυβέρνηση με την σύμφωνη γνώμη των δανειστών της οδηγήθηκε σε χρηματοπιστωτικό γεγονός πτώχευσης όταν πραγματοποίησε το “κούρεμα” του δημοσίου χρέους. Πολλοί το ονόμασαν αναγκαίο μέτρο για την βιωσιμότητα του χρέους, όμως, κανείς δεν μίλησε για ελεγχόμενη χρεοκοπία ή αλλιώς μερική εκχώρηση της εθνικής ακεραιότητας της Ελλάδας. Με αυτήν την πρακτική πλήγηκαν περισσότερο τα ασφαλιστικά ταμεία, η μικροεπενδυτές και οι ελληνικές επιχειρήσεις. Τα ασφαλιστικά ταμεία έχασαν πάνω από το 50% της ρευστότητάς τους από χρεόγραφα και αδυνατούν να παρέχουν ουσιαστικές υπηρεσίες σύνταξης και υγειονομικής περίθαλψης. Με

αυτόν τον τρόπο οδηγήθηκε το ασφαλιστικό σύστημα σε συγχώνευση όλων των ασφαλιστικών ταμείων δίχως να υπάρχει μια βιώσιμη αναλογιστική μελέτη. Μετά από 3 χρόνια που άρχισαν να συγχωνεύονται τα ασφαλιστικά ταμεία δεν γνωρίζει ο Έλληνας πολίτης πως διανεμήθηκαν τα πλεονάσματα των υγιών ταμείων στο νέο φορέα. Τέλος, οι μειώσεις των συντάξεων οδήγησαν στην συρρίκνωση της κυκλοφορίας του χρήματος και κατά συνέπεια της αναπτυξιακής πολιτικής και των επενδύσεων στην Ελλάδα.

Επιπροσθέτως, όλες αυτές οι συνέργειες από τις πολιτικές εξόδου της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης οδήγησαν σε συρρίκνωση της ελληνικής επιχειρηματικότητας και οικονομίας, καθώς και στην μείωση του Α.Ε.Π. με αποτέλεσμα το δημόσιο χρέος να μην είναι βιώσιμο. Στην μη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους συντέλεσαν δυο σημαντικά γεγονότα. Πρώτον η αδυναμία του κρατικού μηχανισμού να εισπράξει και να ελέγχει τα έσοδά του από τις επιχειρήσεις, τους ελεύθερους επαγγελματίες και την ακίνητη περιουσία όλων. Αυτή η αδυναμία καθιστούσε αφερέγγυα την ελληνική κυβέρνηση και κατ' επέκταση το ελληνικό κράτος προς τους δανειστές του και έδωσε την δυνατότητα στους διεθνείς οικονομικούς οίκους αξιολόγησης να μειώσουν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας και του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού Συστήματος. Το δεύτερο γεγονός έγκειται στην αδυναμία ή στην άρνηση της χρηματοδότησης της πραγματικής οικονομίας από το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αυτή η πρακτική δημιουργούσε αντιξοότητες στην αναπτυξιακή πολιτική της Ελλάδας και κατ' επέκταση σταθερότητα ή μείωση του Α.Ε.Π. με αποτέλεσμα την αύξηση του δημοσίου χρέους δίχως να δανειστεί η Ελλάδα νέο χρηματικό ποσό.

Μέσα από αυτήν την πραγματικότητα δυσκολίας στην αναπτυξιακή πολιτική, στην είσπραξη εσόδων και στην χρηματοδότηση του Ελληνικού Κράτους και της Ελληνικής Οικονομίας, αποφασίστηκαν κάποιες δομικές αλλαγές στην φορολογία με σκοπό την αύξηση των εσόδων ή ακόμα και εάν δεν μεγέθυναν τα έσοδα να καθιστούσαν πιο εύκολη την διαδικασία ελέγχου αυτών των εταιρειών ή ελευθέρων επαγγελματιών. Εκτός, από εφαρμογές ηλεκτρονικές με σκοπό την άμεση ενημέρωση του συστήματος και την μείωση εργατωρών για την εξυπηρέτηση απλών διαδικασιών, πραγματοποιήθηκαν δομικές αλλαγές στην φορολογία των ελευθέρων επαγγελματιών και των νομικών προσώπων. Αυξήθηκαν ποσοστά φορολογίας, εισήχθη η φορολόγηση με τεκμαρτή δαπάνη και τέλος όπου υπάρχει λόγος εξέτασης “πόθεν έσχες” εξετάζεται έστω και εάν είχε καταργηθεί για 10 χρόνια. Αυτές οι αλλαγές είχαν σκοπό την αύξηση των



