



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ
ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ,
ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ

της

ΓΕΣΘΗΜΑΝΗΣ Α. ΤΣΟΥΡΟΥΚΙΔΟΥ
Επιβλέπων Καθηγητής: Ιωαννης Τ. Λαζαριδής

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στην
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

Νοέμβριος 2014

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα ευχαριστήσω τον καθηγητή του Πανεπιστήμιου Μακεδονίας και επιβλέποντα της εργασίας μου κύριο Ιωάννη Λαζαρίδη για την επιστημονική αρωγή και διάθεση που επέδειξε κατά την διάρκεια της φοίτησης μου στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα. Επιπλέον θα ήθελα να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στον παππού μου για την απεριόριστη στήριξη και την ατελείωτη αγάπη του.

Σας ευχαριστώ,

Γεσθημανή Α. Τσουρουκίδου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	6
ΜΕΡΟΣ Α – ΘΕΩΡΙΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	6
1.1.1 Η ΘΕΩΡΙΑ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΤΟΥ LINTNER.....	6
1.1.2 Η ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΜΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	8
1.1.3 Η ΘΕΩΡΙΑ «ΚΑΛΥΤΕΡΑ ΠΕΝΤΕ ΚΑΙ ΣΤΟ ΧΕΡΙ»	10
ΜΕΡΟΣ Β- ΣΥΓΧΟΝΕΣ ΕΜΠΕΙΡΗΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	11
1.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΜΕ ΣΥΜΜΕΤΡΙΚΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ.....	11
1.2.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΕΡΕΥΝΕΣ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΣΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ.....	13
1.2.3 Η ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	18
1.2.4 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΜΕΤΑΔΟΣΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ ΜΕΣΩ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	19
1.2.5 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	20
1.3 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	22
1.3.1 ΚΥΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	22
1.3.2 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΜΕΛΕΤΗ 14 ΕΤΑΙΡΩΝ ΤΟΥ ΥΠΕΡΚΛΑΔΟΥ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ	27
2.1 ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	29
2.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	30
2.2.1 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	31
2.3 ΕΛΕΓΧΟΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΩΝ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ	34
2.4 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ	35
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	37
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	31
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ-ΠΙΝΑΚΕΣ	44
Α. ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	44
Β. ΠΙΝΑΚΕΣ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ.....	46

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θέμα αυτής της μελέτης είναι η μερισματική πολιτική των Ελληνικών εταιριών. Συγκεκριμένα η μελέτη επιχειρεί να εξετάσει τη μερισματική πολιτική από δύο πλευρές. Το πρώτο επίπεδο είναι η θεωρητική προσέγγιση και το δεύτερο είναι μια εμπειρική διερεύνηση. Αυτό όμως που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι τα δύο θέματα αυτά δεν είναι ανεξάρτητα και άσχετα μεταξύ τους, αλλά προκειμένου να μεταβούμε σε μια εμπειρική διερεύνηση ενός θέματος, κρίνεται απαραίτητη αρχικά η θεωρητική κατάρτιση.

Η μερισματική πολιτική παρέχει εκτός από κέρδη στους μετόχους και πληροφορίες για τη γενικότερη απόδοση και την πορεία της επιχείρησης. Αντιλαμβανόμαστε επίσης, πώς το μέρισμα αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα της χρηματοοικονομικής πολιτικής των επιχειρήσεων, καθώς καθορίζει όχι μονάχα τα χρήματα που πηγαίνουν στους επενδυτές αλλά και τα κεφάλαια που παραμένουν στην επιχείρηση για επανεπένδυση.

Κύριος λόγος για τον οποίο η μερισματική πολιτική παρουσιάζει στις μέρες μας όλο και περισσότερο ενδιαφέρον είναι, ότι δεν αποτελεί αντικείμενο ενδιαφέροντος μόνο για τους οικονομολόγους, αλλά και για τους απλούς πολίτες, αφού καλούνται να αναλάβουν το ρόλο του επενδυτή και μετόχου. Όλη αυτή η κατάσταση αιτιολογείται πολύ εύκολα αν ανατρέξουμε στη σύγχρονη βιβλιογραφία.

Προκειμένου να συγγράψουμε το πρώτο μέρος της μελέτης αντλήσαμε χρήσιμα στοιχεία, τόσο από την ελληνική, όσο και από τη διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα για να αποκτήσουμε το θεωρητικό υπόβαθρο, μελετήσαμε θεωρίες και πρώιμες ακαδημαϊκές έρευνες που εξετάζουν το ρόλο της μερισματικής πολιτικής. Θα αναφέρουμε περιληπτικά τους παράγοντες που επηρεάζουν την νομισματική πολιτική των εταιριών, τις επιπτώσεις της πολιτικής καθώς και κύρια χαρακτηριστικά σε κάθε περίπτωση, στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται και η πολύ σημαντική θεωρία των Miller και Modigliani.

Αφού ήδη αποκτήσαμε χρήσιμα εργαλεία αλλά και τις απαραίτητες γνώσεις, είμαστε σε θέση να προχωρήσουμε στο δεύτερο μέρος της μελέτης μας, στο οποίο επιλέξαμε να ερευνήσουμε έναν από τους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Σε αυτό τον

κλάδο των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών επιλέγουν τη διανομή μερίσματος δεκατέσσερις εταιρίες. Κάνοντας χρήση των t-statistics αλλά και του γενικότερου θεωρητικού υποβάθρου, επιχειρήσαμε να προσδιορίσουμε την μερισματική πολιτική των δεκατεσσάρων αυτών επιχειρήσεων για τα πέντε έτη 2010-2014.

Μετά από την εμπειρική διερεύνηση των εταιριών εξάγαμε χρήσιμα συμπεράσματα που δεν αφορούν μόνο τη πρακτική εφαρμογή διανομής μερίσματος αλλά και θεωρητικά συμπεράσματα. Όλα τα συμπεράσματα τα οποία έχουμε εξάγει από αυτή τη μελέτη μπορούμε να τα βρούμε τόσο σε αναλυτικό επίπεδο στην ανάλυση κάθε έτους και σε γενικότερο επίπεδο στην ανασκόπηση-συμπεράσματα που ακολουθούν στο τέλος της εργασίας. Αυτό πάντως που μπορούμε να πούμε με επιφύλαξη είναι ότι πήραμε απαντήσεις πάνω στα βασικά ερωτήματα τα οποία θέσαμε στο εμπειρικό κομμάτι της μελέτης μας. Αν πρέπει όμως να προϊδεάσουμε τον αναγνώστη, θα πρέπει να πούμε πως το βασικό συμπέρασμα, το οποίο βγαίνει από το ερευνητικό κομμάτι της μερισματικής πολιτικής των ελληνικού υπερκλάδου των βιομηχανικών προϊόντων και υπηρεσιών, είναι η επαλήθευση της θεωρία για επίδραση στην τιμή της μετοχής . Συμπέρασμα της ακόλουθης έρευνας είναι ότι οι αποφάσεις της μερισματικής πολιτικής που ακολουθείται προκαλούν μη κανονικές αποδόσεις και ως εκ τούτου μεταφέρουν κάποιο μήνυμα στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Μέρος Α

1.Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής

Οι οικονομολόγοι σχεδόν στο σύνολό τους έχουν ασχοληθεί με το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Οι αποφάσεις που λαμβάνονται για την μερισματική πολιτική των εταιριών καθορίζονται από πολλούς και διαφορετικούς παράγοντες, έτσι και οι προσεγγίσεις της οικονομικής θεωρίας πάνω στο θέμα παρουσιάζουν μεγάλο εύρος. Ο σκοπός του κεφαλαίου αυτού είναι να παρουσιάσουμε διάφορες θεωρίες γύρω από τις μερισματικές πολιτικές και κύριες πολιτικές αποκοπής μερίσματος .

1.1.1 Η θεωρία μετάδοσης πληροφοριών του Lintner.

Η προσέγγιση η οποία εισήγαγε την συζήτηση ήταν αυτή που υποστήριζε την μετάδοση πληροφοριών και διατυπώθηκε από τον Lintner (1956). Σύμφωνα με αυτή, οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να μεταφέρουν μηνύματα μέσω των μερισμάτων στους επενδυτές σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία τους. Από την πλευρά των επενδυτών ένα υψηλό μέρισμα εκλαμβάνεται ως σαν υψηλή μελλοντική κερδοφορία, έτσι οι διάφοροι παίκτες της αγοράς αυξάνουν το μερίδιο που κατέχει μια τέτοια μετοχή στο χαρτοφυλάκιο τους και έτσι η τιμή της μετοχής αυξάνεται. Το αντίστροφο συμβαίνει σε περίπτωση που ανακοινωθεί μείωση μερισμάτων από την πλευρά της επιχείρησης.

Το υπόδειγμα της μερισματικής προσαρμογής του Lintner (1956) συσχετίζει την τιμή μιας μετοχής με την κερδοφορία της επιχείρησης την τρέχουσα περίοδο αλλά και με το μέρισμα που αυτή έδωσε στους επενδυτές κατά την προηγούμενη περίοδο.

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα παρουσιάζει ισχυρή ερμηνευτική ισχύ και αναγνωρίζεται ακόμη και σήμερα από πολλούς ερευνητές σαν ένα από τα σημαντικότερα υποδείγματα προσδιορισμού μερισματικής πολιτικής.

Σε αυτή την ιδιαίτερα σημαντική εργασία του ο Lintner συνέλεξε στοιχεία από εξακόσιες εταιρίες από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και επέλεξε εικοσιοκτώ αντιπροσωπευτικές για περαιτέρω ανάλυση. Από την ανάλυση αυτών των εταιριών εξήγαγε εκατόν ενενήνταέξι παρατηρήσεις για τα έτη 1947 – 1953.

Η διαπίστωση του Lintner η οποία προήλθε μέσα από τις συνεντεύξεις ήταν ότι τα στελέχη ήταν απρόθυμα να μεταβάλλουν τα μερίσματα. Αυτό το οποίο ήταν στο επίκεντρο της σκέψης τους ήταν να η εταιρία τους να εμφανίζει μια διαχρονική σταθερότητα όσον αφορά την μερισματική πολιτική και η διανομή ενός σταθερού μακροπρόθεσμου ποσοστού διανεμόμενων κερδών (Long run target payout ratio).

Μια ακόμη σημαντική διαπίστωση του Lintner, ήταν πως, όταν αποφασιστεί μια αλλαγή στα διανεμόμενα μερίσματα, σχεδόν πάντα καθορίζεται από τα στελέχη κάποιο επιθυμητό μέρισμα στο οποίο θέλουν να φτάσουν με την πάροδο του χρόνου. Επίσης, τα μακροχρόνια κέρδη της επιχείρησης είναι αυτά που συνδέονται με το ύψος αυτού του μερίσματος και όχι τα βραχυχρόνια.

Ο Lintner με βάση τις παρατηρήσεις που έκανε πάνω στα στοιχεία που συγκέντρωσε για τις επιχειρήσεις και από τις συνεντεύξεις που πήρε από τα διευθυντικά τους στελέχη εξήγαγε το υπόδειγμα του. Τα αποτελέσματα που προήλθαν από αυτό επιβεβαίωσαν τις παρατηρήσεις. Το ποσοστό του διανεμόμενου μερίσματος επί των κερδών το οποίο είχε τεθεί ως στόχος για τις επιχειρήσεις είναι περίπου το 50%, ενώ ένα μεγάλο μέρος των εταιρειών κινείται μεταξύ του 40% και του 60% διανομής των κερδών τους. Επίσης το ποσοστό στόχος δεν μεταβάλλεται από επιχείρηση σε επιχείρηση. Όσον αφορά τον ρυθμό προσαρμογής δεν υπάρχει κάτι συγκεκριμένο. Άλλες επιχειρήσεις προσάρμοζαν στο πρώτο έτος της μεταβολής κατά τα διανεμόμενα μερίσματα, ενώ άλλες κατά το 1 / 5 ή το 1 / 6 στο επίπεδο του στόχου. Τέλος, το υπόδειγμα του ερμήνευε το 85% των μεταβολών των μερισμάτων των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Ο Lintner προσπάθησε επίσης να προσδιορίσει τους παράγοντες που καθορίζουν το επιθυμητό μέρισμα και το ρυθμό προσαρμογής σε αυτό. Για τα στελέχη, ενδεικτικοί παράγοντες που προσδιορίζουν τα δυο αυτά στοιχεία είναι αρχικά το επιθυμητό μέρισμα και ο ρυθμός προσαρμογής που έχουν θέσει οι ανταγωνιστικές επιχειρήσεις, ύστερα το πόσο αξιόπιστη είναι η εταιρεία για την κεφαλαιαγορά, ακόμη το εάν η διοίκηση της επιθυμεί τη διανομή μερίσματος ή την παρακράτηση των κερδών, καθώς και τις προσδοκίες των μετοχών

σχετικά με τις αποφάσεις που αφορούν την μερισματική πολιτική. Επιπρόσθετα οι επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται, δηλαδή οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας είναι άλλος ένας τέτοιος παράγοντας. Αυτοί οι παράγοντες, δεν εκφράζονται στο υπόδειγμα σαν ερμηνευτικές μεταβλητές αλλά ενσωματώνονται στους συντελεστές του υποδείγματος.

Αυτό το υπόδειγμα είναι το πρώτο που διατυπώθηκε, αποτέλεσε και εξακολουθεί να αποτελεί τη βάση για την διατύπωση όλων των άλλων υποδειγμάτων που στηρίζονται στη θεωρία μετάδοσης πληροφοριών μέσω της μερισματικής πολιτικής.

