

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται την εταιρική πράξη της κτήσεως ιδίων μετοχών στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς. Το ενδιαφέρον μου για τη συγκεκριμένη θεματική ανατρέχει στην περίοδο που επεξεργάζομαι τον σχολιασμό των άρθρων 16 και 16α κ.ν. 2190/1920. Μετά την αναμόρφωση της σχετικής νομοθεσίας σε εθνικό και ενωσιακό επίπεδο, προχώρησα στη μονογραφική επεξεργασία της συγκεκριμένης θεματικής, διευρύνοντας τα επιμέρους αντικείμενα εξέτασης και αξιοποιώντας τη σχετική νομολογία και θεωρία μέχρι και την 31.12.2025.

Η εργασία εκπονήθηκε κατά τη διάρκεια της θητείας μου στη θέση του Επίκουρου Καθηγητή στη Νομική Σχολή του Δ.Π.Θ. και δεν θα μπορούσε να ολοκληρωθεί χωρίς τη συνδρομή των συναδέλφων του τομέα του Δικαίου των Επιχειρήσεων και Εργασιακού Δικαίου. Ανάμεσα σε αυτούς συγκαταλέγονται ειλικρινείς φίλοι και συνεργάτες, με τους οποίους έχουμε συμπορευθεί ακαδημαϊκά και επαγγελματικά. Ιδιαίτερως ευχαριστώ τους συναδέλφους Δημήτρη Αυγητίδη, Απόστολο Καραγκουνίδη, Λάμπρο Κίτσαρά και Γιώργο Θεοδόση για την υποστήριξη και τις συμβουλές σε επιμέρους ζητήματα της μονογραφίας.

Ευχαριστίες οφείλονται επίσης στους Ομότιμους Καθηγητές Γεώργιο Τριανταφυλλάκη, Μιχάλη-Θεόδωρο Μαρίνο και Χρήστο Μαστροκώστα για τις εποικοδομητικές συζητήσεις και παρατηρήσεις. Αμφότερους τους τελευταίους ευχαριστώ και για τη συμπερίληψη της εργασίας μου στην επιστημονική σειρά «Μελέτες Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου» που διευθύνουν.

Ευχαριστίες οφείλονται επίσης στον εκδότη Πάνο Σάκκουλα, τη Διαμάντω Χαλβατζόγλου για την άρτια έκδοση, τη συνάδελφο Κέλλυ Νεζερίτη για την αρωγή της κατά την έκδοση και το ενδιαφέρον της, καθώς και τη συνεργάτιδά μου στη δικηγορική εταιρεία «ΜΑΡΙΝΟΣ – ΠΕΤΡΟΥΛΙΑΣ & Συνεταίροι», ασκούμενη δικηγόρο, Φρειδερίκη Μωραΐτου για την επιμέλεια στη διόρθωση των τυπογραφικών δοκιμών.

Εκφράζω, για μία ακόμη φορά, την ευγνωμοσύνη στην οικογένεια μου, και ιδίως στη Ναυσικά και τη μικρή Nikki-Stella, για την ενθάρρυνση, την υπομονή και την αδιάλειπτη αρωγή τους.

Η έκδοση της συγκεκριμένης μονογραφίας συμπίπτει με τη συμπλήρωση μίας εικοσαετίας από τη δημοσίευση της διδακτορικής διατριβής μου στη Νομική Σχολή του Πανεπιστημίου Humboldt στο Βερολίνο. Αναπόφευκτα η σκέψη μου στρέφεται

Πρόλογος

στον καθηγητή μου, Thomas Raiser, ο οποίος απεβίωσε το 2025 και στη μνήμη του
οποίου αφιερώνω αυτή την εργασία, ως ελάχιστη ένδειξη ευγνωμοσύνης.