εσόδων και την μείωση της φοροδιαφυγής, Η αύξηση της φορολογίας των ελεύθερων επαγγελματιών είχε σκοπό την δημιουργία επιχειρήσεων με σκοπό τον καλύτερο έλεγχο των λογιστικών καταστάσεων αυτών. Όμως, αυτή η πρακτική δεν απέδωσε τα μέγιστα στον ελληνικό φορολογικό μηχανισμό, αφού δεν συγχωνευτήκαν μικρές ατομικές επιχειρήσεις. Εναντίον, άρχισαν να συγχωνεύονται μεγάλες επιχειρήσεις με σκοπό τον συμψηφισμό κερδών και την αύξηση του μεριδίου της αγοράς και του τζίρου της με σκοπό την φερεγγυότητα του νέου ομίλου και την χαμηλότερη σε κόστος χρηματοδότησής του.

Η παρούσα εργασία εξετάζει την πολιτική της φορολογίας μερισμάτων και παρουσιάζει τα αποτελέσματα αυτής στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Ιδιαίτερα, αναλύει με τη χρήση αριθμοδεικτών πώς επηρέασε το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τον όμιλο της Alpha Bank η μερισματική πολιτική της ελληνικής κυβέρνησης. Ουσιαστικά χρησιμοποιήθηκαν οι αριθμοδείκτες **Μακροπρόθεσμου Χρέους** και **Αποδοτικότητας των Επενδυόμενων Κεφαλαίων**. Αυτοί οι δύο δείκτες για το χρηματοπιστωτικό σύστημα δείχνουν ότι υπάρχει αρνητική απόδοση της επένδυσης σε αυτό τον τομέα με ταυτόχρονη μείωση του μακροπρόθεσμου χρέους. Αυτό αναπτύσσει δυο τάσεις όπου η πρώτη είναι η κατάσταση των επενδύσεων και της χρηματοδότησης στο χρηματοπιστωτικό τομέα να μειώνονται και να αποτελούν μη αποδοτικές. Ενώ η δεύτερη εστιάζεται στην μείωση του μακροπρόθεσμου χρέους με την ταυτόχρονη μείωση των αποδόσεων που υποδεικνύει την μείωση των κερδών με ταυτόχρονη μείωση του ξένου δανεισμού. Η τελευταία πρακτική είναι πιθανόν να προέρχεται από την αύξηση της φορολογίας μερισμάτων όπου οι επενδυτές προτίμησαν να χρηματοδοτήσουν τις εταιρείες τους παρά να φορολογηθούν παραπάνω από το αναμενόμενο. Από την άλλη, με την πρακτική αυτή δημιουργούν μια δυναμική η οποία εάν κεφαλαιοποιηθεί θα είναι σε θέση να αποδώσει όσα έχουν χάσει τα τελευταία πέντε χρόνια αυξημένο και με την φορολογία μερισμάτων και εισοδήματος.