Μεταγενέστερες έρευνες και υποδείγματα επιβεβαίωσαν τα συμπεράσματα τα οποία εξήγαγε ο Lintner. Το υπόδειγμα της τάσης κερδών των Fama και Babiak (1968) στηρίχθηκε στο υπόδειγμα του Lintner. Οι Fama και Babiak έκαναν την υπόθεση ότι τα κέρδη αυξάνονται διαχρονικά επίσης γίνεται η υπόθεση πως τα μερίσματα προσαρμόζονται πλήρως στην αναμενόμενη μεταβολή των κερδών αλλά μερικώς ως προς τη μη αναμενόμενη μεταβολή τους. Το δείγμα της έρευνας αποτελούσαν 392 βιομηχανικές επιχειρήσεις των Η.Π.Α. . Τα στοιχεία ήταν ετήσια και κάλυπταν την περίοδο 1946-1964. Οι συγγραφείς χώρισαν το δείγμα στη μέση. Με τις μισές εταιρείες έκαναν δοκιμές για να προσδιορίσουν τα υποδείγματα με την καλύτερη ερμηνευτική ικανότητα. Με τις υπόλοιπες μισές επιχειρήσεις επαλήθευσαν τις αρχικές επιλογές τους. Ο σκοπός της έρευνας των Fama και Babiak ήταν να προσδιορίσουν τους παράγοντες εκείνους που καθορίζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Κατέληξαν οι Fama και Babiak στο ίδιο συμπέρασμα που είχε καταλήξει και ο Lintner, πως τα κέρδη της τρέχουσας περιόδου αποτελούν τον πιο σημαντικό παράγοντα.

1.1.2 Θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής

Η σημαντικότερη θεωρία σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι αυτή των Miller και Modigliani (1961). Οι δυο ερευνητές υποστηρίζουν πως η μερισματική η πολιτική δεν έχει αξία ούτε για τις επιχειρήσεις ούτε για τους επενδύτες και δεν θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψη στην διαδικασία λήψης σχετικών αποφάσεων. Οι αποφάσεις που σχετίζονται με την επενδυτική πολιτική της εταιρείας είναι αυτές που έχουν βαρύνοντα ρόλο. Το στοιχείο που αυξάνει της αξία των μετόχων δεν είναι ο τρόπος διανομής των κερδών σε μερίσματα και σε παρακρατηθέντα κέρδη αλλά η αποδοτικότητα των επενδύσεων και το επιτόκιο προεξόφλησης.

Οι προϋποθέσεις με βάση τις οποίες ισχύει η θεωρία των Miller και Modigliani έχουν να κάνουν με τις τέλει ανταγωνιστικές αγορές στις οποίες:

- Οι επενδυτές συμπεριφέρονται ορθολογικά. Αυτό σημαίνει ότι προτιμούν περισσότερο πλούτο παρά λιγότερο.
- Δεν υπάρχει κόστος στις συναλλαγές μετοχών όπως επίσης φόροι μεταβίβασης και προμήθειες.
- Δεν υπάρχει επενδυτής ο οποίος να μπορεί λόγω μεγέθους να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών και άρα όλοι οι παίκτες είναι λήπτες τιμών.
- Υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση .
- Δεν υπάρχει διαφορά στη φορολογία ανάμεσα στα μερίσματα και στα παρακρατηθέντα κέρδη.
- Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι ανάμεσα στις εναλλακτικές μορφές που μπορεί να λάβει μια πιθανή αύξηση του πλούτου που κατέχουν.

Επειδή οι αγοροπωλησίες γίνονται χωρίς κόστος, ο φορολογικός συντελεστής των παρακρατηθέντων κερδών ισούται με αυτόν των μερισμάτων, και υπάρχει συμμετρική πληροφόρηση, οι επενδυτές παραμένουν αδιάφοροι στο εάν οι επιχειρήσεις θα διανέμουν μερίσματα ή παρακρατήσουν τα κέρδη.

Οι επιχειρήσεις δεν προτιμούν τη μία ή την άλλη μερισματική πολιτική γιατί λόγω της ενιαίας φορολόγησης το κόστος του εταιρικού κεφαλαίου παραμένει αμετάβλητο και έτσι η τιμή της μετοχής δεν θα αλλάξει. Επίσης εάν θέλει να δώσει υψηλό μέρισμα όμως τα κέρδη δεν επαρκούν μπορεί να εκδώσει νέες μετοχές από την άλλη εάν έχει καλύψει το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων και έχει πλεόνασμα χρημάτων τότε μπορεί να προβεί σε επαναγορά μετοχών της. Σε κάθε περίπτωση, η αγοραία τιμή της μετοχής δεν θα αλλάξει από την απόφαση για διανομή μερίσματος

Αρκετές έρευνες έγιναν για να αποδείξουν τη θεωρία των Miller-Modigliani. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Brigham και Gordon (1968), McDonald et al (1975), Bar-Yosef και Kolodny (1976), McCabe (1979), Peterson και Benesh (1983) και Jensen et al (1992) απέτυχαν να στηρίξουν την θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην

αποτίμηση της αξίας των μετοχών των εταιριών. Οι παραπάνω μελέτες δείχνουν ότι αποφάσεις που αφορούν την πολιτική μερίσματος και τις επενδύσεις συσχετίζονται. Οι ατέλειες των κεφαλαιαγορών είναι σύμφωνα με τους Peterson και Benesh (1983) ο βασικός λόγος.

Αντίθετα, ο Higgins (1972), ο Fama (1974) καθώς και οι Smirlock και Marshall (1983) παρουσίασαν εμπειρικές αποδείξεις που ενισχύουν την Θεωρία της μη επίδρασης των Miller-Modigliani. Ο Fama (1974) ισχυρίστηκε ότι οι υπάρχουσες ατέλειες των κεφαλαιαγορών δεν είναι αρκετά σημαντικές για να απορρίψουν την θεωρία της μη επίδρασης.

1.1.3 Η θεωρία «Καλύτερα πέντε και στο χέρι»

Παρά την ισχυρή επίδραση της έρευνας των Miller και Modigliani στις αγορές οι οποίες χαρακτηρίζονται από ατέλειες και όπου υπάρχει αβεβαιότητα σε σχέση με τις μελλοντικές ταμειακές ροές οι επενδυτές θέλοντας να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο προτιμούν την καταβολή μερισμάτων. Η θεωρία «Bird in the hand» θέλει να δείξει ότι για τους επενδυτές είναι προτιμότερο να έχουν κάτι σίγουρο σήμερα παρά να έχουν κάτι αβέβαιο αύριο το οποίο υπόσχεται υψηλότερες αποδόσεις. Οι Lintner (1962) και Gordon (1963) οι οποίοι είναι οι κύριοι εκπρόσωποι αυτής της θεωρίας έδειξαν ότι καθώς τα μερίσματα κάποιων μετοχών αυξάνονται, μειώνονται οι προσδοκίες των επενδυτών για τις αποδόσεις αυτών των μετοχών. Οι Miller και Modigliani ονόμασαν την αυτή τη θεωρία ως «Bird in the hand fallacy» αναγνωρίζοντας όμως την ύπαρξη διαφορετικών μερισματικών πελατολογίων (dividend clienteles).

ΜΕΡΟΣ Β

2.Σύγχρονες Εμπειρικές μελέτες για την μερισματική πολιτική

Αναλύσαμε παραπάνω τις βασικές θεωρίες της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής των Miller και Modigliani (1961) και την θεωρία μετάδοσης πληροφοριών του Lintner (1956). Παρακάτω θα εξετάσουμε τα πιο σύγχρονα υποδείγματα που εξετάζουν τον ρόλο της μερισματικής πολιτικής. Αρχικά θα αναφερθούν τα υποδείγματα που υποθέτουν συμμετρική πληροφόρηση για όλους τους συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά, έπειτα τα υποδείγματα που υποθέτουν ασύμμετρη πληροφόρηση. Οι παραπάνω δυο κατηγορίες υποδειγμάτων εκκινούν την ανάλυση τους από τις έννοιες των ατελών αγορών και από την φορολογική μεταχείριση των επενδύτων.

Ένα μεγάλο μέρος των θεωρητικών υποδειγμάτων και της εμπειρικής έρευνας εξετάζει την επίδραση των ατελών αγορών και της φορολογίας στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Ο υπολογισμός των αποσβέσεων στα εταιρικά κέρδη καθώς και οι φορολογικοί συντελεστές των φυσικών προσώπων επηρεάζουν σημαντικά τα επίπεδα του διανεμόμενου μερίσματος. Αυτό έδειξε ο Britain (1964) για την περίοδο 1920 – 1960 στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι περισσότεροι ερευνητές συμφωνούν με τα παραπάνω συμπεράσματα.

1.2.1 Υποδείγματα με συμμετρική πληροφόρηση

Τα υποδείγματα αυτά βασίζονται στην πλειοψηφία τους στο υπόδειγμα της Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM). Σε αυτό το υπόδειγμα γίνεται η υπόθεση πως οι επενδυτές αξιώνουν και εξασφαλίζουν υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις από τις μετοχές που δίνουν υψηλή μερισματική απόδοση. Επιπλέον η εισαγωγή της φορολογικής επίδρασης στην ανάλυση έχει σαν αποτέλεσμα να αυξάνεται περισσότερο η προ των φόρων απαιτούμενη απόδοση από την πλευρά των μετόχων. Στα πλαίσια αυτού του υποδείγματος εάν οι επενδυτές ξέρουν εκ των προτέρων την επίδραση της φορολογίας είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν.

Η διαίρεση των επενδυτών σε «φορολογικές πελατείες» (dividend clients) αναφέρθηκε αρχικά από τους Miller – Modigliani. Ο Modigliani (1982) βρήκε στοιχεία που

δείχνουν πως το φαινόμενο της φορολογικής πελατείας σχετίζεται με μικρό ποσοστό με τις διαφοροποιήσεις στην σύνθεση των χαρτοφυλακίων. Αυτό το συμπέρασμα ήρθε σε αντίθεση με τους ισχυρισμούς του Miller (1977) ο οποίος προέβλεψε σημαντικές διαφοροποιήσεις. Στο μοντέλο τους οι Masulis και Trueman (1988) ισχυρίζονται πως οι επενδυτές που έχουν διαφορετική φορολογική μεταχείριση έχουν σημαντικές αποκλίσεις στις προτιμήσεις τους ως προς την επενδυτική και την μερισματική πολιτική από τις επιχειρήσεις που είναι μέτοχοι. Όσο αυξάνεται ο φορολογικός συντελεστής τόσο μειώνεται το ποσοστό του επιθυμητού μερίσματος και αυξάνεται το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών για τους επενδυτές με υψηλά εισοδήματα. Τα αντίθετα αποτελέσματα προκύπτουν για τους επενδυτές με χαμηλά εισοδήματα οι οποίοι προτιμούν τα υψηλά μερίσματα γιατί δεν επιβαρύνονται όσο με τα κεφαλαιακά κέρδη. Τα αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα μεταξύ των επενδυτών μπορούν να αντιμετωπιστούν με τον διαχωρισμό τους σε πελατειακές ομάδες.

Οι Farrar και Selwyn (1967) στο υπόδειγμα που ανέπτυξαν, υποθέτουν πως οι επενδυτές ενδιαφέρονται να μεγιστοποιήσουν τα μετά-φόρων εισοδήματά τους. Οι επενδυτές εμφανίζονται να έχουν δύο επιλογές μέσα σε ένα πλαίσιο μερικής ισορροπίας. Το επίπεδο τόσο της προσωπικής όσο και της εταιρικής μόχλευσης είναι δεδομένο. Επιπλέον, οι επενδυτές έχουν δεχθεί πως η διανομή των εταιρικών κερδών μπορεί να γίνει είτε μέσω των μερισμάτων είτε μέσω της κεφαλαιοποίησης των κερδών. Εάν ο συντελεστής φορολογίας των εταιρικών κερδών είναι χαμηλότερος του συντελεστή φορολογίας των μερισμάτων, οι ορθολογικοί επενδυτές θα προτιμήσουν την παρακράτηση των κερδών. Για τους ορθολογικούς επενδυτές, πάντα θα προτιμάται η λύση ε το χαμηλότερο συντελεστή φορολόγησης. Οι συγγραφείς δεν ισχυρίζονται, πως δεν πρέπει να καταβάλλονται μερίσματα, αυτό που προτείνουν είναι πως αρκετές φορές η επαναγορά μετοχών θα πρέπει να χρησιμοποιείται για τη διανομή των εταιρικών κερδών.

Ο Brennan (1970) επέκτεινε το υπόδειγμα των Farrar και Selwyn, ορίζοντας ένα πλαίσιο γενικής ισορροπίας. Στο υπόδειγμα του Brennan, οι επενδυτές επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν την αναμενόμενη χρησιμότητα του πλούτου τους. Παρόλο που το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι πιο σθεναρό και ορθό από το υπόδειγμα των Farrar και Selwyn, οι προβλέψεις είναι περίπου ταυτόσημες. Συγκεκριμένα, προκύπτει άμεση συσχέτιση της μετά από φόρους απαιτούμενης απόδοσης με τη μερισματική απόδοση.

Ο Auerbach (1979a) ανέπτυξε ένα υπόδειγμα, θεωρώντας τον χρόνο σαν μια ξεχωριστή μεταβλητή στο οποίο οι επενδυτές επιδιώκουν την μεγιστοποίηση του πλούτου

τούς. Εάν ισχύει η διαφορετική φορολογική μεταχείριση ανάμεσα στα μερίσματα και τα εταιρικά κέρδη, τότε η μεγιστοποίηση του πλούτου για τους επενδυτές δεν συνεπάγεται μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της εταιρίας. Κατά συνέπεια ο Auerbach (1979b) επιβεβαίωσε πως τα μερίσματα διανέμονται λόγω της συστηματικής μακροχρόνιας υποτίμησης του εταιρικού κεφαλαίου. Η υποτίμηση των εταιρειών είναι το αποτέλεσμα μιας δυναμικής διαδικασίας που περιλαμβάνει πολλές περιόδους επανεπένδυσης του συνόλου των εταιρικών κερδών (από την πλευρά των επιχειρήσεων). Οι πραγματικές αποδόσεις των εταιρειών ήταν χαμηλότερες από τις αποδόσεις που ανέμεναν οι επενδυτές. Με δεδομένο πως οι επιχειρήσεις μπορούν να διανέμουν τον πλούτο τους μόνο με τη μορφή μερισμάτων, οι μέτοχοι οφείλουν να συμπεριλαμβάνουν τον αναμενόμενο φορολογικό συντελεστή στις μελλοντικές εισροές από μερίσματα, για να μπορέσουν να καθορίσουν με την τιμή αγοράς για μια μετοχή. Οι φορολογικές υποχρεώσεις των επενδυτών μειώνουν την τιμή που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για μια μετοχή με σκοπό να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη από την επένδυσή τους.