Αθήνα, Μάρτιος 2026

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

§ 1. Η κτήση ιδίων μετοχών ως επιχειρηματική απόφαση

I. Οι ίδιες μετοχές ως περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας

1-1. Οι ίδιες μετοχές δεν συνιστούν πραγματικό περιουσιακό στοιχείο της εκδότριας εταιρείας, στο μέτρο που σημαίνουν τη συμμετοχή της εκδότριας εταιρείας σε ένα σύνολο περιουσίας το οποίο της ανήκει. Για το λόγο αυτό η κατοχή ιδίων μετοχών δεν αυξάνει την αξία της εκδότριας εταιρείας ούτε τη φερεγγυότητά της έναντι των δανειστών της. Η δυνατότητα της εταιρείας να διαθέσει τις ίδιες μετοχές της σε τιμή υψηλότερη από εκείνη της τιμής κτήσεώς τους, ώστε να αποκομίσει περιουσιακό όφελος δεν μεταβάλλει ουσιωδώς τη θέση αυτή.

II. Ο κινδυνώδης χαρακτήρας της κτήσεως ιδίων μετοχών

1-2. Η διάθεση εταιρικής περιουσίας για την απόκτηση ιδίων μετοχών συνδέεται με μία σειρά κινδύνων που αφορούν στην ομαλή λειτουργία της εταιρείας, την ασφάλεια των συναλλαγών, την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς (προκειμένου περί εταιρειών με μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά) και την προστασία του μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση της πρωτότυπης κτήσεως ιδίων μετοχών (π.χ. στο πλαίσιο της συστάσεως της εταιρείας ή της αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου), ο κίνδυνος για την εταιρική περιουσία της εκδότριας είναι πρόδηλος και συνέχεται με την πλασματική κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου λόγω συμπτώσεως των ιδιοτήτων του δανειστή και του οφειλέτη στο πρόσωπο της εκδότριας (σύγχυση)¹. Εξ ετέρου, στο πλαίσιο της παράγωγης κτήσεως ιδίων μετοχών, κίνδυνος για την εταιρική περιουσία ανακύπτει λ.χ., όταν η κτήση των μετοχών διενεργείται με πόρους από την εταιρική περιουσία, με συνέπεια την επιστροφή από την εκδότρια προς τους αντισυμβαλλόμενους μετόχους, (μέρους ή του συνόλου) της εισφοράς τους στο μετοχικό της κεφάλαιο. Εν προκειμένω, η επαχθής, παράγωγή κτήση των ιδίων μετοχών ενδέχεται να καταστήσει το μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας, κατά το ποσό της εταιρικής περιουσίας που δαπανήθηκε

1. Βλ. μεταξύ άλλων *Ρόκα Ν.*, Εμπορικές Εταιρίες⁶, σελ. 268· *Χατζηγάγιο* εις ΔικΑΕ, τόμος 2Β, 2004, 16, 6 επ· *Πασσιά*, Το δίκαιον της ανωνύμου εταιρείας, τομ. Ι, σελ. 378· *Κιάντο*, Μετρικές σκέψεις για την απαγόρευση αποκτήσεως από την ανώνυμη εταιρία μετοχών της, εις Αφιέρωμα εις τον Κων/νο Βαβούσκο, τομ. 3, (1990), σελ. 29.

προς απόκτηση των ιδίων μετοχών, εικονικό, με συνέπεια να διακυβεύεται ο εγγυητικός χαρακτήρας του μετοχικού κεφαλαίου.

1-3. Σε συνάφεια με τα ανωτέρω, η παράγωγη κτήση ιδίων μετοχών θέτει το ζήτημα της διασφάλισης της ίσης μεταχείρισης των μετόχων από την εκδότρια. Δεν πρέπει να εκφεύγει της προσοχής ότι επί κτήσεως ιδίων μετοχών, οι συμβαλλόμενοι μέτοχοι αποδεσμεύονται αζημίως από τον επιχειρηματικό κίνδυνο, εισπράττοντας μέρος της εταιρικής περιουσίας. Το γεγονός αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία, σε περίπτωση λ.χ. που η εκδότρια ευρίσκεται σε καθεστώς επαπειλούμενης αδυναμίας πληρωμών, οπότε οι συμβαλλόμενοι μέτοχοι αποκτούν τη δυνατότητα εξόδου από την εταιρεία περιερχόμενοι σε πλεονεκτική θέση έναντι των λοιπών μετόχων, οι οποίοι συστοιχίζονται με την επιχειρηματική πορεία της εταιρείας κατά την κρίσιμη περίοδο². Επίσης, η δυνατότητα επιλογής των συμβαλλομένων μετόχων κατά διακριτική ευχέρεια του αποφασίζοντος εταιρικού οργάνου, καταλείπει στο τελευταίο την ευχέρεια να επηρεάσει το ποσοστό συμμετοχής και κατ' επέκταση της επιρροής των υφιστάμενων μετόχων στην εταιρεία³.

