



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
και ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ιωάννης Π. Στρίγκος

Μερισματική Πολιτική και Επαναγορά Μετοχών

Επιβλέπων Καθηγητής:
ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Επιτροπή:
ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ
ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2007



**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ
ΚΑΙ
ΕΠΙΧΡΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ**

| | |
|--|-----------|
| ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ..... | 2 |
| 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 3 |
| 1.1.1 Έννοια μερισματικής πολιτικής..... | 4 |
| 1.1.2 Περί μερισματικής πολιτικής..... | 5 |
| 1.1.3 Καθοριστικοί Παράγοντες..... | 6 |
| 2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ..... | 10 |
| 2.1 Γενικά..... | 10 |
| 2.1.1 DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY (Modigliani-Miller)..... | 13 |
| 2.1.2 THE BIRD IN THE HAND THEORY (Gordon-Lintner)..... | 15 |
| 2.1.3 TAX PREFERENCE OR DIFFERENTIAL THEORY (Litrenberger & Ramaswamy)..... | 16 |
| 2.2 Ανασκόπηση εμπειρικών μελετών..... | 17 |
| 2.3 Άλλες Θεωρίες- Εμπειρική Μελέτη Ευρημάτων..... | 19 |
| 2.3.1 Η Έννοια του “clientele effect”..... | 20 |
| 2.3.2 Information Content-Signaling Hypothesis..... | 23 |
| 2.3.3 Κόστος Αντιπροσώπευσης..... | 24 |
| 3.ΘΕΣΜΙΚΟ-ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ..... | 29 |
| 3.1 Γενικά..... | 29 |
| 3.1.1 Η Απόφαση Διανομής Μερίσματος..... | 29 |
| 3.2 Καθορισμός του Ποσοστού Διανομής Κερδών..... | 31 |
| 3.3 Διαδικασία καταβολής..... | 34 |
| 3.3.1 Η Σημασία Αυτών των Ημερομηνιών..... | 35 |
| 3.3.2 Χρόνος Κατάρτισης και Δημοσίευσης των Οικονομικών Καταστάσεων..... | 35 |

| | |
|---|-----------|
| 3.4 Το Σύστημα Φορολογίας που καθιέρωσε ο Ν. 2065/1995 για τις Α.Ε. και ΕΠΕ..... | 36 |
| 3.5 Φορολογία Μερισμάτων και Κεφαλαιακών Κερδών..... | 37 |
| 3.6 Διάθεση Κερδών-Υπολογισμός Πρώτου Μερισματος..... | 37 |
| 3.7 Πολιτικές Μερισμάτων στην Πράξη..... | 39 |
| 3.7.1 Σταθερό Ποσό ανά Μετοχή..... | 39 |
| 3.7.2 Τρεις λόγοι συνηγορούν σ' αυτό:..... | 39 |
| 3.7.3 Σταθερό Ποσοστό Διανεμομένων Κερδών..... | 40 |
| 3.8. Πλεονεκτήματα Σταθερής Πολιτικής Μερισμάτων..... | 42 |
| 3.8.1 Χαμηλό Τακτικό Μέρισμα συν Έκτακτο..... | 42 |
| 3.8.2 Υπολειμματική Πολιτική Μερισμάτων..... | 43 |
| 3.8.3 Μη Χρηματικά Μέρηματα..... | 45 |
| 3.9 Επιδράσεις στις Τιμές των Μετοχών..... | 46 |
| 4. ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ..... | 48 |
| 4.1. Θεσμικό Πλαίσιο..... | 49 |
| 4.1.1. Νομοθεσία..... | 49 |
| 4.2. Ανακοινώσεις..... | 50 |
| 4.3 Νομοθεσία άλλων χωρών..... | 51 |
| 4.4. Λόγοι επαναγορών..... | 52 |
| 4.4.1. Επιπλέον κεφάλαια..... | 52 |
| 4.4.2. Θεωρία ελεύθερων χρηματικών ροών..... | 53 |
| 4.4.3 Υποτίμηση της τιμής της μετοχής..... | 54 |
| 4.4.4 Μόγλευση..... | 54 |
| 4.4.5. Φορολογία..... | 55 |
| 4.4.6 Μεταβίβαση ελέγχου..... | 55 |
| 4.4.7 Θεωρία υποκατάστασης..... | 56 |

| | |
|--|-----------|
| 4.4.8 Ενοποίηση συμφερόντων-Μηχανισμοί Άμυνας σε Επαναγορές..... | 58 |
| 4.4.9. Signaling..... | 59 |
| 5. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ..... | 60 |
| 5.1. Πλεονεκτήματα για τους μετόχους..... | 60 |
| 5.1.2 Πλεονεκτήματα για τη Διοίκηση..... | 60 |
| 5.1.3 Μειονεκτήματα για τους μετόχους..... | 61 |
| 5.1.4 Μειονεκτήματα για τη Διοίκηση..... | 61 |
| 5.2 Έρευνες και Δεδομένα Επαναγορών..... | 62 |
| 5.3. Αποτελέσματα ερευνών επαναγορών..... | 66 |
| 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ..... | 73 |
| 7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 75 |

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα καθαρά κέρδη μιας εταιρείας μπορούν είτε να διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους, είτε να αποθεματοποιηθούν προκειμένου να βελτιώσουν τα μέσα δράσεως της ανώνυμης εταιρείας.

Τα μερίσματα (dividends) είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή που εισπράττουν οι μέτοχοι. Βέβαια, είναι ενδεχόμενο οι μέτοχοι να πραγματοποιήσουν επιπρόσθετα και κεφαλαιακά κέρδη, αν αποφασίσουν να πωλήσουν τις μετοχές τους και η τρέχουσα τιμή (χρηματιστηριακή) είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς των μετοχών. Από την άλλη πλευρά τα αποθεματικά είναι σημαντική πηγή χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρείας.

Το ερώτημα λοιπόν, είναι αν οι μέτοχοι και η εταιρεία είναι σε καλύτερη οικονομική κατάσταση όταν τα καθαρά κέρδη διανέμονται ή παρακρατούνται. Αυτό το θέμα παραπέμπει στην πολιτική των μερισμάτων. Η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους μέσω μερίσματος ή κράτησης αυτών με τη μορφή αποθεματικών με σκοπό την επανεπένδυση.

Συνήθως τα μερίσματα στην Ελλάδα καταβάλλονται ετησίως, αντιθέτως στις ΗΠΑ καταβάλλονται κάθε τρίμηνο. Η διοίκηση μιας εταιρείας ανακοινώνει στους μετόχους, είτε με μια άμεση δήλωση στον ετήσιο απολογισμό είτε έμμεσα, την πρόθεσή της για την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική. Μέσω αυτής της δήλωσης, η διοίκηση δηλώνει την εκτίμησή της για το εάν τα κέρδη θα είναι επαρκή για να διατηρήσουν τα επίπεδα των μερισμάτων. Κάτω από διαφορετικές συνθήκες, είναι δυνατό οι χρηματικές ροές μιας επιχείρησης και οι επενδυτικές της ανάγκες να είναι πολύ ασταθείς, έτσι ώστε να μην είναι δυνατός ο καθορισμός κάποιου πολύ υψηλού μερίσματος. Για να αποφύγουν την περίπτωση αυξομείωσης των μερισμάτων η οποία μπορεί να δημιουργήσει αβεβαιότητα στους επενδυτές, οι διευθυντές των εταιρειών μπορούν να καθορίσουν ένα σχετικά χαμηλό τακτικό μέρισμα – σε επίπεδα τέτοια που να μπορεί να εξυπηρετηθεί ακόμη και σε χρονιές χαμηλών κερδών ή σε χρονιές που απαιτούνται αυξημένες επενδύσεις – και να συμπληρώσουν το μέρισμα αυτό με ένα έκτακτο μέρισμα σε περιόδους που υπάρχουν διαθέσιμα πλεονασματικά κεφάλαια.

Όπως αναφέρθηκε, η πολιτική των μερισμάτων καθορίζει τον βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Ο αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής αποφασίζει αν θα απελευθερώσει τα κέρδη της εταιρείας από τον έλεγχο της. Επειδή η πολιτική των μερισμάτων μπορεί να έχει

επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετοχών και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό ότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

1.1 Έννοια της μερισματικής πολιτικής

Οι Brealey and Myers (1996) αναφέρουν στο βιβλίο τους «Principles of corporate finance» ότι η φράση μερισματική πολιτική έχει διαφορετική έννοια για διαφορετικούς ανθρώπους. Συγκεκριμένα αναφέρουν, ότι οι αποφάσεις που αφορούν τα μερίσματα πολλές φορές αναμιγνύονται με άλλες χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις. Κάποιες εταιρείες πληρώνουν μικρό μέρισμα διότι είναι πολύ αισιόδοξες για το μέλλον της επιχείρησης με αποτέλεσμα να επιθυμούν να κρατήσουν αποθεματικά για να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους. Σε αυτή την περίπτωση, το μέρισμα είναι προϊόν, ουσιαστικά απορρέει, από την κεφαλαιακή πολιτική της εταιρείας. Έτσι ας υποθέσουμε ότι τελικά οι μελλοντικές ευκαιρίες της εταιρείας, για επενδύσεις και στρατηγικές εξανεμίζονται, παράλληλα ανακοινώνεται αύξηση του μερίσματος, ωστόσο η τιμή της μετοχής μειώνεται. Πώς λοιπόν μπορούμε να διαχωρίσουμε πώς επιδρά η αύξηση του μερίσματος και πώς η απογοήτευση των επενδυτών για τις χαμένες ευκαιρίες ανάπτυξης;

Βέβαια άλλες εταιρείες χρηματοδοτούν κεφαλαιακές επενδύσεις με δανεισμό. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να «μένει» ρευστό για πληρωμή μερίσματος. Σε αυτή την περίπτωση, το μέρισμα είναι προϊόν, ουσιαστικά απορρέει, από την πολιτική δανεισμού (ίδια/ξένα) της κάθε εταιρείας.

Παρόλα ταύτα γιατί οι μέτοχοι αποζητούν μεγαλύτερα μερίσματα;

Μία πιθανή εξήγηση είναι γιατί δεν εμπιστεύονται τους διευθυντές των εταιρειών. Ίσως θεωρούν ότι οι managers προσπαθούν να εκμεταλλευτούν τα κέρδη προς ίδιον όφελος, να χρησιμοποιήσουν ουσιαστικά τα παρακρατηθέντα κέρδη έτσι ώστε να δημιουργήσουν μια «αυτοκρατορία» γύρω από το όνομα τους και όχι να επεκτείνουν την ίδια την εταιρεία με σκοπό να έχει περισσότερα κέρδη. Πάλι σε αυτή την περίπτωση, όπως αναφέραμε και παραπάνω, η μερισματική πολιτική αναμιγνύεται κατά κάποιο τρόπο με την επενδυτική πολιτική και τις λειτουργικές αποφάσεις της εταιρείας. Έτσι μια πιθανή αύξηση του μερίσματος μπορεί να οδηγήσει στην άνοδο της τιμής της μετοχής, όχι όμως γιατί οι επενδυτές θέλουν ή προτιμούν τα μερίσματα αλλά γιατί το management

της εταιρείας διαφαίνεται να είναι αυστηρό και να διακυβερνά καλύτερα την επιχείρηση από την άποψη ότι προσπαθεί να την μετατρέψει σε μια πιο επικερδή μονάδα.

Ωστόσο η μερισματική πολιτική μας δίνει πολλές πληροφορίες, όσον αφορά τις προοπτικές της εταιρείας και τον κίνδυνο που διατρέχουν. Το μέγεθος του μερίσματος σηματοδοτεί κατά κάποιο τρόπο την πορεία των cash flows δηλαδή το αν είναι σταθερά, αυξάνουν ή μειώνονται. Κατ' επέκταση οι managers που πιστεύουν ότι το μέγεθος του μερίσματος αποτελεί ένδειξη για την τάση των χρηματικών ροών της εταιρείας προσπαθούν να εξομαλύνουν τα μερίσματα με το πέρασμα του χρόνου.

1.1.2 Περί Μερισματικής Πολιτικής

Κάθε κερδοφόρα επιχείρηση αντιμετωπίζει τα εξής διλήμματα:

- Τι ποσό των ταμειακών της ροών να διανείμει στους μετόχους της,
- Αν πρέπει να το κάνει με τη μορφή αύξησης του μερίσματος ή με επαναγορά μετοχών και
- Αν πρέπει να ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική ή να αφήσει τις πληρωμές να ποικίλουν ανάλογες με τις οικονομικές συνθήκες.

Σύμφωνα με τη θεωρία, από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, πρέπει να ακολουθήσει αυτόματα η πολιτική μερισμάτων. Οι περισσότερες επιχειρήσεις ακολουθούν μια συγκεκριμένη πολιτική η οποία συνδυάζει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές με τα προβλεπόμενα έξοδα και προσπαθούν να την τηρήσουν. Δηλαδή, στην ουσία τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών. Ωστόσο, η πολιτική αυτή μπορεί να διαφοροποιηθεί, συχνά επιφέροντας δυσaréσκεια στους μετόχους οι οποίοι μπορεί να το εκλάβουν σαν αρνητικό σημάδι από την επιχείρηση και τελικά να έχει αρνητική επίπτωση στην τιμή της μετοχής. Είναι γεγονός πάντως ότι οι οικονομικές συνθήκες αλλάζουν κι έτσι κρίνεται αναγκαίο να αλλάζει και η μερισματική πολιτική. Ο τρόπος πάντως καθορισμού του ποσοστού διανεμόμενου μερίσματος, το αν εμπεριέχει κι άλλες πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο αυτή αντιμετωπίζει τους μετόχους της, είναι θέματα τα οποία έχουν απασχολήσει τη διεθνή βιβλιογραφία σε σημαντικό βαθμό.

Οι εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία ποσοστών διανεμόμενων κερδών, όχι μόνο μεταξύ των διαφόρων κλάδων αλλά και μεταξύ

επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Οι μελέτες αυτές δείχνουν ακόμη ότι τα μερίσματα είναι πιο σταθερά από τα κέρδη και ότι συχνά οι επιχειρήσεις εμφανίζονται απρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα σε εποχές ικανοποιητικών κερδών και αντιστέκονται στην ελάττωση των μερισμάτων όταν μειώνονται τα κέρδη. Με βάση την εμπειρικά γνωστή προτίμηση των επενδυτών για σταθερά μερίσματα και την πιθανότητα ότι μια ελάττωση των μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως πρόβλεψη μείωσης των κερδών, θα έλεγε κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων φαίνεται να είναι η ορθότερη.

1.1.3 Καθοριστικοί Παράγοντες

Όπως κάθε αντικείμενο πολιτικής έτσι και η πολιτική των μερισμάτων προσδιορίζεται από κάποιους παράγοντες που την επηρεάζουν. Ο πρώτος και βασικός παράγοντας είναι οι νομικοί περιορισμοί οι οποίοι έχουν τέτοια βαρύτητα επειδή ουσιαστικά ορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθεί η μερισματική πολιτική μιας εταιρίας. Σύμφωνα με τις νομικές διατάξεις τα μερίσματα πρέπει να διανεμηθούν είτε από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης, ή από τα κέρδη των παρελθουσών χρήσεων που απεικονίζουν λογιστικά στο λογαριασμό των παρακρατηθέντων κερδών.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής οι νομοθεσίες της πολιτείας τονίζουν ιδιαίτερα τρεις κανόνες:

- 1) *Τον κανόνα των καθαρών κερδών*, με βάση τον οποίο τα μερίσματα μπορούν να διανεμηθούν από τα κέρδη των παρελθουσών και της τρέχουσας χρήσεως.
- 2) *Τον κανόνα μείωσης του κεφαλαίου* που απαγορεύει τη διανομή των μερισμάτων από το κεφάλαιο, διότι θεωρεί ότι πρόκειται για διανομή των επενδύσεων της εταιρείας (δηλαδή της περιουσίας της) και όχι των κερδών της.
- 3) *Τον κανόνα αφερεγγυότητας* που ορίζει ότι οι εταιρείες δεν μπορούν να δίνουν μέρισμα όταν βρίσκονται σε κατάσταση πτώχευσης ή αφερεγγυότητας δηλαδή όταν οι υποχρεώσεις τους υπερβαίνουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. Κάτω από αυτές τις συνθήκες είναι σαν να διανείμουν κεφάλαια που ουσιαστικά ανήκουν στους πιστωτές της εταιρείας και όχι στους μετόχους της.

Δεύτερος και εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι η ρευστότητα, την οποία η διοίκηση της εταιρείας πρέπει να διατηρεί σε ικανοποιητικά επίπεδα. Τα κέρδη των προηγούμενων χρήσεων που παρακρατήθηκαν έχουν λογικά επενδυθεί σε κτίρια, τεχνολογικό εξοπλισμό, παραγωγικές εγκαταστάσεις, μηχανήματα κ.λ.π. Τα κέρδη της

τρέχουσας χρήσης που δεν θα διανεμηθούν επενδύονται, όπως είναι επόμενο, σε περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι απαραίτητα για την συνέχιση και τη δραστηριότητα της εταιρείας. Επομένως είναι πολύ πιθανό η εταιρεία να μην διατηρεί ένα ικανοποιητικό επίπεδο χρηματικών (ρευστών) διαθεσίμων.

Κατά συνέπεια μια τέτοια εταιρεία, όσο επικερδής και να είναι η πορεία της, δεν είναι σε θέση να καταβάλλει μέρισμα εφόσον δεν έχει ρευστότητα. Βέβαια αν η παραπάνω εταιρεία είναι και αναπτυσσόμενη έχει ένα λόγο παραπάνω να μην διανείμει μέρισμα αφού έχει ανάγκη για συσσώρευση κεφαλαίου.

Τρίτος παράγοντας είναι η ανάγκη της εταιρείας για εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων. Όταν μια εταιρεία έχει καταφύγει σε δανεισμό για την χρηματοδότηση επεκτάσεων ή σε αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, εναλλακτικά μπορεί να ακολουθήσει δύο λύσεις. Πρώτον να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια στην λήξη τους με κάποια άλλη μορφή χρεογράφων και δεύτερον να προχωρήσει στην εξόφληση των δανείων της από τα τρέχοντα διαθέσιμα της (ρευστά). Αν επιλεγθεί η δεύτερη περίπτωση, η εταιρεία χρειάζεται ρευστότητα και έτσι δεν θα διανείμει τα κέρδη της ώστε να εξοφλήσει τους δανειστές της.

Τέταρτος παράγοντας είναι οι δανειακές συμβάσεις της εταιρείας και οι περιορισμοί κάτω από τους οποίους υπογράφηκαν αυτές. Τα δάνεια και κυρίως τα μακροπρόθεσμα περιλαμβάνουν κάποιους αυστηρούς όρους, οι οποίοι περιορίζουν τη δυνατότητα της εταιρείας να διανείμει μερίσματα. Οι περιορισμοί αυτοί τέθηκαν κυρίως για να προστατέψουν τους δανειστές της εταιρείας και προβλέπουν ότι τα μελλοντικά μερίσματα μπορούν να καταβληθούν μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά την υπογραφή του δανείου (όχι δηλαδή από παρακρατηθέντα κέρδη). Επίσης όταν το κεφάλαιο κίνησης είναι μικρότερο από ένα συγκεκριμένο-καθορισμένο ποσό δεν μπορούν να διανεμηθούν μερίσματα. (*Κεφάλαιο κίνησης = κυκλοφορούν ενεργητικό – βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις*).

Πέμπτος παράγοντας είναι ο ρυθμός επέκτασης του ενεργητικού μίας ανώνυμης εταιρείας.

Όσο μεγαλύτερος και αναπτυσσόμενος είναι ο ρυθμός επέκτασης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας τόσο περισσότερα κεφάλαια χρειάζεται αυτή ώστε να χρηματοδοτήσει τα στοιχεία που απαιτούνται για τη δραστηριότητα της. Έτσι όσο μεγαλύτερες οι ανάγκες της τόσο περισσότερο πιθανό είναι, η εταιρεία να μην διανείμει τα κέρδη της αλλά να τα κρατήσει για μελλοντικές επενδύσεις.

Πέρα απ' αυτό εάν η εταιρία αποφασίσει να αντλήσει κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, οι μέτοχοι είναι οι επικρατέστεροι που θα την χρηματοδοτήσουν. Αν όμως τα κέρδη έχουν διανεμηθεί ως μερίσματα τα οποία υπόκεινται σε υψηλούς φορολογικούς συντελεστές ατομικού εισοδήματος (personal income), τότε μόνο ένα τμήμα των μερισμάτων θα μπορεί να επανεπενδυθεί.

Έκτος παράγοντας είναι το κόστος ευκαιρίας. Η αποδοτικότητα ενδεχόμενων επενδύσεων ίσου κινδύνου εκτός της εταιρίας καθορίζει και το πόσο ελκυστική είναι η διανομή κερδών στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων σε σχέση με την επένδυση τους στην ίδια την εταιρία.

Έβδομος παράγοντας είναι η σταθερότητα των κερδών που πραγματοποιεί μια ανώνυμη εταιρεία.

Πρέπει να τονίσουμε ότι όσο σοβαρά είναι τα κέρδη μιας εταιρείας τόσο καλύτερα μπορεί η διοίκηση αυτής να προβλέψει τα μελλοντικά της κέρδη. Κατά συνέπεια είναι περισσότερο πιθανό να διανείμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό αυτών (των κερδών), από μια εταιρεία που παρουσιάζει διακυμάνσεις στα κέρδη της. Εξάλλου ένα χαμηλό μέρισμα είναι περισσότερο δυνατό να διατηρηθεί ακόμα και σε μια πιθανή μείωση των πραγματοποιηθέντων κερδών. Από την άλλη μεριά, μια εταιρεία που είναι ασταθής είναι φυσικό και επόμενο να μην μπορεί να προβλέψει τα κέρδη των επόμενων ετών με αποτέλεσμα την παρακράτηση μεγαλύτερου ποσοστού των τρεχόντων κερδών της ή ακόμα χειρότερα και την μη διανομή τους.

Όγδοος παράγοντας είναι η φήμη της εταιρείας στο χρηματοοικονομικό της περιβάλλον με αποτέλεσμα τη δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές.

Μια μικρή επιχείρηση που είναι και καινούργια είναι άγνωστη στο επενδυτικό κοινό επομένως έχει μεγαλύτερο κίνδυνο για αυτό. Ο επενδυτής δύσκολα αναλαμβάνει το ρίσκο να χρηματοδοτήσει μια τέτοια εταιρεία με αποτέλεσμα αυτή να μην μπορεί να αντλήσει μετοχικά και δανειακά κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά, γι' αυτό είναι υποχρεωμένη να παρακρατεί μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της ως αποθεματικό για να χρηματοδοτεί τις μελλοντικές δραστηριότητες της. Αντίθετα μια μεγάλη και γνωστή στην κεφαλαιαγορά εταιρεία με σταθερότητα κερδών και μια καλή πορεία προσδίδει σιγουριά στον επενδυτή. Επομένως μια καθιερωμένη επιχείρηση έχει εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές ή σε οποιαδήποτε άλλη μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης και γι' αυτό είναι πιθανό το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της να το διανείμει.

Ένατος παράγοντας είναι οι επιπτώσεις που έχουν οι διάφορες πηγές

χρηματοδότησης στον έλεγχο της εταιρίας. Πολλές εταιρείες έχουν την πολιτική να επεκτείνονται μόνο μέχρι εκεί που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι η άντληση κεφαλαίων (χρηματοδότηση) με την πώληση των κοινών μετοχών μπορεί να εξασθενίσει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετοχών της εταιρίας. Η χρηματοδότηση λοιπόν, από εσωτερικές πηγές μόνο, είναι πιθανό να μειώσει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών.

Δέκατος παράγοντας είναι η φορολογική κατάσταση των μετόχων. Η παρακράτηση κερδών μπορεί να καταλήξει σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται με χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα μερίσματα. Για να αποφευχθεί η χρησιμοποίηση της εταιρίας από τους μετόχους σαν ένα μέσο αποφυγής φορολόγησης του ατομικού τους εισοδήματος, δηλαδή τα μερίσματα, με υψηλούς συντελεστές, η νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών επιβάλλει επίσης φόρο στα αδιανέμητα κέρδη.

2.ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 Γενικά

Θεωρητικά είναι η απόφαση μεταξύ του να διανείμει η επιχείρηση τα κέρδη ή να τα παρακρατήσει και να προβεί σε επανεπενδύσεις και περιλαμβάνει αποφάσεις όπως ποιο θα είναι το ύψος του μερίσματος, αν θα είναι σταθερό ή μεταβαλλόμενο, πόσο συχνά θα καταβάλλεται, αν θα πρέπει να είναι μετρητά ή δωρεάν μετοχές και αν θα πρέπει η επιχείρηση να ανακοινώσει τη μερισματική της πολιτική ή όχι. Ουσιαστικά η μερισματική πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις της επιχείρησης όσον αφορά στην κατανομή κερδών μεταξύ μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους και αποθεματικών που θα παραμείνουν στην εταιρεία.

Ο παρακάτω συνοπτικός κατάλογος των βασικών οικονομικών και χρηματοοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν την πολιτική μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως οδηγός των στελεχών που είναι υπεύθυνα για τη χρηματοοικονομική πολιτική. Οι παράγοντες αυτοί είναι:

- Ο ρυθμός αύξησης και το επίπεδο κερδών,
- Η σταθερότητα των κερδών,
- Η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης,
- Η ταμειακή θέση,
- Η ανάγκη αποπληρωμής των δανείων,
- Ο έλεγχος της επιχείρησης,
- Η διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το ύψος των μερισμάτων,
- Η φορολογική κατάσταση των μετόχων και
- Η φορολογική κατάσταση της εταιρείας.

Ορισμένοι από τους παραπάνω παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών, ενώ άλλοι μικρότερα. Δεν είναι δυνατό να διαμορφωθεί μια σχέση με την οποία να προσδιορίζεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Κυρίως είναι θέμα κρίσης. Παρόλα αυτά, οι παράγοντες που παρουσιάστηκαν συνοπτικά πιο πάνω προσφέρουν ένα τρόπο ελέγχου της πληρότητας των αποφάσεων που παίρνονται σχετικά με τα μερίσματα.

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

Προτού εξετάσουμε την πολιτική μερίσματος σε θεωρητικό επίπεδο, είναι χρήσιμο να αναφερθούμε περιληπτικά στις τρεις βασικές μορφές της:

- Σταθερό ποσοστό επι των κερδών. Η πολιτική του σταθερού ποσού χρημάτων ανά μετοχή, που ακολουθείται από τις περισσότερες επιχειρήσεις, είναι η πολιτική που αποδίδεται με την έννοια «πολιτική σταθερών μερισμάτων».
- Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Πολύ λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν αυτού του είδους την πολιτική. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής αυτής σημαίνει κατ' ανάγκη ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται.
- Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο. Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. Η πολιτική αυτή προσφέρει μεν ευελιξία στην επιχείρηση, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της επιχείρησης είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως είναι η καλύτερη.