1.2.2 Εμπειρικές έρευνες που εξετάζουν την επίδραση της φορολογίας στα μερίσματα.

Οι προεξοφλημένες τιμές των μετοχών στα υποδείγματα αποτίμησης μετοχών με ενσωμάτωση της μερισματικής απόδοσης αυξάνουν λόγω της αύξησης των αναμενόμενων μερισμάτων που προέρχεται από τις φορολογικές υποχρεώσεις. Πολλές μελέτες αναλύουν αυτό το θέμα με την προσθήκη μιας μεταβλητής που αντιπροσωπεύει την τιμή των μερισμάτων στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Εάν ο συντελεστής (coefficient) στον παράγοντα μέρισμα είναι θετικός, τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την επίδραση της φορολογίας στην αποτίμηση των μετοχών, οπότε και ο συντελεστής φορολόγησης των μερισμάτων είναι μεγαλύτερος από το μηδέν. Εάν ο συντελεστής (coefficient) στον παράγοντα μέρισμα είναι μηδέν, τα αποτελέσματα δεν υποστηρίζουν την επίδραση της φορολογίας στην αποτίμηση των μετοχών. Αυτό σημαίνει πως οι μετοχές που πληρώνουν μερίσματα αποτιμώνται από την αγορά με το ίδιο προεξοφλητικό επιτόκιο που αποτιμώνται και οι μετοχές που δεν πληρώνουν μέρισμα.

Τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών είναι, όμως, διαφορούμενα. Στις μελέτες τους, οι Black και Scholes (1974), οι Miller και Scholes (1982) και ο Hess (1982) αναφέρουν

μη στατιστικά σημαντικούς (δηλαδή ίσους με το μηδέν) συντελεστές στον παραγόμενo μέρισμα. Οι Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (1998) υποστήριξαν πως υπάρχει θετική συσχέτιση μετά των απαιτούμενων και των μερισματικών αποδόσεων.

Τα διαφορούμενα αυτά αποτελέσματα προκάλεσαν το ερώτημα του εάν χρησιμοποιούνται οι κατάλληλες μέθοδοι ανάλυσης, όπως το εξέφρασε ο Hess. Τόσο ο Blume (1980) όσο και οι Elton et al (1983) υποστήριξαν πως οι πιθανές ατέλειες που εμφανίζονται στις χρησιμοποιούμενες μεθοδολογίες μπορεί να οφείλονται στο γεγονός πως η σχέση που εξετάζεται δεν είναι στην πραγματικότητα γραμμική. Ο Roll (1977) τόνισε πως η επιλογή της μεταβλητής που θα αντιπροσωπεύει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς μπορεί να είναι ο λόγος για τα διαφορούμενα αποτελέσματα. Τέλος, οι Litzenberger και Ramaswamy (1979) και οι Miller και Scholes (1982) διαφώνησαν πάνω στην επίδραση του πληροφοριακού περιεχομένου της μερισματικής πολιτικής με τους πρώτους να ισχυρίζονται πως υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των απαιτούμενων και των μερισματικών αποδόσεων και τους δεύτερους πως δεν υπάρχει καμία συσχέτιση, εάν δεν υπολογισθεί η επίδραση της πληροφορίας.

Οι συγγραφείς μελετούν τις μεταβολές των τιμών μετοχών κατά την περίοδο γύρω από την ημερομηνία μη-καταβολής μερίσματος (ex-dividend date) ή την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, για να εξετάσουν εάν η αγορά τιμολογεί τον φόρο που επιβάλλεται στα μερίσματα των εταιρειών. Εδώ, έχουμε έναν άλλο μεγάλο κλάδο ανάλυσης στο πλαίσιο της μερισματικής πολιτικής. Η πρώτη έρευνα που παρουσιάστηκε ήταν αυτή των Campbell και Beranek (1955) και συμπαρέσυρε πολλούς ακόμη ερευνητές για να ασχοληθούν με την συγκεκριμένη μεθοδολογία (event study methodology). Οι Campbell και Beranek τόνισαν ότι η πτώση των τιμών των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρότερη από το μέρισμα που διανέμεται. Ωστόσο, αυτή η διάφορα στις δύο τιμές δεν είναι αποφασισμένη εκ των πρότερων. Η έρευνα από τους Durand και May (1960) επιβεβαίωσε την έρευνα των Campbell και Beranek. Οι συγγραφείς μελέτησαν την πτώση των τιμών των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις εταιρείες American Telephone και Telegraph και βρήκαν πως υπάρχουν διάφορες οι οποίες όμως θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν αμελητέες. Έτσι αρκετοί επενδυτές είναι ουσιαστικά αδιάφοροι ανάμεσα στο να πουλήσουν τις μετοχές τους ή να τις κρατήσουν και να εισπράξουν το μέρισμα. Οι Elton και Gruber (1970) υπολόγισαν μια σχέση, η οποία συνδέει την πτώση της τιμής των μετοχών με τους συντελεστές φορολόγησης των μερισμάτων και

των κεφαλαιακών κερδών των αδιάφορων επενδυτών, τους οποίους χαρακτήρισαν οριακούς επενδυτές.

Τόσο οι Carnpbell και Beranek όσο και οι Elton και Gruber αλλά και ο Karlanis (1986) βρήκαν στοιχεία που επιβεβαιώνουν την ύπαρξη φορολογικών πελατειών επενδυτών. Συγκεκριμένα εξέτασαν τον δείκτη της μεταβολής της τιμής της μετοχής προς το μέρισμα που διανέμεται. Εάν ο δείκτης αυτός παίρνει την τιμές από 0 έως 1 τότε ισχύει η υπόθεση της ύπαρξης φορολογικών πελατειών. Όμως, οι Brooks και Edwards (1980) και ο Kalay (1982) αμφισβήτησαν την ικανότητα της συγκεκριμένης μεθοδολογίας να εξάγει ασφαλή συμπεράσματα για την ύπαρξη φορολογικών κλιμακίων των επενδυτών. Τόνισαν ότι η ύπαρξη των βραχυπρόθεσμων κερδοσκοπικών συναλλαγών που παρατηρούνται κατά τις ημέρες κοντά στην αποκοπή του μερίσματος (και που δεν μπορούν να μετρηθούν με ακρίβεια), καθώς και άλλων παραγόντων, επηρεάζουν τις μετρήσεις της έρευνας. Οι Lakonishok και Vermalen (1983) αναφέρουν πως μετά την υιοθέτηση του να διαπραγματεύεται η προμήθεια μεταξύ των συναλλασσομένων στο χρηματιστήριο τόσο οι υπερβάλλουσες αποδόσεις όσο και τα κόστη συναλλαγής έχουν μειωθεί με αποτέλεσμα να μειώνεται και η επίδραση όλων αυτών που πραγματοποιούν βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές συναλλαγές. Οι Karroff και Walking (1988) δεν μπόρεσαν να αποδείξουν την ύπαρξη καμίας συσχέτισης ανάμεσα στα κόστη συναλλαγών και τις αποδόσεις των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Το πόσο σημαντικά είναι τα κόστη συναλλαγών για κάποιον που πραγματοποιεί βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές συναλλαγές εξετάστηκε από αρκετούς ερευνητές. Ο Kalay (1984) ισχυρίστηκε πως τα κόστη συναλλαγών δεν είναι σημαντικός παράγοντας που να επηρεάζει την στρατηγική ενός επενδυτή. Κατά συνέπεια, δεν επηρεάζουν σημαντικά τις βραχυπρόθεσμες αγοραπωλησίες μετοχών. Οι συναλλασσόμενοι θα κερδίσουν από τις μεταβολές των τιμών των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής μόνο εάν οι αποδόσεις των μετοχών είναι μεγάλες. Όμως, οι Elton et al αντέκρουσαν τους ισχυρισμούς του Kalay, τονίζοντας ότι υποεκτίμησε τα κόστη συναλλαγών. Οι συγγραφείς πιστεύουν ότι τα κόστη συναλλαγών επηρεάζουν σημαντικά τα κέρδη από την αγοραπωλησία μετοχών αφού είναι αδύνατο να εμποδιστούν πιθανές βραχυπρόθεσμες κερδοσκοπικές συναλλαγές και να οριοθετηθούν πιθανές υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Μια τρίτη προσέγγιση στην επίδραση της φορολογίας στα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη των εταιριών είναι μέσω της αλλαγής που μπορεί να επέλθει στο φορολογικό καθεστώς της κάθε χώρας. Για εκείνους που υποστηρίζουν πως η φορολογία ασκεί επίδραση στη μερισματική πολιτική, μια αλλαγή στους φορολογικούς συντελεστές θα οδηγήσει σε αλλαγή της καμπύλης ζήτησης για μερίσματα και στον τρόπο αποτίμησης των εταιριών. Για εκείνους που υποστηρίζουν πως η φορολογία δεν ασκεί καμία επίδραση στη μερισματική πολιτική, δεν θα υπάρξει καμία διαφορά στον τρόπο που η αγορά αποτιμά τα μερίσματα και τις εταιρείες γενικότερα.

Ο Barclay (1987) συνέκρινε τις αποδόσεις των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά την εισαγωγή των ομοσπονδιακών φόρων στις Η.Π.Α. και βρήκε πως η αλλαγή της φορολογίας άλλαξε και τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές αποτιμούσαν τα μερίσματα. Αντίθετα οι Crockett και Friend (1988) έδειξαν ότι οι προτιμήσεις των επενδυτών για τα μερίσματα δεν επηρεάζονται από αλλαγές στον φορολογικό κώδικα. Ο Grammatikos (1989) παρατήρησε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις σε μετοχές με υψηλό κίνδυνο είχαν αυξηθεί μετά την φορολογική μεταρρύθμιση του 1984 στις Η.Π.Α. Ο Robin (1991) μελέτησε την ύπαρξη φορολογιών πελατειών, πριν και μετά την φορολογική μεταρρύθμιση του 1984 και επιβεβαίωσε την ύπαρξη τους. Τέλος, η Koski (1996) ανέφερε μια αύξηση των αγοραπωλησιών των μετοχών που διανέμουν μερίσματα μετά τις φορολογικές μεταρρυθμίσεις του 1984 και του 1986. Αντίθετα, ο Michaely (1991) που εξέτασε την φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 παρατήρησε μικρές αλλαγές στην δραστηριότητα των αγοραπωλησιών και δεν μπόρεσε να επιβεβαιώσει την ύπαρξη φορολογικών πελατειών.

Παρακολουθώντας μια σειρά αλλαγών στον φορολογικό κώδικα του Καναδά, ο Amoako-Adu (1983) και οι Booth και Johnston (1984) βρήκαν στοιχεία που αποδεικνύουν πως η φορολογία ασκεί επίδραση στη μερισματική πολιτική των εταιριών και τον τρόπο που αποτιμούν οι επενδυτές τα αναμενόμενα μελλοντικά μερίσματα. Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν δεδομένα από το χρηματιστήριο του Καναδά για τις περιόδους που προηγήθηκαν και εκείνες που ακολούθησαν τις φορολογικές αλλαγές. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξαν και οι μελέτες των Poterba και Summers (1984) και των Ang, Blackwell και Megginson (1991) που μελέτησαν το ίδιο φαινόμενο χρησιμοποιώντας δεδομένα από το χρηματιστήριο της Αγγλίας.

Η τέταρτη προσέγγιση εξετάζει με άμεσο τρόπο τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών με σκοπό να ελέγξει την υπόθεση για την ύπαρξη φορολογικών πελατειών. Εκείνοι που υποστηρίζουν πως η φορολογία ασκεί επίδραση στη μερισματική πολιτική, προβλέπουν ότι συγκεκριμένες υποκατηγορίες επενδυτών που υπόκεινται σε φορολόγηση θα έχουν συμπεριλάβει στα χαρτοφυλάκια τους μετοχές που πληρώνουν μερίσματα. Εκείνοι που υποστηρίζουν πως η φορολογία δεν ασκεί καμία επίδραση στη μερισματική πολιτική, πιστεύουν πως μόνο οι επενδύτες που εξαιρούνται φορολόγησης θα έχουν στην κατοχή τους μετοχές που πληρώνουν μερίσματα.

Ο Pettit (1972) εξέτασε τους προσωπικούς λογαριασμούς κάποιων brokers, και διαπίστωσε πως έντονες διαφορές στον φορολογικό συντελεστή των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών παρακινούν στην ουσία τους επενδυτές που ανήκουν σε υψηλά φορολογικά κλιμάκια να κρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τίτλους χαμηλού κινδύνου και άρα χαμηλής απόδοσης. Επίσης παρατήρησε πως η μερισματική πολιτική του χαρτοφυλακίου αυξάνεται όσο αυξάνεται η διάρκεια προς τη λήξη και η ρευστότητα των τίτλων που κρατούνται. Μια επανεξέταση των χαρτοφυλακίων των επενδυτών που πραγματοποίησε ο Pettit έγινε από τους Lewellen et al (1978) και δεν βρήκαν ικανοποιητικά στοιχεία που να επιβεβαιώνουν την ύπαρξη φορολογικών πελατειών.