III. Η κτήση ιδίων μετοχών ως εργαλείο χρηματοοικονομικής και επιχειρηματικής πολιτικής

1-4. Η κτήση ιδίων μετοχών συνιστά ένα δόκιμο χρηματοοικονομικό εργαλείο διανομής της εταιρικής περιουσίας⁴, το οποίο παρέχει στην εκδότρια σημαντικές δυνατότητες για την αξιοποίηση της περιουσίας της και ιδίως τη χρηματοδότηση των επιχειρηματικών της σχεδίων και τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής της θέσεως. Ως τέτοιο έχει χρησιμοποιηθεί εκτεταμένως, κυρίως από εταιρείες με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά στις Η.Π.Α.⁵. Τα κίνητρα και οι στρατηγικές για την εφαρμογή του εργαλείου της επαναγοράς ιδίων μετοχών σχετίζονται ιδίως με την πολιτική πληρωμών της εταιρείας, τον τρόπο διανομής των ταμειακών ροών, την τιμή της μετοχής της στην οργανωμένη αγορά, τις προοπτικές της εκδότριας τη φορολόγηση των διανεμόμενων προς τους μετόχους από την εταιρεία κερδών και

2. MüKo/Oechsler, § 71 AktG, Rdnr. 23· Lutter, K-Kommentar², § 71 AktG, Rdnr. 10· Merkt, GroßKommAktG⁴, § 71 Rdnr. 6· Huber, Festschrift für Duden, σελ. 139 επ.

3. MüKo/Oechsler, § 71 AktG, Rdnr. 19· Merkt, GroßKommAktG⁴, § 71 Rdnr. 8.

4. Larry Y. Dann, Common Stock Repurchases, An Analysis of Returns to Stockholders and Bondholders, 113 επ.· Soter/Brigham-Evanson, εις Chew (Ed.), The New Corporate Finance, 1999, σελ. 250 επ.· Bank of America Roundtable on The Link between Capital Structure and Shareholder εις Chew (Ed.), The New Corporate Finance, 1999, σελ. 262-289· Brealy/Myers, Principles of Corporate Finance, 2000, σελ. 442 επ.

5. Βλ. ενδεικτικώς Grullon, G./ Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? Journal of Applied Corporate Finance, 13(1): 31-51· Vermaelen T. (2005) Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance, 1(3): 171-26.

την πολιτική αποδοχών για τα μέλη του Δ.Σ., τα στελέχη και τους εργαζόμενους της εκδότριας.

A. Η κτήση ιδίων μετοχών ως μηχανισμός διαθέσεως της πλεονάζουσας ρευστότητας της εκδότριας

1-5. Ειδικότερα, η κτήση ιδίων μετοχών έχει διαμορφωθεί στη συναλλακτική πρακτική ως ένας δημοφιλής μηχανισμός διανομής εταιρικής περιουσίας προς τους μετόχους της εκδότριας. Ως τέτοιος, αξιοποιήθηκε ευρέως από τη δεκαετία του 1980 και εντεύθεν, ιδίως στην αγορά των Η.Π.Α., όταν η αξία της επαναγοράς των ιδίων μετοχών έφθασε σε συγκεκριμένες περιόδους να ξεπεράσει σε αξία ακόμη και τα ποσά που διατέθηκαν ως μέρισμα⁶. Η κτήση ιδίων μετοχών συνιστά εξ αυτής της επόψεως έναν εναλλακτικό μηχανισμό διαθέσεως πλεονάζουσας ρευστότητας της εκδότριας προς τους μετόχους της⁷, χωρίς ωστόσο να συνιστά απαραίτητα ένα τέλειο υποκατάστατο της διανομής μερίσματος⁸.