Πρέπει να σημειωθεί ότι το πόσο σταθερά πρέπει να είναι τα μερίσματα διαχρονικά καθώς και το ποσοστό των κερδών προς διάθεση στους μετόχους με την μορφή μερίσματος αποτελούν αποφάσεις σχετικές με το ύψος των μερισμάτων. Είναι πάντως λογικό να πιστεύει κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται πράγματι και υψηλότερες τιμές για τις μετοχές. Κατ' αρχάς, είναι εύλογο ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα που είναι πιο σίγουρο ότι θα εισπράξουν, αφού τα κυμαινόμενα μερίσματα φέρουν κίνδυνο μεγαλύτερο από τα σταθερά. Έτσι, το ίδιο μέσο ύψος μερισμάτων που θα εισπραχτεί από μια εταιρεία που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων θα έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που θα έχει στην περίπτωση μιας εταιρείας που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Με άλλα λόγια η επιχείρηση που διανέμει σταθερό μέρισμα θα έχει μικρότερη απαιτούμενη

απόδοση, ή κόστος ίδιων κεφαλαίων, από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Ακόμη, πολλοί μέτοχοι ζουν από εισοδήματα που αποκτούν με τη μορφή μερισμάτων. Οι μέτοχοι αυτοί βρίσκονται σε δύσκολη θέση από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων και γι' αυτό θα προτιμήσουν μάλλον να πληρώσουν ένα πριμ για μια μετοχή με σχετικά εξασφαλισμένο ελάχιστο μέρισμα.

Στην πράξη ακολουθείται μια «ανορθόδοξη» πολιτική που αφορά στην πληρωμή υψηλών μερισμάτων ακόμα και στην περίπτωση που ακολουθούνται επενδυτικές ευκαιρίες με αρκετά μεγάλη αποδοτικότητα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το κόστος χρηματοδότησης που προκύπτει από την προσφυγή σε δανειακά κεφάλαια. Κάτι τέτοιο συμβαίνει συχνά γιατί αποτελεί επιχειρηματική παράδοση για τους επενδυτές η πληρωμή του μερίσματος, ενώ από την άλλη πλευρά η παρακράτηση και η μη διανομή των κερδών αρνητικό σημάδι που επιφέρει λόγους ανησυχίας για την πορεία της μετοχής και κατά συνέπεια και της επιχείρησης στο μέλλον. Ένας άλλος λόγος που ακολουθείται αυτή η πολιτική είναι το ότι υπάρχει στο χρηματιστήριο η εντύπωση πως το υψηλό ποσοστό μερισμάτων οδηγεί στην αύξηση της τιμής των μετοχών. Τέλος, οι μέτοχοι είναι αυτοί που απαιτούν υψηλά μερίσματα ακόμη και από εκείνες τις επιχειρήσεις που έχουν επενδυτικές ευκαιρίες για επανεπένδυση των κερδών τους με αρκετά υψηλές αποδοτικότητες. Να αναφερθεί ότι είτε άμεσα είτε έμμεσα η μερισματική πολιτική που εφαρμόζεται από τις επιχειρήσεις είναι δυνατόν να επηρεάσει τις παραμέτρους που συνθέτουν τις πηγές χρηματοδότησης καθώς και την αποδοτικότητα των επενδύσεων.

Στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση βασικός στόχος που πρέπει να έχει στο νου της η διοίκηση, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της. 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 την μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης. Υπάρχουν τρεις θεωρίες σχετικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών για τη μερισματική πολιτική. Η πρώτη είναι η *“THE DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY”* των Modigliani – Miller (1961), η δεύτερη θεωρία είναι η *“THE BIRD IN THE HAND THEORY”* των Gordon & Lintner και τέλος *“THE TAX PREFERENCE THEORY”* των Litrenberger & Ramaswamy.

2.1.1 “DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY”

(Modigliani – Miller)

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

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

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

Σύμφωνα με τη θεωρία των Miller και Modigliani, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Οι Merton Miller και Franco Modigliani (MM) ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Οι MM κατέληξαν το 1961 πως η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κάτω από συνθήκες τέλειων χρηματοδοτικών αγορών δεν επηρεάζει την αξία της. Παρόλα αυτά όμως οι χρηματοδοτικές αγορές δεν είναι τέλειες. Έτσι είναι συμφέρον της επιχείρησης να διανείμει χαμηλά μερίσματα προκειμένου να αποφύγει την άντληση μετοχικού

κεφαλαίου στις κεφαλαιαγορές. Επίσης, από την μια πλευρά έχουμε την φορολόγηση των μερισμάτων, ενώ από την άλλη οι υπεραξίες είτε δεν φορολογούνται καθόλου είτε φορολογούνται συνήθως με συντελεστή χαμηλότερο από αυτό των μερισμάτων. Επομένως η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων οδηγεί σε χαμηλά μερίσματα.

Πρέπει να αναφερθεί πως είναι πιθανό να διαφέρουν τα συμφέροντα των μετόχων από αυτά των διευθυντικών στελεχών. Σε αυτή την περίπτωση είναι απαραίτητο να διανείμουν οι επιχειρήσεις υψηλά μερίσματα για να καταφεύγουν με αυτό τον τρόπο συχνά στις κεφαλαιαγορές για να αντλήσουν κεφάλαια και να παρέχουν έτσι την ευκολία στους επενδυτές να τις ελέγχουν και να τις αξιολογούν. Από αυτή λοιπόν την άποψη η μερισματική πολιτική εμφανίζεται ως μηχανισμός πειθαρχίας των διευθυντικών στελεχών και προστασίας των μικρομετόχων. Οι Modigliani - Miller υποστήριξαν ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την κατηγορία κινδύνου στην οποία ανήκει καθώς και από την αποδοτικότητα του ενεργητικού της. Δηλαδή θεώρησαν την αξία της επιχείρησης ως εξαρτημένη μεταβλητή της πολιτικής επενδύσεων που ακολουθεί και όχι του τρόπου με τον οποίο διανέμονται τα κέρδη μεταξύ μερισμάτων και αποθεματικών.

Οι MM στήριξαν τη θεωρία τους σε υποθέσεις οι οποίες δεν βρίσκουν εφαρμογή στην πράξη, επομένως δεν είναι ρεαλιστικές. Στην ουσία οι επιχειρήσεις πληρώνουν φόρους αλλά και έξοδα έκδοσης νέων μετοχών και οι μέτοχοι εάν έχουν πρόσβαση στην εσωτερική πληροφόρηση μπορούν να αξιοποιήσουν αλλά και να διαχειρισθούν 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.

Όμως η θεωρία των Modigliani – Miller έχει και επικριτές (λόγω κυρίως της έλλειψης ρεαλισμού των υποθέσεών τους) τους οποίους και προτρέπουν να επαληθεύσουν τη θεωρία τους με βάση εμπειρικές έρευνες και όχι βάσει των υποθέσεων της.

2.1.2 “THE BIRD IN THE HAND THEORY”

(Gordon & Lintner)

Ο Lintner (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 εταιρείας 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 ποσοστό «στόχο» της και επομένως τόσο μικρότερος θα είναι ο συντελεστής προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Κατά τον Lintner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης παρά στο μέρισμα ως απόλυτος αριθμός. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις εταιρείες με σταθερή μερισματική πολιτική. Μάλιστα οι εταιρείες καθορίζουν πρώτα τη μερισματική πολιτική τους και στη συνέχεια προχωρούν στον υπόλοιπο οικονομικό σχεδιασμό τους. Το μοντέλο του Lintner είχε τεράστια απήχηση και χρησιμοποιήθηκε ως βάση πολλών εργασιών. Τις υποθέσεις του εξέτασαν για παράδειγμα και οι Fama και Babiak (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.

Σύμφωνα με τη θεωρία των **Gordon & Lintner** οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα μελλοντικά 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 P_0 .

Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με τη θεωρία των MM. 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.

Η εξίσωση βάσει της οποίας καθορίζεται η τρέχουσα αξία της μετοχής είναι η εξής:

$$P_0 = D_1 / K_s - g \quad (1)$$

Η εξίσωση (1) είναι γνωστή ως **τύπος του Gordon** όπου:

P_0 : η τρέχουσα αξία της μετοχής στο χρόνο 0

D_1 : το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή την χρονική περίοδο 1

K_s : η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους

και τέλος g : ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Οι Gordon & Lintner 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 το payout ratio (δείκτη μερισμάτων / καθαρά κέρδη) υψηλό.

2.1.3. "TAX PREFERENCE OR DIFFERENTIAL THEORY"

(Litzenberger & Ramaswamy)

Η θεωρία επιλογής φορολογίας των Litzenberger & Ramaswamy βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα με τους Litzenberger & Ramaswamy, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα: μέγιστο 28% έναντι 39,6%. 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 ως αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή P_0 . Έτσι, οι μέτοχοι προτιμούν τη 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 Litzenberger & 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 (δεν πωλούν δηλαδή τις μετοχές τους) έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου να αυξάνει την συνολική απόδοση καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

2.2 Ανασκόπηση εμπειρικών μελετών

Το γεγονός ότι οι εταιρείες αρνούνται να μειώσουν ή να διακόψουν τα μερίσματα που αποδίδουν είναι ήδη καλά διατυπωμένο από τον Litner (1956) αλλά και από τον Kalay (1980). Ενώ ο Litner (1956) υποστηρίζει ότι, επειδή οι managers πιστεύουν ότι η μείωση των μερισμάτων αποτελεί πλήγμα για την φήμη της επιχείρησης, προσπαθούν να προσαρμόσουν τα μερίσματα στα υψηλότερα κέρδη σε περίπτωση όπου τα υψηλότερα αυτά μερίσματα δεν μπορούν να διατηρηθούν, ουσιαστικά υποστηρίζει ότι οι διευθυντές επιμένουν στα μεγαλύτερα μερίσματα διότι πιστεύουν ότι αυτά θα οδηγήσουν σε μια μόνιμη αύξηση των κερδών, ο Kalay (1980) προσδίδει αποδείξεις και στοιχεία ότι η διακοπή των μερισμάτων παρέχει πληροφόρηση και ότι η άρνηση των διευθυντικών στελεχών να μειώσουν τα μερίσματα υπονοεί την χρήση των μερισμάτων ως signals. Οι John και Williams (1985) ανέπτυξαν κατ' αρχάς ένα μοντέλο όπου τα στελέχη των εταιρειών εξομαλύνουν τα μερίσματα πάντα σε σχέση με τις τιμές των μετοχών και στη συνέχεια ένα άλλο, όπου ήθελαν να εξετάσουν τις περιπτώσεις στις οποίες η φήμη της επιχείρησης αναπτυσσόταν μέσα από τα επαναλαμβανόμενα μερίσματα που διένειμε. Τελικά κατέληξαν και αυτοί, ότι οι managers προσαρμόζουν τα μερίσματα τους σε σχέση με τις χρηματικές ροές τους. Οι Modigliani και Miller (1961) υποστήριξαν ότι τα υψηλότερα μερίσματα οδηγούν σε μεγαλύτερα κέρδη με την προϋπόθεση ότι το πληροφοριακό μήνυμα των μερισμάτων μπορεί να είναι αξιόλογο και χρήσιμο στην περίπτωση μόνο που οι αγορές είναι αναποτελεσματικές.

Η μερισματική πολιτική, όπως προαναφέρθηκε, γενικά αξιολογείται με το να εξετάζει τις αλλαγές στις χρηματικές ροές σχετικά με τα μεγάλα δείγματα αλλαγών στα μερίσματα. Για παράδειγμα, ο Benartzi, Michaely και Thaler (1997), εξέτασαν σε μεγάλη έκταση από 4,996 έως και 7,186 εταιρείες. Παρατήρησαν ότι τα μερίσματα σχετίζονταν με τα παρελθοντικά και όχι με τα μελλοντικά κέρδη. Κατ' επέκταση βρήκαν ότι δεν υπήρχε καμία σχέση μεταξύ των μελλοντικών κερδών και της αύξησης του μεγέθους του μερίσματος στα προηγούμενα χρόνια παρόλο ότι βρήκαν ότι η αύξηση των μερισμάτων σηματοδοτεί ότι η πρόσφατη αύξηση (αναπήδηση) των κερδών είναι μόνιμη. Έτσι, ενώ πολλά μοντέλα προβλέπουν την κάποια σχέση μεταξύ των κερδών και των

διαφοροποιούμενων μερισμάτων τα αποτελέσματα των παραπάνω ερευνητών, Benartzi, Michaely και Thaler, αποδεικνύουν ότι το signaling (σηματοδότηση) είναι βασικό συστατικό της μερισματικής πολιτικής.

Επίσης, αντικείμενο μελέτης υπήρξε και η αντίδραση της αγοράς σε μια μεταβολή των μερισμάτων. Όλες οι μελέτες (Aharonh και Swary (1980), Michaely, Thaler και Womack (1995) κ.α.) έδειξαν πως η αγορά αντιδρά θετικά σε μία αύξηση των μερισμάτων και αρνητικά σε μία μείωση. Στην συνέχεια έγινε μία προσπάθεια προσέγγισης των αιτιών που οδηγούν σε αυτή την μεταβολή, δηλαδή εάν η αλλαγή της μερισματικής πολιτικής αποτελεί ένα σημάδι αλλαγής κάποιων βασικών χαρακτηριστικών της ίδιας της επιχείρησης. Όπως είναι φυσικό η πρώτη υπόθεση που ελέγχθηκε ήταν η μεταβολή των κερδών. Παρόλο όμως που βρέθηκε μία σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στα παρόντα κέρδη και στα μερίσματα (Lintner (1956), Benartzi, Michaeli, Thaler (1999) κ.ά.) αναφορικά με τα μελλοντικά κέρδη η βιβλιογραφία δεν δίνει μια ξεκάθαρη απάντηση. Συγκεκριμένα μελέτες όπως αυτή του Bhattacharya (1979), του Brickley (1983) και των Miller και Rock (1985) οδήγησαν στο συμπέρασμα της ύπαρξης συσχέτισης ανάμεσα στα μελλοντικά κέρδη και στις αλλαγές στην μερισματική πολιτική, άλλες μελέτες όμως όπως των Benartzi, Michaeli, Thaler (1999) δεν κατάφεραν να βρουν σημαντική συσχέτιση ανάμεσα στα μελλοντικά κέρδη και στην μεταβολή της μερισματικής πολιτικής και κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η μεταβολή των μερισμάτων αντικατοπτρίζει τη σημερινή και όχι τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Ο Watts (1973) παλινδρόμησε τα κέρδη του επόμενου έτους με τα σημερινά μερίσματα και βρήκε πως ενώ το coefficient ήταν θετικό τα t-statistics ήταν μη σημαντικά, γεγονός που δεν επιτρέπει την εξαγωγή κάποιου συμπεράσματος.

Οι Healy και Palepu (1988) έδειξαν πως για εταιρίες που διένειμαν μέρισμα για πρώτη φορά επακολούθησε για τα επόμενα δύο χρόνια μια σημαντική αύξηση των κερδών τους, ενώ η περίπτωση παύσης στη διανομή μερίσματος συνοδεύεται από μία μείωση των κερδών για το χρόνο πραγματοποίησης της και στη συνέχεια ακολουθείται από μία αύξηση των κερδών. Οι Garret και Priestley έδειξαν πως ενώ τα μερίσματα τείνουν να εξομαλύνονται και να παρέχουν πληροφορίες για ταυτόχρονες απροσδόκητες αυξήσεις των μόνιμων κερδών δεν παρέχουν προβλεπτική ικανότητα για τα μελλοντικά κέρδη. Το μοντέλο το οποίο εξέτασαν ενώ βασίστηκε σε αυτό του Lintner διαφοροποιήθηκε καθώς πριμοδοτούσε σημαντικές αλλαγές προς την κατεύθυνση της μερισματικής απόδοσης στόχου της εταιρείας, ενώ το μοντέλο του Lintner οποιαδήποτε σημαντική μεταβολή της μερισματικής απόδοσης τη θεωρεί «κατακριτέα». Αντίθετα με

προηγούμενες μελέτες θεωρούν πως οι αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική βασίζονται τόσο στις μελλοντικές τιμές της μετοχής όσο και στις αλλαγές των «μόνιμων» κερδών. Ακόμα θεώρησαν πως η μερισματική πολιτική που είναι στόχος της εταιρείας δεν είναι σταθερή αλλά προσδιορίζεται από μία στάσιμη σχέση, στη συνέχεια έλεγξαν εάν και κατά πόσο υπάρχει co integration ανάμεσα στις μεταβλητές που υπέθεσαν πως την καθορίζουν, κατέληξαν πως τόσο τα «μόνιμα» κέρδη όσο και οι τιμές της μετοχής είναι σημαντικά στη μακροχρόνια περίοδο. Οι Brennan και Thakor (1990) εξέτασαν τις επιπτώσεις της εισαγωγής ασύμμετρης πληροφόρησης στη μερισματική πολιτική. Υποστήριξαν πως οι επαναγορές μετοχών είναι αντίθετες προς το συμφέρον των μικρομετόχων γιατί λόγω ελλιπούς πληροφόρησης υπάρχει ο κίνδυνος να πωλήσουν τις μετοχές σε τιμή κατώτερης της πραγματικής τους αξίας. Αντίθετα η πληρωμή μερίσματος είναι προς όφελος των μικρομετόχων γιατί η πληροφόρηση δεν παίζει κανένα ρόλο αφού τα μερίσματα είναι ίσα για όλους τους μετόχους. Με αυτόν τον τρόπο έδειξαν πως ακόμα και σε περίπτωση που οι επαναγορές μετοχών τυγχάνουν καλύτερης φορολογικής μεταχείρισης από την νομοθεσία έναντι της πληρωμής μερίσματος εξακολουθεί να υπάρχει η ανάγκη διανομής μερίσματος λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης.

2.3 Άλλες Θεωρίες- Εμπειρική Μελέτη Ευρημάτων

Ειδικά θέματα μερισματικής πολιτικής: clientele effect, Information Content-Signaling Hypothesis, κόστος αντιπροσώπευσης.

Κατά τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής και υπό το πρίσμα της προσπάθειας της διοίκησης των εταιρειών να μεγιστοποιήσουν την αξία των μετόχων, οι προτιμήσεις των μετόχων μπορεί να παίζουν σημαντικό ρόλο στην τελική απόφαση του management. Συνοπτικά, μπορούμε να διακρίνουμε δύο ευρείες κατηγορίες μετόχων που αντίστοιχα επιθυμούν δύο διαφορετικές κατηγορίες μερισματικής πολιτικής.

α) Την κατηγορία των μετόχων που ενδιαφέρεται να διατηρεί μία διαχρονικά σταθερή ροή εισοδήματος από την επένδυσή της. Η συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών επιθυμεί τη διανομή ενός σχετικά σταθερού ποσοστού μερίσματος μέσα στον χρόνο. Άρα, επικεντρώνεται στην μερισματική απόδοση (το πρώτο κομμάτι του τύπου του Gordon).

β) Την κατηγορία των μετόχων που ενδιαφέρεται να δημιουργεί κεφαλαιακά κέρδη μέσω της αγοραπωλησίας μετοχών. Η συγκεκριμένη κατηγορία επιθυμεί αυξημένα

παρακρατηθέντα κέρδη από τις επιχειρήσεις (εις βάρος του μερίσματος) ώστε να πραγματοποιούνται νέες επενδύσεις που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια και την τιμή της μετοχής της. Άρα επικεντρώνεται στην κεφαλαιακή απόδοση (το δεύτερο κομμάτι του τύπου του Gordon).

2.3.1 Η Έννοια του “clientele effect”

Σύμφωνα με την clientele effect theory υπάρχουν φυσικοί επενδυτές – πελάτες για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Οι επενδυτές αυτοί αυξάνουν την τιμή της μετοχής με τη ζήτηση για μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα. Ένα άλλο θέμα της μερισματικής πολιτικής που έχει αναλυθεί εκτενώς στη βιβλιογραφία είναι η σχέση της με τους φόρους. Μέτοχοι στα ανώτερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μικρό μέρισμα, γιατί δεν φορολογούνται για τα παρακρατηθέντα κέρδη της επιχείρησης τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή και έχουν την επιλογή για τη χρονική στιγμή στην οποία θα φορολογηθούν για τα κεφαλαιακά τους κέρδη. Μεταβολές στο φορολογικό κώδικα έχουν σαν συνέπεια μεταβολές στην μερισματική πολιτική των εταιρειών. Αν τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και η εταιρεία προβεί σε μία μείωση των μερισμάτων της, τότε αυτή η αλλαγή πρέπει να καλωσορισθεί από την αγορά γιατί είναι προς όφελος των επενδυτών. Σε κάθε χώρα τα μερίσματα φορολογούνται με διαφορετικό τρόπο. Το καθεστώς φορολογίας και το γενικότερο νομικό πλαίσιο γύρω από τη διανομή μερίσματος στην Ελλάδα παρουσιάζεται εκτενέστερα στη συνέχεια. Συνήθως οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερή μερισματική πολιτική για αρκετά έτη με αποτέλεσμα να ελκύουν συγκεκριμένες κατηγορίες μετόχων (έννοια πελατείας). Διαφορετικές ομάδες επενδυτών, ή πελατεία, προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Η παρελθούσα μερισματική πολιτική προσδιορίζει τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών (πελατών). Οι μέτοχοι αυτοί επιλέγουν μια συγκεκριμένη μετοχή για επένδυση επειδή θεωρούν πως οι αποδόσεις είτε μερισματικές είτε κεφαλαιακές είναι οι κατάλληλες γι' αυτούς. Αυτοί επομένως οι μέτοχοι επιζητούν την άμεση αποκόμιση των κερδών αντί των μελλοντικών κεφαλαιακών κερδών και γι' αυτό το λόγο επιλέγουν επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη μερίσματα / κέρδη.

Τα μερίσματα μπορεί να περιλαμβάνουν πληροφορίες οι οποίες δεν ήταν πριν γνωστές στην αγορά ή μπορεί να χρησιμοποιηθούν σαν ένα σήμα από τη διοίκηση προς την αγορά για την αλλαγή των μελλοντικών προοπτικών της εταιρείας. Μια

ενδιαφέρουσα μελέτη των Gullon, Michaely και Swaminathan (2000) συσχετίζει τα μελλοντικά κέρδη, τον κίνδυνο και τις μερισματικές αλλαγές. Συγκεκριμένα οι συγγραφείς υποθέτουν πως η αύξηση των μερισμάτων αντανακλά την μείωση του κινδύνου για την εταιρεία αλλά και την συνεπαγόμενη μείωση των μελλοντικών κερδών. Οι επιπτώσεις της μείωσης του κινδύνου είναι σημαντικότερες από τις επιπτώσεις του περιορισμού των κερδών και για αυτό τον λόγο η αγορά αντιδρά θετικά. Μάλιστα έδειξαν πως οι εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα τους παρουσιάζουν μεγάλη μείωση του συστηματικού τους κινδύνου, ενώ οι εταιρείες που μειώνουν τα μερίσματα τους παρουσιάζουν μία αύξηση του συστηματικού τους κινδύνου.

Αξίζει να αναφερθεί πως στη περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη της χωρίς να διανείμει μέρισμα προκειμένου να διενεργήσει μελλοντικές επενδύσεις, η κατηγορία των μετόχων που επιθυμεί ετήσιο μέρισμα θα δυσαρεστηθεί με αποτέλεσμα να προσπαθήσει να ρευστοποιήσει μετοχές έτσι ώστε μέσω των κεφαλαιακών κερδών να εισπράξει το εισόδημα που δεν μοιράστηκε με την μορφή μερισμάτων. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα διαμορφωθεί σταδιακά μια κατάσταση στην αγορά που οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα θα επενδύσουν σε μετοχές με υψηλό δείκτη διανομής κερδών. Υπάρχει όμως και η κατηγορία των επενδυτών που έχουν ορθολογική συμπεριφορά και θα εκτιμήσουν θετικά την απόφαση της εταιρείας να μην διανείμει τα κέρδη αλλά να προχωρήσει σε επενδύσεις.

Είναι επομένως ευνόητο πως οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσδιορίζουν ποια πολιτική μερισμάτων θα ακολουθήσουν επί μια σειρά ετών με κριτήρια καθαρά χρηματοοικονομικά. Η πελατειακή επίδραση καθυστερεί την μεταβολή της μερισματικής πολιτικής. Οι φόροι και τα έξοδα συναλλαγών επιβαρύνουν τους επενδυτές που θα πρέπει να αλλάξουν επιχειρήσεις, καθώς το γεγονός της συχνής αλλαγής της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης κάνει την επένδυση των μετόχων ασύμφορη λόγω των υψηλών εξόδων προμήθειας και των φόρων μεταβίβασης των μετοχών.

Οι λόγοι ύπαρξης του clientele effect είναι πολλοί και μπορεί να συμπεριλαμβάνουν την φορολογική μεταχείριση (ανάλογα με την αγορά που εξετάζουμε μπορεί να αναδειχτεί στον σημαντικότερο παράγοντα καθορισμού των προτιμήσεων των επενδυτών), τις καθημερινές ανάγκες των επενδυτών, θεσμικούς περιορισμούς κλπ. Για παράδειγμα, σε επίπεδο ιδιωτών, μπορούμε να υποθέσουμε πως επενδυτές που βρίσκονται κοντά στον τερματισμό της επαγγελματικής τους ζωής ή που έχουν συνταξιοδοτηθεί επιθυμούν την αποκόμιση μιας σταθερής ροής εισοδήματος από τις επενδύσεις τους ώστε να εξασφαλίσουν μια επιπλέον ενίσχυση στα εισοδήματά τους. Το

συγκεκριμένο είδος επενδυτών θα έχει μια σαφή προτίμηση σε μετοχές εταιρειών που προσφέρουν διαχρονικά σταθερό και υψηλό ποσοστό διανομής μερίσματος. Αντίθετα, νεώτεροι ηλικιακά επενδυτές που βρίσκονται στην αρχή της επαγγελματικής τους ζωής και έχουν μικρότερες ανάγκες για σταθερό εισόδημα είναι δυνατόν να επικεντρώσουν το ενδιαφέρον τους σε μετοχές εταιρειών που προσφέρουν υψηλότερα κεφαλαιακά κέρδη. Σε επίπεδο θεσμικών επενδυτών αντίστοιχα, μπορούμε να κάνουμε μια διάκριση μεταξύ ασφαλιστικών ταμείων και μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων.