Σύμφωνα με τον Lintner (1962), η ύπαρξη διαφορετικών φορολογικών συντελεστών, τα κόστη συναλλαγών και οι ετερογενείς προσδοκίες των μετόχων θα έπρεπε να δημιουργήσουν στις επιχειρήσεις μια σαφή προτίμηση για παρακράτηση των κερδών παρά για διανομή μερισμάτων εάν, φυσικά, ακολουθείται μια στρατηγική επιλογής των άριστων επενδυτικών επιλογών. Και ο Modigliani (1982) ισχυρίζεται πως εάν οι επιχειρήσεις λαμβάνουν αποφάσεις με κριτήριο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων τους θα πρέπει να μην διανέμουν καθόλου μέρισμα εάν ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τον συντελεστή φορολογίας των κεφαλαιακών κερδών. Όμως, παρά τις διαφορές στους φορολογικούς συντελεστές οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να πληρώνουν μερίσματα και κάτι τέτοιο δεν είναι καθόλου παράξενο. Ο De Angelo (1991) τονίζει πως για να ικανοποιηθούν οι συνθήκες γενικής ισορροπίας οι τιμές προσαρμόζονται προς τα πάνω δίνοντας ώθηση ουσιαστικά στις επιχειρήσεις να προβούν σε διανομή μερίσματος.

1.2.3 Η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου της μερισματικής πολιτικής.

Στην θεωρία τους οι Miller και Modigliani ισχυρίστηκαν ότι οι αγοραίες τιμές των μετοχών είναι ουσιαστικά ανεξάρτητες από την μερισματική πολιτική που ακολουθείται, αφού η τιμή της μετοχής ενσωματώνει τόσο τις μελλοντικές ταμειακές ροές όσο και τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Οι Miller και Modigliani, όμως, αναγνώρισαν πως οι αλλαγές στο ύψος των μερισμάτων που διανέμονται επηρεάζουν τις αγοραίες τιμές των μετοχών και απέδωσαν το φαινόμενο αυτό στο πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (information content of dividends). Μια αλλαγή της τιμής της μετοχής σαν αποτέλεσμα αλλαγής στο ύψος του διανεμομένου μερίσματος εξ αιτίας του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων αντιπροσωπεύει διαφορές στην εσωτερική πληροφόρηση που κατέχουν οι διοικήσεις των εταιρειών και στην πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στο επενδυτικό κοινό.

Οι μάνατζερ των εταιρειών έχουν εσωτερική πληροφόρηση αναφορικά με την μελλοντική αξία της εταιρείας. Οι μάνατζερ έχουν κίνητρο να δημοσιοποιήσουν την πληροφορία αυτή στους μετόχους αλλά κάτι τέτοιο πρέπει να γίνει έμμεσα για να αποφευχθεί πιθανή προσπάθεια των ανταγωνιστικών εταιρειών να εκμεταλλευθούν αυτή την πληροφορία. Το μήνυμα, επίσης πρέπει να είναι αξιόπιστο και να προστατεύεται από άλλα σκόπιμα εσφαλμένα μηνύματα στην κεφαλαιαγορά. Όπως αναφέρουν οι Myers και Majluf (1984) εάν οι μάνατζερ είναι κάτοχοι κάποιας πληροφορίας την οποία το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν γνωρίζει και έχουν την πρόθεση να την γνωστοποιήσουν στους μετόχους με έμμεσο τρόπο, μπορούν να το επιτύχουν αυτό με μια μη αναμενόμενη αλλαγή στην μερισματική πολιτική.

Η αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μεταβολών στην μερισματική πολιτική είναι μια ορθολογική συμπεριφορά. Το πληροφοριακό μήνυμα των μερισμάτων προμηνύει αλλαγές στα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Οι αγοραίες τιμές των μετοχών θα αυξηθούν (ή, αντίστοιχα, θα μειωθούν) από τις αυξημένες (ή, μειωμένες) προσδοκίες των επενδυτών. Ο Kalay (1980) υποστηρίζει ότι η προσπάθεια των μάνατζερ να επικοινωνήσουν τις μελλοντικές τους προσδοκίες μέσω των μερισμάτων είναι λιγότερο αμφιλεγόμενη από εκείνη της ανακοίνωσης των κερδών. Η μερισματική πολιτική είναι στη διακριτική ευχέρεια των μάνατζερ και αντιπροσωπεύει μια εκροή ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Η

διστακτικότητα από τη μεριά της διοίκησης να αυξομειώνει συχνά τα μερίσματα που διανέμει είναι μια αναγκαία προϋπόθεση ώστε τα μερίσματα να αποτελούν ένα αξιόπιστο μήνυμα.

Σε ανεξάρτητες μεταξύ τους μελέτες ο Pettit (1972), Griffen (1976) και ο Laub (1976) έδειξαν πως μη αναμενόμενες αυξομειώσεις στα μερίσματα συνοδεύονται από αντίστοιχα υπερβάλλουσες (είτε θετικές είτε αρνητικές) αποδόσεις στις τιμές των μετοχών. Οι έρευνες όμως, του Ang (1975) και του Gonedes (1978) απέτυχαν να επαληθεύσουν αυτή την υπόθεση. Ο Watts (1973) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα κόστη συναλλαγών εμποδίζουν τους επενδυτές στο να επιτύχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις και λειτουργούν εξισοροπητικά. Ο Charest (1978) ανέφερε ότι το επενδυτικό κοινό πολλές φορές συγχέει τις ανακοινώσεις εταιρειών που αφορούν τα κέρδη με τις ανακοινώσεις που αφορούν τα μερίσματα. Τα αντιφατικά αυτά αποτελέσματα μπορούν να εξηγηθούν από πιθανές διαφορές στα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν, από τις περιόδους που χρησιμοποιήθηκαν προς ανάλυση, από τις μεθόδους που ακολούθησαν οι ερευνητές και από τα λάθη στα υποδείγματα.

1.2.4 Υποδείγματα μετάδοσης πληροφοριών μέσω της μερισματικής πολιτικής

Τα υποδείγματα μετάδοσης πληροφοριών μέσω της μερισματικής πολιτικής τυποποιήθηκαν από τον Bhattacharya (1979), τους John και Williams (1985) και τους Miller και Rock (1985). Η πλειοψηφία των ανωτέρω ερευνητών προϋποθέτει πως η μετάδοση πληροφοριών μέσω της μερισματικής πολιτικής έχει το μικρότερο κόστος από όλες τις άλλες εναλλακτικές επιλογές που μπορεί να έχει η διοίκηση μιας εταιρείας (όπως μέσα από διαφημίσεις είτε μέσα από καμπάνιες δημοσίων σχέσεων) που μπορούν να αποφέρουν τα ίδια ακριβώς αποτελέσματα. Όπως αναφέρουν οι Ofer και Thakor (1987) εάν υπήρχαν εναλλακτικές λύσεις με μικρότερο κόστος, οι μάνατζερ θα επέλεγαν αυτές παρά την μερισματική πολιτική για να μεταδώσουν εσωτερική πληροφόρηση. Έτσι, η χρήση των μερισμάτων σαν μηνύματα αποδεικνύει ότι οι άλλες εναλλακτικές δεν είναι τέλεια υποκατάστατα των μερισμάτων.

Στο υπόδειγμα μετάδοσης πληροφοριών μέσω της μερισματικής πολιτικής που αναπτύχθηκε από τον Bhattacharya (1979), ένα υψηλότερο μέρισμα ανά μετοχή υποδηλώνει υψηλότερη αξία για την εταιρεία. Μη αναμενόμενες αυξήσεις στα μερίσματα είναι ευνοϊκά μηνύματα που εσωκλείουν μοναδική πληροφόρηση για τις προσδοκίες της διοίκησης

αναφορικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα κόστη που συνεπάγονται οι πληρωμές των μερισμάτων κάνουν το μήνυμα ιδιαίτερα ακριβό για τις επιχειρήσεις που, ενώ δεν έχουν τόσο ευοίωνες προοπτικές θα προσπαθήσουν να μιμηθούν κάποιες άλλες εταιρείες. Τα κόστη αυτά είναι το κόστος ευκαιρίας από την χρήση των κεφαλαιακών κερδών μέσα στην εταιρεία ή τα κόστη συναλλαγών που συνδέονται με πιθανή εξωτερική χρηματοδότηση. Όπως μπορούμε να υποθέσουμε εάν μια εταιρεία ανακοινώσει ένα μέρισμα το οποίο δεν είναι σε θέση να πληρώσει, τότε θα καταφύγει στην κεφαλαιαγορά για να βρει κεφάλαια. Τα πιθανά κόστη για την εταιρεία από μια τέτοια ενέργεια θα προκύψουν μελλοντικά, ενώ η εταιρεία κερδίζει από μια τέτοια στρατηγική κατά την τρέχουσα οικονομική χρήση.

Οι πιθανές φορολογικές επιβαρύνσεις που θα υποστούν οι μέτοχοι θα εξισορροπηθούν από τις αυξήσεις στις τιμές των μετοχών που προέρχονται από μερίσματα. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, εξ αιτίας του γεγονότος πως η δυνατότητα σωστής πληροφόρησης περιορίζεται σημαντικά, κάποιες «απομονωμένες» επιχειρήσεις είναι πιθανό να διανείμουν υψηλότερα μερίσματα για να γνωστοποιήσουν την εταιρική αξία σε ένα μεγάλο εύρος του επενδυτικού κοινού. Τέλος, εάν οι λιγότερο επικερδείς επιχειρήσεις δεν διανείμουν καθόλου μέρισμα τότε η σχέση ανάμεσα στα μερίσματα και τα κέρδη θα είναι γραμμική .

Ο Talmor (1981) επέκτεινε το υπόδειγμα του Bhattacharya εισάγοντας πολλές παραμέτρους αξιολόγησης καθώς και μηχανισμούς μετάδοσης των μηνυμάτων. Στο υπόδειγμα αυτό, οι μάντζερ λαμβάνουν πολλές αποφάσεις χρηματοδότησης ταυτόχρονα. Για την διοίκηση των εταιρειών όλες οι αποφάσεις χρηματοδότησης θεωρούνται σαν μια ενιαία διαδικασία, παρόλο που κάποιες μεμονωμένες αποφάσεις μπορεί να θεωρηθούν από τους μετόχους σαν οχήματα μετάδοσης πληροφοριών.

1.2.5 Το κόστος αντιπροσώπευσης στη μερισματική πολιτική

Το Διοικητικό Συμβούλιο μιας εταιρίας το οποίο εκλέγεται από τους μετόχους της μέσω της γενικής συνέλευσης των μετόχων διορίζει τα διευθυντικά στελέχη. Τα στελέχη είναι υπεύθυνα για την χάραξη της στρατηγικής της εταιρίας και για την καθημερινή της λειτουργία της. Τα συμφέροντα των μετόχων και των διοικούντων είναι πολλές φορές αντικρουόμενα.

Οι μάντζερ από την μια θέλουν να αυξήσουν τις απολαβές και τα μόνους τους αντλώντας πόρους από τα κέρδη της επιχείρησης οι μέτοχοι από την άλλη θέλουν να

λαμβάνουν συστηματικά ένα υψηλό ποσό μερίσματος. Στην περίπτωση αυτή προκύπτει σύγκρουση αντιπροσώπευσης (agency conflict) ανάμεσα σε μετόχους και διοικούντες. Έχει υποστηριχθεί ότι τα κόστη αυτά μειώνονται όταν η εταιρία αντλεί κεφάλαια από τις αγορές κεφαλαίου. Ο Easterbrook (1984) ήταν ο πρώτος που διατύπωσε αυτή την άποψη και κατέληξε στο συμπέρασμα πως μέσω του αποτελεσματικού ελέγχου και από τις κεφαλαιαγορές μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης. Η μεν εταιρία μπορεί να υιοθετήσει επενδυτικά σχέδια τα οποία όμως θα υπόκεινται σε πολλαπλούς οικονομικούς ελέγχους και η κατασπατάληση των εταιρικών πόρων θα μειωθεί σημαντικά. Το τελικό αποτέλεσμα είναι η μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Επίσης υπάρχουν διάφορες που έχουν οι μέτοχοι με τους πιστωτές της εταιρείας. Η πληρωμή υψηλών μερισμάτων σύμφωνα με τους Fama και Jensen (1983) μπορεί να οδηγήσει στην απόρριψη επενδυτικών σχεδίων με θετική καθαρή παρούσα αξία καθώς και στην μη σωστή χρήση των εταιρικών κεφαλαίων. Η πρόταση τους είναι η υπογραφή συμβολαίων που να περιορίζουν το ύψος των διανεμόμενων μερισμάτων. Έτσι, θα αμβλυνθούν οι διαφωνίες των δυο αυτών ομάδων ενδιαφερομένων. Οι John και Kalay (1982) υποστήριξαν πως η ύπαρξη τέτοιων συμβολαίων είναι απαραίτητη για να αποφευχθεί πιθανή μεταφορά του πλούτου από τους πιστωτές στους μετόχους.