1-6. Συγκεκριμένα, κατά την μάλλον κρατούσα άποψη, η επαναγορά ιδίων μετοχών και η διανομή μερισμάτων δεν συνιστούν τέλεια υποκατάστατα⁹: η διανομή μερίσματος αφορά το σύνολο των μετόχων, ενώ η αγορά ιδίων μετοχών καταλήγει συχνά σε διανομή της εταιρικής περιουσίας σε ορισμένους μόνον εξ αυτών, σε εκείνους δηλαδή που προτίθενται να διαθέσουν τις μετοχές τους στην εταιρεία. Σε αντίθεση με την διανομή μερίσματος, η κτήση ιδίων μετοχών επηρεάζει, όπως αναφέρθηκε¹⁰, τη μετοχική σύνθεση της εταιρείας και συνεπώς δεν επηρεάζει τους συσχετισμούς

6. Βλ. εμπειρικά στοιχεία από *Grullon, G./Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? Journal of Applied Corporate Finance, 13(1), 31-51.*

7. *Wucherer/ Zickgraf, ZGR 2021, 261.*

8. Ως προς τη σχετική προβληματική, βλ. ενδεικτικώς *Brav, A./Graham, J./Harvey, C./Michaely, R. (2005) Payout Policy in the 21st Century, Journal of Financial Economics, 77: 483-527· De Angelo, H./ De Angelo, L./ Skinner, D. (1992) Dividends and Losses, The Journal of Finance, 47: 1837-1863· Vermaelen T. (2005) Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance, 1(3): 171-26· Grullon, G./Michaely, R. (2002) Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis, Journal of Finance, 57: 1649-1684· Guay, W./Hardord, J. (2000) The Cash-Flow Performance and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases, Journal of Financial Economics, 57: 385-415.*

9. Έτσι ενδεικτικώς *Brav, A./Graham, J./Harvey, C./Michaely, R. (2005) Payout Policy in the 21st Century, Journal of Financial Economics, 77: 483-527· De Angelo, H./De Angelo, L./Skinner, D. (1992) Dividends and Losses, The Journal of Finance, 47: 1837-1863· Vermaelen T. (2005) Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance, 1(3): 171-26. Βλ. ως προς την αντίθετη άποψη *Grullon, G. and Michaely, R. (2002) Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis, Journal of Finance, 57: 1649-1684· Guay, W. and Hardord, J. (2000) The Cash-Flow Performance and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases, Journal of Financial Economics, 57: 385-415.**

10. Βλ. ανωτέρω, υπό 1-3.

ισχύος μεταξύ των μετόχων¹¹ και συγχρόνως σηματοδοτεί προς το επενδυτικό κοινό την εμπιστοσύνη της διοικήσεως στη μελλοντική προοπτική της εταιρείας¹².

1-7. Επίσης η επιλογή της διαθέσεως της πλεονάζουσας ρευστότητας δημιουργεί στην πράξη προσδοκίες στους μετόχους της εταιρείας για τη συνέχιση αυτής και στο μέλλον. Με άλλα λόγια οι μέτοχοι ή οι δυνητικοί επενδυτές αντιλαμβάνονται τη διανομή μερισμάτων ως ένδειξη καλής πορείας για την εκδότρια εταιρεία και συνδυάζουν αυτή με μειωμένο (επενδυτικό) κίνδυνο, προσδοκώντας μελλοντικά κέρδη και αντίστοιχη διανομή μερίσματος¹³. Αντιθέτως, η κτήση ιδίων μετοχών συνιστά εξαιρετική εταιρική πράξη, η οποία δεν εγείρει την προσδοκία των μετόχων για την επανάληψη της στο μέλλον¹⁴. η τελευταία προσομοιάζει από οικονομικής απόψεως με την απόδοση τόκου από εταιρικές ομολογίες¹⁵, με το μέτοχο να έχει την επιλογή είτε της αποθησαυρίσεως (σε περίπτωση διακράτησης των μετοχών) και της απόληψης της αξίας τους (σε περίπτωση διαθέσεως των μετοχών)¹⁶.

1-8. Η προσδοκία των μετόχων της εταιρείας για τη διανομή μερίσματος ενδιαφέρει επίσης την λειτουργία της αγοράς του εταιρικού ελέγχου (market for corporate control), στο μέτρο που η διάψευση ή ευόδωση της προκείμενης προσδοκίας ανάγεται συχνά σε κριτήριο για την αποδοτικότητα της διοικήσεως της εταιρείας¹⁷. Στην περίπτωση των εταιρειών με μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά (: «εισηγμέ-

11. *Vermaelen T.* (2005) *Share Repurchases, Foundations and Trends in Finance*, 1(3): σελ. 171-26.