Ανάλογα, λοιπόν, με την μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση, ανταποκρίνεται και σε κάποιο προφίλ επενδυτών και δημιουργεί μια μετοχική σύνθεση από επενδυτές που στην πλειοψηφία τους έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά. Εάν θεωρήσουμε πως οι επενδυτές μπορούν να αλλάζουν με ευκολία την σύνθεση του μετοχικού χαρτοφυλακίου τους, οι επιχειρήσεις από την μεριά τους θα μπορούσαν να μεταβάλλουν την μερισματική πολιτική τους ενώ οι μέτοχοι θα μπορούσαν κάθε φορά να επενδύουν σε όποιες επιχειρήσεις ταιριάζουν στο προφίλ τους. Στην πραγματικότητα βέβαια, υπάρχουν συνθήκες (όπως κόστη συναλλαγών και φόροι) που μπορεί να περιορίζουν τις κινήσεις των επενδυτών. Έτσι, μια επιχείρηση μπορεί να διστάζει να αλλάξει την μερισματική της πολιτική εφόσον μια αλλαγή μπορεί να οδηγήσει σε δυσαρέσκεια της πλειοψηφίας των μετόχων της, οι οποίοι θα προσπαθήσουν να αποχωρήσουν μόνιμα από την επένδυσή τους με αποτέλεσμα να επέλθει μείωση στην τιμή της μετοχής που μπορεί να είναι προσωρινή (εάν η αποχώρηση των επενδυτών είναι περιορισμένη) ή μόνιμη (εάν φτάσουμε σε ακραία περίπτωση μαζικής αποχώρησης επενδυτών).

Οι Miller-Modigliani αναγνωρίζουν μεν την ύπαρξη του clientele effect, υποστηρίζουν όμως πως η επιρροή του στην μερισματική πολιτική είναι σχεδόν οριακή. Θεωρούν πως οι δυο διαφορετικές ομάδες μετόχων (όπως τις καθόρισαμε προηγουμένως) είναι πάντοτε ικανοποιημένες, εφόσον οι επιχειρήσεις έχουν ήδη προσαρμόσει με τέτοιο τρόπο την μερισματική τους πολιτική ώστε να ικανοποιούν την ομάδα επενδυτών που τους ενδιαφέρει και τελικά να μην υπάρχει το κίνητρο για επιπλέον επιχειρήσεις να αλλάξουν την μερισματική τους πολιτική. Τελικά, οι επιχειρήσεις δεν είναι απαραίτητο να προχωρούν σε υψηλή διανομή μερίσματος, εκτός και εάν υπάρχει η συγκεκριμένη επιθυμία από την μεριά των μετόχων τους.

Οι εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν την ύπαρξη του clientele effect χωρίς να έχουν υποδείξει με σαφήνεια εάν η επιρροή του είναι καταλυτική για τον καθορισμό μερισματικής πολιτικής από τις επιχειρήσεις. Είναι πάντως αποδεκτό ότι δεν μπορεί να

αγνοηθεί εντελώς, εφόσον επιβεβαιώνεται η ύπαρξη σημαντικού αριθμού επενδυτών που παρακολουθούν μετοχές με παρελθόν υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Προηγούμενα είδαμε πως τα συμπεράσματα των MM βασίστηκαν μεταξύ άλλων και στην υπόθεση για συμμετρία στην πληροφόρηση τόσο μεταξύ των επενδυτών όσο και μεταξύ των διοικήσεων των επιχειρήσεων και των επενδυτών. Στην πραγματικότητα όμως υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης (information asymmetry) με τις διοικήσεις των επιχειρήσεων να βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση σε σχέση με τους επενδυτές όσον αφορά στις διαθέσιμες πληροφορίες για την πραγματική οικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων και τις μελλοντικές προοπτικές. Είναι πλέον αποδεκτό πως η ανακοίνωση αλλαγής στην μερισματική πολιτική έχει επίδραση στην τιμή των μετοχών, με τους επενδυτές να επιβραβεύουν μια αύξηση του μερίσματος (μέσω αύξησης της τιμής της μετοχής) και αντίστοιχα να αποδοκιμάζουν μια μείωση. Η συμπεριφορά των επενδυτών αποτέλεσε αντικείμενο εκτεταμένης και συνεχούς έρευνας τόσο στις ΗΠΑ όσο και στον υπόλοιπο κόσμο. Η πλειοψηφία της έρευνας σχετικά με την αντίδραση των επενδυτών στις μεταβολές της μερισματικής πολιτικής έχει επικεντρωθεί γύρω από δύο επικρατούσες θεωρίες:

2.3.2 Information Content-Signaling Hypothesis

Η αναγγελία μεταβολής στην μερισματική πολιτική ενσωματώνει πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης (information content-signaling hypothesis). Η θεωρία αυτή προτείνει πως η άνοδος των τιμών των μετοχών που συνοδεύει μια αναγγελία αύξησης του μερίσματος αποτελεί ένδειξη της προτίμησης των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση. Επιπλέον, στηρίζεται και στην παραδοχή της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ διοικήσεων των επιχειρήσεων και επενδυτών (information asymmetry - αναφέρθηκε προηγουμένως). Σύμφωνα με τη θεωρία της ενσωμάτωσης πληροφόρησης στην μερισματική πολιτική, οι επενδυτές εκλαμβάνουν μια αύξηση στο μέρισμα σαν πληροφορία-σήμα (signal) από τη μεριά της διοίκησης της οικονομικής μονάδας για καλύτερη κερδοφορία και ταμειακές ροές στο μέλλον. Αντίθετα, μείωση του μερίσματος δύναται να εμπεριέχει πληροφορίες για αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας της επιχείρησης στο μέλλον. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ελέγχου της συγκεκριμένης θεωρίας-υπόθεσης υπήρξαν ανάμεικτα. Σαν γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως υπάρχει κάποια πληροφόρηση στις αλλαγές μερισματική πολιτικής σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Δεν είναι

όμως ξεκάθαρο εάν η ανοδική-καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών σε περίπτωση μεταβολής της μερισματικής πολιτικής οφείλεται μόνο στην ενσωμάτωση πληροφόρησης για τις μελλοντικές προοπτικές ή εάν οφείλεται και στις προτιμήσεις των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση.

2.3.3 Κόστος Αντιπροσώπευσης

Μία εξήγηση για τη θετική αντίδραση των επενδυτών σε μια αύξηση των μερισμάτων είναι η μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης που οφείλεται στην αύξηση του μερίσματος. Συγκεκριμένα αν οι επενδυτές θεωρούν πως η διοίκηση της εταιρείας πρόκειται να προβεί σε υπερεπένδυση χρησιμοποιώντας τα παρακρατηθέντα κέρδη της, τότε μια αύξηση του μερίσματος είναι ευπρόσδεκτη γιατί μειώνει τον κίνδυνο πραγματοποίησης της υπερεπένδυσης και αναγκάζει την εταιρεία να δρα πιο υπεύθυνα προς όφελος των μετόχων. Η κατάλληλη μερισματική πολιτική μπορεί να λύσει ένα μέρος του κόστους αντιπροσώπευσης, το οποίο οφείλεται στην σύγκρουση συμφερόντων διοίκησης και μετόχων, όπως προτείνουν ο Easterbrook (1984) και ο Jensen (1986). Οι μέτοχοι μπορούν με τη χρήση υψηλών μερισμάτων να ελαχιστοποιήσουν τα free cash flows τα οποία έχει στη διάθεσή της η διοίκηση και τα οποία υπάρχει η πιθανότητα να κατασπαταληθούν ή να τοποθετηθούν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις. Μία πιο ξεκάθαρη επίπτωση της υπόθεσης των free cash flows είναι το πρόβλημα της υπερεπένδυσης, το οποίο είναι πιο πιθανό να εμφανιστεί σε πλούσιες εταιρείες με σταθερές χρηματικές ροές που δραστηριοποιούνται σε ώριμους κλάδους της οικονομίας χωρίς πολλές προοπτικές ανάπτυξης. Επίσης κατά των Easterbrook για τους μικρομετόχους τα μερίσματα είναι προτιμότερα από τα παρακρατηθέντα κέρδη γιατί τα τελευταία μπορεί να μην μετατραπούν ποτέ σε μελλοντικά μερίσματα ή κεφαλαιακά κέρδη. Επίσης η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να αναγκάσει την εταιρεία να καταφύγει στην αγορά χρήματος για να χρηματοδοτήσει κάποια μελλοντικά επενδυτικά σχέδια της και έτσι να δώσει τη δυνατότητα σε εξωτερικούς παράγοντες να ασκήσουν έλεγχο στη διοίκηση και τους μεγαλομετόχους. Η θεωρία της διανομής μερίσματος για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης έχει εξεταστεί σε πάρα πολλές μορφές. Αντικρουόμενα συμφέροντα μπορεί να υπάρξουν μέσα σε μια εταιρεία ανάμεσα στη διοίκηση και στους βασικούς μετόχους από την μία και τους εξωτερικούς επενδυτές, όπως οι μέτοχοι της μειοψηφίας από την άλλη. Οι μεγαλομέτοχοι μέσω του ελέγχου της διοίκησης μπορούν να χρησιμοποιήσουν την περιουσία της εταιρείας προς όφελος τους ή προκειμένου να μειώσουν τον προσωπικό τους κίνδυνο να διαφοροποιήσουν την επενδυτική πολιτική της

εταιρείας εις βάρος των συμφερόντων των μικρομετόχων. Σε χώρες όπως οι Η.Π.Α. και η Μεγάλη Βρετανία οι μεγάλες εταιρείες δεν ελέγχονται από μετόχους αλλά από τους managers λόγω της μεγάλης διασποράς των μετοχών. Αντίθετα σε άλλες μικρότερες χώρες, όπως η Ελλάδα, η πλειοψηφία των μετοχών των περισσότερων εταιρειών βρίσκεται στην κατοχή λίγων μετόχων, οι οποίοι ελέγχουν και τη διοίκηση της εταιρείας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να μειώνεται το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με την κατασπατάληση χρήματος από τους managers αφού αυτοί ελέγχονται από τους μεγαλομετόχους, αλλά από την άλλη μεριά εντείνεται το κόστος αντιπροσώπευσης που σχετίζεται με τους μεγαλομετόχους και τους μικρομετόχους. Έτσι, σε κάθε περίπτωση οι μέτοχοι της μειοψηφίας επιθυμούν τη διανομή μερίσματος για τη διασφάλιση των συμφερόντων τους. Για αυτόν τον λόγο η διοίκηση της εταιρείας επιθυμεί να έχει ένα καλό προφίλ αναφορικά με τη συμπεριφορά της προς τους εξωτερικούς επενδυτές ώστε να μπορέσει όταν καταφύγει στις αγορές κεφαλαίου να έχει το λιγότερο δυνατό κόστος, για παράδειγμα να προβεί σε έκδοση νέων μετοχών ώστε να καλύψει τις επενδυτικές ανάγκες της με το μικρότερο κόστος. Ένας τρόπος να αποκτηθεί η φήμη της καλής μεταχείρισης των μικρομετόχων είναι η διανομή μερίσματος, καθώς είναι σύμφωνη με τα συμφέροντά τους. Μια τέτοια φήμη είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για εταιρείες που εδρεύουν σε χώρες όπου οι νόμοι δεν διασφαλίζουν τα δικαιώματα των εξωτερικών επενδυτών.

Οι Lang and Litzenberger (1989) εξέτασαν την υπόθεση των free cash flows και την αντιπαρέβαλαν με τις υποθέσεις των information and signaling theory. Η βασική τους ιδέα ήταν πως σύμφωνα με την free cash flow υπόθεση μια αύξηση των μερισμάτων θα είχε μεγαλύτερο αντίκτυπο για εταιρείες που υπερεπενδύουν έναντι των υπολοίπων εταιρειών. Εμπειρικά θεώρησαν ως τις εταιρείες που υπερεπενδύουν εκείνες που το Tobin Q τους ήταν μικρότερο από τη μονάδα. Λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις αλλαγές των μερισμάτων που ήταν μεγαλύτερες από 10% βρήκαν πως για ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων εταιρείες με Tobin Q μικρότερο της μονάδας παρουσίασαν μεγαλύτερη αύξηση της τιμής τους έναντι των εταιρειών των οποίων το Tobin Q ήταν μεγαλύτερο από τη μονάδα και αντίστοιχα για ανακοινώσεις μείωσης των μερισμάτων η πτώση της τιμής των εταιρειών με Q μικρότερο από τη μονάδα ήταν μεγαλύτερη. Τελικά κατέληξαν πως η υπόθεση των free cash flows επαληθεύεται έναντι των information-signaling υποθέσεων. Οι Koch και Shenoy (1999) εξέτασαν τη σχέση ανάμεσα στην πληροφοριακή δυνατότητα των μερισμάτων και το Tobin's Q ratio των εταιρειών και κατέληξαν πως για εταιρείες με $Q > 1$ και $Q < 1$ η πληροφοριακή ικανότητα των μερισμάτων είναι πολύ μεγαλύτερη σε σχέση με εταιρείες με $Q = 1$ δηλαδή με value-

maximizing εταιρείες. Ακόμα έδειξαν πως τα μερίσματα και η κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών έχουν προβλεπτική ικανότητα αναφορικά με τα μελλοντικά κέρδη. Επίσης έδειξαν πως η μερισματική πολιτική μπορεί να συμβάλλει καθοριστικά στη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης για εταιρείες που υπερεπενδύουν και υποεπενδύουν ενώ σε εταιρείες που είναι value-maximizing οι επιδράσεις της πάνω στο κόστος αντιπροσώπευσης είναι περιορισμένες.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη των La Porta, Silanes, Shleiffer και Vishny (2000) οι οποίοι εξέτασαν τα προβλήματα εταιρικής διακυβέρνησης και την αντιμετώπισή τους με χρήση της μερισματικής πολιτικής σε 33 χώρες. Από το δείγμα των χωρών η Ελλάδα εξαιρέθηκε λόγω του ιδιαίτερου νομικού πλαισίου το οποίο ισχύει και υποχρεώνει τις εταιρείες να διανέμουν μέρισμα εφόσον έχουν κέρδη. Στην εργασία τους εξέτασαν δύο πιθανά μοντέλα, το μοντέλο αποτελέσματος και μοντέλο υποκατάστασης. Σύμφωνα με το μοντέλο αποτελέσματος τα μερίσματα πληρώνονται εξαιτίας της πίεσης που ασκούν οι μέτοχοι της μειοψηφίας στη διοίκηση της εταιρείας και στους μετόχους της πλειοψηφίας και για αυτόν τον λόγο σε χώρες με νομοθεσία που προστατεύει τους μικρομετόχους τα μερίσματα πρέπει να είναι μεγαλύτερα, ενώ σύμφωνα με το μοντέλο υποκατάστασης η διοίκηση της εταιρείας ενδιαφέρεται να εκδώσει νέες μετοχές και για αυτόν τον λόγο πληρώνει μέρισμα σήμερα ώστε να αποκτήσει φήμη καλής μεταχείρισης προς τους μετόχους της μειοψηφίας, ειδικότερα εάν η εταιρεία έχει καλές προοπτικές ανάπτυξης. Εφάρμοσαν τα παραπάνω μοντέλα σε 4000 εταιρείες σε 33 χώρες. Ο λόγος της διαφοροποίησης αυτής είναι πως ανάλογα με το νομικό πλαίσιο αλλάζει και η μερισματική πολιτική των εταιρειών. Παρατήρησαν πως σε χώρες όπου τα δικαιώματα των μετόχων της μειοψηφίας είναι περισσότερα οι εταιρείες διανέμουν μέρισμα και μάλιστα αυτές που έχουν μικρότερες δυνατότητες ανάπτυξης διανέμουν υψηλότερο μέρισμα σε σχέση με αυτές που έχουν μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης.

Οι Travlos, Naser και Murinde (2002) έλεγξαν τη μερισματική πολιτική εταιρειών που διαπραγματεύονται σε ένα νέο χρηματιστήριο, αυτό του Μουσκάτ στο Ομάν. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η μερισματική απόδοση είναι υψηλότερη για εταιρείες: με μεγάλη ιδιοκτησιακή συγκέντρωση στα χέρια των μεγάλων μετόχων, με μεγαλύτερη διακύμανση των λειτουργικών εσόδων, με καλύτερες προοπτικές ανάπτυξης και με μεγαλύτερο μέγεθος. Οι συγγραφείς εξέτασαν κυρίως το κόστος αντιπροσώπευσης που προέρχεται από τα αντικρουόμενα συμφέροντα της διοίκησης της εταιρείας και των εξωτερικών επενδυτών. Αναφορικά με τον κίνδυνο η διοίκηση της εταιρείας να

χρησιμοποιήσει μέρος των κερδών σε μη αποδοτικές για τους μετόχους δραστηριότητες, ο Rozzef (1982) πρότεινε πως μπορεί να ελαττωθεί με τη χρήση υψηλών μερισμάτων, τα οποία αναγκάζουν τους μάνατζερ να απευθύνονται συχνότερα στις αγορές χρήματος για την χρηματοδότηση των επενδύσεων της εταιρείας και με αυτό τον τρόπο να ελέγχονται από τους παράγοντες της αγοράς αποτελεσματικότερα. Οι Travlos, Naser και Murinde ακολούθησαν τη θεωρία των La Porta et al (1999) σύμφωνα με την οποία εάν η επιχείρηση διοικείται από λίγους μεγαλομετόχους υπάρχει η πιθανότητα αυτοί να δράσουν έναντι των συμφερόντων των μικρομετόχων. Οι μεγαλομέτοχοι μπορεί να είναι ένας όμιλος στον οποίο ενδεχομένως υπάγεται η εταιρεία, το κράτος ή οι αρχικοί ιδιοκτήτες της. Η μερισματική πολιτική μπορεί να παίζει ένα σημαντικό ρόλο στην προστασία των συμφερόντων των μικρομετόχων μειώνοντας το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τους μεγαλομετόχους για προσωπικό τους συμφέρον. Οι εταιρείες προκειμένου να εξασφαλίσουν καλή φήμη, η οποία θα τους επιτρέψει στο μέλλον να έχουν καλύτερη πρόσβαση στην αγορά χρήματος, εξασφαλίζουν στους μικροεπενδυτές μια κάποια προστασία έναντι των μεγαλομετόχων ειδικότερα εάν υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα αναφορικά με τις μελλοντικές χρηματικές ροές της εταιρείας και μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης.

Ο Busaba (1993) μελέτησε σε ποιες περιπτώσεις είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να πληρώσει μέρισμα και έδειξε πως η πιθανότητα να πληρωθούν μερίσματα αυξάνεται με την κερδοφορία, την υπολειμματική αξία των παγίων, το μέγεθος της επιχείρησης και μειώνεται με τις προοπτικές ανάπτυξης της. Η πληρωμή μερισμάτων μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης των μετόχων που δεν μετέχουν στη διοίκηση ενώ η μη πληρωμή μειώνει το κόστος συναλλαγών που σχετίζεται με τη νέα ενδεχόμενη χρηματοδότηση. Ο Busaba στέκεται κριτικά απέναντι στην signaling theory γιατί πιστεύει πως το ύψος των κερδών μπορεί να επηρεάζει το μέγεθος του εταιρικού προβλήματος το οποίο μειώνεται με την αύξηση του μερίσματος και για αυτόν τον λόγο οι μεταβολές των κερδών και οι μεταβολές των μερισμάτων είναι συσχετιζόμενες. Στην εργασία του ερευνά τις δύο βασικές θεωρίες για τη σχέση μερισμάτων και agency cost. Πρώτα τη θεωρία πως τα μερίσματα μειώνουν το agency cost που οφείλεται στην κακή χρήση των free cash flows και στη συνέχεια τη θεωρία κατά την οποία τα μερίσματα αναγκάζουν τους managers να καταφεύγουν συχνότερα στις αγορές χρήματος και έτσι να αναγκάζονται να είναι πιο αυστηροί στην οικονομική τους διαχείριση. Τελικά ο Busaba κατέληξε στα παρακάτω συμπεράσματα:

α) Η κερδοφορία έχει θετικές επιπτώσεις στην πιθανότητα διανομής μερίσματος

μειώνοντας το agency cost, εμποδίζοντας την υπερεπένδυση και τη μεταβίβαση πλούτου στους ομολογιούχους.

β) Οι αναπτυσσόμενες εταιρείες είναι λιγότερο πιθανόν να μοιράσουν μέρισμα στους μετόχους τους, γιατί η εξασφάλιση κεφαλαίου από την αγορά χρήματος είναι ακριβή για αυτές τις εταιρείες και επομένως είναι προτιμότερη η χρηματοδότηση από παρακρατηθέντα κέρδη.

γ) Η ύπαρξη υπολειμματικής αξίας μειώνει το κόστος δανεισμού και αυξάνει την πιθανότητα διανομής μερίσματος.

δ) Οι μικρές εταιρείες βασίζονται περισσότερο στην εσωτερική χρηματοδότηση γιατί τα έξοδα της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι απαγορευτικά για αυτές και άρα είναι λιγότερο πρόθυμες να διανείμουν μέρισμα.

ε) Όσο περισσότερα χρήματα μία εταιρεία ξοδεύει σε έρευνα και τεχνολογία τόσο πιθανότερο είναι να μοιράσει μέρισμα στους μετόχους της.

3.ΘΕΣΜΙΚΟ-ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1 Γενικά

Η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους και επανεπένδυσης στην επιχείρηση. Τα μεν παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μια από τις πιο σημαντικές πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μιας εταιρείας, τα δε μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι. Η διοίκηση μιας εταιρείας ανακοινώνει στους μετόχους, είτε με μια άμεση δήλωση στον ετήσιο απολογισμό είτε έμμεσα, την προσδοκία της ότι τα τακτικά μερίσματα θα διατηρηθούν όσο είναι δυνατό σε αυτό το επίπεδο. Επιπλέον, η διοίκηση δηλώνει την πίστη της ότι τα κέρδη θα είναι επαρκή για να διατηρήσουν τα επίπεδα των μερισμάτων. Κάτω από διαφορετικές συνθήκες, είναι δυνατό οι χρηματικές ροές μιας επιχείρησης και οι επενδυτικές της ανάγκες να είναι πολύ ασταθείς, έτσι ώστε να μην είναι δυνατός ο καθορισμός κάποιου υψηλού τακτικού μερίσματος. Κατά μέσο όρο όμως η επιχείρηση χρειάζεται ένα υψηλό ποσοστό διανομής μερισμάτων, για να απαλλαγεί έτσι από τα κεφάλαια που δεν μπορεί να επανεπενδύσει. Σε μια τέτοια περίπτωση οι διευθυντές της μπορούν να καθορίσουν ένα σχετικά χαμηλό τακτικό μέρισμα και να συμπληρώσουν το μέρισμα αυτό με ένα έκτακτο μέρισμα σε περιόδους που υπάρχουν διαθέσιμα πλεονασματικά κεφάλαια.

3.1.1 Η Απόφαση Διανομής Μερισματος

Βασικός στόχος των επιχειρήσεων είναι (ή τουλάχιστον πρέπει να είναι σύμφωνα με τη θεωρία της χρηματοοικονομικής) η μεγιστοποίηση της αξίας-πλούτου των μετόχων (maximization of shareholder value). Ο συγκεκριμένος στόχος ουσιαστικά ταυτίζεται με την λήψη των κατάλληλων αποφάσεων που θα οδηγήσουν στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης είναι αποτέλεσμα διαφόρων παραγόντων (που πολλές φορές έχουν υψηλό βαθμό αλληλεξάρτησης) με κυριότερους την ικανότητα δημιουργίας κερδών και ταμειακών πλεονασμάτων.

Μία από τις πιο σημαντικές (αν όχι η σημαντικότερη απόφαση) των διοικήσεων των οικονομικών μονάδων είναι η διαχείριση των κερδών τους και των ταμειακών πλεονασμάτων τους και η διάθεσή τους για επενδυτές σε λειτουργικά στοιχεία Ενεργητικού (με σκοπό τη δημιουργία των προϋποθέσεων που θα κρατήσουν σταθερή ή και θα βελτιώσουν την ικανότητά τους να δημιουργούν κέρδη), για επενδύσεις σε μη λειτουργικά στοιχεία του Ενεργητικού (π.χ. μετοχές εισηγμένων εταιρειών, ομόλογα

κ.λπ. με σκοπό την κερδοσκοπία), για μείωση του Τραπεζικού δανεισμού και των λοιπών υποχρεώσεων, για διανομή στους μετόχους υπό την μορφή μερίσματος κλπ. Η απόφαση λοιπόν διανομής μερίσματος στους μετόχους είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις τρέχουσες ανάγκες της επιχείρησης καθώς και με τις προϋπολογισμένες ταμειακές ανάγκες (μελλοντικά κέρδη και ταμειακές ροές σε σχέση με τις μελλοντικές υποχρεώσεις της επιχείρησης είτε για βραχυπρόθεσμες είτε για μακροπρόθεσμες επενδύσεις). Σε έρευνα τους οι Fama και French συμπεραίνουν πως από το σύνολο των εισηγμένων επιχειρήσεων στις ΗΠΑ, μόνον ένα ποσοστό γύρω στο 25% πληρώνει μέρισμα στους μετόχους. Οι εταιρείες που δεν πληρώνουν μέρισμα χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: σε επιχειρήσεις που ενώ κάποτε πλήρωναν μέρισμα υπέστησαν μια πτώση στην κερδοφορία τους με αποτέλεσμα να μην πληρώσουν μέρισμα και σε επιχειρήσεις που είναι στην αρχή της οικονομικής τους ζωής, με μεγάλο αριθμό επενδυτικών ευκαιριών και κατά συνέπεια με αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης. Στην Ελλάδα, η διανομή μερίσματος για τις εισηγμένες είναι κατά κάποιον τρόπο υποχρεωτική μια και σύμφωνα με τον νόμο πρέπει να πληρώσουν μέρισμα ίσο με το 35% των προς διάθεση κερδών (αφού αφαιρεθούν τα ποσά για τακτικό αποθεματικό) είτε με το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου (μοιράζεται στους μετόχους το μεγαλύτερο από τα δύο ποσά).

Απαξ και αποφασισθεί η διανομή μερίσματος στους μετόχους, διάφορα σημαντικά ζητήματα πρέπει να εξετασθούν:

- α)** Τι ποσοστό των διαθέσιμων κερδών-ταμειακών ροών θα διανεμηθεί;
- β)** Με ποιον τρόπο θα πραγματοποιηθεί η διανομή μερίσματος (απευθείας μέσω μετρητών ή μέσω επαναγοράς ιδίων μετοχών);
- γ)** Πρέπει να διατηρηθεί σταθερό το ποσοστό διανομής ή πρέπει να μεταβληθεί ανάλογα με τις τρέχουσες συνθήκες της οικονομικής πραγματικότητας;
- δ)** Πότε θα διανεμηθεί το μέρισμα; (η πληρωμή του θα γίνει με μία μόνο καταβολή, θα πραγματοποιηθεί σε τριμηνιαία βάση κλπ).