3. Πολιτικές μερίσματος

1.3.1 Κύριες Πολιτικές Διανομής Μερίσματος

Διαφορετικές πολιτικές ακολουθούνται από τις επιχειρήσεις σχετικά με τη αποκοπή μερίσματος στους μετόχους τους. Οι πολιτικές αυτές είναι:

- Η πρώτη μορφή είναι η μορφή της **πολιτικής σταθερού μερίσματος ανά μετοχή (stable divided per share policy)** αποτελεί την πολιτική εκείνη όπου οι επενδυτές βλέπουν πολύ ευνοϊκά και βεβαίως προτιμούν. Η πολιτική σταθερών μερισμάτων μεταφράζεται σε επιχείρηση χαμηλού κινδύνου . Όταν η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως επιχείρηση χαμηλού κινδύνου από τους επενδυτές αναφορικά με την μερισματική πολιτική σημαίνει πως ακόμη και σε περιόδους όπου η επιχείρηση μπορεί να παρουσιάζει χαμηλά κέρδη το μέρισμα θα πρέπει να διατηρείται χαμηλό. Αυτή η πολιτική πραγματοποιείται για ένα λόγο , ότι η επιχείρηση θέλει να διατηρεί ένα ελκυστικό προφίλ προς τους επενδυτές καθώς επίσης επιθυμεί να αποφευχθούν αρνητικές επιδόσεις στους σημερινούς και τους μελλοντικούς επενδυτές.
- **Υπολειμματική μερισματική πολιτική** .Τα κέρδη διατίθενται πρωτίστως για τη χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων και όταν προκύπτουν περισσευούμενα κεφάλαια διανέμονται ως μερίσματα.

Επιπλέον πολιτικές με μερίσματος που συναντάμε συχνά είναι οι ακόλουθες :

- **Πολιτική σταθερής αναλογίας πληρωμής(constant divided payout ratio policy):**
Ο λόγος μερίσματος προς κέρδη είναι γνωστός ως αναλογία πληρωμής (payout ratio) . Όταν ένα σταθερό ποσοστό των κερδών καταβάλλεται ως μέρισμα σε κάθε περίοδο , η υιοθετούμενη πολιτική χαρακτηρίζεται ως σταθερής αναλογίας πληρωμής. Δεδομένου ότι τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις μία τέτοια πολιτική συνεπάγεται διακυμάνσεις και στα μερίσματα όταν πραγματοποιούνται κέρδη ενώ αποφεύγονται όταν παρουσιάζονται ζημιές.

Οι επιχειρήσεις που ακολουθούν την πολιτική αυτή δεν διαθέτουν το ίδιο ελκυστικό προφίλ προς επενδυτές σε σύγκριση με εκείνες της πρώτης κατηγορίας. Πολλά είναι τα προβλήματα που βρίσκονται μπροστά στον επενδυτή. Αν τα καθαρά κέρδη μειωθούν ή εάν παρουσιαστούν κάποιες μικρές ζημιές στην επιχείρηση τα μερίσματα που θα πληρωθούν θα μειωθούν απότομα ή ακόμη μπορεί και να μην υπάρχουν μερίσματα.

- **Πολιτική συμβιβασμού (compromise policy)** .Η πολιτική αυτή βασίζεται στην καταβολή ενός χαμηλού σταθερού ποσού μερίσματος ανά μετοχή συν την ποσοστιαία αύξηση σε χρόνια με χαμηλά κέρδη .Μία πολιτική σαν και αυτή δίνει στην εταιρία ευελιξία. Υιοθετείται συχνά από εταιρίες με σχετικά ευμετάβλητα κέρδη από χρόνο σε χρόνο . Η συγκεκριμένη πολιτική μπορεί να διατηρηθεί ακόμη και σε περίπτωση που τα κέρδη μειώνονται οπότε επιπλέον μερίσματα θα καταβάλλονται μόνο όταν υπάρχει πλεόνασμα κεφαλαίου.

Αυτή η μορφή της μερισματικής πολιτικής δημιουργεί αβεβαιότητα στους επενδυτές όσον αφορά το ποσό των μερισμάτων, το οποίο πιθανότατα θα εισπράξουν. Οι επενδυτές μπορούν να στηρίζονται μόνο στο ότι η επιχείρηση θα τους καταβάλει τουλάχιστον ένα ελάχιστο .

1.3.2 Εναλλακτικές Πολιτικές Μερίσματος

- **Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών (stock dividend)** είναι η καταβολή μερίσματος με τη μορφή πρόσθετων δωρεάν μετοχών (ίδιας ονομαστικής αξίας με τις παλαιές) που δίνεται στους μετόχους αντί για μετρητά. Ως αποτέλεσμα ο συνολικός αριθμός των μετοχών θα αυξηθεί, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή το μέρισμα και η τιμή της μετοχής θα μειωθούν. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών μπορεί να γίνει από κεφαλαιοποίηση αποθεματικού (δηλαδή τμήμα των παρακρατηθέντων κερδών μεταφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο και το ειδικό αποθεματικό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο) ή με κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών (δηλαδή τα αδιάθετα καθαρά κέρδη -αντί για τα παρακρατηθέντα- μεταφέρονται στο μετοχικό κεφάλαιο). Στις δύο αυτές περιπτώσεις το ποσοστό της ιδιοκτησίας των μετοχών παραμένει αμετάβλητο. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών χρησιμοποιείται συνήθως για να διατηρήσει η εταιρεία μετρητά ή να μειώσει την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Το μέρισμα με τη μορφή μετοχών δίνει συνήθως ένα θετικό σήμα στην αγορά και η τιμή της μετοχής της εταιρείας τείνει να αυξάνεται γύρω από το χρονικό διάστημα της ανακοίνωσης του.
- **Η επαναγορά ή εξαγορά μετοχών (stock repurchase)**, η αγορά δηλαδή από την εταιρεία των δικών της μετοχών. Η επαναγορά των μετοχών μπορεί να γίνει από την εταιρεία είτε με αγορά τους στη δευτερογενή αγορά είτε με μία προσφορά (tender offer) που κάνει η εταιρεία στους μετόχους της για να αγοράσει τις μετοχές τους σε συγκεκριμένη τιμή. Σε κάθε περίπτωση πάντως η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να πληροφορήσει τους μετόχους της για την απόφαση που πήρε να επαναγοράσει μετοχές της πρώτου κάνει οποιαδήποτε ενέργεια. Αυτό συμβαίνει διότι επαναγορά μετοχών μειώνει τις μετοχές που κυκλοφορούν αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή και επομένως μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής στην αγορά. Οι μετοχές που επαναγοράζονται από την εταιρεία που της έχει έκδοση λέγονται μετοχές θησαυροφυλακίου (treasury stocks). Η επαναγορά μετοχών τείνει να δίνει ένα θετικό σήμα στην αγορά καθώς πολλές φορές οφείλεται στην εκτίμηση της διοίκησης της εταιρείας ότι μετοχή της είναι υποτιμημένη. Μερικοί από τους λόγους για τους οποίους μπορεί μία εταιρεία να επαναγοράσει τις μετοχές της είναι όταν:

- Θέλει να αυξήσει την τιμή της μετοχής της στην αγορά. Εφόσον οι μετοχές που κυκλοφορούν μετά την επαναγορά θα είναι λιγότερες τα κέρδη ανά μετοχή θα είναι υψηλότερα και επομένως η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μπορεί να αυξηθεί.
- Θέλει να τις χρησιμοποιήσει για την εξαγορά μιας άλλης εταιρείας.
- Θέλει να μετατραπεί από πολυμετοχική εταιρεία σε ιδιωτική.
- Δεν υπάρχουν αρκετά επενδυτικά προγράμματα ενώ υπάρχουν αρκετά και κέρδη .

Πλεονεκτήματα μερισματικής πολιτικής επαναγοράς μετοχών (stock repurchase) αποτελεί η μείωση της μετοχικής βάσης διαμέσου της επαναγοράς μετοχών διατηρώντας το επίπεδο των δανειακών υποχρεώσεων σταθερό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια. Συνεπώς μέτοχοι μπορεί να ωφεληθούν από τη φορολογική ελάφρυνση και τα πλεονεκτήματα που προσφέρει η μεγαλύτερη μόχλευση .Ο μέτοχος έχει μία επιλογή: να πουλήσει ή να μην πουλήσει. Αντίθετα το άτομο που εισπράττει ένα μέρισμα δεν μπορεί παρά να αποδεχτεί την είσπραξη και να πληρώσει τον φόρο. Ένα ποιοτικό στοιχείο υπέρ της επαναγοράς που προβάλλουν όσοι την ασκούν είναι ότι συχνά με την επαναγορά η εταιρεία μπορεί να αποσύρει ένα μεγάλο αριθμό μετοχών της που κυκλοφορεί στην αγορά και επηρεάζει αρνητικά τις χρηματιστηριακές προοπτικές των χαρτιών της.

Τα πλεονεκτήματα της επαναγοράς από την πλευρά της διοίκησης περιλαμβάνουν τα εξής: Βραχυπρόθεσμα τα μερίσματα παραμένουν σταθερά επειδή οι διοικήσεις των εταιρειών δεν είναι πρόθυμες να αυξήσουν το ύψος των μερισμάτων, αν το νέο αυτό ύψος δεν μπορεί να διατηρηθεί στο μέλλον. Οι μετοχές που επαναγοράζουν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αποκτηθούν άλλες εταιρείες ή για να διατεθούν στους δικαιούχους ,όταν αυτοί ασκούν το δικαίωμα της αγοράς μετοχών (stock options).

Εν κατακλείδι οι επαναγορές που γίνονται σε κανονική, συστηματική και συνεπή βάση (όπως τα τριμηνία μερίσματα) δεν είναι εφικτές λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει ως προς την ενδεχόμενη φορολογική αντιμετώπιση τους καθώς και ως προς τις αγοραίες τιμές των μετοχών ,τον αριθμό των μετοχών που θα προσφερθούν

κτλ. Από την άλλη πλευρά οι επαναγορές προσφέρουν όντως κάποια πλεονεκτήματα σε σχέση με τα μερίσματα γι' αυτό και η διαδικασία αυτή πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη σε σχέση πάντοτε με τη συγκεκριμένη κατάσταση κάθε επιχείρησης. Οι επαναγορές μπορεί να αποδειχθούν ιδιαίτερα πολύτιμες με τη μετατόπιση της κεφαλαιακής δομής επιχειρήσεις σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ταυτόχρονα οι επαναγορές μπορεί να αυξήσουν την επικινδυνότητα των επενδυμένων κεφαλαίων και των κερδών της επιχείρησης. Οι τελευταίες δύο επιδράσεις θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι αποτελούν μία μορφή έμμεσης ιδιωτικοποίησης των ομολογιών που κατέχουν οι ομολογιούχοι (Weston J.F.- Brigham E.F. , 1986)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΛΕΤΗ 14 ΕΤΑΙΡΩΝ ΤΟΥ ΥΠΕΡΚΑΛΟΥ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Η σημασία της μερισματικής πολιτικής στην αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων συνεχίζει να αποτελεί μέχρι και σήμερα, αντικείμενο έντονης διαμάχης μεταξύ ακαδημαϊκών, ερευνητών και επαγγελματιών της αγοράς. Αυτό που ενδιαφέρει την επιχειρηματική και επενδυτική κοινότητα είναι το αν και κατά πόσον η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης, επηρεάζει την τιμή της μετοχής της και συνεπώς, την αξία της. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των μέχρι σήμερα δημοσιευμένων εργασιών, που προσπαθούν να ελέγξουν την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στη διαμόρφωση της αξίας των επιχειρήσεων, είναι πολλές φορές αλληλοσυγκρουόμενα.

Ένας από τους κύριους στόχους του παρόντος κεφαλαίου της εργασίας είναι ο εντοπισμός αποδόσεων, θετικών ή αρνητικών, οι οποίες οφείλονται στις αποφάσεις της διοίκησης σχετικά με την μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Σε περίπτωση ύπαρξης τέτοιων αποδόσεων, επαληθεύονται οι θεωρίες που προσβέουν ότι η μερισματική πολιτική μεταφέρει κάποιο μήνυμα στους επενδυτές και συνεπώς επηρεάζει την τιμή της μετοχής και την αξία της επιχείρησης. Διαφορετικά, η άποψη της ουδετερότητας της μερισματικής πολιτικής θα επικρατήσει.

Πεδίο έρευνας ελέγχου της θεωρίας μετάδοσης μηνυμάτων της μερισματικής πολιτικής είναι ο υπερκαλός της βιομηχανίας και των υπηρεσιών της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Παρόμοιες ερευνητικές προσπάθειες έγιναν από πολλούς ακαδημαϊκούς, παρουσιάζοντας αντικρουόμενα συμπεράσματα. Από τη μία πλευρά υπάρχουν έρευνες (Papaioannou et al., 2000) που υποστηρίζουν την ουδετερότητα της μερισματικής πολιτικής, όπως αυτή αναλύθηκε από τους Miller και Modigliani (1961). Στην απέναντι όχθη, βρίσκονται τα συμπεράσματα ερευνών που υποστηρίζουν ότι οι αποφάσεις της μερισματικής πολιτικής προκαλούν μη κανονικές αποδόσεις και ως εκ τούτου μεταφέρουν κάποιο μήνυμα στην αγορά (Vazakidis and Athianos, 2010 και Kosmidis-Terzidis-Geka-Stavropoulos ,2012).

Το πεδίο έρευνας ελέγχου της θεωρίας μετάδοσης μηνυμάτων της μερισματικής πολιτικής είναι ο βιομηχανικός κλάδος της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η μεθοδολογική προσέγγιση που υιοθετήθηκε είναι η μελέτη γεγονότος ήτοι η ύπαρξη μη κανονικών αποδόσεων σε πολλαπλά παράθυρα γεγονότος (-20,+20 ημέρες) από την ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος. Τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας επιβεβαιώνουν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχικών τίτλων και κατ' επέκταση την αξία των επιχειρήσεων, επαληθεύοντας τη θεωρία μετάδοσης μηνυμάτων (signaling effect).

Παρακάτω παρουσιάζεται η σύνθεση του δείγματος των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα, καθώς και η υιοθετούμενη μεθοδολογία. Η σημασία της μερισματικής πολιτικής στην αποτίμηση της αξία των επιχειρήσεων, ελέγχεται με τα εμπειρικά μας δεδομένα στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ενώ στο τελευταίο κομμάτι θα διατυπωθούν τα τελικά συμπεράσματα .

2.1 Δεδομένα Μεθοδολογία Έρευνας

Το δείγμα της παρούσας εργασίας αποτελείται από δεκατέσσερις εταιρίες, οι μετοχές των οποίων είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και συνθέτουν το δείκτη Βιομηχανικών Προϊόντων και Υπηρεσιών. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται ονομαστικά οι εταιρίες, οι μετοχές των οποίων, αποτελούν αντικείμενο της παρούσας εργασίας.

ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	Ο.Α.Θ
ΜΕΤΚΑ	Ο.Α.Π.
ΛΥΚΟΣ	DIONIC
KLEEMAN	ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ	NEXAN
ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ	FRIGOGLASS
ΕΛΤΡΑΚ	FLEXOPACK

Το χρονικό διάστημα (event window) που εξετάζεται, ανά έτος, είναι εύρους 41 ημερών, (-20,+20). Αυτό σημαίνει ότι μελετήσαμε τις αποδόσεις των μετοχών για ένα διάστημα είκοσι ημερών, πριν και μετά το γεγονός (event), καθώς και την ημέρα του γεγονότος. Ως γεγονός, ορίζουμε την πρόσκληση σε γενική συνέλευση, με θέμα το ύψος του μερίσματος. Η κάθε εταιρία εξετάζεται σε χρονικό ορίζοντα πενταετίας 2010-2014, που αντιστοιχεί σε διανομή μερισμάτων που προέκυψαν τα οικονομικά έτη-χρήσεις 2009-2013.

Επιπλέον, σύμφωνα με τη μεθοδολογία που υιοθετήθηκε και αναλύεται παρακάτω, χρησιμοποιήθηκαν οι αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών για τα ίδια χρονικά διαστήματα που μετρήθηκαν οι αποδόσεις των μετοχών. Όλα τα απαραίτητα στοιχεία, αντλήθηκαν από τον ιστότοπο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (<http://www.ase.gr>) και την εφημερίδα Ναυτεμπορική (<http://www.naftemporiki.gr>). Η στατιστική επεξεργασία των δεδομένων έγινε με τη βοήθεια του προγράμματος επεξεργασίας στατιστικών δεδομένων, Minitab.

2.2 Μεθοδολογία Έρευνας

Η μεθοδολογική προσέγγιση που υιοθετήθηκε είναι παρόμοια με αυτή των Vazakidis και Athianos (2010) όπως επίσης και με αυτή των Kosmidis-Terzidis-Geka-Stavropoulos (2012). Αρχικά υπολογίστηκαν οι αποδόσεις των μετοχικών τίτλων. Σύμφωνα με προηγούμενες παρόμοιες έρευνες, υπολογίστηκαν οι αποδόσεις των μετοχικών τίτλων υπολογίστηκαν με βάση την ακόλουθη σχέση:

$$R_t = (P_t) - (P_{t-1})$$

όπου P_t είναι η τιμή της μετοχής της σημερινής ημέρας και P_{t-1} είναι η τιμή της μετοχής μιας ημέρας πριν.

Έπειτα υπολογίστηκαν και οι αντίστοιχες αποδόσεις του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. Οι αποδόσεις αυτές υπολογίζονται από τον τύπο:

$$R_m = (G_t) - (G_{t-1})$$

όπου G_t είναι η τιμή της μετοχής της σημερινής ημέρας του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών και G_{t-1} είναι η τιμή της μετοχής μιας ημέρας πριν του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών.

Μετά προσπαθήσαμε να διαπιστώσουμε την ύπαρξη μη κανονικών αποδόσεων σε ένα παράθυρο γεγονόςτος (-20,+20). Ο υπολογισμός των μη κανονικών αποδόσεων βασίστηκε στο υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη αγοράς (market adjusted model). Το υπόδειγμα αυτό παρουσιάζεται αλγεβρικά ως εξής:

$$AR_t = R_t - R_m$$

Η μη κανονική απόδοση (Abnormal Return – AR) της μετοχής, προκύπτει από τη διαφορά πραγματοποιηθείσας απόδοσης (R) και της απόδοσης του δείκτη αγοράς (R_m). Την απόδοση της αγοράς την προσομοιώσαμε με την επίδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Βασιζόμενοι στα παραπάνω, εκτιμήσαμε την μέση τιμή των

μη κανονικών αποδόσεων των μετοχών, ανά ημέρα, μέσα στο παράθυρο γεγονότος (-20,+20), καθώς και τη στατιστική σημαντικότητα της.

Η παρούσα μελέτη υιοθέτησε μία ακόμη μεθοδολογική προσέγγιση για την καλύτερη ερμηνεία των μη κανονικών αποδόσεων. Η προσέγγιση αυτή συνίσταται στον υπολογισμό της μέσης τιμής των μη κανονικών αποδόσεων ανά έτος. Πιο συγκεκριμένα υπολογίσαμε την μέση μη κανονική απόδοση από τις εταιρείες που έκαναν αποκοπή νομίσματος σε κάθε έτος . (Vazakidis και Athianos ,2010)

2.2.1 Υποδείγματα Υπολογισμού Αποδόσεων

Σημαντικό προς αναφορά είναι το γεγονός πως στον υπολογισμό των αποδόσεων αντιμετωπίζονται προβλήματα μη προσαρμογής των τιμών από μεταβολές της αγοράς. Οι Eades ,Hess και Kim(1984) , Lakonishok και Vermaelen(1983, 1986) ,Grammatikos (1989) χρησιμοποίησαν τρεις μεθόδους που ήταν γνωστοί από τους Brown Warner (1980,1985) οι οποίες ήταν οι εξής:

α) Το υποδειγμα της «αγοράς»

β) Το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς»

Τα τρία αυτά υποδείγματα εξουδετερώνουν τις μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές των μετοχών από την αγορά.

Τα παραπάνω υποδείγματα υπολογίζουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις στην ανακοίνωση ενός σημαντικού οικονομικού γεγονότος από την επιχείρηση, ως διαφορά μεταξύ «πραγματικών» αποδόσεων την ημέρα του γεγονότος και «κανονικών» ή «αναμενόμενων» αποδόσεων των μετοχών.

$$AR_{it}=R_{it}-E(R_{it})$$

Όπου AR_{it} οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της μετοχής i την ημέρα αποκοπής ($t=0$) και γύρω από αυτήν, R_{it} η πραγματική απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και $E(R_{it})$ η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t .

- Το υποδείγμα της «αγοράς»(Market Model) υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την διαδικασία:

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} + e_{it} \text{ όπου,}$$

R_{it} η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t ,

R_{mt} η απόδοση του χαρτοφυλακίου την ημέρα t ,

$i=1, \dots, N$

$t=1, \dots, N$

$\beta = \text{Cov}(R_{it}, R_{mt}) / \text{Var}(R_{mt})$ ο συστηματικός κίνδυνος

$\alpha = E(R_{it}) - \beta * E(R_{mt})$ και

e_{it} το υπολογιστικό σφάλμα της μετοχής i την ημέρα t που έχει κανονική κατανομή και μέσο μηδέν. Υποθέτουμε ότι η διακύμανση του e_{it} είναι σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Όσον αφορά τα υποδείγματα εκτίμησης αποδόσεων, τόσο οι αποδόσεις μετόχων (R_{it}), όσο και οι αποδόσεις της αγοράς (R_{mt}) υπολογίζονται με τη χρήση του νεπέριου λογάριθμου ως εξής:

$$R_{it} = \ln(P_{it}) - \ln(P_{it-1})$$

όπου,

P_{it} η τιμή μετοχής i την ημέρα t

P_{it-1} η τιμή μετοχής i την ημέρα $t-1$ και

R_{it} = ο νεπέριος λογάριθμος της απόδοσης της μετοχής i την ημέρα t . Κατά αντιστοιχία υπολογίζεται και η απόδοση της αγοράς R_{mt} .

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι ο δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά.

- Το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς»(Market-Adjusted Returns Model) η υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής i δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της (R_{it}) και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t

$$(R_{mt}): AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή R_{mt} , αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή (δηλαδή, $\alpha = 0$ και $\beta = 1$ για κάθε μετοχή).

Όπως και στην περίπτωση του υποδείγματος της αγοράς, έτσι και στο υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, υπολογίζονται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις.

2.3 Έλεγχος Στατιστικών Υποθέσεων

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι ο έλεγχος της σημαντικότητας της μερισματικής πολιτικής στην αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Εάν η ανακοίνωση του μερίσματος δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής, όπως υποστηρίζουν οι Modigliani και Miller, τότε η μέση τιμή της μη κανονικής απόδοσης πρέπει να ισούται με το μηδέν. Σε διαφορετική περίπτωση που υπάρχουν τιμές, θετικές ή αρνητικές, η θεωρία μετάδοσης μηνυμάτων μέσω της μερισματικής πολιτικής στην αγορά επαληθεύεται.

Για να διαπιστώσουμε την πιθανότητα σύμφωνα με την οποία, οι μέσες τιμές των μη κανονικών αποδόσεων έχουν τιμές διάφορες του μηδενός, χρησιμοποιήσαμε τη μεθοδολογία του ελέγχου στατιστικών υποθέσεων της t student κατανομής (t-test). Οι μηδενικές υποθέσεις που μελετήσαμε παρουσιάζεται παρακάτω:

H_0 Average (ARt)=0

H_0 (ARt)=0 ανά εταιρεία.

Ο έλεγχος των παραπάνω υποθέσεων έγινε τόσο σε ετήσια βάση για τον μέσο όρο των μερισμάτων όλων των εταιρειών, όσο και ξεχωριστά για κάθε μία εταιρεία που απέκοψε μέρισμα στο χρονικό διάστημα της πενταετίας 2009-2013.

2.4 Παρουσίαση και Ανάλυση των Αποτελεσμάτων

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζουμε τις παρατηρήσεις που είχαμε και σχετίζονται με τον μέσο όρο των μη κανονικών αποδόσεων. Δίνουμε έμφαση στις παρατηρήσεις που βρήκαμε ότι είναι στατιστικά σημαντικές και δίνονται αναλυτικά στο προσάρτημα της μελέτης. Παρουσιάζουμε τα αποτελέσματα ανά έτος στο μέσο όρο αλλά και ανά εταιρία .

- I. Το 2010 έκαναν αποκοπή μερίσματος οι εξής εταιρίες Πετρόπουλος , ΜΕΤΚΑ , Kleeman, Λύκος, Ο.Λ.Θ , DIONIC, Βογιατζόγλου και Ευρωσύμβουλοι δηλαδή οκτώ εκ των δεκατεσσάρων μελετώμενων εταιριών.

Εξετάζοντας τα δείγματα μας ανά εταιρεία διαπιστώσαμε ότι μόνο για την Βογιατζόγλου οι παρατηρήσεις των μη κανονικών αποδόσεων είχαν στατιστική σημαντικότητα σε επίπεδο $\alpha=10\%$ και πιο συγκεκριμένα με $P\text{-Value} = 0,083$. Για τις υπόλοιπες επτά εταιρίες τα αποτελέσματα της $P\text{-Value}$ ήταν υψηλή με αποτέλεσμα να μην υφίσταται στατιστική σημαντικότητα.

Όμως η εικόνα αλλάζει εάν εξετάσουμε το δείγμα μας για το μέσο όρο των μη κανονικών αποδόσεων . Σε αυτή την περίπτωση διαπιστώσαμε $P\text{-value}= 0,1$ και έτσι σε επίπεδο σημαντικότητας $\alpha=0,1$ συμπεραίνουμε την ύπαρξη στατιστικής σημαντικότητας για τις μη- κανονικές αποδόσεις του έτους 2010 .

- II. Το 2011 οι εταιρίες που έδωσαν μέρισμα ήταν οι Ο.Λ.Π , Ο.Λ.Θ , Λύκος, Kleeman, Μετκα και Nexan κατά δύο λιγότερες από την προηγούμενο έτος .

Στον έλεγχο που κάναμε σε επίπεδο εταιριών βρήκαμε ότι μόνο η Ο.Λ.Θ. έχει μη κανονικές τιμές με στατιστική σημαντικότητα $\alpha=5\%$ και $P\text{-value} = 0,020$.

Εάν εξετάσουμε το δείγμα μας για το μέσο όρο των μη κανονικών αποδόσεων τότε βρίσκουμε συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και του γενικού δείκτη με βαθμό σημαντικότητας 5% και συγκεκριμένα το $P\text{-value} = 0,043$.

- III. Το 2012 οι εταιρίες που έκαναν αποκοπή μερίσματος είναι οι Ο.Λ.Θ , Ο.Λ.Π , Metka , και Γενική Εμπορίου.

Στο $t\text{-test}$ που κάναμε όμως δεν μπορέσαμε να διαπιστώσουμε κάποια στατιστική σημαντικότητα μεταξύ των μη κανονικών αποδόσεων καθώς το $P\text{-value} = 0,163$ είναι ιδιαίτερα υψηλό.

Επίσης και σε επίπεδο εταιριών δεν διαπιστώθηκε καμία αξιόλογη P-value με αποτέλεσμα την μη ύπαρξη και στατιστικής σημαντικότητας .

- IV. Το 2013 έδωσαν πολύ λίγες εταιρίες μέρισμα και συγκεκριμένα μόνο οι Ο.Λ.Θ, Ο.Λ.Π και Metka .

Εφόσον μετρήσαμε τα αποτελέσματα δεν μπορέσαμε να βρούμε κάποια στατιστική σημαντικότητα των μη κανονικών τιμών γιατί στην περίπτωση του συνόλου των εταιριών $P\text{-Value} = 0,454$ και είναι ιδιαίτερα υψηλό.

Επίσης στα τεστ που κάναμε σε κάθε εταιρία ξεχωριστά βρήκαμε αντίστοιχα υψηλές τιμές που δεν μας επέτρεπαν να θεωρήσουμε στατιστική σημαντικότητα στις μη κανονικές αποδόσεις.

- V. Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι το 2014 κάποιες εταιρίες ανέκυψαν έτσι έδωσαν περισσότερες εταιρίες μέρισμα δηλαδή οι εξής Ο.Λ.Θ, Ο.Λ.Π, Frigoglass, Βογιατζόγλου, Γενική Εμπορίου, Μέτκα , ΕΛΤΡΑΚ , Flexopack δηλαδή περισσότερες από τις μισές επιχειρήσεις που εξετάζονται .

Κάνοντας το t- test για το σύνολο των εταιριών διαπιστώνουμε ότι ο μέσος όρος των μη κανονικών αποδόσεων έχει στατιστική σημαντικότητα με δείκτη εμπιστοσύνης 5% εφόσον $P\text{-value} = 0,048$.

Επίσης βρίσκουμε ότι οι μη κανονικές αποδόσεις για την εταιρία ΕΛΤΡΑΚ έχουν στατιστική σημαντικότητα με $P\text{-value} = 0,0$.

ΣΥΣΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Παρόλο που επιλέξαμε δείγματα από μια δύσκολη χρονική περίοδο για το ελληνικό χρηματιστήριο και δεν υπήρχαν αρκετές εταιρίες που έδιναν μερίσματα μπορούμε να υποστηρίξουμε ότι τα αποτελέσματα της έρευνας που κάναμε συμφωνούν με προηγούμενες μελέτες που έχουν γίνει στο θέμα και πιο συγκεκριμένα διαπιστώνουμε ότι η θεωρία των Modigliani -Miller για μη επίδραση στην τιμή της μετοχής και συνεπώς στην αξία των επιχειρήσεων, δεν στηρίζεται από τα εμπειρικά μας δεδομένα. Η διανομή μερίσματος δεν βρίσκει εφαρμογή στο ελληνικό χρηματιστήριο καθώς διαπιστώσαμε στατιστική σημαντικότητα.

Κατά τη διάρκεια τις πενταετίας που εξετάσαμε μονάχα τρεις εκ των δεκατεσσάρων εταιριών μοιράζουν συστηματικά μερίσματα και αυτές είναι ο Ο.Λ.Θ ο οποίος έχει κάνει αποκοπή μερίσματος επί πέντε συναπτά έτη, η Metka η οποία επίσης έχει μοιράσει πέντε έτη μέρισμα και ο Ο.Λ.Π. με αποκοπή μερισμάτων σε τέσσερις εκ των πέντε εξεταζόμενων περιόδων. Οι υπόλοιπες εταιρίες του υπερκλάδου μοίρασαν μέρισμα ελάχιστες ή μια και μοναδική φορά κατά το εξεταζόμενο διάστημα.

Στον υπερκλαδό που εξετάσαμε μπορούμε να έχουμε έναν επιπλέον διαχωρισμό όσον αφορά την δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Ο διαχωρισμός έχει ως εξής :

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ & ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΕΥΡΟΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	KLEEMAN	ΕΛΤΡΑΚ
ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ	FLEXORACK	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ
Ο.Λ.Π.	ΛΥΚΟΣ	NEXAN
Ο.Λ.Θ	METKA	FRIGOGLASS
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ		DIONIC

Όσον αφορά την πρώτη κατηγορία , παρατηρούμε πως οι δυο εκ των πέντε εταιρειών Ο.Λ.Θ. και Ο.Λ.Π. είναι οι εταιρείες που έχουν την συχνότερη αποκοπή νομίσματος ,πέντε συναπτά έτη για τον Ο.Λ.Θ. και τέσσερα εκ των πέντε της εξεταζόμενης περιόδου για τον Ο.Λ.Π. .Η μερισματική πολιτική των δυο αυτών εταιριών οφείλεται κατά κύριο λόγο στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας και είναι έντονο το κρατικό στοιχείο αλλά και στο είδος των υπηρεσιών που προσφέρουν μιας και αναφερόμαστε στα δυο μεγαλύτερα λιμάνια της χώρας ,εφόσον τόσο η ναυτιλία όσο και ο τουρισμός αποτελούν μεγάλο κομμάτι του εγχώριου ακαθάριστου προϊόντος. Οι υπόλοιπες τρεις επιχειρήσεις Ευρωσύμβουλοι ,Βογιατζόγλου ,Γενική Εμπορίου κάνουν αποκοπή μερίσματος σε σχετική συμφωνία με τις επιχειρήσεις των άλλων δυο κατηγοριών ,μία ή και δύο φορές σε αναλογία πέντε ετών.

Στην κατηγορία των βιομηχανικών προϊόντων η Metka μοιράζει μέρισμα και για τα πέντε έτη που μελετάμε συνεχόμενα. Η πολιτική αυτή της Metka οφείλεται στις μεγάλες συμβάσεις που έχει καταφέρει να υπογράψει τόσο σε εγχώριο επίπεδο με την συνεργασία της με την Τρενοσε όσο και σε αλλοδαπό αφού δραστηριοποιείται έντονα σε χώρες όπως η Συρία ,το Ιράκ και η Αλγερία . Επίσης η απορρόφηση της Rodax το 2012 μεσούσης της οικονομικής κρίσης έδωσε επιπλέον ώθηση στην επιχείρηση . Οι Kleeman, Flexopack και Λύκος δεν ακολουθήσανε αντίστοιχη πορεία με την Metka αφού μοιράζουν ελάχιστες φορές μέρισμα.

Στην κατηγορία των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται τόσο στον βιομηχανικό όσο και στον κλάδο των υπηρεσιών ταυτόχρονα η αποκοπή μερίσματος πραγματοποιήθηκε μία φορά για κάθε μία από τις Ελτρακ , Πετρόπουλο, Dionic , Nexan και Frigoglass. Η στάση τους αυτή υποδηλώνει πως η οικονομική κατάσταση της χώρας δυσχέρηνε κατά πολύ την αποκοπή μερίσματος για αυτές.

Η μελέτη μας έδειξε ότι οι επενδυτές έχουν θετικές προσδοκίες από την ανακοίνωση του μερίσματος αλλά η τιμή της μετοχής δείχνει να μειώνεται μετά την ανακοίνωση για την διανομή αυτού. Επίσης διαφαίνεται η τάση να επιβεβαιώνεται η θεωρία ‘μετάδοσης μηνύματος’ (signaling theory). Οι Έλληνες επενδυτές φαίνεται να πιστεύουν πως μία πληρωμή μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως ‘μηχανισμός αποστολής πληροφοριών’(signaling device) σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές και τα κέρδη μιας

εταιρείας. Όμως η μελλοντική ανάπτυξη μιας εταιρείας τότε, στηρίζεται πάντοτε στην ένδειξη των εκάστοτε αυξήσεων η μειώσεων του επιπέδου των μερισμάτων για αυτό και συχνά οι επενδυτές οδηγούνται σε λανθασμένες ερμηνείες.

Αξίζει στο σημείο αυτό να αναφερθούμε στον τρόπο με τον οποίο το Ελληνικό επενδυτικό κοινό αντιμετωπίζει τα μερίσματα όπως φαίνεται από την συμπεριφορά που αναπτύσσει απέναντι τους. Από τα αποτελέσματα προκύπτει ότι οι επενδυτές εκδηλώνουν ενδιαφέρον για τα μερίσματα. Από ότι φαίνεται επίσης ένα μεγάλο ποσοστό από αυτούς δείχνει σαφή προτίμηση για τα μερίσματα που διανέμονται με τη μορφή μετρητών. Μικρό θα είναι το ποσοστό πιθανόν ίσως πλουσιότεροι και πιο μοντέρνα επενδυτικά μυαλά να δείχνουν μία μικρή προτίμηση για τα μερίσματα με τη μορφή μετοχών, προφανώς από ενδιαφέρον για την αύξηση και επέκταση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου και όχι μόνο για την τρέχουσα ποσότητα μετρητών που κατέχουν.

Το γενικότερο συμπέρασμα που θα μπορούσε να συνάγει κανείς από τα στοιχεία της έρευνας είναι ότι Έλληνες ιδιώτες επενδυτές των συγκεκριμένων επιχειρήσεων προτιμούν να καταναλώνουν ένα σημαντικό μέρος των μερισμάτων που εισπράττουν. Με άλλα λόγια επενδύουν προκειμένου να κερδίσουν χρήματα τα οποία προορίζονται να χρησιμοποιήσουν άμεσα. Λόγω των ειδικών οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στην Ελλάδα (υψηλές τιμές βασικών καταναλωτικών αγαθών, απογοήτευση όπως χαμηλούς μισθούς και τις συντάξεις)οι Έλληνες μικροεπενδυτές ενδιαφέρονται κυρίως για την αύξηση των μετρητών τους και όχι την αύξηση των επενδύσεων τους.

Από την ανάλυση , παρατήρηση του τρόπου αποκοπής μερισμάτων που έχουν κάνει οι επιχειρήσεις του υπερκλάδου αυτού αλλά και από την στάση των Ελλήνων επενδυτών μιας και επιβεβαιώνεται η θεωρία 'μετάδοσης μηνύματος' προτείνουμε την συχνότερη αποκοπή μερίσματος για τις επιχειρήσεις εφόσον αυτό δίνει ώθηση στους επενδυτές να τις ακολουθήσουν άλλα και μελετώντας το παράδειγμα της Metka οι συμφωνίες και η δραστηριοποίηση εκτός του ελλαδικού χώρου αποτελούν έναν ακόμη κινητήριο μοχλό.

Συμπληρωματικά να ξαναδιατυπώσω ότι κάποια αποτελέσματα δεν έδειξαν να έχουν στατιστική σημαντικότητα και επειδή διανύουμε μια περίοδο όπου το μέρισμα φορολογείτε (μια συνθήκη που δεν ίσχυε στις προηγούμενες μελέτες που έχουν γίνει) και τέλος επειδή οι

εταιρίες δεν προχωρούν στην αποκοπή μερίσματος πρέπει να γίνει περαιτέρω έρευνα στο συγκεκριμένο ζήτημα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Κοτζαμάνης Στέφανος, «Ο κόσμος των επενδύσεων», Εκδόσεις Finance Invest Ρεπούσης, 2007, pp. 196-213
- Μητσιόπουλος Γιάννης, «Χρηματοοικονομικές κρίσεις και Επενδυτικά εργαλεία» Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2001
- Καραθανάση ,Γ, Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματοοικονομικές Αγορές , 2^η έκδοση , Εκδόσεις Ευγ. Μπένου ,Αθήνα , 1998
- Παπούλια , γ., Χρηματοοικονομική Διοίκηση , 3^η έκδοση , Εκδόσεις Β. Παπούλιας, Αθήνα ,1993.
- Φιλιππάτου ,Γ. Κ.-Π.Ι. Αθανασόπουλου , «Κόστος κεφαλαίου – Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου , Εκδόσεις Παπαζήση ,Αθήνα ,1986»
- Δασιλας Απόστολος Αθανασιος «ανάλυση της μερισματικής των εταιρειών του χρηματιστηρίου Αθηνών : οι περιπτώσεις της αποκοπής και ανακοίνωσης διανομής νομίματος. 2009

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Vazakidis, A. and S. Athianos, (2010), “Do dividend announcements affect the stock prices in the Greek stock market?”, International Journal of Economic Sciences and Applied Research, 3, pp. 57-77.
- Papaioannou, G. Travlos, N. and N. Tsangarakis, (2000), “Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distribution”, European Financial Management, 6(4), pp. 515-531
- Abor, J. and G. Bokpin, (2010), “Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy. Evidence for Emerging markets”, Studies in Economics and Finance, 27, pp. 180-194
- Allen, D.E. and V.S. Rachim, (1996), “Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence”, Applied Financial Economics, 6(2), pp. 175-188
- Ambarish, R. John, K. and J. Williams, (1987), “Efficient signaling with dividends and investments”, Journal of Finance, 42, pp. 321–343
- Baker, H.K. Farrelly, G.E. and R.B. Edelman, (1985), “A survey of management views on dividend policy”, Financial Management, 14, pp.

- Bar-Yosef, S. and L. Huffman, (1986), "The information content of dividends: a signalling approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, pp. 47–58
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 259–270
- Bhattacharya, S. (1980), "No dissipative signaling structures and dividend policy", *Quarterly Journal of Economics*, 95, pp. 1–24
- Brown, S. and J. Warner, (1985), "Using daily stock return: The case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 3-32
- Darling, P.G. (1957), "The influence of expectations and liquidity on dividend policy", *Journal of Political Economy*, 65, pp. 209–224
- DeAngelo, H. DeAngelo., L. and D. Skinner, (1996), "Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 341-371
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, (2006), "The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem", *Journal of Financial Economics*, 79 pp. 293-315
- Elton, E.J. and M.J. Gruber, (1970), "Marginal stockholders tax rates and the clientele effect", *Review of Economics and Statistics*, February, pp. 68-74
- Fama, E.F. and H. Babiak, (1968), "Dividend policy: an empirical analysis" *Journal of American Statistical Association*, 63, pp. 1132–1161
- Feldstein, M.S. and J. Green, (1983), "Why do companies pay dividends?", *American Economic Review*, 73, pp. 17–30
- Frankfurter, G.M. and W.R. Lane, (1992), "The rationality of dividends", *International Review of Financial Analysis*, 1, pp. 115–129
- Frankfurter, G.M. and B.G. Wood Jr. (2002), "Dividend policy theories and their empirical tests", *International Review of Financial Analysis*, 11(2), pp. 111-138
- Gordon, M. (1959), "Dividends, earnings and stock prices", *Review of*

- Economics and Statistics, 41, pp. 99-105
- Gordon M. (1963), “Optimal investment and financial policy”, Journal of Finance, May, pp. 264–272
 - Hakansson, N.H. (1982), “To pay or not to pay dividend.” Journal of Finance, 37, pp. 415–428
 - Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers” American Economic Review, 76, pp. 323–329
 - John, K. and J. Williams, (1985), “Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium” Journal of Finance, 40, pp. 1053–1070
 - Kale, J.R. and T.H. Noe, (1990), “Dividends, uncertainty, and underwriting costs under asymmetric information” Journal of Finance, 13, 265–277
 - Kumar, P. (1988), “Shareholder–manager conflict and the information content of dividends” Review of Financial Studies, 1, pp. 111–136
 - Lintner, J. (1956), “Optimal dividends and corporate growth under uncertainty”, Quarterly Journal of Economics, 78, pp. 49–95
 - Lintner, J. (1962), “Dividends, earning, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations”, Review of Economics and Statistics, 44, pp. 243–269
 - Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy, (1979), “The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence”, Journal of Financial Economics, 7, pp. 163–195
 - Miller, M.H. and F. Modigliani, (1961), “Dividend policy, growth, and the valuation of shares” Journal of Business, 34, pp. 411–433
 - Miller, M.H., and K. Rock, (1985), “Dividend policy under asymm
 - Kosmidis-Terzidis-Geka-Stavropoulos , The impact of dividend policy in corporate valuation: Empirical analysis of the Greek industrial sector, Prime, Vol 5, 2012 , 54-67

Ηλεκτρονικές πηγές

www.naftemporiki.gr

www.xelex.gr

<http://www.indeepanalysis.gr/?q=node/963>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ - ΠΙΝΑΚΕΣ

A. Πινάκες κανονικών αποδόσεων

2010

Two-Sample T-Test and CI: MEAN TIM; MEAN GEN

Two-sample T for MO ΓΕΝΙΚΟΥ vs MEAN

	N	Mean	StDev	SE Mean
MO ΓΕΝΙΚΟΥ	41	-0,0044	0,0124	0,0019
MEAN	41	-0,0000	0,0121	0,0019

Difference = μ (MO ΓΕΝΙΚΟΥ) - μ (MEAN)

Estimate for difference: -0,00436

95% CI for difference: (-0,00974; 0,00101)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -1,62 P-Value = 0,100 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,012

2011

Two-Sample T-Test and CI: MEAN TIMON; MEAN GEN

Two-sample T for MEAN TIMON vs MEAN GEN

	N	Mean	StDev	SE Mean
MEAN TIMON	41	-0,0020	0,0113	0,0018
MEAN GEN	41	-0,114	0,349	0,055

Difference = μ (MEAN TIMON) - μ (MEAN GEN)

Estimate for difference: 0,1123

95% CI for difference: (0,0037; 0,2209)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 2,06 P-Value = 0,043 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,2471

2012

Two-Sample T-Test and CI: MEAN TIM; MEAN GEN

Two-sample T for MEAN TIM vs MEAN GEN

	N	Mean	StDev	SE Mean
MEAN TIM	41	-0,0025	0,0151	0,0024
MEAN GEN	41	-0,0070	0,0137	0,0021

Difference = μ (MEAN TIM) - μ (MEAN GEN)
 Estimate for difference: 0,00449
 95% CI for difference: (-0,00185; 0,01083)
 T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 1,41 P-Value = 0,163 DF = 80
 Both use Pooled StDev = 0,0144

2013

Two-Sample T-Test and CI: MEAN TIM; MEAN GEN

Two-sample T for MEAN TIM vs MEAN MET

	N	Mean	StDev	SE Mean
MEAN TIM	41	0,0004	0,0190	0,0030
MEAN MET	41	-0,0022	0,0120	0,0019

Difference = μ (MEAN TIM) - μ (MEAN MET)
 Estimate for difference: 0,00264
 95% CI for difference: (-0,00434; 0,00963)
 T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,75 P-Value = 0,454 DF = 80
 Both use Pooled StDev = 0,0159

2014

Two-Sample T-Test and CI: MEAN TIM; MEAN GEN

Two-sample T for MEAN P vs MEAN GEN

	N	Mean	StDev	SE Mean
MEAN P	51	0,0082	0,0238	0,0033
MEAN GEN	51	0,0007	0,0123	0,0017

Difference = μ (MEAN P) - μ (MEAN GEN)
 Estimate for difference: 0,00751
 95% CI for difference: (0,00006; 0,01497)
 T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 2,00 P-Value = 0,048 DF = 100
 Both use Pooled StDev = 0,019

Β. Πινάκες μη κανονικών αποδόσεων

Ο.Λ.Θ. 2010

Two-sample T for metavoli timon vs metavoli genikou

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon	41	0,0001	0,0324	0,0051
metavoli genikou	41	-0,0066	0,0322	0,0050

Difference = μ (metavoli timon) - μ (metavoli genikou)

Estimate for difference: 0,00676

95% CI for difference: (-0,00744; 0,02096)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,95 P-Value = 0,346 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0323

Μετκα 2010

Two-sample T for metavoliGenik vs metavoli

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoliGenik	31	-0,0098	0,0340	0,0061
metavoli	31	-0,0057	0,0359	0,0065

Difference = μ (metavoliGenik) - μ (metavoli)

Estimate for difference: -0,00417

95% CI for difference: (-0,02195; 0,01361)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -0,47 P-Value = 0,641 DF = 60

Both use Pooled StDev = 0,0350

Λύκος 2010

Two-sample T for Rithmos met vs metavolGenikou

	N	Mean	StDev	SE Mean
Rithmos met	41	0,0006	0,0275	0,0043
metavolGenikou	41	-0,0030	0,0265	0,0041

Difference = μ (Rithmos met) - μ (metavolGenikou)

Estimate for difference: 0,00357

95% CI for difference: (-0,00831; 0,01546)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,60 P-Value = 0,552 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0270

kleeman 2010

Two-sample T for metavoli vs metav

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli	41	0,0010	0,0359	0,0056
metav	41	-0,0033	0,0314	0,0049

Difference = μ (metavoli) - μ (metav)

Estimate for difference: 0,00435

95% CI for difference: (-0,01047; 0,01918)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,58 P-Value = 0,560 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0337

Λύκος 2011

Two-sample T for metav vs metav Gen

	N	Mean	StDev	SE Mean
metav	41	-0,0038	0,0178	0,0028
metav Gen	41	-0,0052	0,0156	0,0024

Difference = μ (metav) - μ (metav Gen)

Estimate for difference: 0,00140

95% CI for difference: (-0,00598; 0,00877)

Ο.Α.Θ 2011

Two-sample T for μεταβολη τιμων vs μεταβολη γενικου

	N	Mean	StDev	SE Mean
μεταβολη τιμων	41	-0,0011	0,0200	0,0031
μεταβολη γενικου	31	0,12	1,15	0,21

Difference = μ (μεταβολη τιμων) - μ (μεταβολη γενικου)

Estimate for difference: -0,121

95% CI for difference: (-0,478; 0,237)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -0,67 P-Value = 0,503 DF = 70

Both use Pooled StDev = 0,7535

kleeman 2011

Two-sample T for metavGenik vs rithmosMet

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavGenik	41	-0,0086	0,0432	0,0068
rithmosMet	41	-0,0029	0,0290	0,0045

Difference = μ (metavGenik) - μ (rithmosMet)

Estimate for difference: -0,00564

95% CI for difference: (-0,02183; 0,01055)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -0,69 P-Value = 0,490 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0368

Μετκα 2011

Two-sample T for metv vs metav

	N	Mean	StDev	SE Mean
metv	41	-0,0042	0,0164	0,0026
metav	41	-0,0047	0,0158	0,0025

Difference = μ (metv) - μ (metav)

Estimate for difference: 0,00048

95% CI for difference: (-0,00660; 0,00756)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,13 P-Value = 0,893 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0161

O.A.Π. 2011

Two-sample T for metavoli timon 2011 vs metav2011

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon 2011	41	-0,0022	0,0202	0,0031
metav2011	41	-0,0044	0,0185	0,0029

Difference = μ (metavoli timon 2011) - μ (metav2011)

Estimate for difference: 0,00222

95% CI for difference: (-0,00629; 0,01072)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,52 P-Value = 0,606 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0194

NEXAN 2011

Two-sample T for DIAFORA MET vs m

	N	Mean	StDev	SE Mean
DIAFORA MET	41	0,004	0,118	0,018
m	40	-0,0037	0,0181	0,0029

Difference = μ (DIAFORA MET) - μ (m)

Estimate for difference: 0,0073

95% CI for difference: (-0,0302; 0,0448)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,39 P-Value = 0,698 DF = 79

Both use Pooled StDev = 0,0848

Γενική Εμπορίου 2012

Two-sample T for metavoli vs metav

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli	41	-0,0020	0,0401	0,0063
metav	41	-0,0091	0,0251	0,0039

Difference = μ (metavoli) - μ (metav)

Estimate for difference: 0,00711

95% CI for difference: (-0,00760; 0,02183)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,96 P-Value = 0,339 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0335

Μετκα 2012

Two-sample T for metavoli ggenikou vs metavoli ttimon

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli ggenikou	41	-0,0062	0,0205	0,0032
metavoli ttimon	41	-0,0020	0,0352	0,0055

Difference = μ (metavoli ggenikou) - μ (metavoli ttimon)

Estimate for difference: -0,00421

95% CI for difference: (-0,01687; 0,00844)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -0,66 P-Value = 0,509 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0288

O.A.Θ 2012

Two-sample T for metav2012 timon vs metavoli Genik2012

	N	Mean	StDev	SE Mean
metav2012 timon	41	-0,0028	0,0192	0,0030
metavoli Genik2012	31	-0,0115	0,0287	0,0052

Difference = μ (metav2012 timon) - μ (metavoli Genik2012)

Estimate for difference: 0,00869

95% CI for difference: (-0,00259; 0,01996)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 1,54 P-Value = 0,129 DF = 70

Both use Pooled StDev = 0,0237

O.A.Π 2012

Two-sample T for metavoli timon2012 vs metavoli genikou2012

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon2012	41	-0,0033	0,0375	0,0059
metavoli genikou2012	41	-0,0040	0,0354	0,0055

Difference = μ (metavoli timon2012) - μ (metavoli genikou2012)

Estimate for difference: 0,00074

95% CI for difference: (-0,01530; 0,01679)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,09 P-Value = 0,927 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0365

Μετκα 2013

Two-sample T for metav3 vs metavoli3

	N	Mean	StDev	SE Mean
metav3	41	0,0040	0,0408	0,0064
metavoli3	41	0,0031	0,0244	0,0038

Difference = μ (metav3) - μ (metavoli3)

Estimate for difference: 0,00090

95% CI for difference: (-0,01386; 0,01567)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,12 P-Value = 0,903 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0336

O.A.Θ 2013

Two-sample T for metavoli timon 2013 vs metavoli genikou

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon 2013	41	-0,0004	0,0247	0,0039
metavoli genikou	41	-0,0066	0,0322	0,0050

Difference = μ (metavoli timon 2013) - μ (metavoli genikou)

Estimate for difference: 0,00622

95% CI for difference: (-0,00640; 0,01884)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,98 P-Value = 0,330 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0287

O.A.Π 2013

Two-sample T for μεταβολ τιμων2013 vs μεταβολ γενικου

	N	Mean	StDev	SE Mean
μεταβολ τιμων2013	41	-0,0023	0,0312	0,0049
μεταβολ γενικου	41	-0,0026	0,0262	0,0041

Difference = μ (μεταβολ τιμων2013) - μ (μεταβολ γενικου)

Estimate for difference: 0,00024

95% CI for difference: (-0,01241; 0,01290)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,04 P-Value = 0,970 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0288

O.A.Π. 2014

Two-sample T for μεταβολη τιμων 2014 vs μεταβολη γενικου 2014

	N	Mean	StDev	SE Mean
μεταβολη τιμων 2014	51	0,0018	0,0245	0,0034
μεταβολη γενικου 2014	51	-0,0020	0,0191	0,0027

Difference = μ (μεταβολη τιμων 2014) - μ (μεταβολη γενικου 2014)

Estimate for difference: 0,00375

95% CI for difference: (-0,00488; 0,01238)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,86 P-Value = 0,390 DF = 100

Both use Pooled StDev = 0,0220

ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ 2014

Two-sample T for rythMET vs metGenik

	N	Mean	StDev	SE Mean
rythMET	41	-0,0004	0,0469	0,0073
metGenik	41	-0,0020	0,0156	0,0024

Difference = μ (rythMET) - μ (metGenik)

Estimate for difference: 0,00152

95% CI for difference: (-0,01384; 0,01688)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,20 P-Value = 0,844 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0349

Γενική Εμπορίου 2014

Two-sample T for metavol vs metav Gen

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavol	41	-0,0005	0,0362	0,0057
metav Gen	41	0,0016	0,0199	0,0031

Difference = μ (metavol) - μ (metav Gen)

Estimate for difference: -0,00213

95% CI for difference: (-0,01498; 0,01071)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = -0,33 P-Value = 0,742 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0292

Μετκα 2014

Two-sample T for metavoli timon vs metavoli genikou

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon	41	0,0029	0,0226	0,0035
metavoli genikou	41	-0,0028	0,0172	0,0027

Difference = μ (metavoli timon) - μ (metavoli genikou)

Estimate for difference: 0,00571

95% CI for difference: (-0,00310; 0,01453)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 1,29 P-Value = 0,201 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0201

O.A.Θ 2014

Two-sample T for metavoli timon2014 vs metavoli genikou2014

	N	Mean	StDev	SE Mean
metavoli timon2014	41	0,0042	0,0139	0,0022
metavoli genikou2014	41	0,0008	0,0195	0,0030

Difference = μ (metavoli timon2014) - μ (metavoli genikou2014)

Estimate for difference: 0,00340

95% CI for difference: (-0,00402; 0,01083)

T-Test of difference = 0 (vs \neq): T-Value = 0,91 P-Value = 0,365 DF = 80

Both use Pooled StDev = 0,0169