12. *Veller*, *Oeffentliche Angebote zum Erwerb eigener Aktien* (2006), σελ. 33 επ.· *Vermaelen*, *Common Stock Repurchases and Market Signalling – An Empirical Study*, *Journal of Financial Economics* 9 (1981), 139 επ.· *Comment/Jarell*, *J Fin* 46 (1991), 1243 επ.· *Dann*, *J Fin Econ* 9 (1981), 113, 114· *Buckley*, *Ind L J* 65 (1990), 493, 496· *Nohel/Tarhan*, *J Fin Econ* 49 (1998), 188.

13. *Healy, P./Palepu, G.* (1988) *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions*, *Journal of Financial Economics*, 21: 149-176· *Nissam, D./ Ziv, A.* (2001) *Dividends Changes and Future Profitability*, *Journal of Finance*, 56: 2111-2133· *Miller, M./Rock, K.* (1985) *Dividend Policy Under Asymmetric Information*, *Journal of Finance*, 40: 1031-1051· *Bhattacharya, S.* (1979) *Imperfect Information, Dividend Policy and 'the Bird in the Hand' Fallacy*, *Bell Journal of Economics*, 10: 259-270.

14. *Easterbrook, F.* (1984) *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, *American Economic Review*, 84: 650-659· *Jensen, M.C.* (1986) *Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76: 323-239· *Brav, A. / J.R. Graham/C.R. Harvey/R. Michaely*, 2005, *Payout policy in the 21st century*, *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.

15. *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 8· *Deutsches Aktieninstitut* (Hsg.), *Der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft* (1995), σελ. 7.

16. *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 8.

17. Βλ. σχετικώς *Κατσά*, Η παράγωγη κτήση ιδίων μετοχών κατόπιν εξουσιοδοτικής απόφασης της Γενικής Συνελεύσεως, σελ. 151 επ. από την οικονομική θεωρία, βλ. σχετικώς, *Jensen, M.C.* (1986) *Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76: 323-239· *Easterbrook, F.* (1984) *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, *American Economic Review*, 84: 650-659.

νες») τυχόν διάψευση της ανωτέρω προσδοκίας ενδέχεται να λειτουργήσει πτωτικά στην τιμή της μετοχής της εταιρείας στην οργανωμένη αγορά¹⁸. Για το λόγο αυτό, στο μέτρο που οι αυξημένες ταμειακές ροές θεωρούνται από την διοίκηση της εκδότριας ως συγκυριακές και δεν υφίστανται αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες, προς τις οποίες θα μπορούσε να διοχετευθεί η πλεονάζουσα ρευστότητα, η δυνατότητα της αγοράς ιδίων μετοχών συνιστά μία ευέλικτη δυνατότητα διαθέσεως της πλεονάζουσας ρευστότητας προς τους μετόχους, χωρίς οι τελευταίοι να προσδοκούν τη συνέχισή της και στο μέλλον¹⁹.

1-9. Πάντως η αγορά ιδίων μετοχών δεν είναι απαλλαγμένη από οιαδήποτε δέσμευση για το Διοικητικό Συμβούλιο της εκδότριας. Η αναφερόμενη στη θεωρία «ευελιξία» του Διοικητικού Συμβουλίου σχετικοποιείται σε περίπτωση λ.χ. που η χρηματοδότηση της κτήσεως των ιδίων μετοχών πραγματοποιείται μέσω δανεισμού, με συνέπεια το Διοικητικό Συμβούλιο να αναλαμβάνει δεσμεύσεις προς τους πιστωτές της εταιρείας, οι οποίες περιορίζουν αντίστοιχα τη διακριτική ευχέρεια του διοικητικού οργάνου και μαζί τη μακροπρόθεσμη προοπτική της εταιρείας²⁰.