Ο τρόπος επίλυσης των ανωτέρω ζητημάτων μπορεί να διαφέρει, ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες της κάθε επιχείρησης, της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται, των τρεχουσών οικονομικών συνθηκών, των μελλοντικών προοπτικών της και του νομικού πλαισίου στο οποίο υπάγεται. Στις ΗΠΑ για παράδειγμα είναι συνηθισμένο οι επιχειρήσεις να πληρώνουν μέρισμα ανά τρίμηνο, σε αντίθεση με την Ελλάδα που η πλειοψηφία των επιχειρήσεων πραγματοποιεί τις πληρωμές της μία φορά τον χρόνο.

3.2 Καθορισμός του Ποσοστού Διανομής Κερδών

Το βασικό πρακτικό πρόβλημα της μερισματικής πολιτικής είναι το ποσοστό διανομής κερδών. Στον καθορισμό αυτού του ποσοστού, η διοίκηση μιας επιχείρησης θα πρέπει πάντα να λαμβάνει υπόψη της δύο σημεία:

α) βασικός σκοπός των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων (θεμελιώδης τελικά αυτή η αρχή της χρηματοοικονομικής)

β) τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης έχουν σαν πραγματικούς ιδιοκτήτες τους μετόχους, άρα και οι ταμειακές ροές και τα κέρδη που δημιουργούνται από την ορθολογική διαχείρισή τους ανήκουν στους μετόχους. Άρα, τα παρακρατηθέντα κέρδη δεν θα πρέπει να ξεπερνούν τα απολύτως απαραίτητα για την χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων που προσθέτουν πραγματική αξία στην επιχείρηση και κατ' επέκταση στους μετόχους. Και ως τέτοια επενδυτικά σχέδια νοούνται εκείνα τα οποία όχι μόνο έχουν θετική παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών τους, αλλά και εκείνα που έχουν απόδοση υψηλότερη από την απόδοση που θα μπορούσαν να αποκομίσουν οι μέτοχοι επενδύοντας από μόνοι τους διαθέσιμους πόρους σε εναλλακτικές επενδύσεις παρόμοιου κινδύνου.

Ο καθορισμός μερισματικής πολιτικής δεν είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις όλων των κλάδων της οικονομίας. Επιχειρήσεις που ανήκουν σε νέους κλάδους της οικονομίας και με σημαντικές προοπτικές εξέλιξης έχουν να αντιμετωπίσουν χαμηλή πολλές φορές κερδοφορία (ειδικά στα πρώτα στάδια ίδρυσης και εγκατάστασης), μικρά ταμειακά πλεονάσματα (που δεν αποκλείεται να είναι και ελλείμματα) και πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών με αποτέλεσμα να παρακρατούν το σημαντικότερο (και σε αρκετές περιπτώσεις ολόκληρο) κομμάτι των κερδών τους ώστε να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν τις αναγκαίες επενδύσεις. Την τελευταία δεκαετία δυναμικά αναπτυσσόμενοι κλάδοι με επιχειρήσεις που συγκέντρωναν τα παραπάνω χαρακτηριστικά μπορούμε να πούμε πως ήταν οι κλάδοι της κινητής τηλεφωνίας, της παραγωγής λογισμικού υπολογιστών και της παροχής υπηρεσιών internet. Αυτού του είδους οι επιχειρήσεις προσελκύουν επενδυτές που επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στα κεφαλαιακά κέρδη.

Αντίθετη είναι η συμπεριφορά επιχειρήσεων που ανήκουν σε ώριμους κλάδους της οικονομίας, με καταξιωμένη θέση στην αγορά, με δυνατή κερδοφορία και ταμειακά πλεονάσματα και με λίγες έως ανύπαρκτες διαθέσιμες επενδυτικές ευκαιρίες. Η

μερισματική απόδοση των συγκεκριμένων μετοχών είναι συνήθως υψηλή και προσελκύουν επενδυτές που επικεντρώνονται στην μερισματική απόδοση. Κλάδοι της οικονομίας με επιχειρήσεις που συγκεντρώνουν τα ανωτέρω χαρακτηριστικά είναι μεταξύ άλλων ο τραπεζικός κλάδος, ο κλάδος τροφίμων, ο κλάδος των καπνοβιομηχανιών κλπ.

Όπως λοιπόν είπαμε παραπάνω, σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής παίζουν οι προτιμήσεις των επενδυτών μεταξύ κεφαλαιακών κερδών και μερισματικής απόδοσης. Σε αρχικό στάδιο, ο προσδιορισμός του βέλτιστου ποσοστού διανομής κερδών (payout ratio) συμπυκνώνει την εξέταση τριών παραγόντων, που έχει επικρατήσει να ονομάζονται residual dividend policy (υπολειμματική μερισματική πολιτική):

α) Εξέταση των διαθέσιμων επενδυτικών ευκαιριών. Με βάση αυτές και σε συνδυασμό με τις υπόλοιπες ανάγκες της, μια επιχείρηση προχωρά στην σύνταξη του βέλτιστου ταμειακού προγραμματισμού.

β) Προσδιορισμός επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η κάθε επιχείρηση πρέπει να προσδιορίσει την αναλογία ξένων προς ίδιων κεφαλαίων έτσι ώστε να μεγιστοποιείται η απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων της (ROE-Return of Equity). Με βάση λοιπόν την καθορισμένη αναλογία ίδια προς ξένα, η επιχείρηση προσδιορίζει το ύψος ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή το ποσοστό παρακράτησης κερδών ή / και το συνολικό νέο μετοχικό κεφάλαιο που πρέπει να εκδώσει) που χρειάζεται για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της.

γ) Προσδιορισμός των δυνατοτήτων της επιχείρησης να καταφύγει σε εξωτερικό δανεισμό με ευνοϊκούς γι' αυτήν όρους.

Στο βαθμό επομένως που η επιχείρηση έχει καθορίσει τα ανωτέρω και διαπιστώνει ύπαρξη κερδών και ταμειακών διαθεσίμων μεγαλύτερη από τις ανάγκες για την ικανοποίηση του ταμειακού της προγραμματισμού προχωρά στη διανομή μερίσματος. Εάν μια επιχείρηση ακολουθήσει αυστηρά την συγκεκριμένη τακτική, τα μερίσματα που θα διανείμει μπορούν να εκφραστούν από την ακόλουθη απλή εξίσωση:

Μερίσματα = Καθαρά Κέρδη – Παρακρατηθέντα κέρδη προς χρηματοδότηση επενδύσεων = Καθαρά Κέρδη – (Ίδια / Ξένα) X (Συνολικές Ανάγκες Χρηματοδότησης).

Ο προσδιορισμός της μερισματικής πολιτικής με βάση το residual dividend model παρέχει ένα καλό θεωρητικό πλαίσιο και αντίστοιχα πρακτικό πεδίο δράσης. Όμως,

πρέπει να χρησιμοποιείται περισσότερο σαν οδηγός παρά σαν ένας κανονισμός τον οποίο οι επιχειρήσεις πρέπει να ακολουθούν πιστά και κάθε χρονιά. Ο λόγος είναι απλός: οι επενδυτικές ευκαιρίες από έτος σε έτος διαφέρουν με τον τρόπο που μεταβάλλονται και οι συνθήκες στην οικονομία. Αυστηρή τήρηση του residual dividend model θα οδηγούσε σε μια ασταθή μερισματική πολιτική, ανάλογα με τις υπάρχουσες σε κάθε έτος επενδυτικές ευκαιρίες. Όπως όμως τονίσαμε στην προηγούμενη ενότητα, η ασταθής μερισματική πολιτική είναι ανεπιθύμητη από την πλευρά των μετόχων, είτε πρόκειται για μετόχους που επικεντρώνονται στη διανομή μερίσματος, είτε πρόκειται για μετόχους που επικεντρώνονται στα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, το residual dividend model στην πράξη θα πρέπει να τροποποιείται. Αρχικά, κάποια επιχείρηση πρέπει να προχωρά σε εκτίμηση των κερδών, ταμειακών ροών και διαθέσιμων επενδυτικών ευκαιριών για ένα εύλογο χρονικό διάστημα στο μέλλον (τρία έως πέντε χρόνια). Βάση των εκτιμήσεών της, οι οποίες θα πρέπει να στηρίζονται σε πολλά εναλλακτικά σενάρια ώστε να καλύπτουν όσο το δυνατό περισσότερο τις πιθανές εξελίξεις στην οικονομία, η επιχείρηση προσδιορίζει ένα μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών το οποίο και προσπαθεί να τηρήσει για την επιθυμητή περίοδο.

Ο τρόπος σύνταξης ταμειακού προϋπολογισμού ξεφεύγει από τα όρια της παρούσας εργασίας. Πάντως, συνοπτικά μπορούμε να αναφέρουμε πως στηρίζεται σε ιστορικά στοιχεία τόσο της κάθε επιχείρησης ξεχωριστά όσο και της οικονομίας γενικότερα και περιλαμβάνει εκτιμήσεις για το σύνολο των παραμέτρων που καθορίζουν την λειτουργία μιας επιχείρησης π.χ. πορεία πωλήσεων, κερδών, ταμειακών ροών, προσδιορισμός δανειακών αναγκών κλπ. Για την σύνταξη των ταμειακών προγραμματισμών χρησιμοποιείται εξειδικευμένο λογισμικό που έχει αναπτυχθεί από πολλές διάφορες εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Το μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών πρέπει να καθορίζεται για κάθε επιχείρηση ανάλογα με τις ιδιαίτερες συνθήκες του κλάδου λειτουργίας της. Μια επιχείρηση τροφίμων (αμυντικός κλάδος, η επίδοση των εταιρειών τροφίμων συνήθως δεν επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες) μπορεί να θέσει ένα υψηλό μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών καθώς μπορεί αφενός να προβλέψει με σχετικά μεγάλη ασφάλεια την μεταβολή των μεγεθών της και αφετέρου δεν αναμένει να αντιμετωπίσει πληθώρα επενδυτικών ευκαιριών-προκλήσεων στο μέλλον. Αντίθετα, μια τσιμεντοβιομηχανία (κλάδος του οποίου η απόδοση επηρεάζεται αρκετά από τις επικρατούσες συνθήκες στην οικονομία, εάν δηλαδή βρισκόμαστε σε φάση υψηλής κατασκευαστικής δραστηριότητας ή εάν υπάρχει αντίστοιχα ύφεση στην εκτέλεση

κατασκευών) ενδεχομένως να θέσει ένα κατώτερο μέσο επιθυμητό ποσοστό διανομής κερδών ώστε να υπάρχουν ταμειακά διαθέσιμα για ενδεχόμενες επενδύσεις (π.χ. έκτακτες επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό). Οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε παρόμοιες κυκλικές βιομηχανίες μπορούν να διαθέτουν έκτακτο μέρισμα (συμπληρωματικό του ανακοινωθέντος επιθυμητού ποσοστού διανομής) σε περίπτωση ύπαρξης ταμειακών πλεονασμάτων και έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών. Με αυτή την τακτική, οι επενδυτές μένουν ικανοποιημένοι απολαμβάνοντας ένα σταθερό μέρισμα, κατανοούν πως τα τυχόν έκτακτα μερίσματα είναι αποτέλεσμα ευνοϊκών συγκυριών και δεν λαμβάνουν λανθασμένων μηνύματα από μείωση του μερίσματος που θα προέκυπτε εάν είχε ανακοινωθεί ένα επιθυμητό ποσοστό διανομής ανώτερο από το ελάχιστο.

Τέλος, σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του μέσου επιθυμητού ποσοστού διανομής μπορεί να παίξουν διάφοροι ειδικοί περιορισμοί για κάθε επιχείρηση. Ενδεικτικά αναφέρουμε την περίπτωση ύπαρξης προνομιούχων μετόχων που προηγούνται στη διανομή μερίσματος ή τυχόν ειδικούς όρους που συμπεριλαμβάνονται σε μακροπρόθεσμες συμφωνίες δανεικής χρηματοδότησης και αφορούν παρακράτηση μερισμάτων προς ενδυνάμωση της ταμειακής θέσης της επιχείρησης και συνεπακόλουθη εξασφάλιση της αποπληρωμής αυτών.

3.3 Διαδικασία Καταβολής

Για τα ελληνικά δεδομένα η διαδικασία καταβολής των μερισμάτων έχει ως εξής:

- 1.** Ημερομηνία αναγγελίας (declaration date). Ουσιαστικά, η ημερομηνία ανακοίνωσης μετά από συνεδρίαση του Δ.Σ. μιας επιχείρησης, για την καταβολή μερίσματος για κάθε μετοχή σε συγκεκριμένη ημερομηνία.
- 2.** Ημερομηνία καταχώρησης (holder-of-record date). Η ημερομηνία που η επιχείρηση κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών.
- 3.** Ημερομηνία αποκοπής μερίσματος (ex-dividend date). Οι χρηματιστηριακές επιχειρήσεις έχουν καθιερώσει μια συμβατική διάταξη σύμφωνα με την οποία το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως τέσσερις μέρες πριν από την ημερομηνία καταχώρησης. Την τέταρτη ημέρα πριν από την ημερομηνία αυτή το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημερομηνία, που το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τη μετοχή, ονομάζεται ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος. Αν εξαιρεθούν τυχόν διακυμάνσεις στο

Χρηματιστήριο, είναι εύλογο να περιμένει κανείς ότι κάτω από κανονικές συνθήκες η τιμή της μετοχής στην ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος θα μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος.

4. Ημερομηνία καταβολής (payment date). Η ημερομηνία που η επιχείρηση αποστέλλει στους καταχωρημένους μετόχους τις επιταγές με το αναλογούν μερίσμα.

3.3.1 Η Σημασία Αυτών των Ημερομηνιών

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

3.3.2 Χρόνος Κατάρτισης και Δημοσίευσης των Οικονομικών Καταστάσεων

Οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζει η ανώνυμη εταιρεία στο τέλος της χρήσεως, σύμφωνα με το άρθρο 42^α του Ν. 2190/1920 εγκρίνεται από το διοικητικό συμβούλιο και θεωρούνται από τα υπεύθυνα πρόσωπα της διοίκησης. Η κατάρτιση και έγκριση των οικονομικών καταστάσεων πραγματοποιείται εντός τεσσάρων μηνών από τη λήξη της χρήσης. Είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη γενική συνέλευση της εταιρίας, οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται στις εφημερίδες που ορίζει η παρ. 5 του άρθρου 43β του Ν. 2190/1920, δηλαδή σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα και σε δύο ημερήσιες οικονομολογικές εφημερίδες, ενώ συγχρόνως υποβάλλονται μαζί με τις εκθέσεις των ελεγκτών και του διοικητικού συμβουλίου στο Υπουργείο Εμπορίου.

3.4 Το Σύστημα Φορολογίας που καθιέρωσε ο Ν. 2065/1995 για τις Α.Ε. και ΕΠΕ¹

Με το Ν.Δ. 3842/1985 επιβλήθηκε φορολογία στα εισοδήματα των νομικών προσώπων. Μέχρι τότε ίσχυε το σύστημα των καθαρών προσόδων του Ν. 1640/1959.

¹ Αληφαντής, Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης», Εκδόσεις Πάμισος, 2002 και «Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική», Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

Έτσι, από το οικονομικό έτος 1959 τα εισοδήματα των ανωνύμων εταιρειών, των συνεταιρισμών και των αλλοδαπών επιχειρήσεων υπήχθησαν στη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων. Αντιθέτως, τα κέρδη των ΕΠΕ και των προσωπικών εταιρειών φορολογούντο μέχρι 29/6/1992 στο όνομα των δικαιούχων εταίρων.

Με το φορολογικό σύστημα που καθιέρωσε το Ν.Δ. 3843/1958 τα μη διανεμόμενα κέρδη, φορολογούντο στο όνομα της εταιρείας, ενώ τα διανεμόμενα όπως είναι τα μερίσματα, φορολογούντο στο όνομα των δικαιούχων μετόχων, συμβούλων κλπ. Όταν στη συνέχεια η Α.Ε. διένειμε ή κεφαλαιοποιούσε τα αποθεματοποιηθέντα κέρδη τότε αυτά θεωρούντο εισόδημα κινητών αξιών για τους δικαιούχους μετόχους. Από τα διανεμόμενα αποθεματικά παρακρατείτο φόρος μερισμάτων. Ο φόρος εισοδήματος που αρχικά είχε καταβληθεί από την Α.Ε. κατά το χρόνο που προέκυψαν τα άνω κέρδη, συμψηφίζετο με το φόρο μερισμάτων. Στο Δημόσιο αποδίδετο η διαφορά ενώ υπήρχε περίπτωση η διαφορά να δημιουργούσε απαίτηση επιστροφής φόρου εισοδήματος για την Α.Ε.

Τα ανωτέρω ίσχυαν επί τριάντα πέντε έτη. Το έτος όμως 1992 έγινε με το Ν. 2065/1992 μια βαθύτατη φορολογική αλλαγή στη χώρα μας. Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες του ήταν η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (Α.Ε., ΕΠΕ, προσωπικών εταιρειών κλπ), με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών. Για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/6/1994 και μετά οι Α.Ε. με μετοχές ανώνυμες και μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς και οι αλλοδαπές εταιρείες και οι οργανισμοί που αποβλέπουν στην απόκτηση οικονομικών ωφελημάτων, το άνω ποσοστό αυξήθηκε σε 40%, ενώ για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/12/1997 και μετά, οι Α.Ε. με μετοχές ονομαστικές και μη εισηγμένες στο Χ.Α., επίσης το άνω ποσοστό αυξήθηκε σε 40%. Με την καταβολή του άνω φόρου εισοδήματος επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, τα άνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν κέρδη, με τη μορφή μερισμάτων δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

3.5 Φορολογία Μερισμάτων και Κεφαλαιακών Κερδών

Η επιλογή της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία της εταιρίας. Η νομοθεσία προσδιορίζει ένα ελάχιστον ποσοστό διανεμομένων

κερδών, το οποίο σχεδόν πάντα υποχρεούται να τηρήσει η εταιρεία. Στη συνέχεια περιγράφεται η διαδικασία προσδιορισμού του υποχρεωτικού αυτού ποσοστού και συγκρίνεται η φορολογία των μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Σύμφωνα με το Ν. 2065/1992, μετά την καταβολή του αναλογούντος φόρου από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης της για τα διανεμόμενα κέρδη. Έτσι, η διανομή κερδών (υπό μορφή μερίσματος, προ μερίσματος, αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή στο προσωπικό κλπ) δεν υπόκειται σε περαιτέρω φορολόγηση και κατά συνέπεια, οι επενδυτές δε φορολογούνται για τα εισοδήματα που προκύπτουν από μερίσματα μετοχών.

Για τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, πλην των ανωνύμων εταιριών, τυχόν κεφαλαιακά κέρδη που πραγματοποιούνται από την πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο δεν υπόκεινται σε φορολόγηση. Αν όμως τα κεφαλαιακά κέρδη πραγματοποιούνται από ανώνυμη εταιρία φορολογούνται ως εισόδημα και στην περίπτωση αυτή απαλλάσσονται από τη φορολογία εισοδήματος μόνο αν εμφανιστούν σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού για συμψηφισμό τυχόν ζημιών που θα προκύψουν από μελλοντικές αγοραπωλησίες μετοχών. Από τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι στην Ελλάδα η φορολόγηση των μερισμάτων δεν διαφέρει ουσιαστικά από αυτή των κεφαλαιακών κερδών.

3.6 Διάθεση Κερδών-Υπολογισμός Πρώτου Μερίσματος²

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

Καθαρό αποτέλεσμα χρήσης (κέρδος ή ζημία) χρήσεως

μείον: Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων

πλέον ή μείον: Θετικές ή αρνητικές διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων

μείον: Φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι

Σύνολο «Α»

πλέον: Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων

²Αληφαντής, Στ. Γεώργιος, «Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης», Εκδόσεις Πάμισος, 2002 και «Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική», Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

πλέον: Αποθεματικά προς διάθεση

Κέρδη προς διάθεση

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

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

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

καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο X 6%

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

(Σύνολο «Α» - Τακτικό Αποθεματικό) X 35%

Σε περίπτωση που το μέρισμα που αντιστοιχεί στο 6% του μετοχικού κεφαλαίου είναι μικρότερο από αυτό που αντιστοιχεί στο 35% των κερδών, η εταιρία μπορεί να διανείμει το μικρότερο ποσό μόνο με απόφαση του 95% τουλάχιστον της γενικής συνέλευσης των μετόχων. Μέρισμα μπορεί να μην διανεμηθεί μόνο με απόφαση του 100% της γενικής συνέλευσης της εταιρίας.

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

Η διανομή των κερδών δεν επιτρέπεται όταν:

- το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων εγκατάστασης δεν καλύπτεται από

προαιρετικά αποθεματικά και από το υπόλοιπο κερδών εις νέον ή

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

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

3.7 Πολιτικές Μερισμάτων στην Πράξη

Οι πολιτικές μερισμάτων που συνήθως ακολουθούνται στην πράξη είναι το σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, το χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο και η υπολειμματική πολιτική.

3.7.1 Σταθερό Ποσό ανά Μετοχή

Οι περισσότερες εταιρείες ακολουθούν την πολιτική του σταθερού μερίσματος ανά μετοχή διατηρώντας τα μερίσματα αμετάβλητα για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Παρόλο που δεν έχει αποδειχτεί τίποτα στην πράξη, υποστηρίζεται ότι η πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται υψηλότερες τιμές για τις μετοχές.

3.7.2 Τρεις λόγοι συνηγορούν σ' αυτό:

Πρώτον, οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα γιατί έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να εισπραχθούν σε σχέση με τα κυμαινόμενα μερίσματα. Μία εταιρεία που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων θα έχει μικρότερη απαιτούμενη αποδοτικότητα –ή κόστος μετοχικού κεφαλαίου- από εκείνη που τα μερίσματα της είναι κυμαινόμενα.

Δεύτερον, για πολλούς επενδυτές τα μερίσματα είναι η μοναδική πηγή εισοδήματος. Γι' αυτό πολλοί από αυτούς προτιμούν να πληρώσουν ένα πριμ για μια μετοχή που δίνει όμως ένα σταθερό ελάχιστο μέρισμα, παρά για μια μετοχή που το μέρισμά της έχει διακυμάνσεις.

Τρίτον, υπάρχει το πλεονέκτημα των λεγόμενων καταλόγων νόμιμων επενδύσεων. Οι κατάλογοι νόμιμων επενδύσεων (legal lists) περιέχουν χρεόγραφα στα οποία επιτρέπεται να επενδύσουν οι τράπεζες των οποίων οι καταθέτες είναι και ιδιοκτήτες τους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρείες και άλλοι θεσμικοί επενδυτές. Ένα από τα κριτήρια για την καταχώρηση ενός χρεογράφου στους καταλόγους αυτούς είναι η

διατήρηση των καταβαλλόμενων μερισμάτων. Κατ' επέκταση η δυνατότητα καταχώρησης στους παραπάνω καταλόγους ενθαρρύνει την επιδίωξη μιας πολιτικής σταθερών μερισμάτων.

3.7.3 Σταθερό Ποσοστό Διανεμομένων Κερδών

Ως ένα πρώτο συμπέρασμα μπορούμε να αναφέρουμε πως διακρίνουμε μια «αναγκαιότητα» για σταθερότητα στην μερισματική πολιτική από την πλευρά των οικονομικών μονάδων. Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων μεταβάλλονται ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην οικονομία. Με τον ίδιο τρόπο μεταβάλλονται και οι ευκαιρίες επένδυσης σε κερδοφόρα προγράμματα. Εάν εξετάσουμε την μερισματική πολιτική με βάση μονάχα τους ανωτέρω παράγοντες, μια επιχείρηση θα έπρεπε να αυξάνει το μέρισμά της όταν αυξάνουν τα κέρδη της και οι ταμειακές ροές της και αντίστοιχα να το μειώνει σε περιπτώσεις μείωσης κερδών και ταμειακών ροών.

Στην πραγματικότητα όμως η απόφαση για τη διανομή μερίσματος ξεπερνά την καθαρά «τεχνική» πλευρά του ζητήματος. Πολλές φορές, οι μέτοχοι των εταιρειών στηρίζονται στα μερίσματα που λαμβάνουν για να καλύψουν ένα μέρος των αναγκών τους. Επομένως, μια ασταθής μερισματική πολιτική μπορεί να μην είναι επιθυμητή από την πλευρά αυτών των μετόχων, μια και δεν τους επιτρέπει να προχωρήσουν σε ακριβή προγραμματισμό των αναγκών τους. Ακόμα και εάν μιλάμε για μετόχους που στηρίζονται κυρίως στα κεφαλαιακά κέρδη, δεν πρέπει να ξεχνάμε το signal effect της μερισματικής πολιτικής. Μια ανακοίνωση (αύξησης) μερίσματος μπορεί να εκληφθεί από τους επενδυτές σαν προάγγελος μείωσης (αύξησης) των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης και να προκαλέσει μείωση (αύξηση) της τιμής της μετοχής. Προκειμένου λοιπόν μια επιχείρηση να πετύχει αύξηση της τιμής της μετοχής της, πρέπει να εξισορροπήσει τις εσωτερικές ανάγκες της για κεφάλαια με τις ανάγκες και τις επιθυμίες των μετόχων της.

Η πολυπλοκότητα και η αλληλεπίδραση των παραγόντων που καθορίζουν την μερισματική πολιτική δεν επιτρέπουν να δοθεί ένας σαφής τρόπος εξισορρόπησης των συμφερόντων των μετόχων και των επιχειρήσεων. Μπορούμε μόνο να πούμε πως οι ακόλουθοι παράγοντες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη:

α) Το σύνολο των επιχειρήσεων συντάσσει ταμειακούς προγραμματισμούς και προβλέψεις των κερδών τους, των ταμειακών ροών τους και των μερισμάτων τους για περιόδους που συνήθως κυμαίνονται από τρία έως πέντε χρόνια στο μέλλον. Σε

κάποιες περιπτώσεις μάλιστα, ο ταμειακός προγραμματισμός μπορεί να φτάσει ακόμα και τη δεκαετία, αν και λόγω της αυξανόμενης πολυπλοκότητας της οικονομικής πραγματικότητας τόσο μακροπρόθεσμες προβλέψεις αποφεύγονται. Παρόμοιες προβλέψεις για τις επιχειρήσεις γίνονται και από αναλυτές εταιρειών – μετοχών σε ολόκληρο τον κόσμο (οι οποίες είναι διαθέσιμες και στο ευρύ επενδυτικό κοινό) καθώς επίσης και από επενδυτικές τράπεζες, πιστωτές κλπ. Αν και για κάθε επιχείρηση οι προοπτικές είναι διαφορετικές, η πλειοψηφία των ταμειακών προγραμματισμών υποθέτει – αναμένει ανάπτυξη (grow) τουλάχιστον σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η ανάπτυξη αυτή μπορεί να είναι δυναμική εάν πρόκειται για επιχειρήσεις που ανήκουν σε ταχύτατα αναπτυσσόμενους κλάδους που βρίσκονται ακόμα στην φάση ανάπτυξης της οικονομικής τους ζωής ή πιο συγκρατημένη εάν πρόκειται για επιχειρήσεις που ανήκουν σε κλάδους που βρίσκονται πια σε φάση ωρίμανσης.

β) Η ύπαρξη του πληθωρισμού μας οδηγεί στο να ορίσουμε την σταθερή μερισματική πολιτική σαν αύξηση του μερίσματος με ένα σταθερό ποσοστό, ανάλογα και με τις ιδιαίτερες συνθήκες που αφορούν κάθε επιχείρηση ξεχωριστά.

γ) Οι περισσότεροι αναλυτές και ακαδημαϊκοί θεωρούν πως η πλειοψηφία των επενδυτών επιθυμεί σταθερή μερισματική πολιτική.

Από την πλευρά των μετόχων, η σταθερή μερισματική πολιτική εμπεριέχει δύο χαρακτηριστικά: i) αξιόπιστη πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων, ii) εξασφάλιση μερίσματος που δεν θα είναι μικρότερο από το τελευταίο μέρισμα που εισπράχθηκε. Είναι ευνόητο πως όταν έχουμε κέρδη και ταμειακές ροές ευμετάβλητες οι μέτοχοι δεν μπορούν να προχωρήσουν ούτε σε ασφαλή πρόβλεψη του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων ούτε μπορούν να εξασφαλίσουν πως το επόμενο μέρισμα δεν θα είναι μικρότερο από το τελευταίο που εισέπραξαν.

3.8. Πλεονεκτήματα Σταθερής Πολιτικής Μερισμάτων

Συνοψίζοντας τα παραπάνω μπορούμε να καταλήξουμε σε τρία πλεονεκτήματα που προσφέρει η σταθερή πολιτική μερισμάτων:

α) Ένα μεγάλο μέρος επενδυτών βασίζεται στο ύψος των μερισμάτων που διανέμει η κάθε εταιρεία ώστε να καλύψει με αυτό τις καθημερινές ανάγκες του. Είναι επομένως φυσικό να προτιμά τις μετοχές των εταιρειών οι οποίες προσφέρουν ένα

σταθερό μέρισμα έναντι εταιρειών που το μέρισμα τους μεταβάλλεται στη διάρκεια του χρόνου. Προκειμένου μάλιστα να αγοράσει μετοχές εταιρειών που προσφέρουν σταθερό μέρισμα, μπορεί να είναι διατεθειμένος να πληρώσει και ένα premium.

β) Η προτίμηση αυτή των επενδυτών είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση της τιμής των μετοχών των εταιρειών που προσφέρουν σταθερό μέρισμα. Το γεγονός αυτό θα έχει θετική επίδραση στην περιουσία των μετόχων αφού θα δουν την περιουσία του να αυξάνεται.

γ) Σε πολλές χώρες υπάρχει μια λίστα στην οποία αναγράφονται οι εταιρείες στις οποίες έχουν το δικαίωμα να επενδύσουν διάφοροι δημόσιοι ή δημοσίου δικαίου οργανισμοί, συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικοί οργανισμοί κλπ. Ένα από τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται προκειμένου μια εταιρεία να περιληφθεί στην εν λόγω λίστα είναι να καταβάλει περίπου σταθερά μερίσματα.

3.8.1 Χαμηλό Τακτικό Μέρισμα συν Έκτακτο

Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί μία ενδιάμεση κατάσταση των δύο προαναφερθέντων πολιτικών. Το πλεονέκτημα αυτής είναι ότι δίνει τη δυνατότητα στην εταιρεία να κινηθεί και να αποφασίσει ανάλογα με τα κέρδη της και τις αποδόσεις της, δημιουργεί όμως μια αβεβαιότητα στον μέτοχο για το ύψος του μερίσματος. Βέβαια εάν τα κέρδη της εταιρείας παρουσιάζουν υψηλές διακυμάνσεις αυτή η πολιτική ίσως είναι η καλύτερη.

3.8.2 Υπολειμματική Πολιτική Μερισμάτων

Σύμφωνα με την υπολειμματική πολιτική των μερισμάτων (residual policy of dividend) η εταιρεία ακολουθεί τέσσερα βήματα, όταν αποφασίζει τον επιθυμητό δείκτη διανομής κερδών:

- 1) Καθορίζει τον άριστο συνδυασμό επενδύσεων.
- 2) Καθορίζει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται για την χρηματοδότηση των παραπάνω επενδύσεων δεδομένης της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης της.

3) Χρησιμοποιεί παρακρατηθέντα κέρδη για να καλύψει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται.

4) Διανέμει μερίσματα μόνο εάν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για την υποστήριξη του άριστου συνδυασμού επενδύσεων.

Το σημείο εκκίνησης της υπολειμματικής θεωρίας είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση των κερδών από την επιχείρηση αντί για τη διανομή τους, αν η απόδοση των επανεπενδύσιμων κερδών είναι μεγαλύτερη από εκείνη που μπορούν να πετύχουν από άλλες επενδύσεις του ίδιου αναλογικά κινδύνου. Αν η εταιρεία μπορεί να επανεπενδύσει τα παρακρατηθέντα κέρδη της με απόδοση 20% ενώ το καλύτερο που μπορούν να πετύχουν οι μέτοχοι εισπράττοντας τα κέρδη με τη μορφή μερισμάτων είναι 10%, τότε οι μέτοχοι προτιμούν την παρακράτηση των κερδών.

Το κόστος των αποθεματικών είναι ένα κόστος ευκαιρίας το οποίο αντανακλά τις αποδοτικότητες που είναι διαθέσιμες στους κοινούς μετόχους. Αν οι μέτοχοι της εταιρείας μπορούσαν να αγοράσουν άλλες μετοχές ίσου κινδύνου και επιτύχουν αποδοτικότητα 15%, μερίσματα πλέον κεφαλαιακά κέρδη, τότε 15% είναι το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών της εταιρείας. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που αντλούνται από την κεφαλαιαγορά με την πώληση νέων μετοχών είναι μεγαλύτερο από το κόστος των αποθεματικών εξαιτίας της ύπαρξης της κόστους έκδοσης των νέων μετοχών, το οποίο περιλαμβάνει τόσο το κόστος αναδοχής, όσο και τη μείωση της τιμής της μετοχής που οφείλεται στον επιπλέον αριθμό των νέων μετοχών.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν μια ιδανική/επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση, γεγονός που σημαίνει ότι κάθε νέα χρηματοδότηση πρέπει να πραγματοποιείται κατά ένα μέρος με δανειακά και κατά το υπόλοιπο μέρος με ίδια κεφάλαια. Αν η εταιρεία χρησιμοποιεί την άριστη αναλογία δανειακών προς ίδια κεφάλαια και τα ίδια κεφάλαια προέρχονται μόνο από εσωτερικές πηγές (παρακρατηθέντα κέρδη), τότε το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας ελαχιστοποιείται.

Αν τα ίδια κεφάλαια που προέρχονται από εσωτερικές πηγές επαρκούν για τη χρηματοδότηση ενός μόνο μέρους του κόστους των νέων επενδύσεων, τότε η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να καταφύγει σε έκδοση νέων κοινών μετοχών για την κάλυψη του υπόλοιπου μέρους του κόστους των επενδύσεων. Οι κοινές μετοχές έχουν μεγαλύτερο κόστος από τις εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που σημαίνει ότι από ένα σημείο και μετά το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας αυξάνει.

Αν υποθέσουμε ότι μία εταιρεία έχει κέρδη ύψους 100.000.000 Ευρώ, άριστο

δείκτη δανειακής επιβάρυνσης 50% και μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου 12%. Η εταιρεία αυτή μπορεί να πραγματοποιήσει νέες επενδύσεις μέχρι ύψους 200.000.000 Ευρώ, δηλαδή 100.000.000 από παρακρατηθέντα κέρδη και 100.000.000 από εξωτερικό δανεισμό. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι σταθερό για ύψος κεφαλαίου μέχρι 200.000.000 Ευρώ. Το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας, πέρα από το ποσό αυτό, αρχίζει να αυξάνει καθώς η εταιρεία χρησιμοποιεί νέο (κοινό) μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο έχει μεγαλύτερο κόστος από τα παρακρατηθέντα κέρδη.

Οι επενδυτικές ευκαιρίες και τα κέρδη κάθε εταιρείας διαφέρουν από χρόνο σε χρόνο γεγονός που πιθανόν να καταλήξει σε κυμαινόμενα μερίσματα. Σε ένα χρόνο η εταιρεία μπορεί να μην διανείμει μέρισμα επειδή οι ευκαιρίες επενδύσεων ήταν ευνοϊκές, αλλά τον επόμενο χρόνο η ίδια εταιρεία μπορεί να διανείμει υψηλά μερίσματα επειδή οι ευκαιρίες επενδύσεων ήταν δυσμενείς. Επίσης, κυμαινόμενα κέρδη μπορεί να οδηγήσουν σε διακυμάνσεις μερισμάτων ακόμη και αν οι ευκαιρίες επενδύσεων ήταν σταθερές με την πάροδο του χρόνου. Όπως ειπώθηκε και παραπάνω οι μεταβαλλόμενες πληρωμές μερισμάτων είναι λιγότερες προτιμητέες από τις σταθερές πληρωμές μερισμάτων. Ένας επιπρόσθετος λόγος προτίμησης των σταθερών μερισμάτων είναι ότι όταν υπάρχουν διακυμάνσεις στα μερίσματα μπορεί να οδηγήσουν σε λαθεμένα συμπεράσματα σε ότι αφορά την εμπιστοσύνη των επενδυτών προς την αξιοπιστία της εταιρείας. Κατά συνέπεια η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων μπορεί να βοηθήσει κατά κάποιο τρόπο στην «δημιουργία» του δείκτη διανομής κερδών μακροχρόνια αλλά και η συγκεκριμένη πολιτική δεν πρέπει να ακολουθείται αυστηρά από χρόνο σε χρόνο.

Οι εταιρείες έχουν ένα στόχο σχετικά με τη δανειακή τους επιβάρυνση αλλά ταυτόχρονα διαθέτουν και κάποιο βαθμό ευελιξίας, με την έννοια ότι μπορούν για κάποιο διάστημα να βρίσκονται σε λίγο υψηλότερο ή χαμηλότερο επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης από εκείνο που επιδιώκεται χωρίς σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις. Αυτό σημαίνει ότι αν η εταιρεία σε κάποιο δεδομένο χρονική στιγμή έχει τη δυνατότητα να προβεί σε υψηλές και κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες δεν θα πρέπει να μειώσει αναγκαστικά τα μερίσματα που διανείμει, αλλά θα μπορούσε να δανειστεί λίγο περισσότερο προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες αυτές χωρίς ουσιώδης αρνητικές συνέπειες. Η τακτική αυτή όμως δεν θα πρέπει να συνεχισθεί με την πάροδο του χρόνου διότι μπορεί να επηρεάσει σοβαρά τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Προς αντιμετώπιση του παραπάνω, η εταιρεία πρέπει να προβεί σε μείωση των μερισμάτων ή σε πώληση νέων μετοχών με παράλληλη αύξηση του ύψους των παρακρατηθέντων κερδών.

Έτσι λοιπόν εξισώνεται κατά κάποιο τρόπο η διαφορά μεταξύ της υπολειμματικής πολιτικής και της πολιτικής σταθερού ποσού μερισμάτων ανά μετοχή.

3.8.3 Μη Χρηματικά Μερίσματα

Διανομή Μερίσματος με τη Μορφή Μετοχών και Stock Splits

Ένα από τα ερωτήματα που προκύπτουν είναι γιατί μια εταιρεία να οδηγηθεί στη λύση της Διανομής Μερίσματος με τη Μορφή Νέων Μετοχών ή τη λύση της Διάσπασης της τιμής της μετοχής (stock split).

Ένας από τους κυριότερους λόγους που οδηγούν τις εταιρείες σε αυτή την απόφαση είναι ότι η χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών τους έχουν οδηγηθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα και οι μέτοχοι δεν είναι σε θέση να αγοράσουν τις μετοχές (έναν ικανοποιητικό αριθμό) με αποτέλεσμα να μειώνεται η εμπορευσιμότητα της μετοχής. Επομένως αν οι εταιρείες θέλουν να ενισχύσουν την εμπορευσιμότητα των μετοχών τους πρέπει να λάβουν τα μέτρα εκείνα που θα μειώσουν τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Το κυριότερο μέτρο για την παραπάνω μείωση είναι η διάσπαση της τιμής της μετοχής. Υποστηρίζεται ότι για κάθε μετοχή υπάρχει ένα εύρος τιμών στο οποίο (αν υπόκειται η συγκεκριμένη μετοχή) μπορεί να μεγιστοποιηθεί η χρηματιστηριακή της αξία.

Τι σημαίνει όμως διάσπαση των μετοχών (stock split); Stock Split είναι η μείωση της **ονομαστικής αξίας** της μετοχής. Με τη μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής η μόνη επίδραση που πραγματοποιείται στην εταιρεία είναι ότι αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών της. Τόσο τα αποθεματικά της όσο και το μετοχικό της κεφάλαιο παραμένουν σταθερά. Επομένως οι μέτοχοι δεν γίνονται πλουσιότεροι. Απλώς κατέχουν περισσότερες μετοχές της εταιρείας. Αν η εταιρεία αυξήσει τον αριθμό των μετοχών της και διανείμει το ίδιο μέρισμα, τότε αυτό που έχει ουσιαστικά κάνει είναι ότι έχει αυξήσει το μέρισμά της.

Ό,τι αναφέρθηκε στην περίπτωση των stock splits ισχύουν και στην περίπτωση των stock dividends. Πρόκειται για διανομή των κερδών των μετοχών με τη μορφή μετοχών και όχι με τη μορφή ρευστού.

3.9 Επιδράσεις στις Τιμές των Μετοχών

Ένα σημαντικό ερώτημα που πρέπει να απαντηθεί είναι εάν και ποια θα είναι η επίδραση της διανομής μερισμάτων με τη μορφή μετοχών καθώς και η επίδραση των stock splits στη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών. Έχει πραγματοποιηθεί επ' αυτών των θεμάτων ένας μεγάλος αριθμός ερευνών. Ωστόσο μπορούν να συνοψισθούν τα αποτελέσματα ως εξής:

α) Κατά μέσο όρο οι τιμές των μετοχών των εταιρειών που ανακοινώνουν ότι θα προβούν σε διανομή μερίσματος με τη μορφή μετοχών ή stocks splits αυξάνεται οριακά λίγο μετά την ανακοίνωση.

β) Η αύξηση των τιμών των μετοχών οφείλεται κυρίως στην πεποίθηση των επενδυτών ότι τα νέα για τη μελλοντική πορεία της εταιρείας είναι καλά. Θεωρούν δηλαδή την ενέργεια αυτή από την πλευρά των managers ως σημάδι (signal) ότι τα μελλοντικά κέρδη και επομένως τα μερίσματα της εταιρείας θα εξελιχθούν ικανοποιητικά.

γ) Εάν μέσα στο επόμενο διάστημα από τη διάσπαση ή τη διανομή δωρεάν μετοχών ως μέρισμα, η εταιρεία δεν ανακοινώσει αντίστοιχη αύξηση των κερδών και των μερισμάτων τότε η τιμή της μετοχής θα οδηγηθεί στα προ της ανακοίνωσης επίπεδα.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι τόσο τα stock splits όσο και η διανομή δωρεάν μερισμάτων είναι ένας τρόπος ώστε το management της εταιρείας να δείξει (signals) προς τους μετόχους ότι οι προοπτικές της εταιρείας είναι θετικές. Επιπλέον είναι και οι δυο αποτελεσματικές μέθοδοι ώστε να αυξηθεί η εμπορευσιμότητα των μετοχών μέσω της μείωσης της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών της λόγω αύξησης του αριθμού των μετοχών. Η αύξηση του αριθμού των μετοχών μπορεί με τη σειρά της να αυξήσει το μέσο αριθμό των μετοχών που διαπραγματεύονται κάθε μέρα (floating rate). Μετοχές με υψηλό floating rate είναι συνήθως λιγότερο ευπαθείς από μετοχές με μικρότερο floating rate. Τέλος μια εταιρεία, δίνοντας μέρισμα σε μετοχές και όχι σε ρευστό αφήνει ανέπαφη την ρευστότητά της. Έτσι ικανοποιεί τους μετόχους αλλά έχει και τη δυνατότητα να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις τους με δικά τους κεφάλαια.

4. ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Μία εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων είναι και η *επαναγορά μετοχών*. Η αγορά, δηλαδή, από την εκδότρια επιχείρηση των δικών της μετοχών.

Γιατί οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές; Ο Jensen (1986) αναφέρει ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους για να διανείμουν τις επιπλέον ταμιακές τους ροές. Οι Stephens και Weisbach (1998) βρίσκουν μία θετική σχέση μεταξύ επαναγορών και ταμειακών ροών. Έδειξαν δε ότι είναι αρνητικά συσχετισμένες με προγενέστερες αποδόσεις, υποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν η αξία της τιμής των μετοχών τους είναι υποτιμημένη. Με την άποψη αυτή συμφωνεί και ο Vermaelen (1981). Οι Bagwell και Shoven (1988) ερεύνησαν την επίδραση των επαναγορών στην μόχλευση, ενώ οι Fenn και Liang (1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται για να εξουδετερωθεί κάπως η μείωση που παρατηρείται στις τιμές των μετοχών, μετά την παροχή των δικαιωμάτων.

Οι βασικές μέθοδοι αγοράς ιδίων μετοχών είναι:

Πρόταση προσφοράς σταθερής τιμής (fixed-price tender offer)

Η επιχείρηση κάνει μία τυπική προσφορά στους μετόχους της να αγοράσει τις μετοχές σε μία καθορισμένη τιμή που υπερβαίνει την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Οι μέτοχοι μπορούν να επιλέξουν είτε να πουλήσουν τους τίτλους τους στην καθορισμένη τιμή είτε να συνεχίσουν να τις κρατούν.

Μειοδοτική πρόταση προσφοράς (dutch-auction tender offer)

Ο κάθε μέτοχος υποβάλλει στην επιχείρηση το πλήθος των μετοχών που προσφέρεται να πουλήσει και την τιμή που αυτός επιθυμεί. Η εταιρία καθορίζει εκ των προτέρων το συνολικό πλήθος των μετοχών που θέλει να αγοράσει, καθώς και την ελάχιστη και τη μέγιστη τιμή που αποδέχεται. Τυπικά, η ελάχιστη τιμή είναι ελαφρώς υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή της αγοράς.

Αγορά ιδίων μετοχών από την ελεύθερη αγορά (open market repurchase)

Η επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της όπως οποιοσδήποτε άλλος επενδυτής, δηλαδή διαμέσου χρηματιστηριακών εταιριών. Χρειάζεται μία εκτεταμένη χρονική περίοδος για να συγκεντρωθεί ένα σχετικά μεγάλο πακέτο μετοχών. Είναι απαραίτητη η αποκάλυψη των προθέσεων της εταιρείας. Χωρίς την κατάλληλη πληροφόρηση, ο πωλητής-μέτοχος ίσως υποστεί ζημία.

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αγορά ιδίων μετοχών για πολλούς λόγους. Η απόφαση για την επαναγορά μετοχών επηρεάζεται από τη διανομή κερδών της επιχείρησης, τις επενδύσεις, τη διάρθρωση κεφαλαίου, τις αποφάσεις των διοικήσεων και την πολιτική

αποζημίωσης που ακολουθεί μία επιχείρηση. Οι περισσότερες έρευνες γι' αυτό το θέμα εστιάζουν την προσοχή τους σε έναν ή δύο λόγους. Ωστόσο, φαίνεται ότι επηρεάζεται και από τη θέση στην οποία βρίσκεται μία επιχείρηση, γιατί οι εταιρείες άλλοτε προβαίνουν σε επαναγορά για να αποφύγουν πιθανή υποτίμηση της τιμής της μετοχής τους ή για να διανείμουν επί πλέον κεφάλαια ή για να ελέγξουν την αξία της μετοχής, λόγω της παροχής των δικαιωμάτων μετοχών.

4.1. Θεσμικό Πλαίσιο

4.1.1. Νομοθεσία

Στην Ελλάδα οι επαναγορές έχουν ρυθμιστεί από το νόμο 2190/1920 «ΠΕΡΙ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ». Οι παράγραφοι 5,6,7,10 και 11 του άρθρου 16 τροποποιήθηκαν και βελτιώθηκαν με το Π.Δ.14/1993.

Το άρθρο 16 παρ. 1 του νόμου 2190/1920 αναφέρει: *«Απαγορεύεται στην ανώνυμη εταιρεία η απόκτηση δικών της μετοχών, είτε από την ίδια είτε από πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό της».*

Ενώ οι παρ.5,6 και 7 αντικαταστάθηκαν με την παρ. 3 του άρθ. 6 του νόμου 2892/2001 ως εξής:

Στην παρ. 5 του άρθρου 6 του νόμου 2892/2001 αναφέρεται ότι: *«Εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων που λαμβάνεται σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθ.29 παρ.1,2 και 31, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους με σκοπό την στήριξη της χρηματιστηριακής τιμής τους σε περιπτώσεις που θεωρείται ότι η εν λόγω τιμή είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και στα δεδομένα της εταιρείας. Στο ανωτέρω ποσοστό συμπεριλαμβάνονται και οι μετοχές τις οποίες έχει προηγουμένως αποκτήσει η εταιρεία, καθώς και εκείνες που έχουν αποκτηθεί από πρόσωπο το οποίο ενεργούσε επ' ονόματί του, αλλά για λογαριασμό της εταιρείας».*

Στην παρ. 7 του άρθρου 6 του νόμου 2892/2001 αναφέρεται επίσης ότι στην απόφαση της ίδιας γενικής συνέλευσης ορίζονται και τα παρακάτω:

- ❖ *Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.*
- ❖ *Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.*

- ❖ *Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβεί τους δώδεκα μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.*

4.2. Ανακοινώσεις

Όλες οι εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Α.Α. που αποφασίζουν να προβούν σε επαναγορά μετοχών οφείλουν να ανακοινώσουν στον πολιτικό και οικονομικό τύπο την απόφαση αυτή της Γενικής Συνέλευσης της εταιρείας σύμφωνα με τον νόμο. Στην παρ.10 του άρθρου 16 του νόμου 2190/1920, όπως τροποποιήθηκε με το Π. Δ. 14/1993, αναφέρεται ότι: *η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά δικών της μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα ημέρες πριν από την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.*

Η ανακοίνωση περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής, όπως, π.χ., τον ανώτατο αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν, την ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση για τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστεί, δεν είναι δεσμευτική για τον αριθμό των μετοχών που τελικά θα επαναγοράσει η επιχείρηση. Θα πρέπει δε να επαναλαμβάνεται κάθε φορά, για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών. Στην περίπτωση αυτή υποχρεούται η επιχείρηση το αργότερο τρεις (3) ημέρες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, να υποβάλλει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται η πρόθεση της εταιρείας να προβεί στην απόκτηση των δικών της μετοχών και τα βασικά στοιχεία της συναλλαγής. Η δήλωση δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επίσης το αργότερο δύο ημέρες εργάσιμες πριν την έναρξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να δημοσιεύσει ανακοίνωση με το ίδιο περιεχόμενο σε δύο ημερήσιες εφημερίδες. Τέλος αφού προβούν στην επαναγορά μετοχών υποχρεούνται να υποβάλλουν δήλωση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο.

4.3 Νομοθεσία άλλων χωρών

Σε πολλές χώρες, όπως στην Αυστρία, τη Νορβηγία και το Ισραήλ, τα προγράμματα αγοράς ιδίων μετοχών απαγορεύονται, γιατί θεωρείται ότι περιλαμβάνουν χειραγώγηση των τιμών των μετοχών.

Στη Φινλανδία οι επαναγορές άρχισαν να επιτρέπονται με την τροπολογία του σχετικού Εμπορικού νόμου το 1997. Το ποσοστό των μεριδίων που μπορεί να επαναγοραστεί είναι το 5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου. Οι επαναγορές αρχίζουν μια εβδομάδα μετά την ανακοίνωση της απόφασης για επαναγορά.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες οι επαναγορές ήταν εξαιρετικά δημοφιλείς από το 1985 –1999. Το 1967 οι U.S.A. με απόφαση της Γερουσίας Νο.550, τα προγράμματα των επαναγορών πρέπει να έχουν ως στόχο τα παρακάτω σημεία:

- Κατά τη διάρκεια εξαγορών και συγχωνεύσεων, οι επαναγορές σχεδιάζονται για να ενισχύσουν ή για να αυξήσουν την τιμή αγοράς των μετοχών της επιχείρησης –στόχου που κατέχουν ιδιώτες.
- Μετά τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις, οι επαναγορές σχεδιάζονται για να ενισχύσουν την τιμή των μετοχών, αλλά και για να μειώσουν τον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων για να σταθεροποιήσουν τις τιμές.

Και τέλος

- Για να ενισχύσουν την τιμή αγοράς των μετοχών και να διατηρήσουν αυτές την αξία τους .

Στην Ευρώπη από τον Ιανουάριο του 1980 ως τον Ιούνιο του 1998, ο οργανισμός «Securities Data Corporation» κατέγραψε 489 αναγγελίες επαναγοράς μεριδίων οι οποίες πραγματοποιήθηκαν από Ευρωπαϊκές εταιρείες. Περίπου το 60% απ' αυτές έλαβαν χώρα στην Αγγλία. Οι λόγοι που δεν αναπτύχθηκαν αυτά τα προγράμματα είναι

- Σε μερικές χώρες (π.χ στην Γαλλία και την Γερμανία) οι επαναγορές ήταν παράνομες μέχρι πρόσφατα.
- Σε άλλες χώρες με υψηλή φορολογία στα μερίσματα και χαμηλή φορολογία στα κέρδη κεφαλαίου (όπως στην Ολλανδία), υπήρχε ειδική πρόβλεψη φορολόγησης των επαναγορών για να αποθαρρυνθεί η αγορά ιδίων μετοχών.
- Σε κάποιες Ευρωπαϊκές χώρες, οι επιχειρήσεις δεν ήταν υποχρεωμένες να γνωστοποιήσουν την αγορά ιδίων μετοχών.³

Στον Καναδά, το 1997 πάνω από το 16% των εισηγμένων επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο του Τορόντο ανακοίνωσαν προγράμματα επαναγοράς.⁴

³ I.P.Raghavendra Rau σελ.246 “J of B”

4.4. Λόγοι επαναγορών

Η απόφαση των εταιρειών για προγράμματα επαναγοράς επηρεάζεται από τις επενδύσεις, τη διάρθρωση κεφαλαίου, τον συλλογικό έλεγχο και την πολιτική των αποζημιώσεων. Πολλοί ερευνητές εξετάζουν τον τρόπο που αυτές οι μεταβλητές επηρεάζουν την απόφαση των στελεχών για επαναγορά.

Πολλές θεωρίες εστιάζουν την προσοχή τους σ' έναν ή δύο λόγους, αγνοώντας άλλα πιθανά κίνητρα που μπορεί να επηρεάσουν την απόφαση των επιχειρήσεων, π.χ. αναφέρονται στην πολιτική διανομής και την επιλογή μεταξύ επαναγορών και καταβολής μερισμάτων και αγνοούν όλους τους υπόλοιπους λόγους. Όμως φαίνεται ότι κάποια από τα κίνητρα μπορεί να επηρεάσουν μεγάλο αριθμό εταιρειών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, αλλά σε μια άλλη χρονική περίοδο φαίνεται να επηρεάζουν μόνο ένα μικρό αριθμό εταιρειών.⁵

4.4.1 Επιπλέον κεφάλαια

Είναι στις βασικές υποχρεώσεις των οικονομικών διευθυντών να διασφαλίζουν τις υποχρεώσεις μιας εταιρείας με το να έχουν επαρκή χρηματικά διαθέσιμα. Αρκετοί απ' αυτούς όμως κατορθώνουν, αφού έχουν προβεί σε σωστές και επικερδείς επενδύσεις, να διαθέτουν και επί πλέον κεφάλαια πέρα από τις υποχρεώσεις τους. Αυτά τα κεφάλαια μπορούν να παραμείνουν στην επιχείρηση ή να διανεμηθούν στους μετόχους της ή να βρεθεί ένας άλλος τρόπος διανομής, μεγιστοποιώντας συγχρόνως και την τιμή της μετοχής. Η επαναγορά μετοχών όπως και η πληρωμή μερισμάτων είναι μια μέθοδος για να διανεμίσει τα επί πλέον αυτά κεφάλαια.⁶

Φαίνεται λοιπόν ότι επιχειρήσεις με τα επί πλέον αυτά κεφάλαια, μπορεί να προτιμούν περισσότερο μια επαναγορά από τη διανομή μερίσματος, διότι στις επαναγορές μετοχών δεν δεσμεύονται ούτε στο ποσό του κεφαλαίου που θα διανεμούν, αλλά ούτε και στον αριθμό των μετοχών που θα επαναγοράσουν. Επιπροσθέτως, σε αντίθεση με τα μερίσματα δεν υπάρχει προσδοκία ότι αυτού του είδους η διανομή θα συμβαίνει σε μια κανονική βάση. Γι' αυτό μια επαναγορά είναι ένα πιο ευμετάβλητο μέσο διανομής κεφαλαίου.

⁴ K.Li, W.McNally-February 1999-σελ 1

⁵ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ. 331

⁶ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ. 333

4.4.2. Θεωρία ελεύθερων χρηματικών ροών

Ένα άλλο κίνητρο για τις επαναγορές είναι συνδεδεμένο με τις ελεύθερες ταμιακές ροές. Οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι η αιτία για τον ανταγωνισμό που υπάρχει μεταξύ των μετόχων και των διοικήσεων. Διότι οι μεν διοικήσεις των επιχειρήσεων έχουν κίνητρα και θέλουν να επενδύσουν σε σχέδια με θετική καθαρή παρούσα αξία, αφού αυτός εξ άλλου είναι και ο στόχος τους, ενώ οι πρώτοι δεν ενδιαφέρονται για αποδοτικές επενδύσεις, αλλά για τον τρόπο που θα εισπράξουν χρήματα. Επιστρέφοντας λοιπόν ένα μέρος των ταμιακών ροών σε μετόχους, μέσω των επαναγορών απαλύνονται κάπως αυτού του είδους οι ανταγωνισμοί. Οι επαναγορές είναι ένα καταπληκτικό πιστευτό μέσο διανομής ταμιακών ροών, γιατί έτσι τα κεφάλαια διανέμονται αμέσως. Άλλες μέθοδοι διανομής, όπως η αύξηση των μερισμάτων περιέχει και μια δέσμευση για διανομές και στο μέλλον .

Οι G.Fenn και N.Liang (1997) στη θεωρία των ελεύθερων χρηματικών ροών υποστηρίζουν ότι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα χρηματικών ροών και χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόστη, θα προβούν περισσότερο σε επαναγορές μετοχών. Είναι δε εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο αν προβούν σε επανεπένδυση, ενώ αποκομίζουν μεγαλύτερα οφέλη από αυτού του είδους τη διανομή στους μεριδιούχους.

Εταιρείες με χαμηλά οριακά χρηματοοικονομικά κόστη μπορούν να διανείμουν περισσότερα μετρητά, γνωρίζοντας ότι αν πρέπει να δανειστούν με εξωτερικά κεφάλαια στο μέλλον, -γιατί οι χρηματικές ροές είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες ή γιατί οι κερδοφόρες ευκαιριακές επενδύσεις είναι μεγαλύτερες από τις αναμενόμενες- τα κεφάλαια θα είναι σχετικά οικονομικά.⁷ Ο *Jagannathan (2000)* αναφέρει ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται από εταιρείες με υψηλά μη λειτουργικά εισοδήματα και ιστορικά χαμηλό επίπεδο πληρωμής μερισμάτων, υψηλότερο αβέβαιο επίπεδο μελλοντικών χρηματικών ροών και χαμηλές αποδόσεις πριν την αναγγελία.⁸

Οι *M.Jagannathan, C.Stephens, M.Weisbach (1999)* έδειξαν ότι εταιρείες με μη λειτουργικές ταμιακές ροές, μάλλον θα προβούν περισσότερο σε επαναγορές, ενώ εταιρείες με υψηλές λειτουργικές ταμιακές ροές φαίνεται ότι αυξάνουν περισσότερο τα μερίσματα.⁹

⁷ G.Fenn and N,Liang 1997 σελ.3

⁸ E,Liljebloom-D.Pasternack 2002-σελ.3

⁹ M.Jagannathan-C.Stephens-M.Weisbach-σελ.15-Φεβρουάριος 1999

4.4.3 Υποτίμηση της τιμής της μετοχής

Η πιο συχνή εξήγηση για το λόγο που οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορά είναι το σήμα που λαμβάνει η διοίκηση ότι η μετοχή της επιχείρησής τους υποτιμήθηκε.¹⁰ Οι επαναγορές δεν παρουσιάζουν μόνο μια ελαστικότητα στο να διανείμεις τα επιπλέον μετρητά, αλλά και το πότε θα πραγματοποιήσεις τη διανομή. Αυτή η ελαστικότητα για τον ακριβή χρόνο που πρέπει να γίνει μια επαναγορά είναι ωφέλιμη, γιατί οι επιχειρήσεις μπορούν να περιμένουν για την επαναγορά μέχρι να υποτιμηθεί η τιμή της μετοχής τους. Η θεωρία της υποτίμησης βασίζεται στην προϋπόθεση ότι στους μετόχους δεν υπάρχει ίδια πληροφόρηση με αυτή που έχουν τα στελέχη των επιχειρήσεων, ώστε να προκύψει μείωση της αξίας της επιχείρησής, εξαιτίας των αποφάσεων που θα έπαιρναν οι μέτοχοι αν γνώριζαν τις ίδιες πληροφορίες με αυτές των στελεχών. Εάν λοιπόν τα στελέχη πιστεύουν ότι η μετοχή τους υποτιμήθηκε, τότε η επιχείρηση μπορεί να προβεί σε επαναγορά ή να επενδύσει στις δικές της μετοχές και να αποκτήσει υποτιμημένες μετοχές. Η αγορά όμως ερμηνεύει αυτή την πράξη σαν δείκτη υποτίμησης της μετοχής.¹¹

Η θετική αντίδραση στην τιμή της μετοχής από την ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς, διορθώνει κατά κάποιο τρόπο την υποτίμηση.

Οι Stephens, Weisbach και Ikenberry (1998) οι οποίοι συμφωνούν με τη θεωρία των σωστών ευκαιριακών επενδύσεων, διαφωνούν με την άποψη ότι οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορά μετά από υποτίμηση της τιμής των μετοχών τους.¹²

4.4.4 Μόχλευση

Αν υποθέσουμε ότι υπάρχει ένας επιθυμητός δείκτης μόχλευσης –στόχος (σύνολο δανείων προς στοιχεία ενεργητικού), τότε οι εταιρείες μπορεί να χρησιμοποιήσουν τις επαναγορές για να πετύχουν αυτό το στόχο. (*Bagwell και Shoven 1988, Opler και Titman 1996*).¹³

Όταν η εταιρεία διανέμει τα επιπλέον μετρητά, μειώνει την καθαρή της θέση και αυξάνει τον δείκτη μόχλευσης. Μια εταιρεία φαίνεται ότι θα προβεί σε επαναγορά, αν ο δείκτης μόχλευσης είναι κάτω από τον δείκτη-στόχο. Μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ δανειακών υποχρεώσεων και επαναγορών μπορεί να αντανακλά το γεγονός ότι η χρησιμοποίηση των μετρητών για διανομή είναι λιγότερο επιθυμητή, όσο υψηλότερη είναι η μόχλευση. Αν οι επιχειρήσεις διαθέτουν επί πλέον ταμιακές ροές ο δείκτης

¹⁰ Gryllon- Mihaely, σελ.6

¹¹ Amy Dittmar, σελ.334

¹² P.Raghavendra Rau σελ.250

¹³ Harris και Raviv (1991)

μόχλευσης είναι πάνω από το δείκτη στόχο. Γι' αυτό το λόγο η διάρθρωση κεφαλαίου μιας επιχείρησης επηρεάζει και την απόφαση για επαναγορά.

4.4.5. Φορολογία

Οι επαναγορές μπορεί να προτιμώνται περισσότερο από τα μερίσματα εξ αιτίας του πλεονεκτήματος της φορολόγησής τους με τον χαμηλότερο φορολογικό συντελεστή. Αυτό το πλεονέκτημα υπάρχει διότι τα κέρδη κεφαλαίου συνήθως φορολογούνται λιγότερο από τα εισοδήματα τα προερχόμενα από τα μερίσματα.¹⁴

Ο *Jagannathan (2000)* σημειώνει ότι αν και το φορολογικό σύστημα στις Ηνωμένες Πολιτείες συμπεριφέρεται το ίδιο και στα μερίσματα και στις επαναγορές, φαίνεται όμως ότι οι επαναγορές είναι σε πλεονεκτικότερη θέση από πλευράς φορολογίας σε προσωπικό επίπεδο.¹⁵

Ο *P.Raghavendra Rau (2002)* συμπεραίνει ότι οι αλλαγές στην φορολογία έχουν σπουδαία επίδραση στην μεθοδολογία των προγραμμάτων επαναγοράς.¹⁶

Οι ιδιώτες επενδυτές φαίνεται ότι προτιμούν τα προγράμματα επαναγοράς. Το ίδιο θεωρούν και οι *Bagwell και Shoven (1988)* και οι *Talmor και Titman (1990)*, για τις συνέπειες της φορολογίας μεταξύ των δύο μεθόδων πληρωμών.¹⁷

4.4.6 Μεταβίβαση ελέγχου

Οι επαναγορές είναι δυνατόν να επηρεάσουν τις σχέσεις μεταξύ μικρότερων επιχειρήσεων και άλλων μεγαλύτερων, οι οποίες έχουν ως στόχο την ανάληψη της διοίκησης των μικρότερων. Οι επαναγορές αυξάνουν την τιμή συγχώνευσης, γιατί οι μέτοχοι που πωλούν σε μια επαναγορά είναι αυτοί που έχουν χαμηλότερους όρους κατά την μεταβίβαση του ελέγχου. Έτσι μια επαναγορά μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν άμυνα κατά της προσπάθειας αλλαγής της διεύθυνσης γιατί μπορεί να αυξήσει την χαμηλότερη αξία που είναι διαθέσιμη η μετοχή, αν και αυτές οι εταιρείες, που είναι εκτεθειμένες σε μεγαλύτερο κίνδυνο, γιατί γίνονται στόχοι μεταβίβασης ελέγχου της διοίκησης, είναι πιθανόν να προβούν σε προγράμματα επαναγοράς.¹⁸

¹⁴ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ334

¹⁵ E.Liljebloom-D.Pasternack. 2002- σελ, 3

¹⁶ P.Raghavendra Rau σελ.248 “J of B”

¹⁷ E.Liljebloom-D.Pasternack. 2002- σελ3

¹⁸ Bagwell (1991)

4.4.7 Θεωρία υποκατάστασης

- Η αγορά βλέπει τα μερίσματα και τις επαναγορές σαν υποκατάστατα;
- Οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα, γιατί αυξάνει

την αξία της επιχείρησης;

Αρκετοί ερευνητές θεωρούν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα επαναγορών είναι τέλεια υποκατάστατα, ενώ άλλοι υποστηρίζουν το αντίθετο. Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στις ανακοινώσεις της μείωσης των μερισμάτων, αλλά εάν δεν πεισθούν οι επενδυτές ότι υποκαθιστώνται τα μερίσματα με επαναγορές, τότε η αντίδραση της αγοράς για την μείωση των μερισμάτων είναι λιγότερο αρνητική για την επιχείρηση που χρησιμοποιεί τις επαναγορές, απ' αυτήν που δεν τις χρησιμοποιεί. Αν τα μερίσματα και οι επαναγορές είναι υποκατάστατα και οι φόροι παίζουν ρόλο διαφορετικό σ' αυτό, τότε η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των επαναγορών θα είναι συνάρτηση και της φορολογίας. Επιπλέον δε εάν ήταν υποκατάστατα, τότε οι επαναγορές θα ήταν αρνητικά συνδεδεμένες με τον λόγο πληρωμής των μερισμάτων μιας εταιρείας.¹⁹

Στους *John και Williams* (1985), η υψηλότερη φορολόγηση στα μερίσματα είναι μια προειδοποίηση, ότι η εταιρεία θα προτιμήσει την επαναγορά μεριδίων. Στην έρευνά τους έδειξαν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα επαναγορών δεν είναι αλληλομεταβαλλόμενα.

Οι *Allen, Bernardo και Welch* (2000) χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο έρευνας στο οποίο οι επαναγορές και τα μερίσματα δεν είναι υποκατάστατα διότι η τελευταία μέθοδος πληρωμής προσελκύει θεσμικούς επενδυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές περισσότερο φαίνεται να θέλουν να ανακαλύψουν, αν μια επιχείρηση είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη διότι έχουν περισσότερα κίνητρα να ελέγξουν τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Εάν προτιμούν τα μερίσματα, το αποτέλεσμα θα είναι ότι μόνο εταιρείες με υποτιμημένες μετοχές, θα θέλουν να ελεγχθούν οι δραστηριότητές τους και ως εκ τούτου αυτές οι εταιρείες θα πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα. Αυτή η σημαντική ισορροπία δεν επιτυγχάνεται με τα προγράμματα επαναγοράς μεριδίων.²⁰

Οι *DeAngelo, DeAngelo και Skinner* (2000) εξέτασαν την σχέση μεταξύ της εξαφάνισης των ειδικών μερισμάτων και της εμφάνισης των προγραμμάτων επαναγοράς και δεν βρήκαν στοιχεία γι' αυτή την αντικατάσταση.

¹⁹ Amy Dittmar (Indiana univ.) σελ. 334

²⁰ Gryllon-Michaley σελ. 6

Οι *Jagannathan, Stephens και Weisbach* (2000), βρήκαν ότι όσες επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα, έχουν περισσότερο σταθερά κέρδη από αυτές που χρησιμοποιούν προγράμματα επαναγοράς.

Οι *Miller και Modigliani* (1961), έδειξαν ότι οι επαναγορές και τα μερίσματα είναι τέλεια υποκατάστατα, εφόσον βέβαια υπάρχει τέλεια και πλήρης κεφαλαιαγορά. Τα μετρητά που είναι αποτέλεσμα μιας σωστής επενδυτικής πολιτικής μπορούν να δοθούν είτε ως μέρισμα, είτε με την μορφή επαναγορών.²¹ Η *Amy Dittmar* (2002) θεωρεί ότι οι παροχές δικαιωμάτων ενθαρρύνουν τα στελέχη να υποκαταστήσουν με επαναγορές τα μερίσματα, από την στιγμή που δεν φαίνεται να μειώνεται η τιμή των μετοχών της επιχείρησης. Μια επιχείρηση που αποζημιώνει με μεγαλύτερο αριθμό δικαιωμάτων τα στελέχη της, μπορεί να βρίσκει αποδοτικότερη την επαναγορά μετοχών, ενώ οι επαναγορές δεν αντικαθιστούν τα μερίσματα.²² Οι επιχειρήσεις που δεν διασφαλίζουν την καταβολή των μερισμάτων τους, για να ενθαρρύνουν την υποκατάσταση τους με τις επαναγορές, μπορούν να επηρεάσουν τους επενδυτές με δύο τρόπους:

1. Εάν η υποκατάσταση έχει ως αποτέλεσμα μια σμίκρυνση στις πληρωμές, τέτοιες πράξεις θα προκαλούσαν αύξηση στα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμιακών ροών.
2. Στο μέγεθος που μια τέτοια υποκατάσταση δεν προσδοκάται από τους μεριδιούχους, η μείωση στα μερίσματα και η αύξηση της αξίας των δικαιωμάτων μετοχών που κατέχουν τα στελέχη θα είχε ως αποτέλεσμα την μεταφορά πλούτου από τους πρώτους στους δεύτερους.²³

Οι *G.Gryllon και R. Michaelly* (2000) θεωρούν ότι εάν οι επαναγορές και τα μερίσματα ήταν υποκατάστατα τότε θα υπήρχε και μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ τους. Οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα διότι έτσι αυξάνει η αξία της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις ποτέ δεν ανακοινώνουν ταυτόχρονα, προγράμματα επαναγοράς και μείωσης μερισμάτων. Εάν οι επενδυτές δεν πίστευαν ότι οι επιχειρήσεις υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα, τότε η αντίδραση της αγοράς στην αποκοπή των μερισμάτων θα ήταν λιγότερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες επιχειρήσεις παρά γι' αυτές που δεν επαναγοράζουν. Εάν δεν υπήρχε υποκατάσταση τότε η αντίδραση της αγοράς στην αποκοπή των μερισμάτων θα ήταν ίδια για όλους τους τύπους των επιχειρήσεων.²⁴

²¹ S.Weisbenner σελ. 6

²² Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ335

²³ G.W.Fenn και η N.Liang (σελ. 67) J.o.F.E.

²⁴ Gryllon-Michaley (1991) σελ. 18

4.4.8 Ενοποίηση συμφερόντων- Μηχανισμοί Άμυνας σε Επαναγορές

Ποια η αντίδραση της αγοράς για τις επιχειρήσεις που αποφεύγουν τα προγράμματα επαναγοράς μεριδίων για να προβούν σε ενοποίηση συμφερόντων;

Η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά στην ακύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς για να χρησιμοποιήσει την ενοποίηση συμφερόντων, από το να ακυρώσει προγράμματα επαναγοράς για λόγους που δεν συνδέονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις. Ο J. Weber(2000) στην έρευνά του βρήκε ότι η αγορά αντιδρά περισσότερο αρνητικά στις επιχειρήσεις που ακυρώνουν τα προγράμματα επαναγοράς, για να χρησιμοποιήσουν πρόγραμμα ενοποίησης συμφερόντων, με απώτερο σκοπό να αποφύγουν σχετικές μεγαλύτερες μειώσεις στα κέρδη τους στο μέλλον.²⁵ Τα στελέχη των επιχειρήσεων χρησιμοποιούν την ενοποίηση συμφερόντων για να αυξήσουν το μελλοντικό τους εισόδημα. Πρόθυμα πληρώνουν μια αμοιβή και πρόσθετα κόστη συναλλαγών και χρησιμοποιούν την ενοποίηση συμφερόντων για να αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη. Χρησιμοποιώντας στοιχεία του '70, '80 και του '90 οι Davis(1990) και Moehrle (1999) βρήκαν ότι οι αγορές δεν αντιδρούν διαφορετικά σ' αυτούς που χρησιμοποιούν την ενοποίηση ή την επαναγορά.

Στο “Staff Regulation Bulletin 96” αναφέρονται εταιρείες που απέιχαν από μια επαναγορά τουλάχιστον για δύο χρόνια μετά από μια ενοποίηση.²⁶ Επιχειρήσεις που απεφάσισαν να αποφύγουν τα προγράμματα επαναγορών για την ενοποίηση συμφερόντων, εμπορεύονται τα πλεονεκτήματα των επαναγορών για να φθάσουν την αναφορά οικονομικών αποτελεσμάτων της ενοποίησης.²⁷ Η τιμή της μετοχής σ' αυτές τις συναλλαγές θα εξαρτηθεί από την αντίληψη της αγοράς για τα οφέλη των προγραμμάτων επαναγοράς συγκρινόμενα με τα οφέλη της ενοποίησης συμφερόντων.

4.4.9. Signaling

Μία υγιής επιχείρηση μπορεί να ξεχωρίσει από μια κακή, στέλνοντας ένα αξιόπιστο μήνυμα για την ποιότητά της στις αγορές. Το μήνυμα θα γίνει πιστευτό μόνο εάν δεν την μιμηθεί κάποια κακή επιχείρηση η οποία θα στείλει το ίδιο μήνυμα στην αγορά. Η επαναγορά μετοχών από πολλούς ερευνητές θεωρείται ότι είναι ένα μήνυμα, μια πληροφορία για την αξία της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν επαναγορές και τις πραγματοποιούν έχουν μεγαλύτερη τυπική απόκλιση των υπερβολικών αποδόσεων κατά τη διάρκεια των ανακοινώσεων, ενώ έχουν και χαμηλό το

²⁵ J. Weber (2000) σελ. 6

²⁶ J. Weber (2000) σελ. 7

²⁷ J. Weber (2000) σελ. 9

λόγο λογιστική προς αγοραία αξία και σχέδια με περισσότερο κίνδυνο.²⁸ Επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές είναι περισσότερο υποτιμημένες, πολλές φορές ανακοινώνουν προγράμματα ανέξοδα χωρίς να τα πραγματοποιούν, ενώ οι λιγότερο υποτιμημένες μετοχές επιχειρήσεων συνήθως χρησιμοποιούν ένα δαπανηρό μήνυμα, δηλαδή ανακοινώνουν μια επαναγορά και την πραγματοποιούν. Οι ιδιώτες επενδυτές και τα στελέχη των επιχειρήσεων δεν έχουν την ίδια πληροφόρηση για την προοπτικές και την εξέλιξη των επιχειρήσεων. Οι δεύτεροι συχνά έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους ιδιώτες επενδυτές. Αυτή η *ασυμμετρία πληροφόρησης* έχει σοβαρή επίδραση στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Ο Vermaelen (1981) αναφέρει ότι υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης στις μικρές εταιρείες γιατί έχουν λιγότερη κάλυψη από τους οικονομικούς αναλυτές και τον ημερήσιο τύπο. Κατά συνέπεια οι μικρές εταιρείες είναι περισσότερο πιθανό να χάσουν μέρος της τιμής των μετοχών τους και περισσότερο πιθανόν να προβούν σε επαναγορές μετοχών.²⁹ Στο υπόδειγμά του ο J.C. Persons (1995) εξέτασε την ασύμμετρη πληροφόρηση στις επαναγορές εξ αιτίας της ετερογένειας που έχουν οι μέτοχοι. Οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν μετοχές πληρώνοντας επιπλέον ποσό πάνω από την τιμή της μετοχής. Μία πιθανή εξήγηση γι' αυτή την επιπλέον πληρωμή (overpayment) είναι το ότι είναι πιο αποδοτικό σαν μήνυμα να επαναγοράσεις μερίδια σε μια υψηλότερη τιμή, γιατί αυτό μειώνει τον αριθμό των μεριδίων που πρέπει να αγοράσει η επιχείρηση για να κάνει το μήνυμα περισσότερο πιστευτό. Εξάλλου η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να διαλέξει και τα δύο, και την τιμή της προσφοράς και τον αριθμό των μεριδίων. Η μόνη εξήγηση που μπορεί να δοθεί στο γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν τόσο υψηλές αμοιβές είναι η μεγάλη ετερογένεια των μετόχων.³⁰

²⁸ Utpal Bhattacharya, Amy Dittmar (Οκτώβριος 2001)

²⁹ Amy Dittmar (Indiana univ.) σελ338

³⁰ J. Persons-1995, σελ.2

5. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

5.1. Πλεονεκτήματα για τους μετόχους

Η επαναγορά των μετοχών μπορεί να συνεπάγεται αρκετά πιθανά πλεονεκτήματα για τους μετόχους. Τα κέρδη από την επαναγορά μετοχών φορολογούνται με τους συντελεστές του κανονικού ατομικού εισοδήματος. Επειδή οι συντελεστές φορολογίας των κερδών κεφαλαίου φτάνουν στο μισό περίπου των κανονικών συντελεστών που ισχύουν για τα μερίσματα, είναι φανερό ότι αυτό συμφέρει.

Η μείωση της μετοχικής βάσης διαμέσου της επαναγοράς των μετοχών, διατηρώντας το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων σταθερό, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη των εξωτερικών προς τα ίδια κεφάλαια. Συνεπώς οι μέτοχοι μπορεί να ωφεληθούν και από την φορολογική ελάφρυνση και τα άλλα πλεονεκτήματα που προσφέρει η μεγαλύτερη μόχλευση. Ο μέτοχος έχει μια επιλογή, να πουλήσει ή να μην πουλήσει. Αντίθετα το άτομο που εισπράττει ένα μέρισμα δεν μπορεί παρά να δεχθεί την εισπραξη και να πληρώσει τον φόρο. Όσοι ασκούν την επαναγορά προβάλλουν επίσης το πλεονέκτημα ότι η εταιρεία μπορεί να αποσύρει ένα μεγάλο αριθμό μετοχών της που κυκλοφορεί στην αγορά και να επηρεάσει έτσι τις χρηματιστηριακές προοπτικές των μετοχών της.