Ιδιαίτερα, για την περίπτωση του ομίλου της Alpha Bank η απόδοση έχει ακριβώς αντίστροφη τάση αυξάνοντας κοντά στο 20% το 2011 ενώ το 2013 έχει πέσει στο 10%. Αυτή η τάση εξηγείται από τις αναταραχές στο χρηματοπιστωτικό σκηνικό της νοτιοανατολικής Μεσογείου και στην ανάγκη για συγχωνεύσεις στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, έτσι ώστε να υπάρχουν τέσσερις με πέντε όμιλοι που να διαχειρίζονται τα κεφάλαια και να τροφοδοτούν την αγορά με χρήμα. Από την άλλη, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός του ομίλου ήταν υψηλός κατά τα έτη

2009 έως 2011 , αλλά από το 2012 και έπειτα έχει μειωθεί κάτω του 90% Για την αρτιότερη ανάπτυξη αυτών των θεμάτων έχει πραγματοποιηθεί χρονολογική ανάλυση των χρηματοοικονομικών στοιχείων όπου παρατηρείται ότι τα στοιχεία δείχνουν συρρίκνωση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος και παράλληλα τα στοιχεία για το όμιλο της Alpha Bank δείχνουν αύξηση του τζίρου αλλά μείωση της φορολογίας.

**Κατ' επέκταση η μερισματική πολιτική που υπάρχει στην Ελλάδα έχει επηρεαστεί από την φορολογία που ασκείται στα μερίσματα και κατά συνέπεια η πολιτική της ελληνικής κυβέρνησης για αύξηση των εσόδων μέσω αυτής της πρακτικής δεν έχει αποδώσει. Επιπροσθέτως, το μέρισμα φορολογείται εις διπλούν και αυτό το καθιστά μη αποδοτικό και για αυτό το λόγο οι διοικήσεις των εταιρειών δεν επιθυμούν την έκδοση μερισμάτων, αλλά άλλη μορφή επιβράβευσης αυτής της επένδυσης για του μετόχους. Οι μέτοχοι θέλουν ανταγωνιστικές επενδύσεις και για αυτό το λόγο αγοράζουν μετοχές και θέση σε μια εταιρεία. Από την άλλη, η ελαστικότητα αντίδρασης του κάθε τομέα στην φορολογία μερισμάτων ποικίλλει και για αυτό το λόγο δεν είναι εφικτό να θεωρηθεί ότι όλες οι εταιρείες αντιδρούν αρνητικά ως προς φορολογική πολιτική των μερισμάτων και ότι προσπαθούν να αποφύγουν αυτήν την μορφή φορολογίας.**

Η Ελλάδα θα πρέπει να αναμορφώσει το φορολογικό της σύστημα ως προς ένα πιο αξιοκρατικό σύστημα που να φορολογούνται όλη με μια κλίμακα μέτριας δυναμικότητας και για όσους έχουν υψηλό εισόδημα ή ακίνητη περιουσία που δεν μπορούν να δικαιολογηθούν να έχουν επιπρόσθετο φόρο σε μορφή έκτακτου φόρου σύμφωνα με κριτήρια που θα ορισθούν από μια επιτροπή. Επίσης, θα πρέπει να προασπιστεί η διαφάνεια και για αυτό το λόγο θα πρέπει να δηλώνεται ποιό θα είναι το πρόστιμό του κάθε φυσικού ή νομικού προσώπου για κάθε φορολογική παράλειψη ή ατασθαλία του. Με αυτόν το τρόπο δεν θα υπάρχει ασυδοσία από δημόσιους λειτουργούς και ο ίδιος ο επιχειρηματικός κλάδος θα γνωρίζει τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματά του. Από την άλλη, πολλοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι η τελευταία πρόταση μπορεί να έχει αρνητικά αποτελέσματα εάν το πρόστιμο είναι χαμηλό και για αυτό το λόγο μπορεί να θεσπιστεί μια επιπρόσθετη ποινή για τις επαναλαμβανόμενες παραβάσεις. Επίσης, θα πρέπει το κράτος να εξυπηρετήσει το κοινό σύνολο με ανάπτυξη των υποδομών και για τα φυσικά και για τα νομικά

πρόσωπα. Τέλος, η φορολογία είναι ένας τρόπος χρηματοδοτήσεως του κράτους με σκοπό την προάσπιση και ευημερία των πολιτών του. Συνεπώς, σε ένα κράτος με δίκαιο φορολογικό σύστημα και ουσιαστική διαχείριση των εσόδων του με σκοπό την ευημερία των πολιτών του θα αυξήσει τα έσοδα και θα έχει υψηλούς αναπτυξιακούς ρυθμούς.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνική (Βιβλία-Άρθρα)

- Ευθύμογλου, Π.Γ 1999, «*Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως*», Τόμος Α΄, Πειραιάς.
- Κορλίρας, Π. Γ 2000, «*Νομισματική Θεωρία*», Μπένου, Αθήνα.
- Ξανθάκης, Εμ. – Αλεξάκης, Χρ 2007, «*Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*», Σταμούλης, Πειραιάς.

### Ελληνική (Διατριβές)

- Βερβερής, Γ 2008, Μελέτη αποτελεσματικότητας των Ελληνικών Συνεταιριστικών Τραπεζών και η αξιολόγησή τους βάσει του υποδείγματος ROE, Μεταπτυχιακή Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.
- Βοζονίδης, Χ.Δ 2011, Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο, Μεταπτυχιακή Ερευνητική Εργασία, Γεωπονικό Πανεπιστήμιο, Αθήνα.
- Μανέλης, Δ.Σ 2006, Μερισματική πολιτική τραπεζών – Θεωρία και Εμπειρική Διερεύνηση, Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά, Πειραιάς.
- Μπέκου, Ε 2011, Μερισματική Πολιτική, Διπλωματική Εργασία, Πανεπιστήμιο Πατρών, Πάτρα.
- Παπαγεωργίου, Γ.Δ 2008, Μερισματική Πολιτική στα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης – Η περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία MBA, Πανεπιστήμιο Πειραιά, Πειραιάς.
- Παπαδάκης, Γ 2012, Οι Συνεταιριστικές Τράπεζες και η ανάλυση των οικονομικών τους καταστάσεων από το 2006 μέχρι σήμερα, Α.Τ.Ε.Ι. Κρήτης, Ηράκλειο.
- Προδρομίδου, Γ.Α 2010, Διαχρονική εξέταση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των ελληνικών τραπεζών σε περίοδο οικονομικής κρίσης, Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία, Θεσσαλονίκη.
- Σωτηρίου, Γ 2008, Μερισματική πολιτική – Επιστροφή μετρητών στους μετόχους, Διπλωματική Εργασία, ΑΤΕΙ Κρήτης, Άγιος Νικόλαος.

### Ξενόγλωσση (Άρθρα)

- Agyei, S.K. - Yiadom, E.M 2014, Dividend Policy and Bank Performance in China, International Journal of Economics and Finance, Vol. 3(4).
- Casey, K. M 2009, Explanatory factors of bank dividend policy Q revisited, Managerial Finance, Vol. 35, Issue 6.
- Zeeshan, H., Hanif, Ch. A., Saif, S.-UI-Malook and Wasimullah, 2012, The effect of taxes on dividend policy of banking sector in Pakistan, African Journal of Business management, Vol. 6(8), pp. 2951–2954.

### Ελληνόγλωσση (Ηλεκτρονικές Πηγές)

- Διαδικτυακή Πύλη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, πρόσβαση στις 29/5/2015, <[http://europa.eu/index\\_el.htm](http://europa.eu/index_el.htm)>.
- Διαδικτυακή Πύλη της Τράπεζας της Ελλάδος.
- Έκθεση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα (2012), πρόσβαση στις 26/5/2015, <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012el.pdf?2ab99f74e64630adaeee58eb8871fcb>>.
- Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (2012), πρόσβαση στις

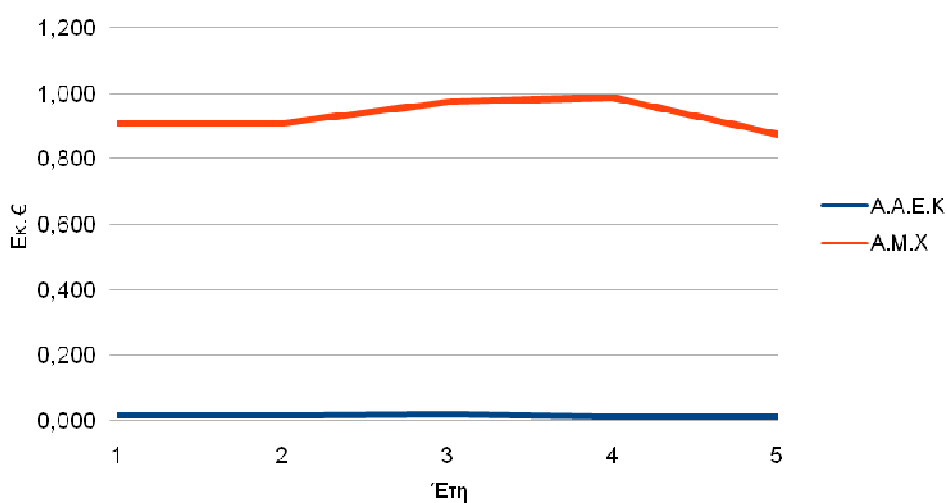
- 11/5/2015, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth 2012.pdf>>.
- Ιστοσελίδα της Alpha Bank: ανταποκρίτριες τράπεζες, πρόσβαση στις 22/6/2015, <<http://www.alpha.gr/page/default.asp?id=150>>.
  - Ιστοσελίδα της Alpha Bank: εταιρείες του ομίλου, πρόσβαση στις 22/6/2015, <<https://www.alpha.gr/page/default.asp?id=2580&la=1>>.
  - Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Εξέλιξη, πρόσβαση στις 22/6/2015, <<https://www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=8>>.
  - Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Ιστορική Διαδρομή, πρόσβαση στις 22/6/2015, <<https://www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=8926>>.
  - Ιστοσελίδα της Alpha Bank: η Τράπεζα, πρόσβαση στις 22/6/2015, <<https://www.alpha.gr/page/default.asp?la=1&id=2578>>.
  - Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος του 2012, πρόσβαση στις 16/5/2005, <[http://www.publicrevenue.gr/kpi/static/doc/kfe/kwdikas\\_forologias\\_eisodimatos.html](http://www.publicrevenue.gr/kpi/static/doc/kfe/kwdikas_forologias_eisodimatos.html)>.
  - Νόμος 2578/1998, πρόσβαση στις 16/6/2015, <<http://www.taxspirit.gr/20-anonymes-etairies-epe-ike/493-nomos-2578-1998.html>>.
  - Νόμος 4046/2012, πρόσβαση στις 12/5/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/law/index/law/411>>.
  - Νόμος 4110/2013, πρόσβαση στις 26/6/2015, <<http://www.nee.gr/downloads/268N4110-2013.pdf>>.
  - Οδηγία 90/435/EOK, πρόσβαση στις 16/5/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/9555>>.
  - ΠΟΛ. 1082/11-6-2009, πρόσβαση στις 30/5/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/9252>>.
  - ΠΟΛ. 1129/6-6-2011, πρόσβαση στις 6/6/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/12308>>.
  - ΠΟΛ. 1141/23-6-2011, πρόσβαση στις 16/5/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/12382>>.
  - ΠΟΛ. 13/ 1978, πρόσβαση στις 01/06/2015, <<http://www.taxheaven.gr/laws/circular/view/id/7885>>.
  - Πρόγραμμα PSI, πρόσβαση στις 30/5/2015, <[https://el.wikipedia.org/wiki/Private\\_Sector\\_Involvement](https://el.wikipedia.org/wiki/Private_Sector_Involvement)>.
  - Συμβάσεις Αποφυγής Διπλής Φορολόγησης σύμφωνα με το νέο φορολογικό νόμο του 2013, πρόσβαση στις 26/6/2015, <<http://www.taxheaven.gr/pages/simb>>.
  - Τράπεζα της Ελλάδος, 2010, Δελτίο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα έτους 2009, πρόσβαση στις 29/5/2015, <[http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item\\_ID=3385&List\\_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter\\_by=DT](http://www.bankofgreece.gr/Pages/el/Bank/News/PressReleases/DispItem.aspx?Item_ID=3385&List_ID=1af869f3-57fb-4de6-b9ae-bdfd83c66c95&Filter_by=DT)>.
  - Τράπεζα της Ελλάδος, 2010, Έκθεση για την Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, πρόσβαση στις 16/6/2015, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/fstability201007.pdf>>.
  - Τράπεζα της Ελλάδος, 2011, Δελτίο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα έτους 2011, πρόσβαση στις 20/6/2015, <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011el.pdf>>.
  - Τράπεζα της Ελλάδος, 2013, Δελτίο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα έτους 2013, πρόσβαση στις 26/6/2015, <<https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2013/html/gc131122.el.html>>.

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΜΑΚΡΟ-ΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
2009	350,00	1.202,00	1.178,00	5.372,00	53.043,00	69.596,00
2010	86,00	1.148,00	1.101,00	5.211,00	51.525,00	66.798,00
2011	-3.810,00	1.096,00	1.187,00	1.417,00	49.747,00	59.148,00
2012	-1.086,00	1.054,00	681,00	613,00	45.102,00	58.357,00
2013	2.922,00	1.337,00	766,00	8.368,00	58.634,00	73.697,00

ΕΤΟΣ	Α.Α.Ε.Κ	Α.Μ.Χ
2009	0,017	0,908
2010	0,016	0,908
2011	0,020	0,972
2012	0,012	0,987
2013	0,010	0,875

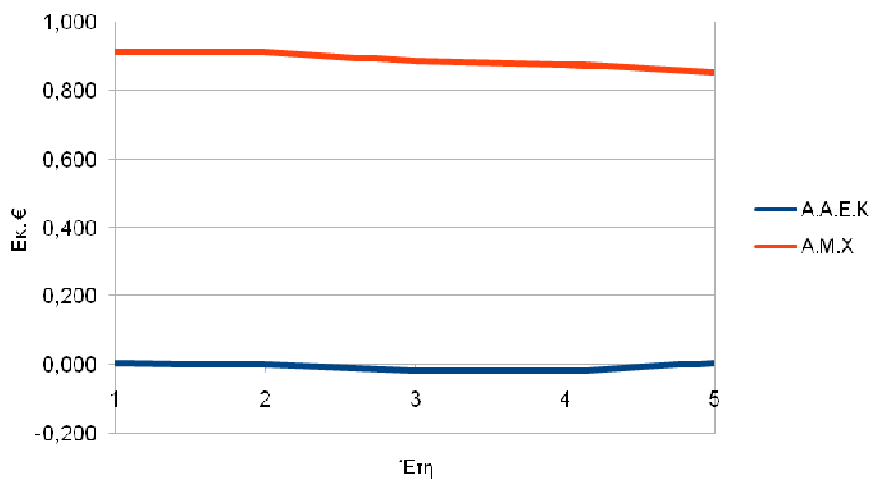
Αριθμοδείκτες Ομίλου της Alpha Bank



ΕΤΟΣ	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	ΛΕΠΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	ΜΑΚΡΟ-ΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
2009	1.560,00	6.264,00	2.133,00	38.429,00	393.437,00	443.408,00
2010	-878,00	5.909,00	-439,00	44.002,00	444.931,00	488.473,00
2011	-7.271,00	5.591,00	-8.195,00	53.169,00	419.416,00	518.309,00
2012	-7.868,00	-6.731,00	-9.137,00	54.475,00	395.620,00	448.584,00
2013	4.951,00	-6.792,00	1.715,00	62.371,00	372.417,00	423.197,00

ΕΤΟΣ	Α.Α.Ε.Κ	Α.Μ.Χ
2009	0,005	0,911
2010	-0,001	0,910
2011	-0,016	0,887
2012	-0,020	0,879
2013	0,004	0,857

Αριθμοδείκτες για το σύνολο των Χ.Ι.







**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΕΣ ΣΠΟΥΔΕΣ  
<<http://www.unipi.gr/pmsdes>**