1-10. Τα εμπειρικά δεδομένα από τη χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. φαίνεται να στηρίζουν την άποψη ότι τα προγράμματα επαναγοράς ιδίων μετοχών, ως μηχανισμός διανομής πλεονάζουσας ρευστότητας, συμπορεύονται κατά κανόνα με τη διανομή μερίσματος, όπως φαίνεται από τα κατωτέρω γραφήματα²¹. Το πρώτο γράφημα περιγράφει τη διακύμανση μεταξύ της διανομής μερισμάτων και της αγοράς ιδίων μετοχών από «εισηγμένες» εταιρείες στις Η.Π.Α., κατά την περίοδο 1980 – 2018. Η αξία των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών δεν διαφοροποιείται σημαντικά από την αξία των διανεμηθέντων μερισμάτων, με εξαίρεση συγκεκριμέ-

18. *Bezenberger*, ό.π., Rdnr. 74· *Spindler/Stilz/Cahn*, § 71 AktG, Rdnr. 5· *MüKo/Oechsler*, § 71 AktG, Rdnr. 8· *Brealy/Myers*, *Principles of Corporate Finance*, σελ. 422· *Merkkt, GroßKommAktG*⁴, § 71 Rdnr. 20· *Wucherer/Zickgraf*, ZGR 2021, 261· *Kellerhals/Rausch*, AG 2000, 222, 223.

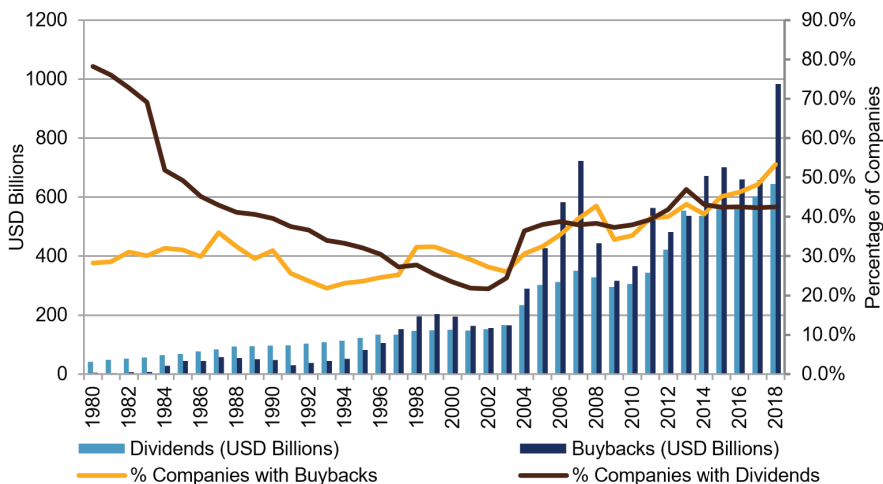
19. *Brav, A./Graham, J./Harvey, C./Michaely, R.* (2005) Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics*, 77: 483-527· *De Angelo, H./De Angelo, L./Skinner, D.* (1992) Dividends and Losses, *The Journal of Finance*, 47: 1837-1863· *Guay, W./J. Harford*, (2000), The cash flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 385-415· *Jagannathan, M./C.P. Stephens/M.S. Weisbach*, 2000, Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 57, 355-384· *Lee, B./J. Suh*, 2011, Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance* 17, 1306-1329· *Lee, B./O.M. Rui* (2007), Time-series behavior of share repurchases and dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 119-142.

20. *Lei, Z./C. Zhang* (2016), Leveraged buybacks. *Journal of Corporate Finance* 39: 242-262.

21. Βλ. *S&P Dow Jones Indices*, Research: Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices, March 2020.