5.1.2 Πλεονεκτήματα για τη Διοίκηση

Κατά γενικό κανόνα τα μερίσματα παραμένουν σταθερά, επειδή οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δεν είναι πρόθυμες να αυξάνουν το ύψος των μερισμάτων, αν το νέο αυτό ύψος δεν μπορεί να διατηρηθεί και στο μέλλον. Γι' αυτό αν οι πλεονάζουσες χρηματικές ροές θεωρούνται προσωρινές, η διοίκηση είναι πιθανό να επιλέξει την απόκρυψη της διανομής με την επαναγορά των μετοχών, αντί να αναγγείλει ένα μέρισμα που πιστεύει ότι δεν μπορεί να διατηρήσει. Οι μετοχές που επαναγοράζονται μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν άλλες επιχειρήσεις ή για να διατεθούν στους δικαιούχους των δικαιωμάτων, όταν αυτοί ασκούν το δικαίωμα αγοράς μετοχών. Αν συμβαίνει τα στελέχη των επιχειρήσεων να κατέχουν οι ίδιοι μεγάλο αριθμό μετοχών, είναι πιθανό να έχουν ιδιαίτερη προτίμηση στην επαναγορά μετοχών αντί για την πληρωμή μερισμάτων, αφού έτσι θα πληρώσουν και περισσότερο φόρο. Οι επαναγορές μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πραγματοποίηση μεγάλης έκτασης μεταβολών στην κεφαλαιακή διάρθρωση. Αν η επιχείρηση χρειαστεί επί πλέον κεφάλαια οι ξαναγορασμένες μετοχές μπορούν να πουληθούν στην ελεύθερη αγορά.

5.1.3 Μειονεκτήματα για τους μετόχους

Οι μέτοχοι μπορεί να μην είναι αδιάφοροι απέναντι στα μερίσματα και στα κεφαλαιακά κέρδη και έτσι η τιμή των μετοχών μπορεί να διαμορφωθεί ευνοϊκότερα, αν διανεμηθούν αυξημένα μερίσματα αντί να γίνει επαναγορά. Τα μερίσματα θεωρούνται περισσότερο αξιόπιστα ενώ δεν συμβαίνει το ίδιο για τις επαναγορές.

Οι μέτοχοι μπορεί να μην είναι πλήρως ενήμεροι για τις επιπτώσεις μιας επαναγοράς ή μπορεί να μην έχουν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές δραστηριότητες της εταιρείας. Γι' αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις προαναγγέλλουν και το πρόγραμμα πριν από την υλοποίησή του. Η επιχείρηση είναι πιθανό ότι θα πληρώσει και μεγαλύτερο τίμημα για τις μετοχές που θα θελήσει να επαναγοράσει, αλλά και θα ζημιωθούν οι παλιοί μέτοχοι έναντι των νέων μετόχων. Αν οι μετοχές της επιχείρησης δεν διαπραγματεύονται συχνά στο Χρηματιστήριο και η επιχείρηση επιδιώξει την επαναγορά ενός μεγάλου αριθμού των μετοχών της, η τιμή που θα προσφέρει ίσως διαμορφωθεί σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνο που μπορεί να διατηρηθεί, με αποτέλεσμα η τιμή των μετοχών να πέσει μόλις σταματήσει να επαναγοράζει τις μετοχές της.

5.1.4 Μειονεκτήματα για τη Διοίκηση

Έχει δειχτεί από μελέτες ότι οι επιχειρήσεις που επαναγοράζουν μεγάλο αριθμό μετοχών έχουν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες από τις άλλες. Έτσι μερικοί θεωρούν ότι η αναγγελία ενός προγράμματος επαναγοράς είναι το ίδιο με την παραδοχή της διοίκησης ότι δεν μπορεί να εντοπίσει καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Θα μπορούσε να υποστηρίξει κανείς ότι η υιοθέτηση ενός προγράμματος επαναγοράς πρέπει να θεωρηθεί ταυτόσημη με την αναγγελία ενός μεγαλύτερου ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Αν όμως οι επαναγορές θεωρείται ότι φανερώνουν κάποιες ιδιαίτερα δυσμενείς προοπτικές ανάπτυξης, τότε μπορεί να έχουν αρνητικά αποτελέσματα για την φήμη της επιχείρησης και την τιμή των μετοχών της. Οι επαναγορές είναι πολυδάπανες γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν premium για να αγοράσουν κάποιο ποσοστό μετοχών, ή έχουν κόστη συναλλαγών, ενώ η χρηματοδότησή τους πολλές φορές εξαρτάται από δανεισμό.

5.2 Έρευνες και Δεδομένα Επαναγορών

Αρκετοί ερευνητές ασχολήθηκαν με τις επαναγορές. Στην έρευνά τους περιέλαβαν δεδομένα από μεγάλους έγκυρους οικονομικούς οργανισμούς, για

συγκεκριμένες χρονικές περιόδους, που αφορούν επιχειρήσεις οι οποίες ανήγγειλαν επαναγορές μετοχών ως και αυτές που πραγματοποίησαν κάποιο ποσοστό επαναγοράς. Επίσης περιέλαβαν δεδομένα για τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και οτιδήποτε έχει δημοσιευθεί γι' αυτές. Οι στόχοι των εμπειρικών μελετών του κάθε ενός ερευνητή είναι διαφορετικοί. Στο δείγμα ερευνών της A. Dittmar(2000), περιέχονται δεδομένα από το Compustat και από το Center for Research in Security Prices από το κεφάλαιο "Purchase of Stock" από τα έτη 1977-1996 για όλες τις εταιρείες. Την ίδια μέτρηση χρησιμοποίησαν ο Bagwell και Shoven (1989), οι Dunsby (1994) και Berger, οι Ofek και Yermack(1996), και τέλος οι Opler και Titman (1996). Εξέτασε εάν οι εταιρείες επαναγοράζουν μερίδια για να διανεμούν τα επιπλέον κεφάλαια τους, λαμβάνοντας όμως υπόψη τα μετρητά της εταιρείας, τις χρηματοροές, τον δείκτη «αγοραία αξία προς λογιστική», τις πληρωμές (τα μερίσματα που κατεβλήθησαν στο προηγούμενο έτος). Εξέτασε εάν οι εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορές όταν αντιληφθούν ότι η τιμή της μετοχής τους είναι χαμηλότερη από την πραγματική της αξία, λαμβάνοντας υπόψη την ασυμμετρία στην πληροφόρηση σε σχέση με το μέγεθος της εταιρείας, την απόδοση, την μόχλευση (τον λόγο « δανείων προς περιουσιακά στοιχεία»). Επίσης συμπεριέλαβε στην μελέτη της, την αποτροπή ανάληψης της διοίκησης από άλλον (takeover deterrence) και την κατοχή των δικαιωμάτων από το ευρύ κοινό.³¹

Στο δείγμα έρευνας του S. Weisbender (2000) περιέχονται δεδομένα από το NYSE και τον S & P 500 από το έτος 1985-1996. Στατιστικά στοιχεία για προγράμματα παροχής δικαιωμάτων από τον S & P 500, Mid Cap 400 και τον Forbes 500 και από τα έτη 1990-1998. Χρησιμοποίησε το ίδιο μοντέλο, όπως οι Jagannathan, Stephens, και Weisbach, οι Bagwell και Shoven. Στην έρευνά του εξέτασε πως η ανάπτυξη των προγραμμάτων παροχής δικαιωμάτων επηρεάζει την πολιτική πληρωμών των επιχειρήσεων και γιατί τα στελέχη μπορεί να προτιμούν τη διανομή μετρητών με το να επαναγοράζουν μετοχές, σαν αντίσταση στην αύξηση των μερισμάτων, με σκοπό τη μεγέθυνση της αξίας των δικαιωμάτων που κατέχουν οι ίδιοι. Στην έρευνά του ο J.P. Weber (2000) χρησιμοποίησε αρχικά 143 εταιρείες που ακύρωσαν τα προγράμματα των επαναγορών για να προβούν σε ενοποίηση συμφερόντων. Από αυτές 27 εταιρείες ήταν στόχοι εξαγορών, 59 δεν περιελήφθησαν γιατί προέβησαν στην ακύρωση εντός 5 ημερών από την ημέρα της εξαγοράς. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε 50 εταιρείες που προέβησαν σε ενοποίηση και 27 που προέβησαν σε επαναγορές (εγκαταλείποντας την ενοποίηση). Εξέτασε τον τρόπο που αντιδρά η αγορά στην ακύρωση των προγραμμάτων

³¹ Amy Dittmar(Indiana univ.) σελ339

επαναγοράς, για να χρησιμοποιηθεί ενοποίηση συμφερόντων. Εξέτασε αν οι μέτοχοι ωφελούνται από την απόφαση των στελεχών να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων.

Στο δείγμα των J.N.Liang, S.Sharpe (1999) περιελήφθησαν 150 επιχειρήσεις από τον S & P 500 από τα έτη 1994-1997, που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών αντί πληρωμής μερισμάτων.³² Εκτίμησαν τις συνέπειες των επαναγορών στην μείωση των μετοχών που κατέχουν ιδιώτες και τις συνέπειες της άσκησης των δικαιωμάτων πώλησης στις αποσύρσεις μετοχών (share retirements) για τις μεγάλες εταιρείες του S&P 500. Στο δείγμα τους οι Kai Li, W.McNally (1999) περιέλαβαν 105 εταιρείες από το Καναδικό NCIBs (Normal Course Issuer Bids) μεταξύ του Ιανουαρίου 1989 και Δεκεμβρίου 1992. Εξέτασαν τις επαναγορές της ελεύθερης αγοράς που πραγματοποιήθηκαν στον Καναδά. Την αλλαγή στην αξία των επιχειρήσεων, την αλλαγή στις αποδόσεις 100 ημέρες πριν την αναγγελία της επαναγοράς και 200 ημέρες μετά. Στο τελικό δείγμα τους οι E.Liljebloom, D.Pasternack (2002) περιέλαβαν 592 εταιρείες, από το έτος 1996-1997 έως το 2000-2001.³³ Τα στοιχεία πήρε από το χρηματιστήριο του Ελσίνκι. Εξέτασαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για τις επαναγορές και τα μερίσματα στην Φινλανδία όπως π.χ. τα λειτουργικά και μη λειτουργικά εισοδήματα, την φορολογία και τις παροχές δικαιωμάτων.³⁴ Οι G.Grullon, R.Michaely (2000) χρησιμοποίησαν δεδομένα από τα αρχεία του Compustat από όλες τις βιομηχανικές εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά έστω και μία φορά στην περίοδο 1972-1998. Το δείγμα περιλαμβάνει 121.973 παρατηρήσεις. Μελέτησαν την πολιτική πληρωμών των εταιρειών στις Ηνωμένες Πολιτείες, λαμβάνοντας υπόψη τους μεταβλητές όπως τα κέρδη, τα μερίσματα (στις κοινές μετοχές), την αγοραία αξία, τα συνολικά έξοδα για αγορά κοινών και προνομιούχων μετοχών. Μελέτησαν τα χαρακτηριστικά των εταιρειών, την μεταβλητότητα των ταμειακών ροών και των πληρωμών, την σχέση μεταξύ πρόβλεψης σφαλμάτων των μερισμάτων και απόδοσης των επαναγορών, τα αποτελέσματα των επαναγορών στην αντίδραση της αγοράς από την μείωση των μερισμάτων, τα αποτελέσματα της φορολογίας των επαναγορών. Το δείγμα των G.W.Fenn, N. Liang (1997) περιλαμβάνει 7154 εταιρείες (των οποίων το ενεργητικό είναι πάνω από 50 εκατ.\$ μεταξύ των ετών 1984-1995) που πληρώνουν μέρισμα και 6056 εταιρείες που δεν πληρώνουν μέρισμα. Από τις 7.154 εταιρείες το 50,00% προέβησαν σε επαναγορά και από τις 6.056 το 62,20%. Πραγματοποιήθηκαν 13.210 παρατηρήσεις. Τα στοιχεία είναι

³² J.N.Liang, S.Sharpe σελ. 2

³³ E.Liljebloom, D.Pasternack σελ. 7

³⁴ E.Liljebloom, D.Pasternack σελ. 8

από τον "Compustat item A115". Σε 3872 παρατηρήσεις από το 1984-1990 και 3276 για το 1991-1995 εξέτασε τη θεωρία των ελεύθερων ταμιακών ροών και τον τρόπο που η παροχή των δικαιωμάτων μετοχών στα στελέχη επηρεάζει την απόφαση μεταξύ επαναγορών και καταβολής μερισμάτων, λαμβάνοντας υπόψη τα οικονομικά δεδομένα των εταιρειών όπως π.χ. καθαρό εισόδημα /ενεργητικό, λογιστική/αγοραία αξία, δάνεια/ενεργητικό.³⁵

Στη νέα έρευνα που πραγματοποίησαν το 2001 με 4987 παρατηρήσεις από τα έτη 1993-1997 με στοιχεία από τον S& P Compustat & Execucomp, έδειξαν την σχέση μεταξύ των πληρωμών και των κινήτρων των στελεχών σε μετοχές.³⁶ Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 1108 εταιρείες. Στην έρευνά τους οι M.Jagannathan, .Stephens και M.Weisbach (1999) περιέλαβαν όλες τις εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά από τα έτη 1985-1996 από τον SDC (Security Data Company). Έγιναν 4753 ανακοινώσεις και πραγματοποιήθηκαν 1638 επαναγορές και των τριών ειδών.

Εξέτασαν τις αποφάσεις που παίρνουν οι βιομηχανικές επιχειρήσεις προκειμένου να επιλέξουν μεταξύ του τρόπου της πληρωμής μέσω μερισμάτων ή μέσω των επαναγορών. Εκτίμησαν την σπουδαιότητα των επαναγορών στις αποφάσεις των επιχειρήσεων για πληρωμές και απομόνωσαν τις μεταβλητές που επηρεάζουν αυτή την απόφαση, την ασυμμετρία της πληροφόρησης, την φορολογία και την κατοχή των δικαιωμάτων μετοχών των στελεχών. Εξέτασαν τον αριθμό των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν επαναγορά μετοχών και το ποσό των επαναγορών σε δολάρια ανά έτος. Στην έρευνα που πραγματοποίησαν οι P.Raghavendra Rau, Theo Vermaelen (2002) περιέλαβαν στοιχεία από το SDC online Mergers and Corporate Transactions, από την Αγγλία και όλες τις αναγγελίες που έγιναν για επαναγορές μεταξύ του Ιανουαρίου 1985 έως τον Ιούνιο 1998. Ερεύνησε τα κίνητρα και τις συνέπειες των επαναγορών σε σχέση με το θεσμικό πλαίσιο. Κατά την εξέταση μακροπρόθεσμων αποδόσεων, οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επαναγορές μετοχών, με την αναγγελία κερδίζουν σημαντικές αρνητικές ασυνήθιστες αποδόσεις του -7% κατά το έτος μετά την αναγγελία.³⁷

Τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν οι D.Ikenberry, J.Lakonishok, Theo Vermaelen (1995) ελήφθησαν από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στον Compustat από τα έτη 1980-1990. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 1239 εταιρείες. Εξέτασαν την αντίδραση της αγοράς κατά τη διάρκεια των αναγγελιών των επαναγορών,

³⁵ G.W.Fenn, N. Liang. Σελ. 17, Μάρτιος 1997

³⁶ G.W.Fenn, N. Liang -60(2001) σελ.55

³⁷ P.Raghavendra Rau σελ.248 "J of B"

τις επιδόσεις των εταιρειών μακροπρόθεσμα, την υποτίμηση της αξίας της μετοχής σαν κίνητρο για επαναγορές.

Στο υπόδειγμά τους οι K.M. Howe, Jia He, G.W.Kao(1992) περιέλαβαν τις αναγγελίες των επαναγορών και των ειδικών μερισμάτων μεταξύ των ετών 1979 έως και 1989, από το on-line Dow Jones News Retrieval Service και το Wall Street Journal Index. Το τελικό δείγμα περιέχει 115 επιχειρήσεις, εκ των οποίων οι 55 ανήγγειλαν επαναγορές και οι 60 την πληρωμή ειδικών μερισμάτων. Εξέτασαν τη διακύμανση της τιμής της μετοχής, κατά τη διάρκεια της αναγγελίας για επαναγορά μετοχών ή κατά την αναγγελία καταβολής των ειδικών μερισμάτων. Στο δείγμα που εξέτασαν οι Scott Lee, W. Mikkelson και M.M. Partch(1992) περιέλαβαν μεταξύ του 1977 έως 1988 όλες τις επαναγορές που είναι καταγεγραμμένες στις ετήσιες εκδόσεις του Wall Street Journal Index ή στις εξάμηνες εκδόσεις του Corporate Financing Directory ή στο Investment Dealers' Digest. Επίσης πήρε μερικά στοιχεία από την μελέτη που παρουσίασαν το 1991 οι Comment και Jarrell και από τον Bagwell - Shoven το 1992.³⁸ Το δείγμα περιέχει 146 επαναγορές. Εξέτασαν τον τρόπο που οι διευθυντές των επιχειρήσεων εμπορεύονται την μετοχή τους στην ελεύθερη αγορά κατά τη διάρκεια των επαναγορών, σε συνδυασμό με την πληροφόρηση που έχουν για τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης.

Στο αρχικό δείγμα τους οι U. Bhattacharya, A. Dittmar (Οκτώβριος 2001) περιέλαβαν όλες τις επιχειρήσεις που ανήγγειλαν επαναγορές από το 1985 έως το 1995. Έγιναν 6.604 ανακοινώσεις από 2.948 εταιρείες. Από αυτές, το 25% (740) δεν προέβη σε καμία επαναγορά στα 4 χρόνια που ακολούθησαν την αναγγελία. Το 12% (359) δεν περιλαμβάνεται στα στοιχεία του *Compustat*. Οι (1363) εταιρείες προέβησαν σε επαναγορά μετοχών το λιγότερο εντός ενός έτους από την αναγγελία. Ένας αριθμός 264, 141 και 81 εταιρειών, προέβη σε επαναγορά μετοχών στο τέλος του 2ου, 3ου, και 4ου έτους αντίστοιχα μετά την αναγγελία. Εξέτασαν τον μηχανισμό της πληροφόρησης που επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά, αν είναι δαπανηρός ή όχι, σε σχέση με υποτιμημένες ή μη υποτιμημένες εταιρείες.

Στο δείγμα των R. D'Mello, P.Shroff(Οκτώβριος 2000) περιέχονται 166 ανακοινώσεις προσφορών σταθερής αμοιβής³⁹ (fixed price tender offers) από το 1970 ως το 1989 από επιχειρήσεις που υπάρχουν στο NYSE, AMEX, και Nasdaq. Στοιχεία τα οποία χρησιμοποιήθηκαν ενωρίτερα από τους Comment, Jarrell, Dann και τον D'Mello (1995). Από το πρωτογενές δείγμα των 291 επαναγορών, οι 38 έγιναν από εταιρείες που

³⁸ Scott Lee, W. Mikkelson, M.M. Partch σελ.1948-τομ

³⁹ R. D'Mello, P.Shroff σελ.2407-2000.

δεν είναι καταχωρημένες στον Compustat "Annual Industrial Research". Εξέτασαν αν οι διευθυντές των επιχειρήσεων προβαίνουν σε επαναγορές όταν έχουν την πληροφόρηση για πιθανή υποτίμηση.

Το δείγμα των επαναγορών που χρησιμοποιεί η K. M. Kahle (2001) είναι από στοιχεία του Securities Data Corporation's Mergers and Acquisitions και περιλαμβάνει 5.147 παρατηρήσεις για τα έτη μεταξύ 1991 έως 1996. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 712 επαναγορές. Περιέλαβε δεδομένα για τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, και εξέτασε πως επηρεάζεται η απόφαση των επαναγορών, από τις ασκήσεις των δικαιωμάτων, από τον αριθμό των δικαιωμάτων που κατέχουν ιδιώτες κατά τη διάρκεια ενός χρόνου πριν την αναγγελία και ενός χρόνου μετά. Εξέτασε και επιχειρήσεις οι οποίες αυξάνουν την πληρωμή μερισμάτων, για να ερευνήσει την επιλογή μεταξύ της μιας μεθόδου πληρωμής και της άλλης (μερίσματα και επαναγορές).

5.3. Αποτελέσματα Ερευνών Επαναγορών

Οι ερευνητές ανάλογα με τα δεδομένα που χρησιμοποίησαν κατέληξαν σε διάφορα αποτελέσματα, π.χ. ο *Dann (1981)*, *Vermaelen (1981)* και ο *Masulis (1980)* έδειξαν ότι ο μέσος όρος της τιμής ανάκτησης στις προσφορές επαναγορών είναι 22-23% πάνω από την τιμή αγοράς πριν από την αναγγελία της προσφοράς, ενώ η τιμή μετά την προσφορά είναι μόνο 13% πάνω από την τιμή πριν την προσφορά. Μ' αυτό βλέπουμε ότι οι εταιρείες πληρώνουν επιπλέον για τα μερίδια που θα επαναγοράσουν.⁴⁰ Σε κάποια υποδείγματα τα προγράμματα επαναγορών, που βασίζονται στην ιδιωτική πληροφόρηση - στους *Ofer* και *Thakor (1987)*, στους *Constantinides* και *Grundy(1989)*, και στους *Hausch* και *Seward (1993)*- περιλαμβάνεται η άποψη ότι υπάρχει η πιθανότητα οι μέτοχοι να έχουν διαφορετικές επιφυλάξεις ως προς τις τιμές. Ενώ οι περισσότεροι ερευνητές θεωρούν ότι οι εταιρείες μπορούν να επαναγοράσουν όσα μερίδια επιθυμούν σε μια δίκαιη τιμή.

Η *Jolls (1998)* συνέλεξε ένα τυχαίο δείγμα εταιρειών από «Wall Street Journal,» που ανήγγειλαν επαναγορές μεριδίων ή αυξήσεις μερισμάτων και τις συνέκρινε μ' ένα τυχαίο δείγμα εταιρειών οι οποίες δεν ανήγγειλαν επαναγορά ή αύξηση μερίσματος, και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που βασίζονται σε δικαιώματα μετοχών για να αποζημιώσουν τα στελέχη τους, είναι πιο επιρρεπείς σε επαναγορές μεριδίων. Η *A. Dittmar* βρήκε ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν είναι εν δυνάμει

⁴⁰ J. Persons-1995, σελ.2.

υποτιμημένες σε σχέση με το δείκτη λογιστική/αγοραία αξία αλλά και για να είναι σε πλεονεκτικότερη θέση στην περίπτωση της υποτίμησης. Αυτό θεωρείται από την συγγραφέα ότι είναι και το ισχυρότερο κίνητρο για επαναγορές (κατά την περίοδο του δείγματος).⁴¹ Με τις επαναγορές διανέμουν τα επί πλέον κεφάλαια. Οι επαναγοράζουσες εταιρείες δεν έχουν υψηλό δείκτη πληρωμών. Έδειξε επίσης ότι δεν αντικαθιστώνται τα μερίσματα από τις επαναγορές, αλλά ούτε και τα φορολογικά οφέλη είναι η αιτία για να προβούν σε επαναγορά. Οι μεγαλύτερες εταιρείες φαίνεται ότι προβαίνουν περισσότερο σε επαναγορές. Η χρήση των δικαιωμάτων μετοχών μπορεί να αυξήσει το ποσοστό των εταιρειών που προτιμούν την επαναγορά από τα μερίσματα, από την στιγμή που η επαναγορά δεν θα εξουδετερώνει την μείωση της τιμής της μετοχής.

Ο *S. Weisbenner* βρήκε ότι τα συνολικά δικαιώματα που κατέχουν ιδιώτες δεν είναι ουσιαστικός λόγος για να προβεί μια επιχείρηση σε επαναγορά. Δεν υπάρχει καμιά σχέση μεταξύ δικαιωμάτων που κατέχουν τα ανώτατα στελέχη των επιχειρήσεων και της επαναγοράς μεριδίων. Οι επαναγορές μεριδίων αντιδρούν περισσότερο σε προσωρινά μη λειτουργικά εισοδήματα, παρά σε σταθερά εισοδήματα. Επιχειρήσεις με υψηλότερες ευκαιριακές επενδύσεις, όπως φαίνονται από τον λόγο της αγοραίας αξίας προς την λογιστική αξία, φαίνεται να προβαίνουν πολύ λιγότερο σε επαναγορά μετοχών.⁴² Κατά την άσκηση των δικαιωμάτων οι επιχειρήσεις δεν επαναγοράζουν απλώς μερίδια, αλλά σταδιακά επαναγοράζουν το ποσό που είναι αναγκαίο για να εξουδετερώσουν την μείωση που έχουν τα κέρδη από τις συναλλαγές.⁴³

Από την στιγμή που οι επιχειρήσεις δεν δίνουν μερίσμα για να προστατέψουν τα δικαιώματά τους, μπορεί να έχουν τα στελέχη σαν κίνητρο να υποκαταστήσουν τις επαναγορές ή να μειώσουν τα κέρδη από τα μερίσματα για να αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων που κατέχουν. Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισμάτων και των δικαιωμάτων μετοχών των στελεχών, και αυτός ο λόγος πολλές φορές οδηγεί σε αύξηση των επαναγορών.

Ο *J.P. Weber* (Οκτώβριος 2000) στην έρευνά του σχετικά με τις ενοποιήσεις και επαναγορές βρήκε ότι στατιστικά οι αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις συνδέονται με την αναγγελία της ακύρωσης των επαναγορών, ενώ συμβαίνει το αντίθετο όταν ακυρώνονται οι ενοποιήσεις χάριν των επαναγορών. Αν η αγορά περιμένει ότι τα οφέλη των οικονομικών ανακοινώσεων της ενοποίησης, θα ξεπεράσουν τα πλεονεκτήματα των προγραμμάτων επαναγοράς, τότε η αγορά θα αντιδράσει θετικά στην ακύρωση

⁴¹ Amy Dittmar (Indiana uni.-2000-)σελ.349.

⁴² S.Weisbenner,(Απρίλιος 2000)σελ.17.

⁴³ Weisbenner- σελ. 24.

ανακοίνωσης και αρνητικά στην λογιστική αλλαγή της ανακοίνωσης. Η αντίδραση της αγοράς στην ακύρωση των προγραμμάτων επαναγοράς, για να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων θα είναι μεγαλύτερη από την αντίδραση της αγοράς για επιχειρήσεις που ακυρώνουν τα προγράμματα επαναγοράς για άλλες αιτίες. Η αντίδραση της αγοράς θα είναι μεγαλύτερη για επιχειρήσεις που ακύρωσαν τα προγράμματα επαναγοράς για να χρησιμοποιήσουν ενοποίηση συμφερόντων για να αποφύγουν μεγαλύτερη μείωση των μελλοντικών κερδών. Το μέγεθος της αντίδρασης θα είναι αρνητικά συσχετισμένο με τα επιτεύγματα της επιχείρησης και θετικά με το μέγεθος των επαναγορών.⁴⁴

Οι J.N.Liang, και S.Sharpe (Νοέμβριος 1999) βρήκαν ότι την περίοδο 1994-1998 τριπλασιάστηκαν οι επαναγορές πλησιάζοντας το ποσό των 150 δισ.\$.. Την ίδια περίοδο όμως οι πληρωμές μερισμάτων ανήλθαν σε 115 δισ.\$.. Πολλές επιχειρήσεις που προβαίνουν σε επαναγορές, εκδίδουν και νέες μετοχές για να ικανοποιήσουν τις ασκήσεις πώλησης των δικαιωμάτων των κατόχων. Αυτές οι μετοχές πωλούνται με “discount”, με αποτέλεσμα ένας πλούτος από τους μεριδιούχους να πηγαίνει στους κατόχους των δικαιωμάτων. Οι επαναγορές μείωσαν τις μετοχές που κατέχουν ιδιώτες κατά 2%, αλλά λόγω της άσκησης των δικαιωμάτων μόνο οι μισές από αυτές αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία. Το ποσό που εδόθη στις επαναγορές από 17% που ήταν το 1994, ανήλθε σε περίπου 40% το 1997 και το 1998.⁴⁵

Οι Kai Li, και W. McNally (Φεβρουάριος 1999) βρήκαν ότι οι ταμιακές ροές έχουν στενή σχέση με τις επαναγορές. Οι μικρές Καναδικές εταιρείες προβαίνουν σε επαναγορές περισσότερο από τις μεγάλες.⁴⁶ Πάνω από το 75% των επιχειρήσεων όπως ανακοινώθηκαν από το NCIBs (Normal Course Issuer Bids) προέβησαν σε επαναγορά σε μια περίοδο 12 μηνών μετά την αναγγελία. Οι επαναγορές δεν χρησιμοποιούνται σαν εναλλακτική πρόταση με τα μερίσματα, ή για να μειωθεί η φορολογία των μετόχων. Οι επαναγορές δεν είναι περισσότερο ευμετάβλητες από τα μερίσματα, αλλά δεν φαίνεται να είναι ένα μέσο αποφυγής της χρηματοοικονομικής αδράνειας μιας επιχείρησης. Συνήθως οι Καναδικές επαναγορές που ανακοινώνονται από μικρές επιχειρήσεις γίνονται όταν μεγάλοι επενδυτές έχουν σαν κίνητρο την ανάληψη της διοίκησης.

Οι E. Liljebloom, D. Pasternack (Φεβρουάριος 2002) ερεύνησαν τις μεταβλητές που επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων μεταξύ της επαναγοράς μετοχών ή της

⁴⁴ J. Weber-2000-σελ.13.

⁴⁵ J.N.Liang, S.Sharpe σελ.9-Νοέμβριος 1999

⁴⁶ Kai Li, W.McNally σελ.17.

καταβολής μερισμάτων και βρήκαν ότι οι επαναγορές συνδέονται περισσότερο με σταθερά εισοδήματα παρά με έκτακτα, ενώ επιχειρήσεις με μεγάλα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων φαίνεται να είναι περισσότερο ευαίσθητες στις επαναγορές.⁴⁷

Στη Φινλανδία σπουδαίο ρόλο για τις επαναγορές παίζει και η φορολογία. Οι ξένοι επενδυτές φαίνεται ότι προτιμούν περισσότερο τις επαναγορές από τα μερίσματα τα οποία έχουν και μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή.

Οι Grullon, και R. Michaely (Απρίλιος 2000) έδειξαν ότι οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα. Ο μέσος όρος πληρωμής μέσω επαναγορών αυξήθηκε έναντι των μερισμάτων. Την περίοδο 1990- 1998 οι εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά ανέρχονταν στο 2,56% ,ενώ στην περίοδο 1972-1980 ήταν 19,35%. Οι δαπάνες για τα προγράμματα επαναγοράς αυξήθηκαν από 4,8% στο 1980, σε 50,1% στο 1998. Ενώ οι δαπάνες για τα προγράμματα αυξάνονταν κατά μέσο όρο 28,3% ετησίως κατά την περίοδο 1980-1998, τα μερίσματα είχαν αντίστοιχη αύξηση 7,5%. Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στην αναγγελία μείωσης των μερισμάτων, αλλά αν οι μέτοχοι πειστούν ότι υποκαθιστώνται με επαναγορές τότε η αντίδραση θα είναι λιγότερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες εταιρείες απ' ό,τι στις υπόλοιπες.

Οι G.W. Fenn και N. Liang σε έρευνα που δημοσίευσαν (Δεκέμβριος 1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές είναι ένα καταπληκτικό πιστευτό μέσο για να διανεμίει ταμειακές ροές. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να διανεμηθούν αμέσως, ενώ άλλες μέθοδοι π.χ. όπως αύξηση μερίσματος προκαλεί και δέσμευση για διανομή και στο μέλλον.⁴⁸ Εταιρείες με χαμηλά χρηματοοικονομικά κόστη θα προβούν σε επαναγορά. Οι επαναγορές είναι αρνητικά συνδεδεμένες με τον λόγο λογιστική/αγοραία αξία, αρνητικά με την μόχλευση, θετικά με το μέγεθος της εταιρείας και θετικά συνδεδεμένες με τις καθαρές λειτουργικές χρηματικές ροές .

Οι επιχειρήσεις δεν συμπεριφέρονται στις επαναγορές και στα μερίσματα σαν υποκατάστατα. Χρησιμοποιούν τις επαναγορές για να διανείμουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές, ενώ φαίνεται ότι υποκαθιστούν τα μερίσματα για να αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων τους.⁴⁹

Υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ επαναγορών και παροχής δικαιωμάτων. Σε νέα έρευνα που δημοσίευσαν το 2001 βρήκαν ότι οι μετοχές που ανήκουν στα στελέχη των επιχειρήσεων φαίνεται ότι έχουν επίδραση στην απόφαση που θα επιλέξουν για το είδος

⁴⁷ Kai Li, W.McNally σελ.18.

⁴⁸ E.Liljebloom, D.Pasternack σελ.11.

⁴⁹ G.W.Fenn, N. Liang -σελ.19-1997.

των πληρωμών που θα ασκήσουν. Παρέχει δε κίνητρα για αύξηση των πληρωμών από επιχειρήσεις με σοβαρά προβλήματα αντιπροσώπευσης και ελάχιστες ευκαιριακές επενδύσεις, ενώ στις υπόλοιπες δεν συμβαίνει το ίδιο.⁵⁰

Όταν διανέμουν χρήματα σε μερίσματα ή επαναγορές για να ρυθμίσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης των ελεύθερων ταμιακών ροών, η επιλογή τους επηρεάζεται από τα χαρακτηριστικά και την αξία της επιχείρησης, την σταθερότητα των ταμιακών ροών. Οι *M.Jagannathan, C.Stephens, M.Weisbach, (1999)* βρήκαν ότι το μέγεθος, η ανάπτυξη, οι αποδόσεις των μετοχών, οι ταμιακές ροές, και ο δείκτης λογιστική προς αγοραία αξία είναι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση των διευθυντών για την επαναγορά. Αν και οι επαναγορές δεν έχουν αντικαταστήσει τα μερίσματα, έχουν καταστεί όμως ένας σοβαρός τρόπος πληρωμής, ενώ τα ποσά που έχουν πληρωθεί μέσω αυτών έχουν αυξηθεί σημαντικά. Υπάρχουν διαφορές μεταξύ αυτών των επιχειρήσεων που αυξάνουν τα μερίσματα και αυτών που αυξάνουν τις επαναγορές. Οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα είναι γενικά μεγαλύτερες, έχουν υψηλότερες ταμιακές ροές, ενώ αυτές που είναι αβέβαιες ως προς τις ταμιακές τους ροές, θα χρησιμοποιήσουν περισσότερο τις επαναγορές. Κατά μέσο όρο οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα ανήλθαν σε 55,4% συγκρινόμενες με το 21,8% των επαναγοραζουσών εταιρειών.⁵¹ Τα μερίσματα συνδέονται με σταθερές ταμιακές ροές, εν αντιθέσει με τις επαναγορές που συνδέονται με τις έκτακτες. Την επιλογή μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών επηρεάζουν η φορολογία και η κατοχή δικαιωμάτων.

Οι *P.Raghavendra Rau, Theo Vermaelen (2002)* βρήκαν ότι η φορολογία και το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει στην Αγγλία δεν κάνουν τις επαναγορές λιγότερο ελκυστικές απ'ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι επιχειρήσεις που αναγγέλλουν επαναγορές κερδίζουν μικρότερες αποδόσεις και βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, εν αντιθέσει με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των επαναγορών που λαμβάνουν χώρα στις Ηνωμένες Πολιτείες μακροπρόθεσμα. Οι επιχειρήσεις που αναγγέλλουν επαναγορές κερδίζουν μικρότερες αποδόσεις και έχουν καλύτερη πληροφόρηση για να προβούν σε επαναγορά, όταν οι τιμές θα είναι υποτιμημένες, από ότι έχουν στην Αγγλία. Οι *D.Ikenberry, J.Lakonishok, Theo Vermaelen(1995)* θεωρούν ότι είναι δύσκολο να προσδιοριστούν τα ποικίλα κίνητρα που ισχύουν σε μια προσέγγιση ενός προγράμματος επαναγορών. Εταιρείες με χαμηλό δείκτη λογιστική / αγοραία αξία προβαίνουν σε επαναγορές για λόγους διαφορετικούς από την υποτίμηση.⁵²

⁵⁰ G.W.Fenn, N. Liang -σελ.72- 2001.

⁵¹ M.Jagannathan-C.Stephens-M.Weisbach, κεφάλ. 4.3- Φεβρ.1999.

⁵² D.Ikenberry-J.Lakonishok-T.Vermaelen σελ.191 "J of F.Ec.

Από το άλλο μέρος οι επαναγορές ανακοινώνονται από επιχειρήσεις ή με υψηλό τον δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία ή όταν η αξία των μετοχών τους που είναι υποτιμημένη, που φαίνεται να είναι το αρχικό κίνητρο.⁵³ Αυτές οι επιχειρήσεις έχουν και υψηλότερες αποδόσεις, περίπου 45,3% σε μια περίοδο τεσσάρων ετών μετά την ανακοίνωση. Οι *K.M. Howe, Jia He και G.W.Kao* (Δεκέμβριος 1992) βρήκαν ότι οι αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης για τις επαναγορές ήταν 7,47% και για τα ειδικά μερίσματα 3,44%. 5351 D.Ikenberry-J.Lakonishok-T.Vermaelen σελ.191 "J of F.Ec. Και είναι περίπου ίδια με τα αποτελέσματα των Dann (1981), Vermaelen (1981,1984) Lakonishok- Vermaelen (1990), και του Brickley (1983) για τα ειδικά μερίσματα. Όταν οι μετοχές των εταιρειών είναι υποτιμημένες τότε καταφεύγουν σε επαναγορές ή σε πληρωμές μέσω των ειδικών μερισμάτων.

Οι *Scott Lee, W. Mikkelson και M.M. Partch* (Δεκέμβριος 1992) εξέτασαν τον τρόπο που εμπορεύονται τις μετοχές οι διευθυντές σε διάρκεια 4 ετών γύρω από τις επαναγορές. Και βρήκαν ότι οι διευθυντές των επιχειρήσεων εξ (6) μήνες πριν την αναγγελία της επαναγοράς αυξάνουν την συχνότητα που αγοράζουν και μειώνουν την συχνότητα που πωλούν τις μετοχές πριν την ανακοίνωση των επαναγορών. Οι ανακοινώσεις τους μεταφέρουν ικανοποιητικές πληροφορίες για τα μελλοντικά σχέδια της επιχείρησης.⁵⁴ Οι *U. Bhattacharya, A. Dittmar* (Οκτώβριος 2001) ερεύνησαν την επιλογή των επιχειρήσεων μεταξύ ενός δαπανηρού και μη δαπανηρού μηνύματος πληροφόρησης στις κεφαλαιαγορές, και την επιλογή τους για πληρωμή μέσω των επαναγορών. Εξέτασαν ποίος μηχανισμός πληροφόρησης, σχετικά με την υποτίμηση ή όχι της μετοχής, επηρεάζει την απόφαση για επαναγορά. Κατά την ανακοίνωση έχουν μεγάλη τυπική απόκλιση, γύρω στο 8,99%, στις υπερβάλλουσες αποδόσεις τους, και έχουν χαμηλό δείκτη λογιστική προς αγοραία αξία σε σχέση με τις εταιρείες που εφαρμόζουν τις επαναγορές. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν και εφαρμόζουν τις επαναγορές έχουν αποδόσεις γύρω στο 3,6%, εν αντιθέσει με τις άλλες (που ανακοινώνουν και δεν επαναγοράζουν) γύρω στο 3,00% Οι *R. D'Mello, P. Shroff* (Οκτώβριος 2000) βρήκαν ότι το 74% των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε επαναγορά είναι υποτιμημένες, με ίδια περίπου οικονομική αξία με αυτή που είχαν και πριν προβούν στην ανακοίνωση της επαναγοράς. Υπάρχει μια δυνατή θετική συσχέτιση μεταξύ της υποτίμησης της επιχείρησης και του premium της προσφοράς. Η απόφαση για

⁵³ K.M. Howe, Jia He, G.W.Kao σελ.1967- τομ.5-1992.

⁵⁴ Lee, Mikkelson, Partch -vol.XLII.No.5 σελ.1952.

επιναγορά εξαρτάται από την σπουδαιότητα της υποτίμησης, αν και οι διευθυντές προσπαθούν να έχουν πληροφορίες εκ των προτέρων γι' αυτό.

Το 18% των υπερτιμημένων εταιρειών αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο της ανάληψης της εξουσίας (takeover), για την περίοδο δύο ετών από την επιναγορά.⁵⁵ Η Kathleen M. Kahle (Ιούνιος 2001) εξέτασε τα προγράμματα επιναγορών από το 1993-1996 για να προσδιορίσει την επίδραση που έχει η παροχή των δικαιωμάτων, στην απόφαση που λαμβάνεται για τις επιναγορές και την αντίδραση των αγορών στις ανακοινώσεις. Εξέτασε τα κίνητρα που οδηγούν στις επιναγορές και βρήκε ότι, πολλές εταιρείες φαίνεται να προτιμούν την επιναγορά από την αύξηση των μερισμάτων, αν τα δικαιώματα που κατέχουν ιδιώτες επενδυτές πρόκειται να ασκηθούν στο κοντινό μέλλον. Τα μη ασκηθέντα δικαιώματα των στελεχών έχουν θετική επίδραση στην απόφαση. Οι επιναγορές έχουν σχέση με τις ελεύθερες ταμιακές ροές, αλλά και με τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν.

⁵⁵ R. D'Mello, P.Shroff σελ.2421.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η μερισματική πολιτική είναι ένα από τα βασικότερα μέσα με τα οποία οι εταιρείες διανέμουν ένα ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους. Η πολιτική μερισμάτων καθορίζει το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και επειδή μπορεί να έχει επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετοχών και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό ότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Οι αποφάσεις αυτές λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης και κατά συνέπεια το δίλημμα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής είναι αν η επιχείρηση θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της από ίδια κεφάλαια, ή υψηλό μέρισμα, με αποτέλεσμα τη χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά. Όπως αναφέραμε και στην εισαγωγή, ο βασικός προβληματισμός που τίθεται από πλευράς θεωρίας αλλά και πράξης σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι η απόφαση που πρέπει να παρθεί για το εάν θα διανεμηθεί μέρος των καθαρών κερδών με την μορφή μερίσματος ή θα παρακρατηθούν με την μορφή αποθεματικών. Είτε από την μία είτε από την άλλη πολιτική, το αποτέλεσμα που θα προκύψει θα είναι η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Βέβαια στην περίπτωση που τα παρακρατηθέντα και μη διανεμηθέντα κέρδη μιας επιχείρησης επενδυθούν σε σχέδια αποδοτικά θα μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα τους καθώς και την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της στο μέλλον, ενώ στην περίπτωση της διανομής των κερδών με την μορφή μερισμάτων θα έχουμε βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής της μετοχής της. Όμως θα πρέπει να τονισθεί εδώ ότι εάν μια επιχείρηση διανείμει υψηλό μέρισμα σε μια χρήση και δεν προβεί στη διενέργεια πρόβλεψης για επάρκεια κεφαλαίων στην επόμενη χρήση θα οδηγηθεί σε δανεισμό αυξάνοντας έτσι τα χρηματοοικονομικά έξοδά της και μειώνοντας τα κέρδη της. Τα κέρδη που παρακρατούνται, επενδύονται γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα παρακρατηθέντα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν θα πρέπει να έχουν επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμη και αν μια επιχείρηση έχει προϊστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα μια αναπτυσσόμενη εταιρεία, ακόμα και αν είναι εξαιρετικά

επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι πιθανό η επιχείρηση να επιλέξει τη μη διανομή μερίσματος.

Έτσι ακολουθείται εναλλακτικά η επαναγορά μετοχών που δεν είναι μία σταθερή πολιτική των επιχειρήσεων, όπως τα μερίσματα. Οι λόγοι που αποφασίζει μια επιχείρηση να προβεί σε επαναγορά είναι αρκετοί και έχουν σχέση με την πολιτική πληρωμών της, την υποτίμηση της τιμής της μετοχής, την προοπτική υψηλών μελλοντικών κερδών, τον τρόπο διανομής των ταμειακών ροών ή την ελαχιστοποίηση της φορολογίας των μετόχων. Η απόφαση που λαμβάνει μια εταιρεία για την αγορά των ιδίων της μετοχών είναι συνδεδεμένη με την κεφαλαιακή της διάρθρωση, τις επενδύσεις, τον έλεγχο και την πολιτική αποζημιώσεων της εταιρείας. Τα κίνητρα γι' αυτή την απόφαση είναι πολλά, όπως οι επιπλέον ταμιακές ροές, η πιθανή υποτίμηση της αγοραίας αξίας των μετοχών, η μείωση του λόγου EPS λόγω της παροχής δικαιωμάτων, η μόχλευση, η πιθανή ανάληψη της διοίκησης της εταιρείας από άλλον. Σημαντικό ρόλο έχει για την επαναγορά και η τιμή στην οποία θα αγοραστούν οι μετοχές. Η διαμόρφωση της τιμής πρέπει να είναι τέτοια ώστε οι μέτοχοι που δεν προσφέρουν να μη βρεθούν σε καλύτερη αλλά ούτε και σε χειρότερη θέση από τους μετόχους που προσφέρουν και αντίστροφα. Η τιμή επαναγοράς θα πρέπει να έχει σχέση με το πλήθος των διαθέσιμων μετοχών, την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή για κάθε μετοχή αλλά και τον αριθμό των μετοχών που τελικά θα επαναγοραστούν. Φαίνεται όμως ότι η συχνότερη αιτία για την απόφαση για την επαναγορά των μετοχών μιας εταιρείας είναι η υποτίμηση ή ακόμη και το μήνυμα που λαμβάνει για μια τέτοια πιθανότητα. Οι επιχειρήσεις που ανακοινώνουν τέτοια προγράμματα έχουν μεγάλες αποδόσεις κατά τη διάρκεια των ανακοινώσεων, δεν δεσμεύονται ότι θα διεκπεραιώσουν και την επαναγορά. Τα προγράμματα επαναγορών είναι πολυδάπανα, διότι αφενός υπάρχουν κόστη συναλλαγών και αφετέρου πληρώνεται premium από τις επιχειρήσεις για να αγοράσουν τις μετοχές. Οι επαναγορές έχουν σχέση με την ευρωστία των επιχειρήσεων. Παρουσίασαν αύξηση κατά τη διάρκεια του 1980 λόγω της ανάπτυξης των αγορών και στη συνέχεια μειώθηκαν στην αρχή της δεκαετίας του 1990. Συμπερασματικά, παρατηρούμε ότι και η απόφαση διανομής μερίσματος αλλά και οι επαναγορές μετοχών από τις επιχειρήσεις είναι αποφάσεις που λαμβάνονται ανάλογα με τον στρατηγικό σχεδιασμό της διοίκησης σχετικά με το επενδυτικό πρόγραμμα που θα ακολουθήσει και δεν αποτελούν πάγιες τακτικές σε κάθε περίπτωση.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΑΛΗΦΑΝΤΗΣ, ΣΤ.ΓΕΩΡΓΙΟΣ, Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις: νομοθεσία και πρακτική, εκδόσεις Πάμισος, 1998.
 2. ΑΛΗΦΑΝΤΗΣ, ΣΤ.ΓΕΩΡΓΙΟΣ, Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσης, εκδόσεις Πάμισος, 2002.
 3. AHARONY J.-SWARY, 1980, Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders returns : an empirical analysis, journal of finance, vol. 35, no. 1, pp. 1-12.
 4. ALLEN F.-A. BERNARDO-I. WELSH, 2000, A theory of dividends based on tax clientele, journal of finance, vol.55, no.6, pp. 2499-2536.
 5. BENARTZI S.-R. MICHAELY-R. THALER , 1997, Do changes in dividends signal the future or the past;, journal of finance vol.52, no.3, pp.1007-1034.
 6. BENARTZI S.-G. GRULLON-R. MICHAELY-R.THALER 2003, Dividend changes do not signal changes in future profitability.
-
1. BHATTACHARYA, DITTMAR, October 2001, Costless versus Costly Signalling / Theory and Evidence from Share Repurchases. Kelley School Of Business, Indiana Uni.
 2. DITTMAR, 2000, Why firms repurchase stocks, Journal of Business, τομ.73, No.3
 3. FENN, LIANG, 2001, Corporate payout policy and managerial stock incentives, Journal of Financial Economics, τομ.60,σελ. 45-72
 4. FENN LIANG, 1997, Good news and bad news about share Repurchases Milken instit. And Federal Reserve System, Washington.
 5. GRULLON, MICHAELLY, 2000, Dividends, share repurchases, and the Substitution hypothesis, Uni. of Rice & uni. Of Cornell
 6. HOWE, HE, WENCHI KAO, December 1992, One-Time cash flow Announcements and free cash -flow Theory, Share Repurchase and Special Dividends, The Journal of Finance, vol.XLVII, No. 5
 7. IKENBERRY, LAKONISHOK, VERMAELEN, 1995, Market Under reaction to open market Share Repurchase, Journal of Financial Economics, σελ.187.
 8. JAGANNATHAN, STEPHENS, WEISBACH, February 1999, Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases, Uni. of Arizona and Missouri.
 9. KAHLE, 2002, When a buyback isn't a buyback: open market Repurchases and employee options, Journal of Financial Economics.

10. LEE, MIKKELSON, PARTCH, December 1992, Managers' trading around stock Repurchases, *The Journal of Finance*- vol.XLVII-No. 5.
11. LIANG, SHARPE, 1999, Share repurchases and employee stock Options and their implications for S & P 500 share retirements and Expected returns, Federal Reserve Board-Washington.
12. LI, McNally, 1999, Information signalling or agency conflicts: What Explains Canadian open market repurchases? *Uni. Of British Columbia & Uni. Of Victoria*.
13. LILJEBLOM, PASTERNAK, February 2002, Share repurchases, Dividends and Executive options: Empirical evidence from Finland, *Swedish Sc. of Economics & Business Adm.*
14. MELLO, SHROFF, October 2000, Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers An Empirical Investigation, *The Journal of Finance*, Vol.LV.No5, σελ. 2399-2423.
15. PERSONS, 1995, Heterogeneous shareholders and signalling with Share repurchases, *Fisher Coll. Of business*.
16. RAU, VERMAELEN, 2002, Regulation, taxes, and share repurchases in the United Kingdom, *Journal of Business*, vol.75, No 2.
17. WEBER, 2000, Shareholder wealth effects of pooling of interests Accounting: evidence from the SEC, S-Restriction on share repurchases Following pooling transactions, *M.I.T.*
18. WEISBENNER, 2000, Corporate share repurchases in the 1990s: What Role do stock options play? *Federal Reserve Board-Washington*.
23. BHATTACHARYA S. 1979, Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy, *bell journal of economics* no.10 pp. 259-270.
24. EASTEBOOK F. 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American economic review*, vol.74, 650-659.
25. FAMA E.F-H.BABIAK 1968, Dividend policy: an empirical analysis , *journal of american statistical association*, no.63, pp. 1132-1161.
26. GRULLON G.-R.MICHAELY-B.SWAMINATHAN 2002, Are dividend changes a sign of firm maturity;, *journal of business*, forthcoming.
27. JOHN K.-J. WILLIAMS 1985, Dividend, dilution and taxes: a signaling equilibrium, *journal of finance*, vol.40, no.4, pp.1053-1070.

28. LANG L. – R. LITZENBERGER 1989, Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis, *journal of finance economics*, vol.24, pp. 137-154.
29. LINTNER J. 1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, retainer earnings, and taxes, *American economic review*, no.46, pp. 97-113.
30. MICHAELY R.-R.H. THALER-K.L WOMACK 1995, Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift; *journal of finance*, vol. 50, no.2, pp. 573-608.
31. MILLER M.- F. MODIGLIANI 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares, *journal of business*, no.34, pp. 411-433.
34. BREALEY, A.RICHARD AND STEWART C.MYERS, *Principles of corporate finance*, 7th edition, chapter 16, pp.433-455, 2003.
35. ELTON, E. AND M.GRUDER, Marginal shareholder tax rates and the clientele effect, *the review of economics and statistics*, vol.52, 1970, pp. 68-74.
36. GORDON, H.ROGER AND DANID F. BRADFORD, Taxation and the stock market valuation of capital gains and dividends: Theory and empirical results, *journal of public economics*, volume 14, issue 2, October 1980, pages 109-136.
37. KALAY, A.,The ex-dividend day behavior of stock prices: a re- exanation of the clientele effect, *journal of finance*, vol. 37, 1982, pp.1059-1070.
- 38.LITZEBERGER, R. AND K. RAMASWAMY, The effect of personal taxes and dividends on capital asset pricing, *journal of financial economics*, vol.7, 1979, pp. 163-195.
39. SUDIPTO BHATTACHARYA 1977, Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. *The bell journal of economics* 259-269.
40. AVNER KALAY 1980, Signaling information content, and the reluctance to cut dividends, *journal of financial and quantitative analysis* No 4., 855-863.
41. BLOOMBERG, REUTERS, DATASTREAM.
42. JOHN LINTNER: Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes *American economic association* 1956 pg.97-113.
43. MICHAEL C. JENSEN: Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers *American economic review* May 1986, pg. 323-329.
44. RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER AND ROBERT W. VISHNY : Agency problems and dividend policies around the world November 1997.

45. ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ: Απόφαση 5/204/14.11.2000 και εγκύκλιος αριθμός 9.

ΠΗΓΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

www.imerisia.gr

www.naftemporiki.gr

www.ase.gr

www.ssrn.com

www.sciencedirect.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