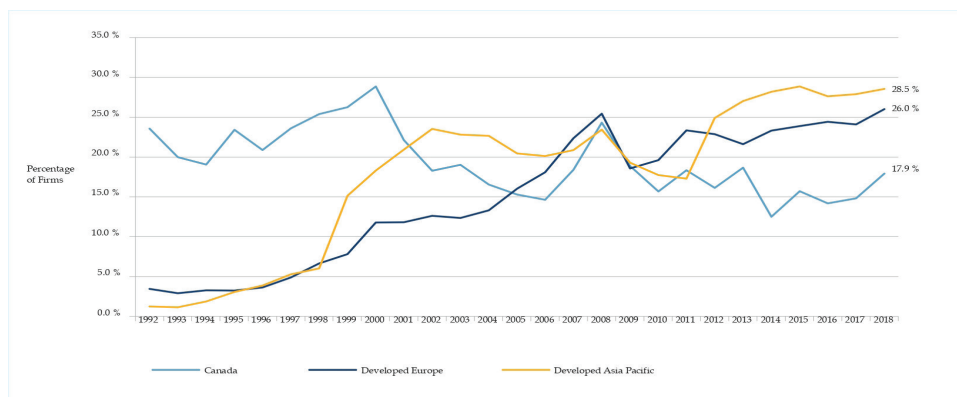
Εισαγωγή

νες χρονικές περιόδους, όπου διαπιστώνεται διαφοροποίηση. Οποσδήποτε τα προγράμματα επαναγοράς εμφανίζουν αυξητική τάση.



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

Η αυξητική τάση των προγραμμάτων αγοράς ιδίων μετοχών χαρακτηρίζει επίσης την πρακτική των επιχειρήσεων στον Καναδά, την Ευρώπη και την Ασία, όπως προκύπτει από το ακόλουθο γράφημα.



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Compustat.

B. Η αγορά ιδίων μετοχών ως μηχανισμός βελτιστοποίησης της αποδόσεως των ιδίων εταιρικών κεφαλαίων

1-11. Η αγορά ιδίων μετοχών συνιστά, επίσης, ένα εργαλείο διαμόρφωσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εκδότριας, ώστε εκείνη να μεγιστοποιήσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της²². Κατά κανόνα, οι επενδυτές αναζητούν εταιρείες με υψηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων, όπως αυτή αποτυπώνεται με βάση το χρηματοοικονομικό δείκτη (Return on Equity – R.O.E.). Ο τελευταίος αποτυπώνει το βαθμό αποδόσεως των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή το ύψος του κέρδους που παράγει η εταιρεία αξιοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της σε μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά.

1-12. Η εταιρεία μπορεί να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους, εάν ο δείκτης αποδόσεως των ιδίων κεφαλαίων είναι υψηλότερος από το κόστος ευκαιρίας (opportunity cost) για τα κεφάλαια αυτά. Με τη σειρά της, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων δύναται να μοχλευθεί μέσω της αξιοποίησης ξένων κεφαλαίων (π.χ. δανειακών κεφαλαίων) ώστε να αυξηθεί ο λόγος των καθαρών εσόδων προς τα ίδια κεφάλαια – όχι ως προς τα συνολικά διαθέσιμα κεφάλαια της εταιρείας. Η κτήση ιδίων μετοχών μεταβάλλει τη σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια και μαζί το βαθμό μοχλεύσεως των ιδίων κεφαλαίων και τον δείκτη απόδοσης αυτών²³. Το γεγονός αυτό επιτρέπει στην εταιρεία να επενδύσει μικρότερο μέρος των κεφαλαίων της για να επιτύχει τους αναπτυξιακούς στόχους της, σε σχέση με αυτό που θα χρησιμοποιούσε εάν η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων ήταν χαμηλότερη από το επιτόκιο δανεισμού της. Επί πλέον, καθ' όσον οι ίδιες μετοχές δεν παρέχουν δικαίωμα απολήψεως μερίσματος ή δικαίωμα ψήφου στην εκδότρια εταιρεία, αυξάνεται αντιστοίχως η συμμετοχή των λοιπών μετόχων στο μέρισμα (Return on Investment)²⁴, όπως επίσης

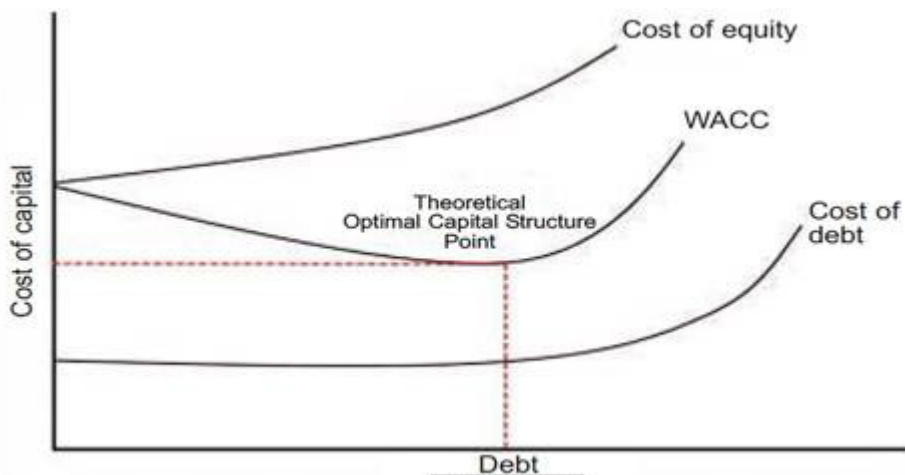
22. Βλ. *Mülbert*, ZGR 1997, 132· *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 6, 7· από την οικονομική θεωρία, βλ. ενδεικτικώς *Hovakimian, A./Opler, T., Titman, S.* (2001) *The Debt-Equity Choice*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24· *Grullon, G./Ikenberry, D.L.* (2000) *What Do We Know About Stock Repurchases?* *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51· *Dittmar, A.K.* (2000) *Why Do Firms Repurchase Stocks?*, *The Journal of Business*, 73: 331-356· *Bagwell, L. and Shoven, J.*, *Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of which Firms Participate* εις *Auerbach, A.G. / Chicago, IL (Ed.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (1988).

23. *Hovakimian, A./Opler, T., Titman, S.* (2001) *The Debt-Equity Choice*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36: 1-24· *Grullon, G./Ikenberry, D.L.* (2000) *What Do We Know About Stock Repurchases?* *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51· *Dittmar, A.K.* (2000) *Why Do Firms Repurchase Stocks?*, *The Journal of Business*, 73: 331-356· *Bagwell, L. and Shoven, J.*, *Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of which Firms Participate* εις *Auerbach, A.G. / Chicago, IL (Ed.), Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (1988).

24. Βλ. *Κατσά*, Η παράγωγη κτήση ιδίων μετοχών κατόπιν εξουσιοδοτικής αποφάσεως της Γενικής Συνελεύσεως, σελ. 151 επ.: *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 5·

Εισαγωγή

και ο δείκτης ταμειακής ροής ανά μετοχή (cash flow per share), διότι το κέρδος της εταιρείας επιμερίζεται σε λιγότερες μετοχές²⁵.



1-13. Εντεύθεν παρέπεται ότι η αγορά ιδίων μετοχών συνιστά ένα δόκιμο εργαλείο για τη μόχλευση της αποδόσεως των ιδίων κεφαλαίων της εκδότριας. Δεδομένου ότι οι επενδυτές αναζητούν εταιρείες με κεφαλαιακή απόδοση υψηλότερη από την απόδοση εναλλακτικών μορφών επενδύσεων με παρόμοιο επίπεδο κεφαλαιακού κινδύνου²⁶, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας συνιστά βασική ένδειξη για την αποτελεσματική διοίκηση της εταιρείας, εξ επόψεως τουλάχιστον της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρικής συμμετοχής (Shareholder Value)²⁷. Αντιστρόφως, η σώρευση ανεκμετάλλετων ιδίων κεφαλαίων συνεπάγεται την ανάγκη ελέγχου της δράσεως των διοικητών της ανώνυμης εταιρείας από τους μετόχους της²⁸.

Bezzemberger, ό.π., Rdnr. 80· Grullon, G./Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51. Όσον αφορά τον τρόπο υπολογισμού του συντελεστή κέρδους ανά μετοχή βλ. το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 33, με το οποίο εισάγονται αρχές για τον προσδιορισμό και την παρουσίαση των κερδών ανά μετοχή. Οι διατάξεις των Ελληνικών Λογιστικών Προτύπων δεν προβλέπουν εμφάνιση των κερδών ανά μετοχή στις οικονομικές καταστάσεις.

25. *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 5· Beckendorff, ό.π., σελ. 49 επ· Grullon, G./Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51.

26. *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 7.

27. Mülberr, ZGR 1997, 132· *MüKomm.AktG/-Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 5, 6.

28. *MüKo/Oechsler*, § 71 AktG², Rdnr. 8· Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flows, *Corporate Finance and Takeovers*, *American Economic Review*, 76: 323-239· Grullon, G./Ikenberry, D.L. (2000) What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied*