**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**
**ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**
**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**
**ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)**

**Διπλωματική Εργασία**

# ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

***Επιβλέπων Καθηγητής:***
**Καθηγητής κ. Γεώργιος Αρτίκης**

***Φοιτητής:***
**Γεώργιος Δ. Παπαγεωργίου**

**Πειραιάς, 2008**

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Φοιτητής: Παπαγεωργίου Γεώργιος

Σημαντικοί όροι: Μερισματική Πολιτική, Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης, Χρηματιστηριακή Αξία Εταιρίας, Χρηματιστήριο Αθηνών

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το αντικείμενο της μερισματικής πολιτικής έχει απασχολήσει αρκετούς συγγραφείς και ερευνητές, ενώ και οι διοικήσεις των εταιριών αντιμετωπίζουν πολύ σοβαρά τα θέματα αποφάσεων μερισματικής πολιτικής. Τα συμπεράσματα σχετικά με το εάν η μερισματική πολιτική επηρεάζει τελικά την αξία της εταιρίας –και με ποιον τρόπο- είναι αρκετά συχνά αντικρουόμενα και εμφανίζουν μεγάλες διαφορές, ακόμα και σε περιπτώσεις ερευνών που αφορούν την ίδια χώρα.

Κύριοι στόχοι της έρευνας αυτής είναι να εξετάσει τη μερισματική πολιτική των μεγαλύτερων εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, δίνοντας μεγάλη έμφαση στην επίδραση που έχει η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης στις αποφάσεις της διοίκησης σχετικά με την επιλογή της μερισματικής πολιτικής και, επίσης, να κατανείμει τις εταιρίες που συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα της εργασίας στα τέσσερα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται αναφορικά με την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των εταιριών του δείγματος είναι ο προσδιορισμός της μερισματικής πολιτικής από τα είδη μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν στην πράξη οι επιχειρήσεις, μέσω της ανάλυσης οικονομικών στοιχείων, όπως τα κέρδη ανά μετοχή, τα ετήσια μερίσματα, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών, η μερισματική απόδοση. Στη συνέχεια γίνεται ο προσδιορισμός του σταδίου που βρίσκεται η εταιρία, εξετάζοντας κυρίως τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών, το ύψος των αποθεματικών και την αναπτυξιακή δραστηριότητα της εταιρίας.

Τα συμπεράσματα της έρευνας αναφορικά με τη μερισματική πολιτική των εταιριών εμφανίζουν την πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών ως τη δημοφιλέστερη πολιτική, ενώ και η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή συναντάται αρκετά συχνά. Αναφορικά με τα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε., η πλειονότητα των εταιριών του δείγματος εμφανίζονται να βρίσκονται στα στάδια ανάπτυξης και ωρίμανσης, με λίγες εταιρίες να είναι φθίνουσες. Η συνδυαστική ανάλυση της μερισματικής πολιτικής ανάλογα με τα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε. δείχνει, ότι οι αναπτυσσόμενες εταιρίες παρουσιάζουν ελαφρώς υψηλότερη μερισματική πολιτική σε σχέση με τις ώριμες και στατικές εταιρίες, κάτι που δεν είναι σύμφωνο με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, που υπαγορεύει μικρότερα μερίσματα για τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις.

*Ευχαριστίες*

*Για την περάτωση της παρούσας εργασίας θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής κ. Γεώργιο Αρτίκη, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και σύγχρονο θέμα, όπως επίσης και για τον πολύτιμο χρόνο που αφιέρωσε στις σκέψεις και τους προβληματισμούς μου. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Παναγιώτη Αρτίκη, καθηγητή μου στο μεταπτυχιακό, για τη συμβολή του στη συλλογή των δεδομένων, παρά το βεβαρημένο πρόγραμμά του. Κλείνοντας τις ευχαριστίες αυτές, θα πρέπει να ευχαριστήσω ολόψυχα τους γονείς μου για τη διαρκή οικονομική και, κυρίως, ψυχική υποστήριξη που μου παρέχουν απλόχερα σε κάθε μου βήμα και την ενθάρρυνσή τους σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

**Σελίδα**

**Περίληψη……..II**

**ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ……...III**

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ……....VII**

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ……..IX**

**Κεφάλαιο 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

**1.1 Αντικειμενικός σκοπός εργασίας……..1**

**1.2 Σημασία εργασίας……..2**

**1.3 Διάρθρωση εργασίας……...3**

**Κεφάλαιο 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

**2.1 Ορισμός της μερισματικής πολιτικής……..…5**

**2.2 Καθορισμός πολιτικής μερισμάτων……..…5**

**2.3 Μερισματική πολιτική και αξία εταιρίας……..…7**

**2.3.1 Θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας……..7**

**2.3.2 Θεωρία της αρνητικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας……..…8**

**2.3.3 Θεωρία της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας……..9**

**2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική μερισμάτων……...11**

**2.5 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη……..…15**

**2.5.1 Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή……15**

**2.5.2 Η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών……..16**

**2.5.3 Πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτου……17**

**2.5.4 Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων……...17**

**Κεφάλαιο 3: ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**3.1 Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης……...21**

**3.2 Πολιτική μερισμάτων στα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε. ……..25**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Κεφάλαιο 4: ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

**4.1 Υπολογισμός πρώτου μερίσματος……..28**

**4.2 Φορολογία Μερισμάτων και Κεφαλαιακών Κερδών……..29**

**4.3 Διανομή προμερίσματος……..32**

**Κεφάλαιο 5: ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

**5.1 Η τάση μείωσης των εταιριών που διανέμουν μερίσματα……..…34**

**5.1.1 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αμερική……..34**

**5.1.2 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αγγλία……37**

**5.1.3 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Γερμανία……39**

**5.2 Μερισματική πολιτική και ρυθμός ανάπτυξης των εταιριών στην Αμερική ……40**

**5.3 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη – η περίπτωση της Αγγλίας……...42**

**5.4 Μερισματική πολιτική στην Κίνα……44**

**5.5 Εμπειρικές έρευνες για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά……45**

**Κεφάλαιο 6: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ**

**6.1 Δείγμα……51**

**6.2 Πολιτική μερισμάτων εταιριών δείγματος ……53**

**6.2.1 Εθνική Τράπεζα Ελλάδος……..53**

**6.2.2 Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ)…….....55**

**6.2.3 Eurobank EFG……..57**

**6.2.4 Alpha Bank ……...60**

**6.2.5 Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.)……62**

**6.2.6 Cosmote……64**

**6.2.7 Coca - Cola ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ……66**

**6.2.8 Τράπεζα Πειραιώς……...69**

**6.2.9 Τράπεζα Κύπρου……71**

**6.2.10 Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (Δ.Ε.Η.)……...73**

**6.2.11 Αγροτική Τράπεζα Ελλάδος……75**

**6.2.12 Ελληνικά Πετρέλαια……...78**

**6.2.13 Τιτάν……...80**

**6.2.14 Εμπορική Τράπεζα……82**

**6.2.15 Motor Oil Hellas……..84**

**6.2.16 Marfin Financial Group……87**

**6.2.17 Βιοχάλκο……..89**

**6.2.18 Intralot……...91**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

6.2.19 Γερμανός Α.Β.Ε.Ε. ……94
6.2.20 Τράπεζα της Ελλάδος……..96
6.2.21 Ελληνική Τεχνοδομική……..98
6.2.22 Μυτιληναίος……..100
6.2.23 Τσιμέντα Ηρακλής……103
6.2.24 Ελληνικά Χρηματιστήρια……105
6.2.25 Folli Follie……..107
6.2.26 Vivartia Α.Β.Ε.Ε. ……..110
6.2.27 Jumbo Α.Ε. ……112
6.2.28 Regency Entertainment……..114
6.2.29 Μπάμπης Βωβός Α.Ε. ……116
6.2.30 Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών……119

Κεφάλαιο 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ
7.1 Συμπεράσματα……122
7.1.1 Συμπεράσματα σχετικά με τη μεριστματική πολιτική ……124
7.1.2 Συμπεράσματα σχετικά με τον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής……..126
7.1.3 Συνδυαστικά συμπεράσματα μεριστματικής πολιτικής
και σταδίων Χ.Κ.Ζ.Ε. ……130
7.1.4 Συμπεράσματα ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητας……132
7.1.5 Γενικά συμπεράσματα……..137
7.2 Κατευθύνσεις για περεταίρω έρευνα……138

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……140

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ


| | Σελίδα |
|---|---|
| **Κεφάλαιο 3** | |
| **Πίνακας 3.1 Χαρακτηριστικά Σταδίων Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **22** |
| **Πίνακας 3.2 Πηγές Χρηματοδότησης ανάλογα με το στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **24** |
| **Πίνακας 3.3 Μερισματική Πολιτική στα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **26** |
| **Κεφάλαιο 5** | |
| **Πίνακας 5.1 Μερισματική πολιτική Αγγλικών εταιριών ανά κλάδο** | **43** |
| **Κεφάλαιο 6** | |
| **Πίνακας 6.1 Οικονομικά μεγέθη Εθνικής Τράπεζας** | **53** |
| **Πίνακας 6.2 Οικονομικά μεγέθη ΟΤΕ** | **55** |
| **Πίνακας 6.3 Οικονομικά μεγέθη Eurobank** | **58** |
| **Πίνακας 6.4 Οικονομικά μεγέθη Alpha Bank** | **60** |
| **Πίνακας 6.5 Οικονομικά μεγέθη ΟΠΑΠ Α.Ε.** | **62** |
| **Πίνακας 6.6 Οικονομικά μεγέθη COSMOTE** | **64** |
| **Πίνακας 6.7 Οικονομικά μεγέθη COCA COLA 3E** | **67** |
| **Πίνακας 6.8 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας Πειραιώς** | **69** |
| **Πίνακας 6.9 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας Κύπρου** | **71** |
| **Πίνακας 6.10 Οικονομικά μεγέθη Δ.Ε.Η.** | **73** |
| **Πίνακας 6.11 Οικονομικά μεγέθη Αγροτικής Τράπεζας** | **76** |
| **Πίνακας 6.12 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικών Πετρελαίων** | **78** |
| **Πίνακας 6.13 Οικονομικά μεγέθη Τιτάν** | **80** |
| **Πίνακας 6.14 Οικονομικά μεγέθη Εμπορικής Τράπεζας** | **83** |
| **Πίνακας 6.15 Οικονομικά μεγέθη Motor Oil Hellas** | **85** |
| **Πίνακας 6.16 Οικονομικά μεγέθη Marfin Financial Group** | **87** |
| **Πίνακας 6.17 Οικονομικά μεγέθη Βιοχάλκο** | **89** |
| **Πίνακας 6.18 Οικονομικά μεγέθη Intralot** | **92** |
| **Πίνακας 6.19 Οικονομικά μεγέθη Γερμανός ΑΒΕΕ** | **94** |
| **Πίνακας 6.20 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας της Ελλάδος** | **96** |
| **Πίνακας 6.21 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικής Τεχνοδομικής** | **98** |
| **Πίνακας 6.22 Οικονομικά μεγέθη Μυτιληναίος Α.Ε.** | **101** |
| **Πίνακας 6.23 Οικονομικά μεγέθη Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής** | **103** |
| **Πίνακας 6.24 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.** | **105** |
| **Πίνακας 6.25 Οικονομικά μεγέθη Folli Follie** | **108** |
| **Πίνακας 6.26 Οικονομικά μεγέθη Vivartia** | **110** |


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| | |
|---|---|
| **Πίνακας 6.27 Οικονομικά μεγέθη Jumbo Α.Ε.** | **112** |
| **Πίνακας 6.28 Οικονομικά μεγέθη Regency Entertainment** | **114** |
| **Πίνακας 6.29 Οικονομικά μεγέθη Μπάμπης Βωβός Α.Ε.** | **116** |
| **Πίνακας 6.30 Οικονομικά μεγέθη «Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών (Κ.Α.Ε.)** | **119** |
| **<u>Κεφάλαιο 7</u>** | |
| **Πίνακας 7.1 Συγκεντρωτική παρουσίαση των εταιριών του δείγματος** | **123** |
| **Πίνακας 7.2 Κατανομή των εταιριών ανάλογα με τη μερισματική πολιτική** | **124** |
| **Πίνακας 7.3 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των πολιτικών μερίσματος** | **125** |
| **Πίνακας 7.4 Κατανομή των εταιριών ανάλογα με το στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **126** |
| **Πίνακας 7.5 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **127** |
| **Πίνακας 7.6 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε. χωρίς τις ζημιογόνες χρήσεις** | **129** |
| **Πίνακας 7.7 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε. χωρίς τα μηδενικά μερίσματα** | **129** |
| **Πίνακας 7.8 Μερισματική πολιτική και στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε.** | **131** |
| **Πίνακας 7.9 Μερισματική πολιτική και στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε. σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση** | **132** |
| **Πίνακας 7.10 Μερισματική πολιτική ανάλογα με τον κλάδο** | **134** |
| **Πίνακας 7.11 Στατιστικά στοιχεία μερισματικής πολιτικής ανά κλάδο** | **135** |
| **Πίνακας 7.12 Στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε. των εταιριών ανάλογα με τον κλάδο** | **136** |


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ


| | Σελίδα |
|---|---|
| **Κεφάλαιο 5** | |
| **Διάγραμμα 5-1 : Ποσοστό Αγγλικών εταιριών διανομής μερισμάτων** | **38** |
| **Διάγραμμα 5-2 : Ποσοστό Γερμανικών εταιριών διανομής μερισμάτων** | **39** |
| **Διάγραμμα 5-3 : Μερισματική πολιτική και ρυθμός ανάπτυξης** | **41** |
| **Κεφάλαιο 6** | |
| **Διάγραμμα 6-1 : Μερίσματα και κέρδη για την Εθνική Τράπεζα** | **54** |
| **Διάγραμμα 6-2 : Μερίσματα και κέρδη για τον ΟΤΕ** | **56** |
| **Διάγραμμα 6-3 : Μερίσματα και κέρδη για την Eurobank EFG** | **59** |
| **Διάγραμμα 6-4 : Μερίσματα και κέρδη για την Alpha Bank** | **61** |
| **Διάγραμμα 6-5 : Μερίσματα και κέρδη για την ΟΠΑΠ Α.Ε.** | **63** |
| **Διάγραμμα 6-6 : Μερίσματα και κέρδη για την COSMOTE** | **65** |
| **Διάγραμμα 6-7 : Μερίσματα και κέρδη για την COCA COLA 3E** | **68** |
| **Διάγραμμα 6-8 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα Πειραιώς** | **70** |
| **Διάγραμμα 6-9 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα Κύπρου** | **72** |
| **Διάγραμμα 6-10 : Μερίσματα και κέρδη για την Δ.Ε.Η.** | **74** |
| **Διάγραμμα 6-11 : Μερίσματα και κέρδη για την Αγροτική Τράπεζα** | **77** |
| **Διάγραμμα 6-12 : Μερίσματα και κέρδη για τα Ελληνικά Πετρέλαια** | **79** |
| **Διάγραμμα 6-13 : Μερίσματα και κέρδη για την Τιτάν** | **81** |
| **Διάγραμμα 6-14 : Μερίσματα και κέρδη για την Εμπορική Τράπεζα** | **84** |
| **Διάγραμμα 6-15 : Μερίσματα και κέρδη για την Motor Oil** | **86** |
| **Διάγραμμα 6-16 : Μερίσματα και κέρδη για την Marfin Financial Group** | **88** |
| **Διάγραμμα 6-17 : Μερίσματα και κέρδη για την Βιοχάλκο** | **90** |
| **Διάγραμμα 6-18 : Μερίσματα και κέρδη για την Intralot** | **93** |
| **Διάγραμμα 6-19 : Μερίσματα και κέρδη για την Γερμανός ΑΒΕΕ** | **95** |
| **Διάγραμμα 6-20 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα της Ελλάδος** | **97** |
| **Διάγραμμα 6-21 : Μερίσματα και κέρδη για την Ελληνική Τεχνοδομική** | **99** |
| **Διάγραμμα 6-22 : Μερίσματα και κέρδη για την Μυτιληναίος Α.Ε.** | **102** |
| **Διάγραμμα 6-23 : Μερίσματα και κέρδη για την Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής** | **104** |
| **Διάγραμμα 6-24 : Μερίσματα και κέρδη για την Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.** | **107** |
| **Διάγραμμα 6-25 : Μερίσματα και κέρδη για την Folli Follie** | **109** |
| **Διάγραμμα 6-26 : Μερίσματα και κέρδη για την Vivartia** | **111** |
| **Διάγραμμα 6-27 : Μερίσματα και κέρδη για την Jumbo** | **113** |
| **Διάγραμμα 6-28 : Μερίσματα και κέρδη για την Regency Entertainment** | **115** |
| **Διάγραμμα 6-29 : Μερίσματα και κέρδη για την Μπάμπης Βωβός Α.Ε.** | **118** |
| **Διάγραμμα 6-30 : Μερίσματα και κέρδη για την «Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών»** | **120** |


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## 1.1 Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

*"The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle with pieces that just don't fit together"*

***Black,1976***

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει το σύνολο, σχεδόν, της ακαδημαϊκής κοινότητας ήδη από τις αρχές του αιώνα, όπως επίσης και το σύνολο των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική είναι πολλοί και, κατά συνέπεια, πολλές είναι και οι θεωρητικές προσεγγίσεις για το ρόλο της μερισματικής πολιτικής. Πολλές φορές, τα συμπεράσματα των εμπειρικών μελετών είναι αντικρουόμενα, γεγονός που καθιστά αδύνατη τη συμφωνία των ερευνητών σε κάποιες κοινά αποδεκτές αρχές. Η μερισματική πολιτική εξακολουθεί ακόμα και σήμερα να διχάζει τους ερευνητές. Πολλοί από αυτούς ισχυρίζονται πως είναι ένας γρίφος και αδυνατούν να τον λύσουν

Τα βασικά ερωτήματα που αφορούν τη μερισματική πολιτική είναι: α) πως διαμορφώνεται η μερισματική πολιτική στις επιχειρήσεις και από ποιους παράγοντες εξαρτώνται οι αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική και β) κατά πόσο η υιοθέτηση μιας συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής έχει θετική, αρνητική ή μηδενική επίδραση στην αξία της εταιρίας, η οποία εκφράζεται μέσα από την τιμή της μετοχής της.

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσει τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και να προσδιορίσει τη μερισματική πολιτική που χρησιμοποιείται στην πράξη από κάθε εταιρία, συνδέοντας τις αποφάσεις αυτές με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης. Η υλοποίηση του αντικειμενικού σκοπού επιτυγχάνεται με την ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων του δείγματος, τον καθορισμό του είδους της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν και την κατάταξη των εταιριών στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης. Απώτερος στόχος της ανάλυσης αυτής είναι να επισημανθεί αν εφαρμόζονται οι θεωρίες του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής κατά τη λήψη των αποφάσεων μερισματικής πολιτικής από τις ελληνικές επιχειρήσεις και, δευτερευόντως, να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

εξεταστεί αν η ακολουθούμενη μερισματική πολιτική επηρέασε –και με ποιόν τρόπο- την αξία της εταιρίας.

## 1.2 Σημασία εργασίας

Ο σημαντικότερος, ίσως, παράγοντας που καθιστά χρήσιμη τη διεξαγωγή της μελέτης αυτής είναι η προσπάθεια σύνδεσης των θεωριών της μερισματικής πολιτικής και των Αρχών του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων. Οι μέχρι τώρα έρευνες ασχολούνταν είτε με την εμπειρική διερεύνηση των θεωριών μερισματικής πολιτικής, είτε με την κατανομή των επιχειρήσεων στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, χωρίς να εξετάζουν, παράλληλα, την αντιστοιχία που υπάρχει μεταξύ των θεωριών αυτών και πως η αλληλεπίδραση τους και τα κοινά χαρακτηριστικά τους επηρεάζουν τις διοικήσεις των εταιριών στις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής.

Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι η μελέτη αυτή αφορά τις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών, συνεπώς τα αποτελέσματα της έρευνας βασίζονται στα ελληνικά δεδομένα. Έτσι είναι δυνατή η σύγκριση των αποτελεσμάτων αυτών με τα αντίστοιχα αποτελέσματα από μελέτες που έχουν γίνει σχετικά με το ίδιο θέμα και αφορούν ξένες επιχειρήσεις. Δίνεται, δηλαδή, η δυνατότητα σύγκρισης της συμπεριφοράς που επιδεικνύουν οι ελληνικές εταιρίες με τις ξένες εταιρίες, αναφορικά με τη μερισματική τους πολιτική. Επίσης δίνεται η δυνατότητα σύγκρισης των αναπτυξιακών προοπτικών και του σταδίου ωριμότητας τους μεμονωμένα για κάθε εταιρία, αλλά και σε επίπεδο κλάδου, και κατ' επέκταση των οικονομιών των χωρών, στις οποίες διεξάγονται οι μελέτες αυτές.

Ο τελευταίος παράγοντας είναι αρκετά σημαντικός, αφού είναι γνωστό, ότι στην Ελλάδα παρουσιάζονται αρκετές ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις άλλες χώρες, που επικεντρώνονται κυρίως στο θεσμικό περιβάλλον (π.χ. η μη φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών και των μερισμάτων και η ύπαρξη ελάχιστου υποχρεωτικού ποσοστού διανεμόμενων κερδών), αλλά αφορούν γενικότερα και στο πλαίσιο λειτουργίας της αγοράς (π.χ. διαφορές στο πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων, στη διανομή προμερισμάτων, στο βαθμό αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς). Αποτέλεσμα όλων αυτών των διαφορών είναι να είναι άγνωστο, αν τα συμπεράσματα των μελετών των ξένων εταιριών ισχύουν και στην Ελλάδα.

Τέλος, η έλλειψη συγκεκριμένης απάντησης για τον τρόπο που η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της εταιρίας, αλλά και η έλλειψη σαφούς καθορισμού των παραγόντων που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική τονίζουν τη σημασία της μελέτης και των αποτελεσμάτων της.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 1.3 Διάρθρωση εργασίας

Η δομή της διπλωματικής εργασίας έχει ως εξής:

Στο κεφάλαιο 2 δίνεται ο ορισμός της μερισματικής πολιτικής και παρουσιάζονται ορισμένες θεωρίες καθορισμού της μερισματικής πολιτικής. Στη συνέχεια περιγράφονται οι τρεις βασικές θεωρίες σχετικά με τη μερισματική πολιτική και την επίδρασή της στην αξία της εταιρίας (θεωρίες θετικής, αρνητικής επίδρασης και μη επίδρασης στην αξία της εταιρίας). Ύστερα αναφέρονται οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική και, τέλος, παρουσιάζονται οι πολιτικές μερισμάτων που χρησιμοποιούνται στην πράξη από τις εταιρίες, κάτι που αποτελεί και ένα από τα βασικά αντικείμενα της εμπειρικής ανάλυσης.

Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, τα χαρακτηριστικά και οι πηγές χρηματοδότησης κάθε σταδίου, καθώς και η πολιτική μερισμάτων που ακολουθείται, σε θεωρητικό επίπεδο, από τις επιχειρήσεις ανάλογα με το στάδιο που βρίσκονται.

Στο κεφάλαιο 4 γίνεται αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο της πολιτικής μερισμάτων, σύμφωνα με τους νόμους που ισχύουν στην Ελλάδα. Αναλύεται ο τρόπος προσδιορισμού του πρώτου μερίσματος και, επίσης, παρουσιάζεται η κατάσταση που ισχύει σχετικά με τη φορολογία των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Τέλος, γίνεται αναφορά στην νομοθεσία της διανομής προμερίσματος και στους λόγους που οι επιχειρήσεις προχωρούν σε μια τέτοια κίνηση.

Στο κεφάλαιο 5 περιγράφονται διάφορες εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει στο εξωτερικό σχετικά με τη μερισματική πολιτική. Αρχικά περιγράφονται οι μελέτες που παρουσιάζουν μια γενικότερη τάση μείωσης των εταιριών που διανέμουν μερίσματα στην Αμερική, στην Αγγλία και στη Γερμανία, ενώ αρκετά σημαντική είναι και η μελέτη που παρουσιάζει την εξέλιξη της μερισματικής πολιτικής ανάλογα με το ρυθμό ανάπτυξης των επιχειρήσεων στην Αμερική, όπως επίσης και η έρευνα για τις πολιτικές μερισμάτων που χρησιμοποιούνται στην πράξη από τις επιχειρήσεις της Αγγλίας. Τέλος, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζονται και οι εμπειρικές έρευνες που έχουν διεξαχθεί για την ελληνική κεφαλαιαγορά από Έλληνες συγγραφείς.

Στο κεφάλαιο 6, που αποτελεί και το κύριο μέρος της έρευνας, αναλύονται τα εμπειρικά δεδομένα από τις 30 μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αρχικά, γίνεται αναφορά στο δείγμα και τη μεθοδολογία της εργασίας και στη συνέχεια παρουσιάζεται η μερισματική πολιτική για κάθε εταιρία ξεχωριστά

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Στο κεφάλαιο 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της έρευνας, μέσω χρήσιμων πινάκων, τα οποία κατανέμονται σε επιμέρους συμπεράσματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική, τον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής, καθώς και σε συνδυασμό των δύο παραπάνω θεωριών, ενώ εξάγονται συμπεράσματα και ανά κλάδο δραστηριότητας και παρουσιάζονται κάποια γενικά συμπεράσματα από την ανάλυση που προηγήθηκε.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

## 2.1 Ορισμός της μερισματικής πολιτικής

Η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους της επιχείρησης και επανεπένδυσης των αποθεματικών της μέσα στην επιχείρηση. Έτσι, ενώ τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μια από τις πιο σημαντικές πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μιας εταιρίας, τα μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι. Οι δυο αυτές αντικρουόμενες επιδιώξεις είναι και το βασικό αντικείμενο της πολιτικής μερισμάτων των εταιριών, μια διαδικασία λήψης απόφασης που επωμίζονται τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη στην προσπάθεια τους να συγκεράσουν την επιθυμία των μετόχων για άμεσα χρηματικά οφέλη με την υλοποίηση των στόχων της επιχείρησης για κερδοφόρα αποτελέσματα.

Συνήθως τα μερίσματα καταβάλλονται κάθε έτος, αλλά πολλές εταιρίες πραγματοποιούν καταβολή μερισμάτων κάθε εξάμηνο - με τη μορφή προμερίσματος - ή, σπάνια, κάθε τρίμηνο. Η ακολουθούμενη μερισματική πολιτική αποφασίζεται από την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων, ύστερα από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου και ανακοινώνεται κατά την Ημερομηνία αναγγελίας (declaration date).

Ύστερα, λοιπόν, από τα παραπάνω, το θέμα που αναφύεται είναι αν οι μέτοχοι και η εταιρία είναι σε καλύτερη οικονομική κατάσταση όταν τα καθαρά κέρδη διανέμονται ή όταν παρακρατούνται.

## 2.2 Καθορισμός πολιτικής μερισμάτων

Ο Lintner (1956) πραγματοποίησε μία σειρά συνεντεύξεων με τις διοικήσεις 28 εταιριών προκειμένου να εξετάσει τον τρόπο καθορισμού της μερισματικής τους πολιτικής. Οι εταιρίες αυτές είχαν επιλεχθεί με τέτοιο τρόπο ώστε να καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα χαρακτηριστικών. Με βάση τις απαντήσεις που συνέλλεξε κατέληξε σε δύο συμπεράσματα.

Πρώτον, οι εταιρίες είναι εξαιρετικά διστακτικές να μεταβάλλουν το ύψος του μερίσματος. Η πρώτη σκέψη τους, όταν εξετάζουν το ύψος του μερίσματος που θα διανεμηθεί, είναι αν αυτό χρειάζεται να μεταβληθεί σε σχέση με το προηγούμενο μέρισμα. Πιστεύουν ότι η αγορά επιβραβεύει εκείνες τις εταιρίες που διανέμουν σταθερό μέρισμα ή το αυξάνουν με σταθερό

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ρυθμό. Για το λόγο αυτό είναι εξαιρετικά διστακτικές να αυξήσουν το μέρισμα, επειδή υπάρχει περίπτωση να χρειαστεί να το μειώσουν αργότερα.

Δεύτερον, ο σημαντικότερος παράγοντας καθορισμού του μερίσματος είναι τα κέρδη χρήσης. Οι εταιρίες χρειάζεται να αιτιολογήσουν την απόφαση τους για μεταβολή του μερίσματος με έναν παράγοντα που η αγορά θεωρεί σημαντικό και μπορεί να κατανοήσει εύκολα και τα κέρδη είναι ο πλέον ιδανικός. Οι περισσότερες εταιρίες έχουν μάλιστα υπόψη τους ένα μακροπρόθεσμο στόχο για το ποσοστό των διανεμομένων κερδών, τον οποίο προσεγγίζουν σταδιακά σε κάθε χρήση και με ταχύτητα που διαφέρει για κάθε εταιρία. Κατά συνέπεια σε κάποιες χρήσεις το μέρισμα μπορεί να αυξάνει ακόμη και αν τα κέρδη μειώνονται, εφόσον βέβαια η εταιρία εκτιμά ότι η μείωση αυτή είναι προσωρινή και το ποσοστό των διανεμομένων κερδών είναι κάτω από το μακροπρόθεσμο στόχο.

Αργότερα, ο Rozeff (1982) προσδιόρισε τρεις παράγοντες που επηρεάζουν το μακροπρόθεσμο στόχο για το ποσοστό διανομής κερδών. Σύμφωνα με τη θεωρία του, το ποσοστό αυτό αυξάνει όσο:

- μειώνεται το κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων, οπότε η εταιρία μπορεί να προσφύγει ευκολότερα στην κεφαλαιαγορά για να αναπληρώσει τα κεφάλαια που διανεμήθηκαν
- αυξάνει το κόστος αντιπροσώπευσης, οπότε για να το περιορίσει η εταιρία επιδιώκει αυξημένη διαφάνεια μέσω της συχνότερης προσφυγής της εταιρίας στην κεφαλαιαγορά
- μειώνεται ο κίνδυνος της εταιρίας, οπότε δεν υπάρχει ανάγκη ύπαρξης υψηλών αποθεματικών για την αντιμετώπιση τυχόν έκτακτων αναγκών.

Ένα άλλο υπόδειγμα είναι αυτό των Marsh & Merton (1987). Σε αντίθεση με τον Lintner, ο οποίος προσπάθησε να προβλέψει το μέρισμα σε επίπεδο εταιρίας, οι Marsh & Merton κατέληξαν σε ένα υπόδειγμα για τη μερισματική συμπεριφορά του συνόλου της αγοράς. Το υπόδειγμα αυτό στηρίζεται σε δύο υποθέσεις:

- η μερισματική πολιτική της εταιρίας δεν καθορίζεται μόνο από τα μεγέθη της εταιρίας αλλά και από τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι υπόλοιπες εταιρίες
- το μέρισμα που θα διανεμηθεί δεν εξαρτάται από τα κέρδη χρήσης (όπως ισχυρίστηκε ο Lintner), αλλά από τα μόνιμα κέρδη, τα κέρδη δηλαδή που οι εταιρίες εκτιμούν ότι θα διατηρήσουν και τα επόμενα χρόνια. Τα μόνιμα κέρδη μπορούν να υπολογιστούν κατά προσέγγιση από την εσωτερική αξία της κάθε εταιρίας, η οποία αντανακλάται στην τιμή της μετοχής της.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι Marsh & Merton κατέληξαν λοιπόν σε ένα υπόδειγμα, το οποίο περιγράφει τη συνολική μερισματική συμπεριφορά της αγοράς ως συνάρτηση των προηγούμενων τιμών του δείκτη της αγοράς.

Μία επέκταση του υποδείγματος των Marsh & Merton είναι το υπόδειγμα των Garrett & Priestley (1999). Όπως και οι Marsh & Merton υπέθεσαν ότι το μέρισμα που θα διανεμειθεί δεν εξαρτάται από τα κέρδη χρήσης, αλλά από τα μόνιμα κέρδη και ότι οι περασμένες τιμές είναι μία καλή προσέγγιση για τα μόνιμα κέρδη της εταιρίας. Σε αντίθεση όμως με τους Marsh & Merton υπέθεσαν ότι μπορεί να υπάρχουν πληροφορίες οι οποίες δεν έχουν ακόμη γνωστοποιηθεί στην αγορά και δεν έχουν συνεπώς ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής. Γενίκευσαν λοιπόν το υπόδειγμα τους περιγράφοντας τη συνολική μερισματική συμπεριφορά της αγοράς ως συνάρτηση όχι μόνο των προηγούμενων τιμών του δείκτη της αγοράς αλλά και των μόνιμων κερδών των εταιριών που αποτελούν τον δείκτη.

## 2.3 Μερισματική πολιτική και αξία εταιρίας

Έως σήμερα το ερώτημα του τρόπου που επηρεάζει η μερισματική πολιτική την αξία της εταιρίας δεν έχει οριστική απάντηση. Υπάρχουν τρεις θεωρίες, οι οποίες χρησιμοποιώντας διαφορετικά επιχειρήματα και κάνοντας διαφορετικές υποθέσεις καταλήγουν σε αντικρουόμενα συμπεράσματα.

Η πρώτη θεωρία υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της εταιρίας. Οι υπόλοιπες δύο θεωρίες υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της εταιρίας, αλλά διαφωνούν μεταξύ τους ως προς το αποτέλεσμα. Η μία από αυτές υποστηρίζει ότι μία ενδεχόμενη αύξηση του μερίσματος οδηγεί σε μείωση της αξίας της εταιρίας. Η άλλη θεωρία υποστηρίζει το ακριβώς αντίθετο, δηλαδή ότι ενδεχόμενη αύξηση του μερίσματος οδηγεί σε αύξηση της αξίας της εταιρίας. Στη συνέχεια αναλύονται τα επιχειρήματα της κάθε θεωρίας.

### 2.3.1 Θεωρία της μη επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της εταιρίας και διατυπώθηκε από τους Miller & Modigliani (1961). Οι Miller & Modigliani απέδειξαν ότι οι επενδυτές μπορούν να λαμβάνουν το ποσό μερίσματος που αυτοί επιθυμούν – ανεξάρτητα από τη μερισματική πολιτική της εταιρίας – πουλώντας ή αγοράζοντας μετοχές. Αν για παράδειγμα η εταιρία επιλέξει να διανείμει μειωμένο μέρισμα χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις της με Ίδια

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Κεφάλαια, ενώ ο μέτοχος επιθυμεί αυξημένο μέρισμα, μπορεί ο μέτοχος αυτός να πουλήσει μέρος των μετοχών του και να συμπληρώσει το διανεμηθέν μέρισμα με το αντίτιμο της πώλησης. Αν πάλι η εταιρία επιλέξει να διανείμει αυξημένο μέρισμα χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά, ενώ ο μέτοχος επιθυμεί μειωμένο μέρισμα, μπορεί ο μέτοχος να επανεπενδύσει μέρος του μερίσματος που θα εισπράξει στις νέες μετοχές που θα εκδώσει η εταιρία. Και στις δύο περιπτώσεις ο πλούτος του μετόχου δε μεταβάλλεται. Κατά συνέπεια η μερισματική πολιτική δεν πρέπει να επηρεάζει την αξία της εταιρίας. Η αξία της εταιρίας εξαρτάται αποκλειστικά από τις μελλοντικές ροές και το συντελεστή προεξόφλησης αυτών και η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίδραση πάνω στα μεγέθη αυτά.

Σε γενικές γραμμές, η θεωρία των Miller & Modigliani είναι σήμερα αποδεκτή. Παρουσιάζει όμως αδυναμίες, οι οποίες προέρχονται από το γεγονός ότι βασίζεται σε ορισμένες περιοριστικές, μη ρεαλιστικές υποθέσεις, όπως ότι:

- οι επενδυτές δεν πληρώνουν φόρους για το μέρισμα και για τα κεφαλαιακά κέρδη
- η επενδυτική πολιτική της εταιρίας είναι προκαθορισμένη και γνωστή, οπότε οποιαδήποτε μεταβολή στο μέρισμα είναι σίγουρο ότι δεν εμπεριέχει κανένα μήνυμα σχετικά με τα επενδυτικά σχέδια της εταιρίας
- δεν υπάρχουν προμήθειες αγοραπωλησίας μετοχών ούτε κόστος άντλησης νέων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά
- οι επενδυτές είναι αδιάφοροι αν θα λάβουν μέρισμα ή όχι
- υπάρχει συμμετρία πληροφόρησης, δηλαδή οι απλοί επενδυτές έχουν τις ίδιες ακριβώς πληροφορίες για τις προοπτικές της εταιρίας με την διοίκηση αυτής και τους μεγαλομετόχους της.

Η ύπαρξη αυτών των υποθέσεων οδήγησε στην εμφάνιση των παρακάτω δύο θεωριών.

### 2.3.2 Θεωρία της αρνητικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της εταιρίας και στηρίζεται σε δύο επιχειρήματα. Το πρώτο επιχείρημα αναφέρεται στο κόστος που έχει η άντληση νέων κεφαλαίων. Εφόσον η εταιρία αποφασίσει τη διανομή μερίσματος θα πρέπει να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της σχέδια με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά. Το γεγονός αυτό όμως εμπεριέχει κόστος. Το κόστος αυτό σχετίζεται όχι μόνο με τα έξοδα της έκδοσης (έξοδα αναδόχου, έξοδα από έκδοση νέων μετοχών σε αξία μικρότερη της πραγματικής, κ.λπ.), αλλά και με την πιθανή απώλεια επενδυτικών ευκαιριών αν τα κεφάλαια δεν είναι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

διαθέσιμα τη στιγμή που χρειάζονται. Προκειμένου η εταιρία να ελαχιστοποιήσει το κόστος αυτό θα πρέπει να περιορίζει τα διανεμόμενα κέρδη σε τέτοιο βαθμό ώστε να ελαχιστοποιείται η ανάγκη προσφυγής στην κεφαλαιαγορά.

Το δεύτερο επιχείρημα βασίζεται στο γεγονός ότι στις ΗΠΑ (και σε άλλες χώρες) οι επενδυτές φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή για το μέρισμα που εισπράττουν σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη που αποκομίζουν κατά την πώληση των μετοχών. Η διαφορά αυτή οξύνεται από το γεγονός ότι, ενώ ο φόρος για το μέρισμα πληρώνεται άμεσα, ο φόρος για τα κεφαλαιακά κέρδη δεν πληρώνεται παρά μόνο τη στιγμή που θα πουληθούν οι μετοχές. Κατά συνέπεια οι εταιρίες θα πρέπει να διανέμουν το ελάχιστο δυνατόν μέρισμα, και αν μάλιστα είναι εφικτό να μη διανέμουν καθόλου. Πράγματι η φορολογία παίζει κάποιο ρόλο στην ακολουθούμενη μερισματική πολιτική. Για παράδειγμα, όταν στον Καναδά μειώθηκε ο συντελεστής φορολογίας των μερισμάτων και επιβλήθηκε φορολογία στα κεφαλαιακά κέρδη, το ποσοστό των διανεμηθέντων κερδών αυξήθηκε (Brealey & Myers, 1996). Το γεγονός λοιπόν ότι οι εταιρίες επιλέγουν να πληρώνουν υψηλό μέρισμα, ενώ τις περισσότερες φορές η φορολογική νομοθεσία θα επέβαλε το αντίθετο, χαρακτηρίστηκε από τον Black (1976) ως "dividend puzzle".

### 2.3.3 Θεωρία της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας

Η τρίτη θεωρία υποστηρίζει ότι η διανομή υψηλού μερίσματος αυξάνει την αξία της εταιρίας. Την άποψη δείχνει να συμμερίζεται και ένα μεγάλο μέρος της αγοράς. Για παράδειγμα, οι μέτοχοι πολύ συχνά πιέζουν τις διοικήσεις των εταιριών για διανομή αυξημένου μερίσματος. Η απόφαση της εταιρίας Florida Power and Light να μειώσει το ποσοστό των διανεμομένων κερδών από 90% σε 60% οδήγησε σε πτώση της τιμής της μετοχής της κατά 14% την ημερομηνία ανακοίνωσης (Brigham & Gapenski, 1997). Η απόφαση της Εθνικής Τράπεζας να μη διανείμει μέρισμα χρήσης 1996 με σκοπό να σχηματίσει αυξημένες προβλέψεις επισφαλειών επικρίθηκε από μεγάλο μέρος του τύπου.

Τέσσερα είναι τα κύρια επιχειρήματα των υποστηρικτών της διανομής υψηλού μερίσματος. Το πρώτο επιχείρημα αντιτίθεται στην υπόθεση των Miller & Modigliani ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για την διανομή ή όχι μερίσματος. Οι Gordon (1959) και Lintner (1956) παραδέχονται μεν ότι η διανομή μερίσματος στερεί τον επενδυτή από ισόποσα κεφαλαιακά κέρδη, υποστηρίζουν όμως ότι το μέρισμα είναι σίγουρο ενώ τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη αβέβαια και κατά συνέπεια έχουν μικρότερη αξία. Δείχνουν μάλιστα ότι η διανομή αυξημένου μερίσματος οδηγεί σε μείωση του κινδύνου της εταιρίας, άρα σε μείωση του κόστους κεφαλαίου με το οποίο προεξοφλούνται οι μελλοντικές ροές και κατά συνέπεια σε αύξηση της αξίας της εταιρίας. Οι



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

επενδυτές, εξηγούν, επιθυμούν τη διανομή των κερδών σήμερα, από την αποθεματοποίηση τους από την εταιρία με την ελπίδα διανομής υψηλότερων μερισμάτων στο μέλλον. Η απάντηση που δόθηκε στη θεωρία αυτή από τους Miller & Modigliani είναι ότι αν ο επενδυτής επιθυμεί να εξασφαλίσει κάποιο μέρος του κεφαλαίου του λαμβάνοντας μέρισμα, δεν έχει παρά να πουλήσει μέρος των μετοχών του. Το επιχείρημα των Gordon και Lintner έχει περιορισμένους υποστηρικτές σήμερα και πολύ συχνά αναφέρεται στη βιβλιογραφία ως "the bird-in-the-hand fallacy".

Το δεύτερο επιχείρημα είναι ότι υπάρχει μία ομάδα επενδυτών, η οποία επιθυμεί τη διανομή αυξημένου μερίσματος. Για παράδειγμα, ορισμένοι επενδυτές κατέχουν μετοχές και από την είσπραξη των μερισμάτων τους επιθυμούν να εξασφαλίσουν το εισόδημά τους. Σε πολλά ιδρύματα και κληροδοτήματα δεν επιτρέπεται να πουλήσουν τις μετοχές που έχουν στην κατοχή τους, ενώ αντίθετα δεν υπάρχουν περιορισμοί για το εισόδημα που προκύπτει από μερίσματα. Σε ορισμένα χρηματοοικονομικά ιδρύματα δεν επιτρέπεται να κατέχουν μετοχές οι οποίες δεν διανέμουν ένα ελάχιστο ποσό μερίσματος. Αυτές οι κατηγορίες επενδυτών είναι λογικό, λοιπόν, να επιθυμούν μετοχές που διανέμουν αυξημένο μέρισμα. Από την άλλη πλευρά, όμως, είναι αναμενόμενο ότι οι κατηγορίες αυτές των επενδυτών έχουν ήδη ικανοποιηθεί από την υπάρχουσα προσφορά μετοχών και αναμένεται να δείξουν περιορισμένο ενδιαφέρον για μία εταιρία που μεταβάλλει τη μερισματική πολιτική ώστε να τους προσελκύσει.

Τα επόμενα επιχειρήματα αντιτίθενται στην υπόθεση των Miller & Modigliani περί τέλειας πληροφόρησης. Το τρίτο επιχείρημα βασίζεται στο γεγονός ότι η διανομή αυξημένου μερίσματος αυξάνει την αξία της εταιρίας λόγω της μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης. Τα κέρδη της εταιρίας δεν είναι πλέον στην διάθεση της διοίκησης για το πως θα ξοδευτούν και τα επενδυτικά της σχέδια πρέπει να χρηματοδοτηθούν με νέα κεφάλαια που θα αντληθούν από την κεφαλαιαγορά. Προκειμένου να πείσει την κεφαλαιαγορά να συμμετάσχει στην αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, η διοίκηση της εταιρίας είναι πλέον υποχρεωμένη να δημοσιοποιήσει περισσότερες πληροφορίες για τις προοπτικές της.

Το τέταρτο και πλέον δημοφιλές επιχείρημα των υποστηρικτών της διανομής αυξημένου μερίσματος είναι ότι η διανομή μερίσματος εμπεριέχει πληροφόρηση σχετικά με τις προοπτικές της εταιρίας. Το μέρισμα είναι ένας ασφαλής τρόπος διάκρισης των επιχειρήσεων που πραγματικά είναι κερδοφόρες από αυτές που με λογιστικά τεχνάσματα αυξάνουν τα δημοσιευθέντα κέρδη τους. Οι πρώτες είναι σε θέση να διανέμουν μέρισμα και να συνεχίσουν να το κάνουν και στο μέλλον, ενώ οι δεύτερες σύντομα δεν θα έχουν κέρδη για να διανείμουν. Οι επενδυτές, λοιπόν, είναι εξαιρετικά δύσπιστοι απέναντι στις εταιρίες που δημοσιεύουν υψηλά κέρδη χωρίς αυτά να συνοδεύονται από αντίστοιχα μερίσματα.

Γνωρίζοντας λοιπόν ότι η αγορά αντλεί πληροφόρηση από το μέρισμα που ανακοινώνεται, οι εταιρίες σκόπιμα χρησιμοποιούν τη μέθοδο αυτή για να επικοινωνήσουν με τους επενδυτές. Αύξηση του μερίσματος λαμβάνεται από τους μη έχοντες εσωτερική πληροφόρηση ως μήνυμα για θετικές προοπτικές της εταιρίας. Το αντίθετο συμβαίνει σε τυχόν μείωση αυτού. Η αξία του μηνύματος που στέλνουν οι εταιρίες είναι μάλιστα μεγαλύτερη λόγω της αυξημένης φορολογίας που υφίσταται το μέρισμα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

Οι υπέρμαχοι του παραπάνω επιχειρήματος είναι πολλοί. Ενδεικτικά, ο Lintner (1956) υποστήριξε ότι οι εταιρίες αυξάνουν το μέρισμα μόνο όταν είναι βέβαιες ότι τα κέρδη τους έχουν μόνιμα αυξηθεί. Οι Miller & Modigliani (1961) δηλώνουν ότι η αύξηση του μερίσματος είναι μια πληροφορία για τις μελλοντικές χρηματοροές της εταιρίας. Οι Bhattacharya (1979) και John & Williams (1985) ισχυρίζονται ότι οι μεταβολές στα μερίσματα δεν είναι απλά ενέργειες που τυγχάνει να εμπεριέχουν και πληροφόρηση, αλλά μηνύματα, για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας, τα οποία σκόπιμα εκπέμπονται έστω και με κόστος.

Η άποψη που σήμερα κυριαρχεί για την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας είναι ότι η αύξηση του μερίσματος οδηγεί σε αύξηση της αξίας της, κυρίως λόγω των πληροφοριακών μηνυμάτων που εμπεριέχει. Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι κυριότερες εμπειρικές μελέτες που προσπαθούν να τεκμηριώσουν την άποψη αυτή.

## 2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική μερισμάτων

Οι εταιρίες επιλέγουν την πολιτική μερισμάτων με βάση τις απόψεις της διοίκησης αναφορικά με ποια θεωρία μερισμάτων είναι περισσότερο ορθή, αλλά και με βάση μια σειρά παραγόντων. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση της διοίκησης της εταιρίας να διανείμει μέρισμα ή να παρακρατήσει τα κέρδη είναι οι εξής:

1. **Νομικές διατάξεις**

Παρά την πολυπλοκότητα της νομοθεσίας που καθορίζει τη μερισματική πολιτική, μπορούμε να αποδώσουμε περιληπτικά τη βασική έννοιά της. Σύμφωνα με τις Νομικές Διατάξεις, τα μερίσματα πρέπει να καλυφθούν από τα κέρδη, δηλαδή είτε από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης, είτε από τα κέρδη των παρελθουσών χρήσεων που στον ισολογισμό αντικατοπτρίζονται στο λογαριασμό παρακρατηθέντων κερδών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι νομικές διατάξεις δίνουν έμφαση σε τρεις κανόνες:

I. ο κανόνας των καθαρών κερδών (net profits rule). Ο κανόνας αυτός ορίζει ότι τα μερίσματα μπορούν να καλυφθούν από τα κέρδη των παρελθουσών και της τρέχουσας χρήσης.
II. ο κανόνας μείωσης του κεφαλαίου (capital impairment rule). Ο κανόνας αυτός προστατεύει τους πιστωτές απαγορεύοντας τη διανομή μερίσματος από το κεφάλαιο. Η διανομή μερίσματος από το κεφάλαιο ισοδυναμεί με διανομή των επενδύσεων της εταιρίας και όχι των κερδών της.
III. ο κανόνας της αφερεγγυότητας (insolvency rule). Ο κανόνας αυτός ορίζει ότι οι εταιρίες δεν μπορούν να διανείμουν μέρισμα όταν βρίσκονται σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Η αφερεγγυότητα ορίζεται εδώ με την έννοια της πτώχευσης, δηλαδή όταν οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα περιουσιακά στοιχεία της. Η διανομή μερίσματος κάτω από τέτοιες συνθήκες σημαίνει ότι στους μέτοχους της εταιρίας θα διανεμηθούν κεφάλαια που ανήκουν δικαιωματικά στους πιστωτές της.

Οι νομικές διατάξεις έχουν σημασία, επειδή ορίζουν το πλαίσιο, μέσα στο οποίο μπορεί να διαμορφωθεί η μερισματική πολιτική. Από την άλλη πλευρά, με δεδομένα τα όρια αυτά, υπάρχουν διάφοροι χρηματοοικονομικοί και οικονομικοί παράγοντες που επηρεάζουν αποφασιστικά τη μερισματική πολιτική.

### 2. Ρευστότητα

Τα κέρδη που πρακρατούνται επενδύονται, γενικά, σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της εταιρίας. Τα παρακρατηθέντα κέρδη των παρελθουσών χρήσεων είναι δυνατόν να έχουν επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμη και αν μια επιχείρηση έχει μια προϊστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας, αφού η πληρωμή μερισμάτων προϋποθέτει την ύπαρξη μετρητών. Μάλιστα, μια αναπτυσσόμενη εταιρία, ακόμα κι αν είναι εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση είναι πιθανό η επιχείρηση να επιλέξει τη μη διανομή μερίσματος ή τη διανομή μικρού μερίσματος.

### 3. Ανάγκη αποπληρωμής κερδών

Όταν μια επιχείρηση έχει συνάψει δάνεια για τη χρηματοδότηση επενδύσεων ή σε αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, αντιμετωπίζει δύο εναλλακτικές λύσεις. Μπορεί είτε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια που βρίσκονται στη λήξη τους, αντικαθιστώντας τα με κάποια άλλη μορφή χρεογράφων, είτε να αποφασίσει την εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων από

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα. Αν αποφασιστεί η εξόφληση των δανείων, αυτό θα απαιτήσει γενικά την παρακράτηση κερδών, που συνήθως κρατούνται από την τρέχουσα χρήση.

### 4. Περιορισμοί στις δανειακές συμβάσεις

Οι δανειακές συμβάσεις, ιδιαίτερα αυτές που αφορούν μακροπρόθεσμα δάνεια, συχνά περιορίζουν την ικανότητα διανομής μερισμάτων της επιχείρησης. Τέτοιοι περιορισμοί, που έχουν σχεδιαστεί για την προστασία της θέσης του δανειστή, προβλέπουν ότι:

- τα μελλοντικά μερίσματα μπορούν να καταβληθούν μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά την υπογραφή της σύμβασης, δηλαδή δεν μπορούν να καταβληθούν από τα παρακρατηθέντα κέρδη του παρελθόντος
- δεν μπορούν να καταβληθούν μερίσματα όταν τα κεφάλαια κίνησης είναι μικρότερα από ένα προκαθορισμένο ποσό.

Με παρόμοιο τρόπο, οι συμφωνίες έκδοσης προνομιούχων μετοχών προβλέπουν ότι δεν μπορεί να καταβληθεί μέρισμα για τις κοινές μετοχές αν δεν καταβληθούν πρώτα τα δεδουλευμένα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών.

### 5. Ρυθμός επέκτασης των στοιχείων του ενεργητικού

Όσο ταχύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερες είναι οι ανάγκες χρηματοδότησης για την επέκταση των περιουσιακών της στοιχείων. Άρα, όσο μεγαλύτερες είναι οι μελλοντικές ανάγκες σε κεφάλαια, τόσο πιο πιθανό είναι η επιχείρηση να παρακρατήσει τα κέρδη της, αντί να τα διανείμει. Αν η επιχείρηση επιδιώξει να αποκτήσει κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, οι πλησιέστεροι είναι οι μέτοχοί της που γνωρίζουν ήδη την επιχείρηση (π.χ. μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου). Αν όμως τα κέρδη έχουν διανεμηθεί με τη μορφή μερισμάτων, τότε μόνο ένα τμήμα των μερισμάτων αυτών θα επιστρέψει στην επιχείρηση για επανεπένδυση.

### 6. Σταθερότητα των κερδών

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

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 7. Πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές

Μια μεγάλη και καθιερωμένη επιχείρηση με καλή ιστορία αποδοτικότητας και σταθερότητας κερδών έχει εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και στις άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης, καθώς επίσης μπορεί να προσελκύσει φθηνά ξένα κεφάλαια με χαμηλό κόστος (για παράδειγμα Έκδοση Νέων Μετοχών ή σύναψη Δανείων χαμηλού επιτοκίου), αφού προσφέρει μικρό σχετικά κίνδυνο για τους επενδυτές. Αντίθετα, μια καινούργια και μικρή επιχείρηση, ή μια ριψοκίνδυνη επιχείρηση αντιπροσωπεύει μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές. Η ικανότητα που έχει μια τέτοια επιχείρηση να αντλήσει μετοχικά ή δανειακά κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές είναι περιορισμένη, γι' αυτό και είναι υποχρεωμένη να παρακρατεί μεγαλύτερο μέρος των κερδών της για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Έτσι, είναι πιο πιθανό μια καθιερωμένη επιχείρηση να έχει μεγαλύτερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών από ότι μια μικρή ή αναπτυσσόμενη επιχείρηση.

### 8. Έλεγχος

Μια άλλη σημαντική μεταβλητή είναι οι επιπτώσεις που έχουν οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης στον έλεγχο της επιχείρησης. Πολλές εταιρίες έχουν υιοθετήσει την πολιτική του να επεκτείνονται μόνο μέχρι το σημείο πού τους επιτρέπουν τα κέρδη τους από εσωτερικές πηγές. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετοχών εξασθενίζει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετόχων της επιχείρησης. Ταυτόχρονα, η πώληση δανείων αυξάνει τον κίνδυνο διακυμάνσεων των κερδών για τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Ο βαθμός εξάρτησης, λοιπόν, της επιχείρησης από την εσωτερική χρηματοδότηση με σκοπό τη διατήρηση του ελέγχου μειώνει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών.

### 9. Φόρος αδιανέμητων κερδών

Τα κεφαλαιακά κέρδη σε ορισμένες χώρες δεν φορολογούνται, ενώ σε άλλες φορολογούνται με χαμηλότερους συντελεστές σε σχέση με τα μερίσματα. Η παρακράτηση κερδών μπορεί να καταλήξει σε κεφαλαιακά κέρδη και κατά συνέπεια σε αποφυγή ή μείωση φορολογίας.

Για να αποφευχθεί η χρησιμοποίηση της εταιρίας από τους μετόχους σαν ένα μηχανισμό αποφυγής ή μείωσης της φορολογίας του ατομικού τους εισοδήματος (μερίσματα), η φορολογική νομοθεσία των ανωνύμων εταιριών επιβάλλει φόρο, εκτός από τα διανεμόμενα κέρδη, και στα αδιανέμητα κέρδη.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 2.5 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη

Οι αποφάσεις της πολιτικής μερισμάτων είναι πολύς σημαντικές για τις εταιρίες και βαρύνουν τα ανώτερα διοικητικά στελέχη της. Οι περισσότερες μεγάλες εταιρίες επιδιώκουν τη διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το μέρισμα ανά μετοχή. Συνήθης πρακτική των στελεχών είναι η αύξηση των μερισμάτων να υστερεί σε σχέση με την αύξηση των κερδών. Δηλαδή, τα διευθυντικά στελέχη αποφασίζουν μία αύξηση των μερισμάτων, μόνο όταν γίνει φανερό ότι μια αύξηση των κερδών θα διατηρηθεί και στο άμεσο μέλλον, και επιπλέον, θα γίνει σχετικά μόνιμη. Επιπρόσθετα, όταν αποφασιστεί μια αύξηση των μερισμάτων, καταβάλλεται μεγάλη προσπάθεια για να διατηρηθούν στα νέα επίπεδα. Αν τα κέρδη μειωθούν, τότε επιδιώκεται, γενικά, η διατήρηση των μερισμάτων στα ίδια επίπεδα, μέχρι να γίνει σαφές ότι δεν θα υπάρξει ανάκαμψη των κερδών.

Στην πρακτική αυτή της διατήρησης της σταθερότητας των μερισμάτων βασίζονται τρεις από τις πολιτικές μερισμάτων των εταιριών που συναντιούνται στην πράξη, που είναι το σταθερό μέρισμα ανά μετοχή, το σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών και η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτου. Η τέταρτη πολιτική, η υπολειμματική πολιτική μερισμάτων, βασίζεται σε ξεχωριστές αρχές, τις οποίες και θα αναλύσουμε παρακάτω.

### 2.5.1 Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή

Πολλές εταιρίες καθορίζουν ένα ποσόν ως μέρισμα ανά μετοχή και το διατηρούν για μία σειρά ετών (constant, or steadily increasing dividends). Εάν σε κάποια χρονική στιγμή προβλέπουν αύξηση της κερδοφορίας τους για τα επόμενα χρόνια, αναπροσαρμόζουν το ποσόν αυτό, δίνοντας έτσι και "πληροφοριακό περιεχόμενο" μέσω του νέου ύψους των μερισμάτων στους επενδυτές. Ο κανόνας που τηρείται κατά την άσκηση αυτής της μερισματικής πολιτικής, απαγορεύει τη μείωση του ποσού αυτού, αφού μία τέτοια ενέργεια θα μειώσει την αξία της μετοχής. Συνέπεια αυτής της πολιτικής είναι ο κανόνας «ποτέ μη μειώνετε τα μερίσματα!».

Πρόσφατα, ορισμένες εταιρίες μετακινήθηκαν σε μια πολιτική μερισμάτων, η οποία προβλέπει αύξηση των ετήσιων μερισμάτων κατά ένα σταθερό ποσοστό. Η εταιρία υιοθετεί ένα ποσοστό αύξησης των μερισμάτων και προσπαθεί να αυξάνει τα μερίσματα κατά το ποσοστό αυτό κάθε χρόνο. Με το πέρασμα του χρόνου, ο υψηλός δείκτης πληθωρισμού, καθώς και οι αποδόσεις των επενδύσεων που έχουν αρχίσει να βελτιώνουν την κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών, οδηγεί τις επιχειρήσεις στην υιοθέτηση ενός ποσοστού αύξησης των διανεμομένων μερισμάτων σε σχέση με τα αντίστοιχα της προηγούμενης χρήσης, σταθερά διαμορφωμένο σε επίπεδο λίγο υψηλότερο του πληθωρισμού. Οπωσδήποτε, η πολιτική αυτή προϋποθέτει αύξηση των κερδών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

με ένα σταθερό ρυθμό, αλλά όπου η εφαρμογή της είναι δυνατή παρέχει ένα προβλέψιμο εισόδημα.

Τα πλεονεκτήματα της παρούσας μερισματικής πολιτικής είναι τα εξής:

α. Δεδομένου ότι για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών τα μερίσματα αποτελούν τη μοναδική πηγή εισοδήματος τους, αφού δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν έξοδα και προμήθειες μεταβίβασης για την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών, έτσι η συγκεκριμένη πολιτική καθιστά ελκυστικές τις μετοχές των εταιριών αυτών που την υιοθετούν.

β. Οι επενδυτές προτιμούν μετοχές με μικρές διακυμάνσεις στα μερίσματα (από χρόνο σε χρόνο), θέλοντας να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο της απόδοσης της επένδυσης τους και συγχρόνως να μπορούν να προβλέπουν τα μερίσματα για τα επόμενα χρόνια. Επίσης οι διακυμάνσεις στο ύψος των ετήσιων μερισμάτων, αποτελούν μία πληροφόρηση προς τους επενδυτές ή οποία εκλαμβάνεται αρνητικά και οδηγεί σε αβεβαιότητα (security uncertainty), με αποτέλεσμα να αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας και να μειώνονται οι τιμές των μετοχών. Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι εταιρίες που έχουν μεγάλες διακυμάνσεις των μερισμάτων τους έχουν μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο σε σχέση με αυτές με σταθερή μερισματική πολιτική. Οι τελευταίες εταιρίες έχουν μικρότερη απαιτούμενη αποδοτικότητα (κόστος μετοχικού κεφαλαίου) και υψηλότερες τιμές μετοχών. (Γ. ΑΡΤΙΚΗΣ, "Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων", εκδόσεις INTERBOOKS, 2002)

### 2.5.2 Η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών

Όπως φαίνεται και από τον τίτλο, βάσει αυτής της πολιτικής, η εταιρία προκαθορίζει ένα ποσοστό διανεμομένων κερδών επί των ετησίων κερδών της και το τηρεί για μία σειρά ετών (constant payout ratio). Το μειονέκτημα για τους μετόχους, αλλά και για το κόστος κεφαλαίου της εταιρίας, είναι ότι, σε περιόδους χαμηλών κερδών ή και πραγματοποίησης ζημιών, η εταιρία μοιράζει χαμηλό μέρισμα και, επομένως, σε μία σειρά ετών θα υπάρχει μεγάλη διακύμανση του ύψους των μερισμάτων.

Έχοντας ως δεδομένο ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων αρνητικά, οι εταιρίες που εφαρμόζουν την πολιτική που περιγράφηκε στην προηγούμενη παράγραφο, έχουν πλεονέκτημα σε σχέση με τις εταιρίες που εφαρμόζουν την παρούσα πολιτική. Πράγματι εάν υποθέσουμε ότι για 2 ή 3 χρόνια τα κέρδη μίας εταιρίας θα είναι μειωμένα σε σχέση με αυτά του παρελθόντος, ενώ με την πολιτική του σταθερού μερίσματος οι μέτοχοι θα εισπράξουν σταθερό μέρισμα, κάτω από τις συνθήκες της παρούσας πολιτικής θα εισέπρατταν

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

αισθητά μειωμένα μερίσματα με αποτέλεσμα την μείωση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

### 2.5.3 Πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτου

Αυτή η πολιτική αποτελεί μία ενδιάμεση κατάσταση μεταξύ των δύο προηγουμένων. Έτσι η εταιρία διανέμει ένα σταθερό μέρισμα ετησίως (που κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα) και τις χρήσεις που παρουσιάζει υψηλά κέρδη, διανέμει πέραν των προηγουμένων έκτακτα μερίσματα (extra dividend). Τη συγκεκριμένη πολιτική συνήθιζαν να εφαρμόζουν οι περισσότερες μεγάλες αυτοκινητοβιομηχανίες των Η.Π.Α., λόγω των μεγάλων διακυμάνσεων που παρουσιάζουν στα ετήσια κέρδη τους από χρόνο σε χρόνο.

Η πολιτική αυτή προσφέρει ευελιξία στην εταιρία και επιφέρει βεβαιότητα στους μετόχους σχετικά με το ύψος των ελάχιστων μερισμάτων που θα εισπράξουν ετησίως, αλλά και σχετική αβεβαιότητα για το συνολικό ύψος των μερισμάτων που θα διανεμηθούν.

Κάτι παρόμοιο προβλέπει και ο Νόμος περί Ανωνύμων Εταιριών στη χώρα μας, ο οποίος αναφέρεται σε ξεχωριστό Κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Θεωρώντας ως την ελάχιστη ανεκτή απόδοση το 6% του επενδυμένου κεφαλαίου προβλέπει ότι οι εταιρίες υποχρεούνται να διανέμουν ετησίως τουλάχιστον το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

Είναι σαφές ότι εάν τα ετήσια κέρδη μίας εταιρίας παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις, τότε η παρούσα πολιτική φαίνεται να είναι η καλύτερη και για τις δύο πλευρές (εταιρία - μέτοχοι).΄

### 2.5.4 Υπολειμματική πολιτική μερισμάτων

Σύμφωνα με την πολιτική αυτή, οι μέτοχοι προτιμούν εταιρίες που παρακρατούν τα ετήσια κέρδη τους και τα επανεπενδύουν αντί να τα διανέμουν ως μερίσματα, εφόσον η απόδοση που θα επιτύχει η εταιρία από τις επενδύσεις αυτές είναι μεγαλύτερη από τη μέση απόδοση που θα μπορούσαν να επιτύχουν οι επενδυτές από μόνοι τους εάν επένδυαν σε κάποια άλλη δραστηριότητα, αντιστοίχου κινδύνου (residual dividend policy).

Οι μέτοχοι για τα μη διανεμηθέντα κέρδη (retained earnings) έχουν κάποιο κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύεται από τις διαθέσιμες αποδόσεις που θα είχαν εάν επένδυαν σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης, το οποίο κόστος από την άλλη μεριά αποτελεί το κόστος των αποθεματικών της εταιρίας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Για να είναι σε θέση η εταιρία να ελαχιστοποιεί το συνολικό της κόστος, θα πρέπει να χρησιμοποιεί την άριστη αναλογία μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Δεδομένου ότι τα αποθεματικά έχουν χαμηλότερο κόστος και από τον δανεισμό (ως πηγή χρηματοδότησης), αλλά και από την άντληση κεφαλαίου μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου (κόστος αναδόχου τράπεζας, έξοδα έκδοσης νέων μετοχών κ.λπ.), οι εταιρίες πρέπει να καθορίζουν την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση τους αρχίζοντας από την παρακράτηση των κερδών προς επανεπένδυση, με την προϋπόθεση ύπαρξης δυνατοτήτων επιδίωξης απόδοσης υψηλότερης εκείνης των εναλλακτικών αποδόσεων που έχουν οι μέτοχοι της.

Σύμφωνα με την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων η επιχείρηση πρέπει να ακολουθεί τα παρακάτω βήματα:

1. Καθορίζει τον άριστο συνδυασμό επενδύσεων, δηλαδή αυτόν που μεγιστοποιεί την απόδοση.
2. Καθορίζει το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που θα απαιτηθούν για τη χρηματοδότηση της επένδυσης με κριτήριο την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση της.
3. Χρησιμοποιεί όσο το δυνατόν περισσότερα παρακρατηθέντα κέρδη, γιατί όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως αυτά έχουν το μικρότερο κόστος για την εταιρία.
4. Διανέμει μερίσματα από το εναπομένον υπόλοιπο, δηλαδή μόνο εάν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για τη χρηματοδότηση της επένδυσης.

Η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων παρουσιάζει την πληρωμή μερίσματος ως ένα παθητικό υπόλοιπο, το οποίο καθορίζεται από το ύψος των επενδυτικών ευκαιριών. Αυτό σημαίνει ότι οι διάφορες αυξομειώσεις που παρουσιάζονται διαχρονικά στα κέρδη μιας επιχείρησης οδηγούν σε αυξομειώσεις των μερισμάτων της. Επειδή, όμως, οι διαχρονικές αυξομειώσεις των μερισμάτων δεν είναι επιθυμητές από τις περισσότερες εταιρίες, η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων εφαρμόζεται ως ένας οδηγός καθορισμού του μακροπρόθεσμου στόχου του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών και δεν ακολουθείται με αυστηρή ακρίβεια σε ετήσια βάση. Στην πράξη, φυσικά, οι περισσότερες μεγάλες εταιρίες χρησιμοποιούν ένα χρηματοοικονομικό υπόδειγμα προβλέψεων (financial forecasting model), το οποίο ακολουθεί μια παρόμοια προσέγγιση με την ανωτέρω θεωρία. Το υπόδειγμα αυτό προβλέπει τις ταμιακές ροές που θα έχει η εταιρία τα επόμενα 5-10 έτη (από τα επενδυτικά προγράμματα που θα πραγματοποιήσει και, γενικά, από όλες τις δραστηριότητές της) και την ποσότητα ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρειαστεί η εταιρία κατά την περίοδο αυτή, διατηρώντας την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Στη συνέχεια, οι περισσότερες εταιρίες χρησιμοποιούν το υπόδειγμα για να υπολογίσουν ένα ποσοστό διανεμόμενων κερδών (ίδιο για όλη την περίοδο της πρόβλεψης), το οποίο θα αφήνει αρκετά παρακρατηθέντα κέρδη για να χρηματοδοτηθούν τα επενδυτικά προγράμματα της εταιρίας, χωρίς να χρειαστεί η εταιρία να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

εκδώσει νέες μετοχές ή να μεταβάλλει την άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Το ποσοστό αυτό των διανεμόμενων κερδών αποτελεί τον μακροπρόθεσμο στόχο της επιχείρησης (Weston J. F. - E. F. Brigham, 1986).

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου


A. Ofer & D. Siegel, "Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends", Journal of Finance 42 (1987), σελ. 889-911

R. Brealey, S. Myers, A. Marcus, "Fundamentals of Corporate Finance", 5th edition, Mc Graw-Hill (2007)

J. Weston, E. Brigham, "Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής", Εκδόσεις Παπαζήση (1986)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος Interbooks (2002)

E. Fama & H. Babiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association 63, (1968), σελ. 1132-1161

J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review 46 (1956), σελ. 97-113

M. Rozeff, "How Companies set their Dividend Payout Ratios", Chase Financial Quarterly (1982), σελ. 69-83

T. Marsh & R. Merton, "Dividend Behaviour for the Aggregate Stock Market", Journal of Business 60 (1987), σελ 1-40

I. Garrett, R. Priestley, "Dividend Behavior and Dividend Signaling", Αρθρο στην ηλεκτρονική βάση "emeraldinsight" (2000)


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

M. Miller & F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," Journal of Business 34 (1961), σελ. 411-433

Π. Σγαρδέλης, «Η Μερισματική Πολιτική στην Ελλάδα: Εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης της στην αξία της Επιχείρησης», Διπλωματική εργασία, ΑΣΟΕΕ (2000), σελ. 13-23

F. Black, “The Dividend Puzzle”, Journal of Portfolio Management 2 (1976), σελ 5-8

S. Bhattacharya, “Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy”, Bell Journal of Economics 10 (1979), σελ 259-270

E. Elton & M. Gruber, “Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect”, Review of Economics and Statistics 52, (1970), σελ. 68-74

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Αρκετοί συγγραφείς παρομοιάζουν μια επιχείρηση, που είναι μια οργανωμένη ομάδα ανθρώπινου δυναμικού με κοινούς στόχους, με ένα ζωντανό οργανισμό, καθώς εξελίσσεται από το αρχικό στάδιο της δημιουργίας της προς τα στάδια της ανάπτυξης, της ωριμότητας και της τελικής παρακμής. Επίσης, όπως ακριβώς και ένας ζωντανός οργανισμός, η επιχείρηση περνά μέσα από διαδοχικές, αλλά και σημαντικές, μεταβολές στη συμπεριφορά και την απόδοσή της κατά τη μετάβαση από το ένα στάδιο στο επόμενο (Θεωρία Εταιρικού Βιολογικού Κύκλου ή Εταιρικού Κύκλου Ζωής).

Σε αντίθεση με τον βιολογικό κύκλο, η άποψη που επικρατεί στον κόσμο των επιχειρήσεων είναι ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να αποφύγουν το τελικό στάδιο του θανάτου. Σύμφωνα με τον T. Levitt: «κάθε φορά που η ανάπτυξη μιας επιχείρησης απειλείται, βραδύνει ή σταματάει, αποκλειστικά υπεύθυνη είναι η διοίκηση της επιχείρησης, η οποία δεν κατόρθωσε να προβλέψει το μέλλον σωστά. Διοικούντες με ικανότητες, εκπαίδευση, πρωτοβουλίες και διαίσθηση μπορούν να αποτρέψουν την αποτυχία της επιχείρησης».

Η έννοια του Κύκλου Ζωής της επιχείρησης μας βοηθά στην απάντηση τριών βασικών ερωτημάτων, δηλαδή ερωτήσεις σχετικά με την παρούσα κατάσταση, τις μελλοντικές της κατευθύνσεις και τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση βαδίζει προς το μέλλον. Από τον εντοπισμό της φάσης, στην οποία βρίσκεται η επιχείρηση, μπορούμε να προσδιορίσουμε συμπερασματικά μια πληθώρα λεπτομερών στοιχείων σχετικά με τα επίπεδα και τις ροές κρίσιμων χρηματοοικονομικών μεταβλητών της. Έτσι αποκτούμε την πληρέστερη εικόνα της εταιρίας που είναι δυνατόν να δοθεί στην καθημερινή εμπειρία.

## 3.1 Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης

Ο χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής της επιχείρησης ( Χ. Κ. Ε.) είναι μία θεωρία η οποία διατυπώθηκε από τον καθηγητή Mc Rae το 1974 μετά από μία στατική μελέτη μεγάλου αριθμού βρετανικών επιχειρήσεων. Ο Mc Rae υποστήριξε ότι οι εταιρείες περνούν τέσσερις φάσεις από τη δημιουργία τους και την πλήρη ανάπτυξη τους, έως την πιθανή παρακμή τους. (Αναστασάκης-Αρτίκης 1998)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τα τέσσερα αυτά στάδια χαρακτηρίστηκαν με τα ονόματα αντίστοιχων φάσεων της ζωής ενός άστρου, από τη γέννηση του έως τον βέβαιο θάνατο του. Κατά σειρά τα στάδια αυτά είναι:

1. Bobby Dazzler
2. Crown Prince
3. White Giant
4. Red Giant

Κάθε στάδιο είναι συνυφασμένο με ορισμένα χαρακτηριστικά, τα οποία επηρεάζουν σημαντικά τη διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής στρατηγικής της επιχείρησης. (Αρτίκης 2003, σελ. 67) Τα χαρακτηριστικά αυτά παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 3.1 Χαρακτηριστικά Σταδίων Χ.Κ.Ζ.Ε**

| Χαρακτηριστικά | Bobby Dazzler | Crown Prince | White Giant | Red Giant |
|---|---|---|---|---|
| **Μέγεθος** | Μικρό | Μεγάλο | Μεγάλο | Μεγάλο |
| **Έσοδα** | Αυξητικά | Αυξητικά | Στατικά | Φθίνοντα |
| **Νεκρό Σημείο** | Χαμηλότερο Νεκρό Σημείο | | | Υψηλότερο Νεκρό Σημείο |
| **Ταμιακό Υπόλοιπο** | Ουδέτερο | Θετικό | Θετικό | Αρνητικό |
| **Οικονομικό αποτέλεσμα** | Κέρδος | Κέρδος | Κέρδος | Ζημία |
| **Διοίκηση** | Αποτελεσματική | Ιδιαίτερα αποτελεσματική | Γραφειοκρατική | Αρνητική |
| **Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων** | Κανονικό | Κανονικό | Αυξανόμενο | Υψηλό |
| **Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης** | Χαμηλός | Αυξανόμενος | Αυξανόμενος | Υψηλός |
| **Βαθμός Συνδυασμένης Μόχλευσης (Λειτουργική x Χρηματοοικονομική)** | Μεγάλος | Μειούμενος | Μειούμενος | Χαμηλός |

**Πηγή: Αρτίκης Γεώργιος Π.,(2003), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, σελ. 67**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Για τα κριτήρια αυτά πρέπει να παρατηρηθούν τα εξής:

Είναι ποιοτικά και όχι ποσοτικά, για παράδειγμα η έννοια του μικρού ή του μεγάλου μεγέθους μίας εταιρείας εναπόκειται στην υποκειμενική κρίση του ερευνητή, ο οποίος προσπαθεί να κατατάξει μία εταιρεία σε κάποια από τις τέσσερις κατηγορίες.

Είναι πιθανόν μία επιχείρηση με βάση κάποια από τα κριτήρια να χαρακτηρίζεται π.χ. ως Bobby Dazzler και με βάση κάποια άλλα ως Crown Prince.

Από τα χαρακτηριστικά που αναφέρθηκαν παραπάνω και τις φάσεις του Χ.Κ.Ζ.Ε. είναι φανερή η ομοιότητα των σταδίων αυτών με τα τέσσερα στάδια του κύκλου ζωής προϊόντος, δηλαδή της εισαγωγής, της ανάπτυξης, της ωριμότητας και της παρακμής, και κατ' επέκταση του κλάδου, στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Συνεπώς, μια επιχείρηση, που ο βασικός της κλάδος ανήκει σε κάποιο στάδιο ωριμότητας, αναγκαστικά θα ανήκει και στο ανάλογο στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε. Είναι δηλαδή δύσκολο ο κλάδος να ανήκει στο στάδιο ωριμότητας ή παρακμής και η εταιρεία να χαρακτηρίζεται ως Bobby Dazzler ή Crown Prince.

Είναι όμως δυνατόν μία εταιρεία με πτωχό management να βρίσκεται στο στάδιο του Red ή του White Giant, παρ' ότι ο κλάδος της είναι στο στάδιο της ανάπτυξης. Είναι λοιπόν λογικό να υποθέσουμε ότι αν το βασικό προϊόν ή κλάδος βρίσκεται στο στάδιο της ωριμότητας, τότε η επιχείρηση θα πρέπει να επιλέξει διαφοροποίηση προϊόντος, είτε με την εισαγωγή νέων προϊόντων, είτε με την εξαγορά άλλων επιχειρήσεων. Αυτός είναι και ένας από τους λόγους που οι επιχειρήσεις στο στάδιο του White Giant πραγματοποιούν εξαγορές και συγχωνεύσεις.

Παράλληλα με τη σωστή διάγνωση της φάσης του Χρηματοοικονομικού Κύκλου της επιχείρησης, χρειάζεται να έχουμε επίγνωση των περιορισμών που επιβάλλουν οι γενικές οικονομικές συνθήκες. Οι συνθήκες αυτές περιγράφονται γενικότερα από τον οικονομικό κύκλο, το γνωστό φαινόμενο της μεταβαλλόμενης οικονομικής δραστηριότητας που χαρακτηρίζει όλες τις οικονομίες, και ο οποίος δημιουργείται από φυσιολογικές οικονομικές συνθήκες, από φυσικές καταστροφές ή απλώς από κακή διαχείριση της οικονομίας από την πλευρά των οικονομικών και νομισματικών αρχών μιας χώρας. Ο παράγοντας αυτός μπορεί να επηρεάσει σημαντικά ορισμένα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, που αναφέραμε παραπάνω, όπως μπορεί να είναι τα έσοδα, το οικονομικό αποτέλεσμα, ή ακόμα και το Κόστος των Κεφαλαίων και το Νεκρό Σημείο της επιχείρησης.

Παρ' όλα αυτά, ο Χ.Κ.Ζ.Ε. είναι ένας λειτουργικός οδηγός ο οποίος μπορεί να βοηθήσει στη διάγνωση του σταδίου μίας εταιρείας, κάτι χρήσιμο τόσο στην ίδια, όσο και στους συνεργαζόμενους πελάτες και προμηθευτές της.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση μίας επιχείρησης και τους τρόπους χρηματοδότησης της, επηρεάζονται διαφορετικά από κάθε στάδιο του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης. Οι τρόποι χρηματοδότησης στα τέσσερα στάδια απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα. (Αρτίκης 2003, σελ. 68)

**Πίνακας 3.2 : Πηγές Χρηματοδότησης ανάλογα με το στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.**

| Πηγές Χρηματοδότησης | Bobby Dazzler | Crown Prince | White Giant | Red Giant |
|---|---|---|---|---|
| Μετοχικό Κεφάλαιο από αποταμιεύσεις των ιδρυτών | 1 | | | |
| Εμπορική πίστωση | 2 | | | 4 |
| Αποθεματικά | 3 | 1 | 3 | |
| Χρηματοδοτική Μίσθωση | 4 | | | |
| Μετοχικό Κεφάλαιο με δημόσια εγγραφή | | 2 | | |
| Μακροπρόθεσμα μετατρέψιμα δάνεια | | 3 | | |
| Αποσβέσεις | | 4 | 1 | 1 |
| Μακροπρόθεσμα δάνεια | | | 2 | 2 |

**Πηγή: Αρτίκης Γεώργιος Π.,(2003), Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, σελ. 68**

Όπως βλέπουμε και από τον Πίνακα 3-2, κύρια πηγή κεφαλαίων στο στάδιο του bobby dazzler είναι το μετοχικό κεφάλαιο που προέρχεται από αποταμιεύσεις των ιδρυτών της επιχείρησης (εσωτερική χρηματοδότηση), ενώ δευτερευόντως είναι οι εμπορικές πιστώσεις, οι οποίες οφείλονται από την αύξηση των πωλήσεων (εξωτερική χρηματοδότηση). Τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν, επίσης, σημαντική πηγή εσωτερικής χρηματοδότησης, ενώ και η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί πηγή χρηματοδότησης, λόγω του ότι η επιχείρηση δεν δεσμεύει μεγάλα κεφάλαια για την αγορά πάγιου ενεργητικού, αλλά τα ενοικιάζει έναντι μισθώματος.

Λόγω της σημαντικής αύξησης των κερδών κατά το στάδιο του crown prince, τα αποθεματικά αποτελούν τη σημαντικότερη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση. Στο στάδιο αυτό η επιχείρηση είναι χρηματοδοτικά αυτόνομη. Όπως θα δούμε και παρακάτω, η επιχείρηση παρακρατεί πολύ μεγάλο μέρος των κερδών της -αν όχι το σύνολο των κερδών- με σκοπό να χρηματοδοτήσει τις αναπτυξιακές της δραστηριότητες, αφού τα αποθεματικά αποτελούν σχετικά φθηνό κεφάλαιο για

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

την εταιρία. Δεύτερη πηγή χρηματοδότησης αποτελεί το μετοχικό κεφάλαιο που εκδίδεται με δημόσια εγγραφή, μια και πολλές εταιρίες προτιμούν αυτή τη μέθοδο για την προσέλκυση κεφαλαίων. Τρίτη σημαντική πηγή είναι τα μακροπρόθεσμα μετατρέψιμα δάνεια -ομολογιακά δάνεια που μετατρέπονται αργότερα σε μετοχές- τα οποία είναι φθηνότερα σε σχέση με τα απλά, ενώ τέταρτη πηγή είναι οι αποσβέσεις, κάτι που δικαιολογεί η αύξηση του δείκτη παγιοποίησης περιουσίας.

Η περεταίρω αύξηση του δείκτη παγιοποίησης περιουσίας σε υψηλά επίπεδα καθιστά τις αποσβέσεις τη σημαντικότερη μορφή χρηματοδότησης στο στάδιο του white giant. Η επιχείρηση, για να συμπληρώσει τα κεφάλαια των αποσβέσεων, καταφεύγει σε μακροπρόθεσμα δάνεια, αφού δεν μπορεί να κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, λόγω έλλειψης ευκαιριών για επενδύσεις και χαμηλού δείκτη τιμής προς κέρδη. Τέλος, μια άλλη πηγή χρηματοδότησης είναι τα κέρδη της επιχείρησης, τα οποία, όμως, παρουσιάζουν συνεχή πτωτική τάση.

Στο στάδιο red giant, τα ποσά που προέρχονται από αποσβέσεις αποτελούν την πιο σημαντική πηγή χρηματοδότησης., κυρίως γιατί οι υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης δεν είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν. Δεύτερη σημαντικότερη πηγή αποτελούν τα μακροπρόθεσμα δάνεια, με υψηλό κόστος απόκτησης, ενώ τρίτη πηγή χρηματοδότησης είναι η χρηματοδοτική μίσθωση, αφού είναι αδύνατη η αγορά ιδιόκτητων επενδύσεων, λόγω των ζημιών που παρουσιάζει η επιχείρηση. Τέλος, η επιχείρηση αυτού του σταδίου στηρίζεται στις εμπορικές πιστώσεις, στηρίζεται δηλαδή από τους ίδιους τους πιστωτές της.

## 3.2 Πολιτική μερισμάτων στα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε.

Εξαιτίας των διαφορετικών χαρακτηριστικών των τεσσάρων σταδίων του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης, είναι λογικό, να υπάρχουν διαφορές και στις αποφάσεις των στελεχών των επιχειρήσεων σχετικά με την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική. Οι διαφορές αυτές οφείλονται κατά κύριο λόγο στο επίπεδο των τρεχόντων και παρελθόντων κερδών –και κατά συνέπεια στο ύψος των αποθεματικών- και στις ευκαιρίες ανάπτυξης που διαθέτει η επιχείρηση στο συγκεκριμένο στάδιο του Χ.Κ.Ζ. Οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική ως εξής:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 3.3 : Μερισματική Πολιτική στα στάδια του Χ.Κ.Ζ.Ε.**

| | Bobby Dazzler | Crown Prince | White Giant | Red Giant |
|---|---|---|---|---|
| **Ύψος Αποθεματικών** | Χαμηλό ή Μηδενικό | Χαμηλό | Υψηλό | Μειούμενο |
| **Ανάπτυξη** | Επιθυμεί Εσωτερική Εφικτή Εξωτερική | Εσωτερική Ανάπτυξη αποκλειστικά | Εξωτερική | Καμία |
| **Πολιτική Μερισμάτων** | ***Μηδενικό Μέρισμα*** | ***Χαμηλό Μέρισμα*** | ***Υψηλό Μέρισμα*** | ***Μηδενικό Μέρισμα*** |

**Πηγή: Ε. Αναστασάκης, Γ. Αρτίκης (1998) Θεωρία Χ.Κ.Ζ.Ε. :Η περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας**

Όπως φαίνεται και στον παραπάνω Πίνακα, μια επιχείρηση που βρίσκεται στο στάδιο του bobby dazzler δεν πληρώνει μέρισμα, αφού τα κέρδη της είναι εξαιρετικά χαμηλά ή και μηδενικά, ενώ χρειάζεται τα μετρητά προκειμένου να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή της με δικούς της πόρους, μια και η εσωτερική της ανάπτυξη επιφέρει μικρότερο κόστος σε σχέση με την εξωτερική. Στο στάδιο crown prince, η επιχείρηση επιλέγει να μην διανείμει μέρισμα ή διανέμει χαμηλό μέρισμα - ίσως μόνο το ελάχιστο υποχρεωτικό μέρισμα (βλ. Κεφάλαιο 4)- αφού τα κέρδη της επιχείρησης προορίζονται για να χρηματοδοτήσουν τις μεγάλες επενδύσεις και τις αναπτυξιακές ανάγκες της. Αντίθετα, στο στάδιο white giant η επιχείρηση δίνει υψηλό μέρισμα, γιατί έχει πλεόνασμα μετρητών και μεγάλο αποθεματικό, ενώ οι ευκαιρίες για ανάπτυξη είναι περιορισμένες. Δεν υπάρχει λόγος να παρακρατεί μεγάλο μέρος των κερδών της, αφού το κόστος των νέων επενδύσεων στη φάση αυτή είναι εξαιρετικά μεγάλο. Τέλος, στο στάδιο red giant η επιχείρηση αδυνατεί να διανείμει μέρισμα, λόγω των ζημιών που παρουσιάζει και παρά το γεγονός ότι διαθέτει μεγάλο ύψος αποθεματικών.

Αρκετοί ερευνητές έχουν επισημάνει τον δείκτη των παρακρατηθέντων κερδών προς το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων ως ένα δείκτη που αποτυπώνει τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης σε σχέση με το μέγεθος της επιχείρησης και τη θεωρία του Χ.Κ.Ζ.Ε. Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται ότι, όταν ο δείκτης αυτός είναι υψηλός, τότε η επιχείρηση είναι λιγότερο διατεθειμένη να διανείμει μερίσματα και προτιμά να τα χρησιμοποιήσει για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της. Αντίθετα, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο πιο πιθανό είναι να διανείμει υψηλό μέρισμα. Πράγματι, είναι λογικό στα πρώτα στάδια του Κύκλου Ζωής Επιχείρησης ο δείκτης αυτός να είναι υψηλός, αφού τα Ίδια Κεφάλαια στη φάση αυτή είναι σημαντικά λιγότερα σε σύγκριση με μια επιχείρηση που χαρακτηρίζεται, για παράδειγμα, ως white giant (H. DeAngelo, R. DeAngelo, M. Stulz, (2004), “Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory”).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

T. Levitt, “Marketing Myopia”, Harvard Business Review (1960)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks (2003), σελ. 66-77

Ε. Αναστασάκης, Γ. Αρτίκης «Θεωρία Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης: Η Περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας», Μελέτη Πανεπιστημίου Πειραιώς (1998)

Γ. Φιλιππάτος, Π. Αθανασσόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Εκδόσεις Παπαζήση (1985), σελ. 239-251

T. McRae, “Financial Life Cycle Theory of the Firm”, Bradford University, (1976)

H. DeAngelo, R. DeAngelo, M. Stulz, “Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory” Journal of Financial Economics, Volume 81 (2004), σελ. 227-254

E. Brigham and J. Pappas, “Duration of Growth, Change in Growth and Corporate Shares Prices, Financial Analysis Journey 23 (1966): σελ. 157-162.

D. Mueller, “A Life Cycle Theory of the Firm”, The Journal of Industrial Economics, Vol. 20, (1972), σελ. 199-219.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η επιλογή της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία της εταιρίας. Η νομοθεσία προσδιορίζει ένα ελάχιστο ποσοστό διανεμόμενων κερδών, το οποίο σχεδόν πάντα υποχρεούται να τηρήσει η εταιρία. Στη συνέχεια περιγράφεται η διαδικασία προσδιορισμού αυτού του υποχρεωτικού ποσοστού, καθώς και η περίπτωση του προμερίσματος, και συγκρίνεται η φορολογία των μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών.

## 4.1 Υπολογισμός πρώτου μερίσματος

Το μέρισμα που υποχρεωτικά διανέμεται στους μετόχους καθορίζεται κατά δύο τρόπους:

**Α) Σε συνάρτηση με το κεφάλαιο**

Σύμφωνα με το άρθρο 45 του Ν.2190/1920, το ποσό του μερίσματος που είναι υποχρεωμένη μια ανώνυμη εταιρία να διανείμει στους μετόχους της, από τα καθαρά κέρδη της χρήσεως, είναι ίσο με το ποσό που προκύπτει από το γινόμενο του 6% επί του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου.

**Β) Σε συνάρτηση προς τα καθαρά κέρδη της χρήσεως**

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Α.Ν.148/1967, σε συνδυασμό και με το άρθρο 3 του Ν.2753/1999, η Α.Ε. είναι υποχρεωμένη να διανείμει στους μετόχους της, ως πρώτο μέρισμα, τουλάχιστον το 35% του ποσού που απομένει από τα καθαρά κέρδη της χρήσεως, μετά την αφαίρεση:

- τυχόν ζημιών προηγούμενων χρήσεων,
- του τακτικού αποθεματικού και
- του αναλογούντος φόρου εισοδήματος των κερδών της Α.Ε. με συντελεστή 35%

Τα παραπάνω ισχύουν υπό την προϋπόθεση ότι το ποσόν που προκύπτει είναι μεγαλύτερο από το ποσόν που υπολογίζεται από το γινόμενο του 6% επί του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, όποιο από τα δύο ποσά είναι μεγαλύτερο, εκείνο θα διανεμηθεί ως ελάχιστο πρώτο μέρισμα στους μετόχους.

Η διανομή κερδών ως πρώτο μέρισμα απαγορεύεται όταν:

- το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων πολυετούς απόσβεσης δεν καλύπτεται από προαιρετικά αποθεματικά και από κέρδη προηγουμένων χρήσεων,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

- το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών που απαγορεύεται η διανομή τους,
- υπάρχει υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων, το οποίο δεν καλύπτεται από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης.

Η διάθεση των κερδών πραγματοποιείται με την εξής σειρά:

1. Παρακρατείται τουλάχιστον 5% των καθαρών κερδών για το σχηματισμό τακτικού αποθεματικού. Η υποχρέωση αυτή παύει να υφίσταται όταν το ύψος του σχηματισθέντος αποθεματικού φθάσει το 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου της.
2. Διανέμεται με τη μορφή μερίσματος κατ' ελάχιστον το μεγαλύτερο από τα δύο ποσά:
   - 6% του μετοχικού κεφαλαίου
   - 35% των κερδών προς διάθεση μείον το παρακρατηθέν για τακτικό αποθεματικό ποσο
3. Το υπόλοιπο των κερδών διανέμεται σύμφωνα με τους σκοπούς του καταστατικού (αμοιβή διοικητικού συμβουλίου, πρόσθετη αμοιβή εργατοϋπαλληλικού προσωπικού, διανομή πρόσθετου μερίσματος, σχηματισμός έκτακτου αποθεματικού, κ.λπ.).

Σε περίπτωση που το μέρισμα που αντιστοιχεί στο 6% του μετοχικού κεφαλαίου είναι μικρότερο από αυτό που αντιστοιχεί στο 35% των κερδών, η εταιρία μπορεί να διανείμει το μικρότερο ποσό μόνο με απόφαση του 65% της γενικής συνέλευσης.

Επίσης, μέρισμα μπορεί να μη διανεμηθεί μόνο με απόφαση του 100% της γενικής συνέλευσης της εταιρίας. Το σκεπτικό τις νομολογίας για το θέμα αυτό είναι ότι οι διατάξεις του Νόμου 2190/1920 για τη διανομή των κερδών, έχουν καταρτισθεί κατά τρόπο, ώστε να εξυπηρετούν όσο γίνεται καλύτερα τα συμφέροντα των μετόχων και, συνεπώς, δεν είναι διατάξεις δημοσίας τάξεως. Επομένως, αν όλοι οι μέτοχοι (100%) συμφωνούν να μη λάβουν μέρισμα ή να λάβουν μικρότερο του προβλεπόμενου από το νόμο, τότε η απόφασή τους αυτή θεωρείται έγκυρη. Άλλωστε, οι μέτοχοι είναι αυτοί που αποφασίζουν αν θα παραιτηθούν, ολικά ή μερικά, από το περιουσιακό τους δικαίωμα.

## 4.2 Φορολογία Μερισμάτων και Κεφαλαιακών Κερδών

Με βάση το Ν.2065/1992, μετά την καταβολή του αναλογούντος φόρου από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης της για τα διανεμόμενα κέρδη. Η διανομή κερδών δεν υπόκειται, λοιπόν, σε περαιτέρω φορολόγηση. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές (φυσικά και νομικά

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

πρόσωπα) δεν φορολογούνται για τα εισοδήματα που προκύπτουν από μερίσματα μετοχών, αφού τα μερίσματα διανέμονται από τα ήδη φορολογηθέντα στο νομικό πρόσωπο κέρδη. Αυτό είναι και το σημαντικότερο στοιχείο διαφοροποίησης της Ελληνικής Νομοθεσίας σε σχέση με τη Νομοθεσία πολλών άλλων χωρών, όπως για παράδειγμα των Η.Π.Α και άλλων Ευρωπαϊκών χωρών, όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Ισπανία, η Ιταλία κλπ.

Σχετικά με τις μητρικές εταιρίες και τις θυγατρικές τους σημειώνεται ότι, σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου, από τα κέρδη τα οποία πραγματοποιούν σε κάθε χρήση οι θυγατρικές εταιρίες και διανέμονται μερίσματα, το μέρος των μερισμάτων που αντιστοιχεί στη μητρική εταιρία καταβάλλεται κατά την επόμενη χρήση (εκτός αν δοθεί προμέρισμα στην ίδια χρήση) και συνεπώς περιέχεται στα κέρδη της μητρικής εταιρίας της επόμενης χρήσης. Τα δε μερίσματα από τα κέρδη της μητρικής εταιρίας που σχηματίζονται κατά ένα μέρος από τα διανεμόμενα κέρδη των εταιριών στις οποίες συμμετέχει, εφόσον διανεμηθούν, καταβάλλονται στην επόμενη από τη λήψη τους χρήση. Επιπρόσθετα, σημειώνεται ότι για το μέρος των κερδών της μητρικής εταιρίας που προέρχεται από μερίσματα, προσδιορίζεται φορολογητέο ποσό 5% το οποίο στη συνέχεια φορολογείται με συντελεστή φόρου 35%, καθόσον αυτά έχουν ήδη φορολογηθεί στην πηγή τους.

Όσον αφορά τα **κέρδη κεφαλαίου** των Φυσικών Προσώπων στην Ελλάδα, δεν φορολογούνται. Συγκεκριμένα, ο Ν.2238/1994 αναφέρει στο άρθρο 38 παρ. 1 ότι «τα κέρδη από την πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών σε τιμή ανώτερη της τιμής απόκτησής τους και τα οποία αποκτώνται από φυσικά πρόσωπα, απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος». Σύμφωνα όμως με το άρθρο 9, του Νόμου 2579/98, επιβάλλεται φόρος επί των συναλλαγών κατά την πώληση που ανέρχεται σε 1,5%. Ο φόρος αυτός υπολογίζεται επί της αξίας πώλησης των μετοχών, όπως αυτή αναγράφεται στο πινακίδιο το οποίο εκδίδει η χρηματιστηριακή εταιρία που μεσολαβεί και βαρύνει τον πωλητή των μετοχών, φυσικό ή νομικό πρόσωπο, ενώσεις προσώπων ή ομάδες περιουσίας, χωρίς να εξετάζεται η ιθαγένεια και ο τόπος που διαμένουν ή κατοικούν ή έχουν την έδρα τους και ανεξάρτητα αν έχουν απαλλαγή από οποιονδήποτε φόρο ή τέλος από διατάξεις άλλων νόμων.

Προκειμένου για τα Νομικά Πρόσωπα (Α.Ε., Ε.Π.Ε.), τα κέρδη που προκύπτουν από την πώληση χρεογράφων εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών σε μεγαλύτερη αξία από την αξία κτήσης, δεν υπόκεινται σε φορολόγηση, σύμφωνα με τον Ν. 2238/1994, υπό την προϋπόθεση ότι εμφανίζονται σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού, με σκοπό τον συμψηφισμό τους με ζημίες, οι οποίες θα προκύψουν μελλοντικά από την πώληση μετοχών εισηγμένων ή όχι στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τα εν λόγω κέρδη, τα οποία εμφανίζονται στο λογαριασμό ειδικού αποθεματικού, αν διανεμηθούν (ή αναληφθούν ή αν διαλυθεί η εταιρία), φορολογούνται κατά το χρόνο της διανομής τους (ή της ανάληψης ή κατά το χρόνο διάλυσης), κατά περίπτωση, σύμφωνα με τους φορολογικούς συντελεστές που ισχύουν για την εταιρία. Πρέπει να τονίσουμε ότι τα παραπάνω ισχύουν και για τις μεταβιβάσεις μετοχών εισηγμένων σε ξένο χρηματιστήριο αξιών ή σε άλλο διεθνώς αναγνωρισμένο χρηματιστηριακό θεσμό.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 101 παρ. 1 του Ν.2238/1994, αν μεταξύ των εισοδημάτων των νομικών προσώπων περιλαμβάνονται και μερίσματα ή κέρδη από «συμμετοχή» σε άλλες εταιρίες (Α.Ε., Ε.Π.Ε., Ο.Ε.) –δηλαδή, κατοχή πάνω από το 10% των συνολικών μετοχών της άλλης εταιρίας-, τότε «τα εισοδήματα αυτά αφαιρούνται από τα συνολικά καθαρά κέρδη προκειμένου να υπολογιστούν τα φορολογητέα κέρδη του νομικού προσώπου». Τα έσοδα που έχει, λοιπόν, η εταιρία από μερίσματα μετοχών ανωνύμων εταιριών (δηλαδή από συμμετοχές σε Α.Ε. ή χρεόγραφα) καθώς και από κέρδη από συμμετοχές της σε άλλες εταιρίες είναι φορολογημένα στο όνομα των προσώπων που τα πραγματοποίησαν και, συνεπώς, η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου του εισοδήματος έχει εξαντληθεί.

Το άρθρο 45 του Ν.2190/1920, αναφέρει ότι: ***«το υπόλοιπο διατίθεται κατά τους ορισμούς του καταστατικού»***. Σε περίπτωση που μετά τη διανομή των καθαρών κερδών σύμφωνα με τη νομοθεσία υπάρχει υπόλοιπο κερδών, η διάθεση του υπολοίπου αυτού δεν καθορίζεται από τη νομοθεσία, αλλά, ο νόμος δίνει την ευχέρεια στο Διοικητικό Συμβούλιο της Α.Ε. να διανείμει αυτό το ποσό:

- σύμφωνα με το καταστατικό, αν αυτό περιέχει σχετικές διατάξεις, ή
- σύμφωνα με τις αποφάσεις της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων.

Σύμφωνα με το καταστατικό και τις αποφάσεις της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης, το υπόλοιπο των καθαρών κερδών μπορεί να διατεθεί για οποιονδήποτε από τους παρακάτω σκοπούς:

§ για πρόσθετο μέρισμα,
§ για αμοιβές και ποσοστά στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου,
§ για μέρισμα στο προσωπικό,
§ για σχηματισμό λοιπών αποθεματικών, όπως είναι τα καταστατικά ή προαιρετικά αποθεματικά.

Επίσης, υπάρχει διάκριση μεταξύ των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν οι μετοχές όσον αφορά τα μερίσματα. Συγκεκριμένα, οι προνομιούχες μετοχές πλεονεκτούν έναντι των κοινών μετοχών στο γεγονός ότι προηγούνται στη διανομή του πρώτου μερίσματος, σε περίπτωση που αυτό δεν είναι αρκετό για το σύνολο των μετοχών, καθώς επίσης και στο γεγονός ότι παρέχουν το δικαίωμα σωρευτικού μερίσματος για τις παρελθούσες χρήσεις που δεν διανεμήθηκε μέρισμα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Επίσης οι μετοχές επικαρπίας, δηλαδή οι μετοχές που εκδίδονται κατά την απόσβεση του μετοχικού κεφαλαίου και παραδίδονται στους μετόχους των οποίων οι μετοχές αποσβέστηκαν, δεν εμπεριέχουν το δικαίωμα συμμετοχής στο πρώτο μέρισμα της εταιρίας.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι το ποσό του μερίσματος αποκόπτεται από την τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία αποκοπής μερίσματος (ex-dividend date), αφού έχουν οριστικοποιηθεί οι δικαιούχοι μέτοχοι. Αν εξαιρεθούν τυχόν διακυμάνσεις στο Χρηματιστήριο, είναι εύλογο να περιμένει κανείς ότι κάτω από κανονικές συνθήκες η τιμή της μετοχής στην ημερομηνία αποκοπής μερίσματος θα μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος.

## 4.3 Διανομή προμερίσματος

Οι Ανώνυμες Εταιρίες επιτρέπεται να διανείμουν, κατά τη διάρκεια της χρήσεως, προμερίσματα, τα οποία αποτελούν τμήμα των κερδών που πραγματοποίησε η εταιρία από την αρχή της χρήσης ως τη στιγμή που αποφασίζεται η διανομή και αποτελούν ουσιαστικά προκαταβολή έναντι των οριστικών μερισμάτων που θα αποφασίσει η τακτική Γενική Συνέλευση να διανεμηθούν κατά τη διάθεση των αποτελεσμάτων της χρήσης.

Για τη διανομή προμερίσματος συνηγορούν διάφοροι λόγοι, όπως είναι:

- Να καταστεί ελκυστικότερη η μετοχή της εταιρίας στους επενδυτές, οι οποίοι δεν θα έχουν να περιμένουν την έγκριση του ισολογισμού στο τέλος της χρήσης για να εισπράξουν.
- Να επαυξηθεί η εμπιστοσύνη προς την εταιρία, επειδή με τη διανομή αυτή επιβραβεύεται η κερδοφορία της.
- Να ενισχυθεί το γόητρο της εταιρίας.

Προκειμένου να αποφευχθεί ενδεχόμενη διανομή πλασματικών κερδών υπό μορφή προμερίσματος, η νομοθεσία προβλέπει τα εξής:

- Η διανομή των προμερισμάτων γίνεται με βάση λογιστική κατάσταση, η οποία πρέπει να δημοσιευθεί στο Τεύχος Α.Ε. και Ε.Π.Ε. και σε μια ημερήσια εφημερίδα των Αθηνών με ευρεία κυκλοφορία, 20 τουλάχιστον ημέρες πριν από τη διανομή.
- Τα διανεμόμενα προμερίσματα δεν μπορούν να υπερβούν το 50% των κερδών που εμφανίζει η κατάσταση αυτή. Ο περιορισμός αυτός δικαιολογείται από λόγους πρόνοιας, ώστε να καλυφθεί η εταιρία από ενδεχόμενη πτώση της κερδοφορίας της στο χρονικό διάστημα που απομένει ως το τέλος της χρήσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι, σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, η φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών δεν διαφέρει ουσιαστικά μεταξύ φυσικών και νομικών προσώπων. Συγκεκριμένα, έχει γίνει προσπάθεια να αποφευχθεί η διπλή φορολόγηση των μερισμάτων, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη δεν είναι αντικείμενο φορολογίας, όπως γίνεται σε άλλες χώρες.

**Βιβλιογραφία Κεφαλαίου**

Γ. Αληφαντής, «Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσεως», 5η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ (2002), σελ 364-380

Ε. Σακέλλης, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο - Τόμος Γ'», Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ (2003) σελ. 1653, 1719-1741

Β. Σαρσέντη & Α. Παπαναστασάτου, «Λογιστική Εταιριών», Γ' Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλης (2000) σελ. 311-329

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

## 5.1 Η τάση μείωσης των εταιριών που διανέμουν μερίσματα

Κατά την τελευταία 20ετία έχει καταγραφεί στις περισσότερες και σημαντικότερες κεφαλαιαγορές του κόσμου μια τάση μείωσης της διάθεσης των διοικήσεων των εταιριών στο να διανείμουν μερίσματα στους μετόχους. Αντίθετα, όλο και περισσότερες διοικήσεις προτιμούν να παρακρατούν τα κέρδη των εταιριών τους, με σκοπό να εκμεταλλευτούν τις προοπτικές ανάπτυξης προς όφελος της εταιρίας τους. Αρκετοί ερευνητές έχουν προσπαθήσει να μελετήσουν τα αίτια για αυτή την αλλαγή συμπεριφοράς απέναντι στα μερίσματα, αλλά και να εξετάσουν τους παράγοντες που ευνοούν μια τέτοια συμπεριφορά των εταιριών.

### 5.1.1 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αμερική

Το 2001 οι Fama και French (2001, “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, Journal of Financial Economics) μελέτησαν τον αριθμό των εταιριών, οι οποίες διένειμαν μερίσματα κατά την περίοδο 1926-1999, δίνοντας ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην περίοδο μετά το 1972, όπου τα στοιχεία καλύπτουν τις εταιρίες των δεικτών NYSE, AMEX και NASDAQ. Το ποσοστό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα μειώθηκε έντονα μετά το 1978. Το 1973, το 52,8% των δημόσιων διαπραγματευόμενων μη χρηματοοικονομικών και μη κοινωφελών εταιριών διένειμαν μερίσματα. Το ποσοστό όσων διένειμαν μερίσματα αυξάνει στο μέγιστο 66,5% το 1978. Στη συνέχεια μειώνεται έντονα. Το 1999, μόνο το 20,8% των εταιριών διανέμουν μερίσματα. Τρία είναι τα ερωτήματα που προκύπτουν από την πτώση μετά το 1978 του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα: (α) Ποια είναι τα χαρακτηριστικά των εταιριών που διανέμουν μερίσματα; (β) Η μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται στη μείωση της κυριαρχίας αυτών των χαρακτηριστικών μεταξύ των δημόσια διαπραγματευόμενων εταιριών και (γ) είναι λιγότερο πιθανό για τις εταιρίες με αυτά τα χαρακτηριστικά να διανέμουν μερίσματα;

Χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις και άλλα στατιστικά εργαλεία, εξέτασαν τα χαρακτηριστικά όσων διένειμαν μερίσματα. Όλες οι προσεγγίσεις τους υποδήλωσαν ότι τρία χαρακτηριστικά επηρεάζουν την απόφαση των εταιριών να διανείμουν μερίσματα: η κερδοφορία, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος. Οι μεγαλύτερες εταιρίες και οι πιο κερδοφόρες είναι πιο πιθανό να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

διανείμουν μερίσματα. Αντίθετα, η διανομή μερισμάτων είναι πιο πιθανή για τις εταιρίες που διαθέτουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες.

Τα στατιστικά αποτελέσματα παρέχουν λεπτομέρειες για τη φύση των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν και των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Οι εταιρίες που διένειμαν στο παρελθόν τείνουν να είναι σε δύσκολη οικονομική θέση. Έχουν χαμηλά κέρδη και λίγες επενδύσεις. Οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα είναι πιο κερδοφόρες από τις προηγούμενες και έχουν μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι, με τη σειρά τους, πιο κερδοφόρες από τις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Αλλά οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα επενδύουν με μεγαλύτερο ρυθμό , προχωρούν σε περισσότερες επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης και έχουν υψηλότερο δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία από τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα. Τέλος, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι δέκα φορές μεγαλύτερες από αυτές που δεν διανέμουν.

Η μείωση μετά το 1978 στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται μερικώς στην αυξημένη κλίση των δημοσίως διαπραγματευόμενων εταιριών προς τα χαρακτηριστικά των εταιριών που δεν έχουν ποτέ διανείμει μερίσματα, δηλαδή στα χαμηλά κέρδη, τις ισχυρές επενδύσεις και το μικρό μέγεθος. Αυτή η κλίση στον πληθυσμό των εταιριών προωθείται από μια έκρηξη στις νέες εισηγμένες εταιρίες και από την αλλαγή στη φύση των νέων εταιριών. Ο αριθμός των δημόσιων διαπραγματευόμενων μη χρηματοοικονομικών και μη κοινωφελών εταιριών αυξήθηκε από 3.638 το 1978 σε 5.670 το 1997, πριν μειωθεί σε 5.113 το 1999. Οι νέες εισηγμένες εταιρίες τείνουν να είναι μικρές με αξιοσημείωτες επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό που άλλαξε μετά το 1978 είναι η κερδοφορία τους. Πριν το 1978 οι νέες εισηγμένες εταιρίες ήταν πιο κερδοφόρες και από τις εποχιακές εταιρίες. Την περίοδο 1973-1977, τα κέρδη των νέων εισηγμένων ήταν κατά μέσο όρο 17,79% της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, έναντι 13,68% για όλες τις εταιρίες. Η κερδοφορία των νέων εισηγμένων εταιριών μειώνεται κατά τη διάρκεια των επόμενων 20 χρόνων. Τα κέρδη τους την περίοδο 1993-1998 είναι κατά μέσο όρο 2,07% της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, έναντι 11,26% για όλες τις εταιρίες.

Η μείωση της κερδοφορίας των νέων εισηγμένων εταιριών συνοδεύεται από τη μείωση στο ποσοστό των νέων εισηγμένων εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1973-1977, το ένα τρίτο των νέων εισηγμένων εταιριών διανέμουν μερίσματα. Η μεγάλη αύξηση στον αριθμό και η αλλαγή της φύσης των νέων εισηγμένων εταιριών οδήγησε σε αύξηση των μικρών εταιριών με χαμηλή κερδοφορία, αλλά μεγάλες επενδύσεις, που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Αυτές οι εταιρίες είναι ένας σημαντικός παράγοντας στη μείωση του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Είναι, ίσως, φανερό ότι οι επενδυτές έχουν γίνει πιο πρόθυμοι στο να κρατούν μετοχές μικρών, σχετικά μη κερδοφόρων, αναπτυσσόμενων εταιριών. Όμως, η κλίση του πληθυσμού των διαπραγματευόμενων εταιριών προς αυτές τις εταιρίες είναι η μισή πλευρά της ιστορίας σχετικά με τη μείωση των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Το πιο αξιοσημείωτο εύρημα της μελέτης είναι ότι οι εταιρίες διανέμουν όλο και λιγότερο μερίσματα, ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά τους. Δεδομένων των χαρακτηριστικών των εταιριών, η μείωση στην πιθανότητα των εταιριών να διανέμουν μερίσματα χαρακτηρίστηκε ως μειωμένη τάση να διανέμουν και αποδόθηκε στο γεγονός ότι τα αντιλαμβανόμενα οφέλη των μερισμάτων, όποια και αν είναι αυτά, έχουν μειωθεί με τα χρόνια.

Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν δύο προσεγγίσεις για να ποσοτικοποιήσουν πως τα χαρακτηριστικά των εταιριών και η τάση τους να διανέμουν μερίσματα συνδυάζονται στο να οδηγήσουν στη μείωση του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Η μία προσέγγιση ήταν μέσω παλινδρομήσεων. Στην άλλη, χρησιμοποίησαν τη σχετική συχνότητα αυτών που διανέμουν μερίσματα στα χαρτοφυλάκια που σχηματίζονται με βάση την κερδοφορία, τις επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος. Και οι δύο προσεγγίσεις υποδηλώνουν ότι η χαμηλότερη τάση διανομής είναι τουλάχιστον τόσο σημαντική όσο τα χαρακτηριστικά στην ερμηνεία της μείωσης του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Ο όρος μειωμένη τάση διανομής φαίνεται να υπονοεί ότι οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα τώρα, διανέμουν μια μικρότερη αναλογία των κερδών τους σε σχέση με παλαιότερα. Το ότι έχει υπάρξει μειωμένη τάση διανομής με αυτή την έννοια είναι ξεκάθαρο από τους δείκτες διανομής που παραμένουν σχεδόν σταθεροί. Ο δείκτης των αθροιστικών μερισμάτων προς τα αθροιστικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, σε συνδυασμό με τα κέρδη των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα, αυξήθηκε ελαφρώς και όταν τα κέρδη του τρέχοντος χρόνου χρησιμοποιούνται στον παρονομαστή (από 36,9% σε 39,3%) και όταν χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των κερδών πέντε χρόνων (41,7% στα 42%). Γενικότερα, παρατηρήθηκαν ελάχιστες ενδείξεις σημαντικής αλλαγής (προς τα πάνω ή προς τα κάτω) κατά τις τελευταίες δυο δεκαετίες στους δείκτες διανομής των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Η χαμηλότερη τάση διανομής είναι γενική. Για παράδειγμα, το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα στις εταιρίες με θετικά κέρδη μειώθηκε μετά το 1978. Αλλά το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα στις εταιρίες με αρνητικά κέρδη μειώθηκε επίσης. Οι μικρές εταιρίες είναι λιγότερο πιθανό να διανέμουν μερίσματα μετά το 1978, αλλά επίσης λίγες είναι οι περιπτώσεις εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα και στις μεγαλύτερες εταιρίες. Εταιρίες με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες είναι λιγότερο πιθανό να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

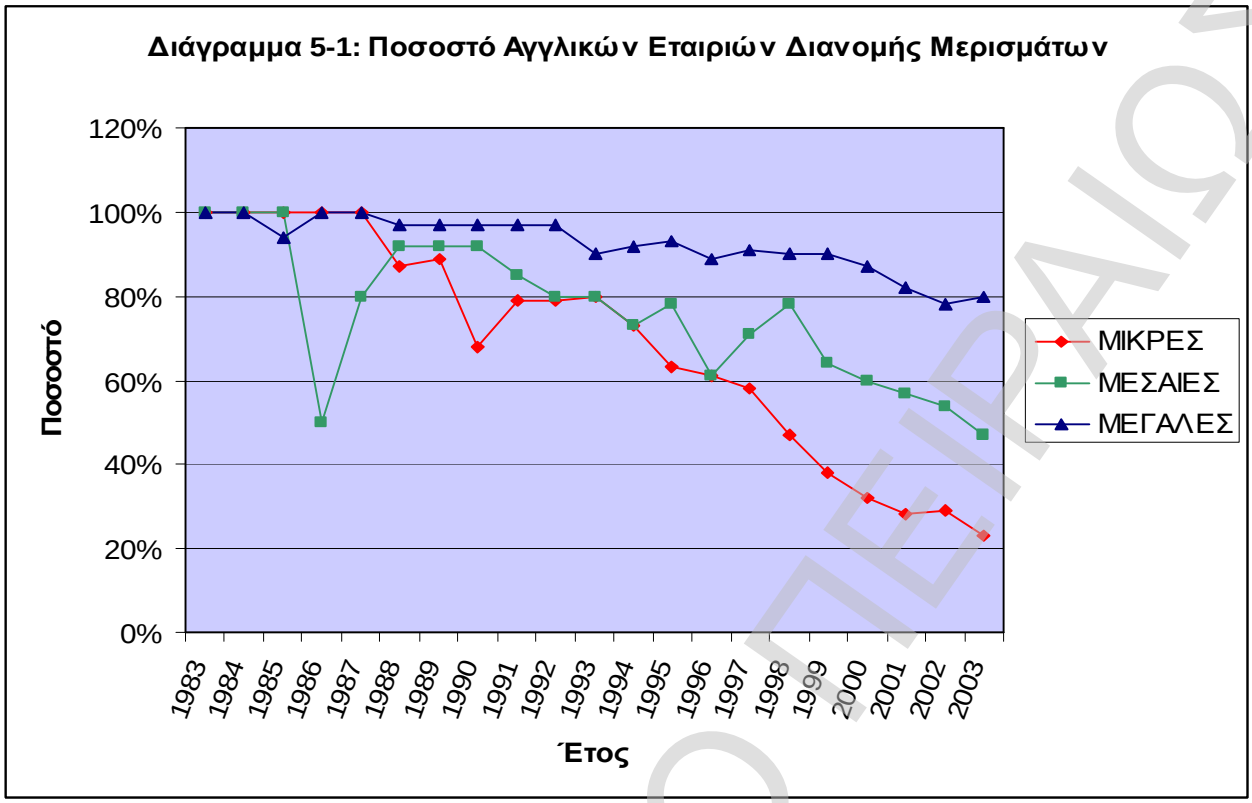
διανέμουν μερίσματα μετά το 1978, αλλά τα μερίσματα γίνονται όλο και λιγότερο πιθανά ανάμεσα και στις εταιρίες με λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες.

Η επίδραση της αλλαγής των χαρακτηριστικών και της τάσης διανομής ποικίλλουν ανάμεσα στις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα. Τα χαρακτηριστικά όσων διανέμουν μερίσματα (μεγάλες, κερδοφόρες εταιρίες) δεν άλλαξαν πολύ μετά το 1978, απλά αυτές οι εταιρίες έγιναν λίγο πιο πιθανές στο να σταματήσουν να διανέμουν. Η αλλαγή των χαρακτηριστικών και η μειωμένη τάση διανομής επηρέασαν πιο ξεκάθαρα τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής όσων εταιριών διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν και όσων δεν διένειμαν ποτέ. Για παράδειγμα, μετά το 1978, η χαμηλότερη κερδοφορία και οι άφθονες ευκαιρίες ανάπτυξης οδήγησαν σε πολύ χαμηλότερους ρυθμούς έναρξης διανομής μερισμάτων από τις εταιρίες που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα. Αλλά, ελέγχοντας τα χαρακτηριστικά, οι εταιρίες που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα ξεκινούν τη διανομή σε χαμηλότερους ρυθμούς μετά το 1978, ενώ για όσες διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν είναι λιγότερο πιθανό να ξαναρχίσουν τη διανομή.

### 5.1.2 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αγγλία

Το 2005 διενεργήθηκε από συγγραφείς έρευνα, σχετικά με το αν υπάρχει τάση μείωσης των μερισμάτων στην Αγγλία και πως μεταβάλλεται η τάση αυτή ανάλογα με το μέγεθος της εταιρίας. Τα στοιχεία, που χρησιμοποιήθηκαν, αφορούν τα μερίσματα ανά μετοχή 120 εταιριών του Χρηματιστηρίου της Αγγλίας, οι οποίες επιλέχτηκαν τυχαία από στοιχεία της ηλεκτρονικής βάσης δεδομένων Datastream. Το χρονικό διάστημα της έρευνας καλύπτει το διάστημα 1983-2003. Στη συνέχεια, οι εταιρίες διαχωρίστηκαν σε τρεις ισοπληθείς κατηγορίες (μεγάλες, μεσαίες και μικρές εταιρίες) ανάλογα με την κεφαλαιοποίησή τους. Το Διάγραμμα που ακολουθεί απεικονίζει τα αποτελέσματα της έρευνας. Συγκεκριμένα, σε κάθε έτος της περιόδου 1983-2003 απεικονίζεται το ποσοστό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα από το σύνολο των εταιριών που εξετάσθηκαν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



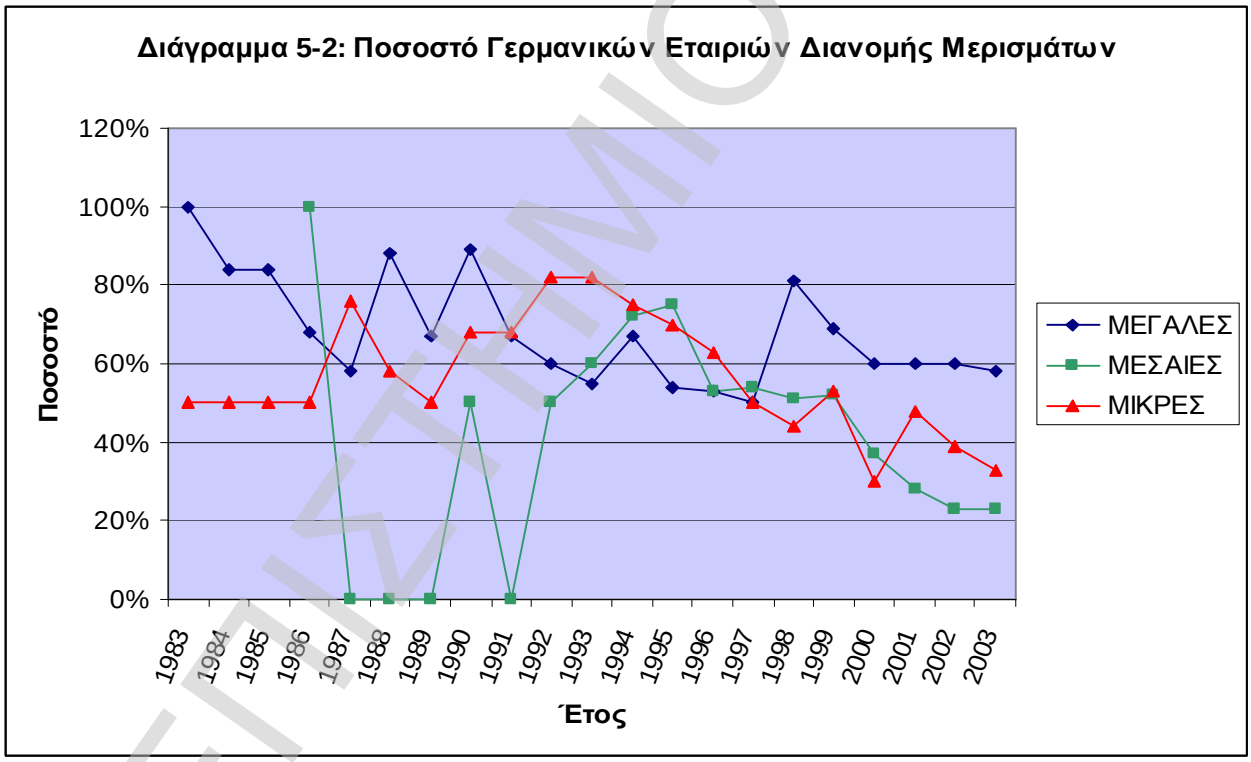

Μια πρώτη αίσθηση που αποκομίζουμε παρατηρώντας το Διάγραμμα είναι ότι υπάρχει τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων κατά τα τελευταία χρόνια στην Αγγλία. Μάλιστα, η τάση μείωσης δεν επικεντρώνεται μόνο στις μικρές εταιρίες, αλλά είναι γενικότερη. Όμως, παρατηρούμε ότι αυτή η τάση μείωσης είναι ιδιαίτερα έντονη στις μικρές εταιρίες. Το ποσοστό διανομής μερισμάτων από το μέγιστο 100% τα πρώτα χρόνια της περιόδου εξέτασης μειώνεται στο ελάχιστο 23,08% το 2003. Τα αντίστοιχα ποσοστά για τις μεσαίες εταιρίες είναι 100% και 45%, ενώ για τις μεγάλες εταιρίες είναι 100% και 79,49%. Αυτό σημαίνει, ότι υπάρχει τάση μείωσης τόσο στις μικρές εταιρίες, όσο και στις μεγαλύτερες, απλώς η μείωση στις τελευταίες δεν είναι εξίσου σημαντική με την αντίστοιχη μείωση στις μεγαλύτερες. Ενδεχομένως, η παραπάνω παρατήρηση να είναι σύμφωνη με την άποψη ότι η θεωρία της λειτουργίας των μερισμάτων ως προειδοποιητικός μηχανισμός της πορείας της εταιρίας είναι πιο σημαντική για τις μεγαλύτερες εταιρίες και, κατά συνέπεια, η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων να μην είναι τόσο σημαντική για τις εταιρίες αυτές. Η παρατήρηση που προκύπτει από το Διάγραμμα σχετικά με την τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων είναι σύμφωνη και με τα αποτελέσματα μελέτης των Benito A. Και Young Garry (2003, “Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Cuts by UK Firms”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol.65), οι οποίοι παρατήρησαν μια αύξηση από το 1995 στην αναλογία των εταιριών που αποφεύγουν τη διανομή μερισμάτων. Συγκεκριμένα, το 1995 η αναλογία των εταιριών που δεν διένειμαν μερίσματα ήταν

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

14,3% και το 1999 αυξήθηκε στο 25,2%, ενώ οι αντίστοιχες αναλογίες ήταν 16,1% και 17,9% το 1982 και 1992 αντίστοιχα.

### 5.1.3 Η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Γερμανία

Αντίστοιχη έρευνα με αυτή που έγινε στην Αγγλία διενεργήθηκε και για την Γερμανία. Συγκεκριμένα, το δείγμα αφορά 69 εταιρίες της Γερμανίας, που μελετώνται για το διάστημα 1983-2003, ενώ και εδώ οι εταιρίες διαχωρίζονται ανάλογα με το μέγεθός τους. Τα αποτελέσματα φαίνονται στο παρακάτω Διάγραμμα. Πρέπει να τονίσουμε ότι τα στοιχεία αφορούν το σύνολο των εταιριών, για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία. Για παράδειγμα, δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία για τα έτη 1983-1985 για καμία από τις εταιρίες που χαρακτηρίστηκαν ως μεσαίες.




Αντίθετα με την Αγγλία, η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στη Γερμανία επικεντρώνεται περισσότερο στις μεσαίες εταιρίες. Στις μεγάλες εταιρίες, το ποσοστό των εταιριών διανομής μερισμάτων μειώνεται από το μέγιστο 100% στην αρχή της περιόδου εξέτασης στο ελάχιστο 50% το 1997 και στο 57,14% το 2003. Στις μεσαίες εταιρίες, το αντίστοιχο ποσοστό από το μέγιστο 100% το 1986 μειώνεται στο 22,73% το 2003, ενώ για τις μικρές κυμαίνεται από

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

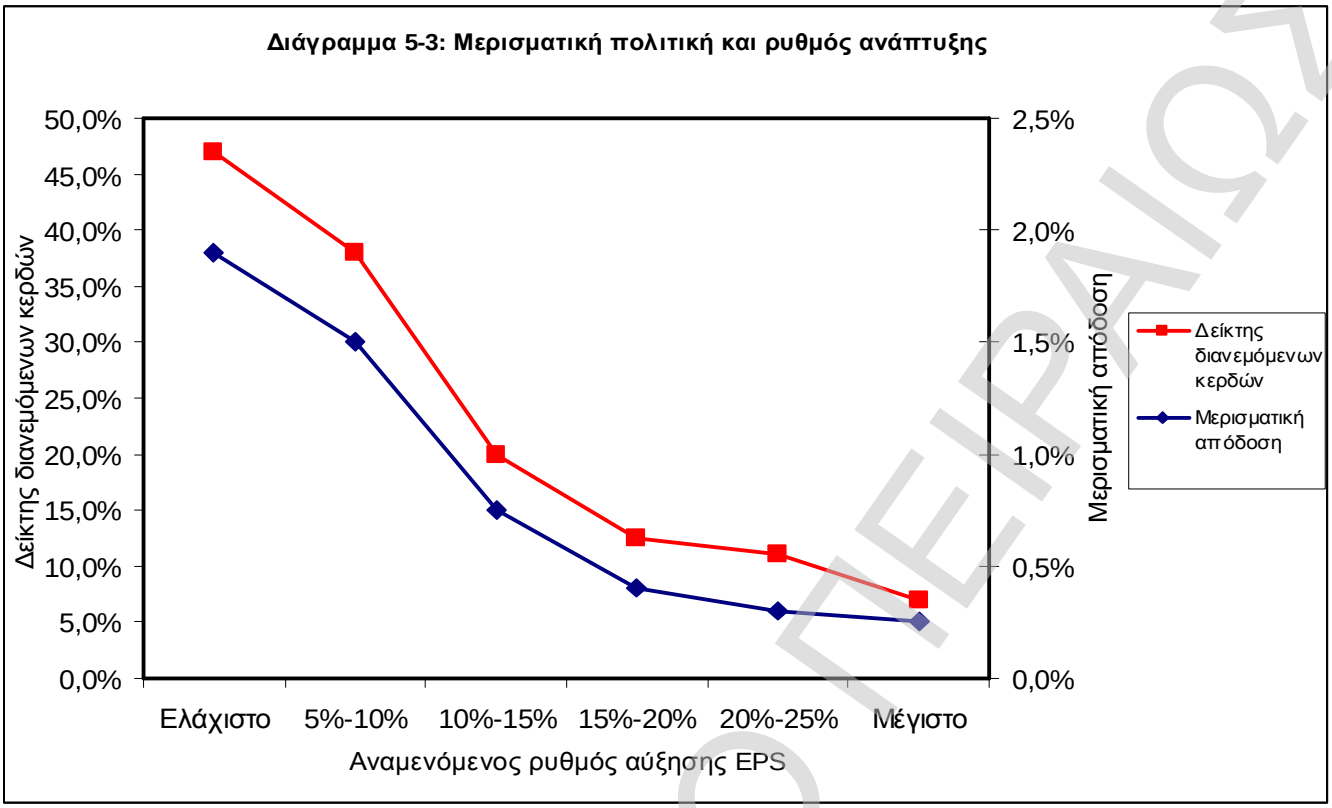
το μέγιστο 81,81% το 1992 και το 1993 στο ελάχιστο 29,41% το 2000 και στο 33,33% το 2003. Η παρατήρηση ότι η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων είναι πιο έντονη στις μεσαίες παρά στις μικρές εταιρίες, ίσως, μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι τα στελέχη της διοίκησης των μικρών εταιριών χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως μέσο επικοινωνίας με τους μετόχους, ώστε να μπορέσουν να καλύψουν την περιορισμένη πρόσβαση στον οικονομικό τύπο και τις χρηματιστηριακές αναλύσεις και, κατά συνέπεια, να γίνουν πιο ευρέως γνωστές.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των ερευνών σε Αγγλία και Γερμανία με αυτά των Fama και French (2001) για τις αμερικάνικες εταιρίες των NYSE, AMEX και NASDAQ, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αγγλία και τη Γερμανία τα τελευταία χρόνια συμπίπτει με την τάση μείωσης που παρατηρείται στην Αμερικανική αγορά. Ειδικά για την αγγλική και την αμερικάνικη αγορά, τα αποτελέσματα ταυτίζονται στο γεγονός ότι η τάση μείωσης είναι πιο έντονη στις μικρές εταιρίες, στη συνέχεια στις μεσαίες εταιρίες και, ακόλουθα, στις μεγάλες εταιρίες. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι δεν πρέπει να συγχέουμε την τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων με τη μείωση των μερισμάτων ως απόλυτο νούμερο.

## 5.2 Μερισματική πολιτική και ρυθμός ανάπτυξης των εταιριών στην Αμερική

Όπως αναφέραμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας (Κεφάλαιο 3), η μερισματική πολιτική των εταιριών διαφέρει σε κάθε στάδιο του κύκλου ζωής των επιχειρήσεων. Ένα γενικό συμπέρασμα ήταν ότι οι επιχειρήσεις που διαθέτουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης και επιθυμούν να αυξήσουν την αξία τους, πραγματοποιώντας νέες επενδύσεις, δεν διανείμουν μερίσματα ή διανείμουν μικρά μερίσματα στους μετόχους, αλλά παρακρατούν τα κέρδη τους για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης τους. Το συμπέρασμα αυτό επιβεβαιώθηκε και στην έρευνα που έγινε για τις εταιρίες του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για το έτος 2004, τα αποτελέσματα της οποίας παρουσιάζονται στο παρακάτω Διάγραμμα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ




Πηγή: Capital Structure, Dividend Policy & Valuation, Aswath Damodaran

Στο Διάγραμμα 5-3 αποτυπώνονται οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής των εταιριών του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, ανάλογα με τη φάση ανάπτυξης στην οποία βρίσκεται κάθε εταιρία. Συγκεκριμένα, όλες οι εταιρίες έχουν διαχωριστεί σε έξι κατηγορίες, ανάλογα με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης (g) των κερδών ανά μετοχή κάθε εταιρίας για τα επόμενα 5 χρόνια, όπως αυτός προσδιορίστηκε από τους χρηματιστηριακούς αναλυτές. Για κάθε μια από τις έξι κατηγορίες που σχηματίστηκαν, παρουσιάζεται η μέση μερισματική απόδοση (μέρισμα ανά μετοχή προς τρέχουσα αξία μετοχής) και ο δείκτης διανεμόμενων κερδών (συνολικό μέρισμα προς σύνολο καθαρών κερδών) για το έτος 2004.

Παρατηρώντας το Διάγραμμα, συμπεραίνουμε ότι οι εταιρίες που έχουν μικρές προοπτικές ανάπτυξης (5%- 10% αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών) έχουν σχετικά υψηλό δείκτη διανομής των κερδών τους (32%) και σχετικά υψηλή μερισματική απόδοση (1,5%). Ο υψηλός δείκτης διανεμόμενων κερδών σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στη φάση αυτή –η οποία προσομοιάζει τα χαρακτηριστικά του σταδίου white giant- διαθέτουν μειωμένες ευκαιρίες ανάπτυξης και γι' αυτό αποφασίζουν να μοιράσουν τα κέρδη τους στους μετόχους. Από την άλλη, η υψηλή μερισματική απόδοση οφείλεται κυρίως στα υψηλά συνολικά μερίσματα, αλλά και στην πιθανή αδυναμία αύξησης της τιμής της μετοχής, λόγω έλλειψης προοπτικών ανάπτυξης. Επίσης, οι εταιρίες με ελάχιστες –ή και μηδενικές- προοπτικές ανάπτυξης παρουσιάζουν, για τους ίδιους λόγους, ακόμα μεγαλύτερο δείκτη διανεμόμενων κερδών (47%) και υψηλότερη μερισματική

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

απόδοση (1,9%). Τέτοιες εταιρίες τείνουν να κατατάσσονται στο στάδιο white giant προς red giant.

Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες που παρουσιάζουν μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες και έχουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ακολουθούν διαφορετική μερισματική πολιτική. Κάτι τέτοιο φαίνεται και από την ραγδαία πτώση, τόσο του δείκτη διανεμόμενων κερδών, όσο και του δείκτη μερισματικής απόδοσης, για τις εταιρίες με ρυθμό ανάπτυξης κερδών 10%-15% σε σχέση με τις εταιρίες που αναφέραμε προηγουμένως, πτώση που συνεχίζεται με μειούμενο, όμως, ρυθμό και στις εταιρίες με ακόμα μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών τους. Συγκεκριμένα, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών φτάνει μέχρι και 7% (από 20%) για τις εταιρίες με τον μέγιστο ρυθμό ανάπτυξης κερδών, ενώ η μερισματική απόδοση φτάνει το 0,25% (από 0,80%). Αξίζει να σημειώσουμε, ότι οι εταιρίες με ρυθμό ανάπτυξης κερδών μεγαλύτερο από 10% φαίνεται να διαθέτουν τα χαρακτηριστικά του σταδίου crown prince, όσον αφορά το Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής τους.

## 5.3 Πολιτικές μερισμάτων στην πράξη – η περίπτωση της Αγγλίας

Μια εξαιρετικά ενδιαφέρουσα έρευνα σχετικά με τις πολιτικές μερισμάτων που χρησιμοποιούνται στην πράξη είναι αυτή του Chin- Bun Tse (2005, “Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns”, Management Centre, University of Leicester). Η συγκεκριμένη έρευνα αφορά συνολικά 548 εταιρίες του δείκτη FTSE All Share Index του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου, δηλαδή το 98% του συνόλου των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Καλύπτει το χρονικό διάστημα 1992-1998, και συμπεριλαμβάνει όλους, σχεδόν, τους κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς και τις εταιρίες που τους απαρτίζουν. Οι μόνοι κλάδοι που δεν συμπεριλαμβάνονται στην έρευνα είναι ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (δηλαδή τράπεζες, επενδυτικές και ασφαλιστικές εταιρίες) και ο κλάδος των Πετροχημικών, λόγω των ιδιαίτερων κυβερνητικών και φορολογικών ρυθμίσεων που διέπουν τους κλάδους αυτούς. Οι εταιρίες του δείγματος διαχωρίζονται ανάλογα με τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν σε 5 κατηγορίες: τις 4 γνωστές πολιτικές μερισμάτων στην πράξη (χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο, σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, σταθερό ποσό ανά μετοχή και υπολειμματική πολιτική) και την πολιτική του μηδενικού μερίσματος. Τα αποτελέσματα της έρευνας φαίνονται στο παρακάτω Διάγραμμα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 5.1: Μερισματική πολιτική Αγγλικών εταιριών ανά κλάδο**

| Κλάδος | Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | Σταθερό ποσό ανά μετοχή (αυξανόμενο) | Υπολειμματική πολιτική | Μηδενικό μέρισμα | Σύνολο | Σύνολο εταιριών |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Αεροπορικές εταιρίες | 11% | 44% | 33% | 11% | 0% | 100% | 9 |
| Αυτοκινητοβιομηχανία | 33% | 33% | 17% | 17% | 14% | 100% | 6 |
| Οινοπνευματώδη | 0% | 14% | 43% | 29% | 0% | 100% | 7 |
| Χημικά | 17% | 22% | 11% | 50% | 2% | 100% | 18 |
| Υλικά οικοδομών | 18% | 5% | 36% | 39% | 0% | 100% | 56 |
| Εμπορικοί αντιπρόσωποι | 9% | 32% | 45% | 14% | 0% | 100% | 22 |
| Διαφοροποιημένες Βιομηχανίες | 33% | 0% | 33% | 33% | 0% | 100% | 3 |
| Ηλεκτρικός κ' Ηλεκτρονικός εξοπλισμός | 10% | 20% | 30% | 40% | 0% | 100% | 20 |
| Μηχανολογικός εξοπλισμός | 7% | 19% | 33% | 42% | 0% | 100% | 43 |
| Λιανικό εμπόριο τροφίμων | 8% | 50% | 25% | 17% | 0% | 100% | 12 |
| Βιομηχανία τροφίμων | 10% | 10% | 29% | 52% | 0% | 100% | 21 |
| Χαρτοποιεία | 0% | 0% | 50% | 50% | 0% | 100% | 2 |
| Διανομή αερίου | 50% | 0% | 0% | 0% | 50% | 100% | 2 |
| Γενικό εμπόριο | 7% | 22% | 29% | 34% | 7% | 100% | 41 |
| Υπηρεσίες υγείας | 0% | 42% | 42% | 8% | 8% | 100% | 12 |
| Οικιακός εξοπλισμός | 22% | 33% | 11% | 33% | 0% | 100% | 9 |
| Πληροφοριακή τεχνολογία | 0% | 0% | 67% | 0% | 33% | 100% | 3 |
| Ψυχαγωγία, Αναψυχή και Ξενοδοχεία | 3% | 24% | 24% | 34% | 14% | 100% | 29 |
| Οπτικοαουστικό Υλικό | 3% | 28% | 46% | 23% | 0% | 100% | 39 |
| Υλικά συσκευασίας | 10% | 40% | 30% | 20% | 0% | 100% | 10 |
| Είδη προσωπικής φροντίδας | 0% | 25% | 50% | 25% | 0% | 100% | 4 |
| Φαρμακευτικά προϊόντα | 0% | 27% | 9% | 27% | 36% | 100% | 11 |
| Υπηρεσίες ακίνητης περιουσίας | 11% | 16% | 38% | 36% | 0% | 100% | 45 |
| Εστίαση | 5% | 26% | 63% | 5% | 0% | 100% | 19 |
| Λογισμικό και υπηρεσίες Η/Υ | 3% | 36% | 18% | 30% | 12% | 100% | 33 |
| Αλουμίνιο και άλλα μέταλλα | 0% | 0% | 0% | 100% | 0% | 100% | 1 |
| Υποστηρικτικές υπηρεσίες | 6% | 29% | 34% | 31% | 0% | 100% | 35 |
| Τηλεπικοινωνίες | 20% | 60% | 20% | 0% | 0% | 100% | 5 |
| Καπνοβιομηχανία | 33% | 33% | 0% | 33% | 0% | 100% | 3 |
| Μεταφορές | 11% | 14% | 32% | 39% | 4% | 100% | 28 |
| Σύνολο | 50 | 126 | 178 | 173 | 21 | | 548 |
| Ποσοστό (%) | 9,12% | 23,00% | 32,48% | 31,57% | 3,83% | 100% | |

**Πηγή: "Primark Extel, Major UK Companies Handbook, London, 1999**

Αναλύοντας τα δεδομένα του Διαγράμματος 5-4, συμπεραίνουμε ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρίες είναι η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή, και

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

συγκεκριμένα, του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή (32,48% των εταιριών όλων των κλάδων). Δεύτερη δημοφιλέστερη πολιτική μερισμάτων είναι η υπολειμματική πολιτική (31,57% των εταιριών), ενώ στη συνέχεια ακολουθούν η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών (23%), η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο (9,12%) και, τέλος, η πολιτική της μη διανομής μερίσματος (3,83%).

Το σημαντικότερο, ίσως, συμπέρασμα της έρευνας αυτής είναι ότι υπάρχουν μεγάλες διαφορές στην μερισματική πολιτική των εταιριών ανάμεσα σε διαφορετικούς κλάδους. Μπορεί οι κυρίαρχες πολιτικές να είναι, γενικά, οι πολιτικές που προαναφέραμε, όμως υπάρχουν κλάδοι που αποτελούνται από μεγάλο αριθμό εταιριών, οι οποίοι διαφοροποιούνται ως προς τη μερισματική πολιτική. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων κλάδων είναι ο κλάδος μεταφορών, ο κλάδος υπηρεσιών υγείας και ο κλάδος λογισμικού και υπηρεσιών Η/Υ. Το στοιχείο αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες μπορεί να μεταβάλλουν τη μερισματική τους πολιτική ανάλογα με τη μερισματική πολιτική των υπολοίπων εταιριών του κλάδου. Κάτι τέτοιο είχαν ισχυριστεί και οι Marsh & Merton (1987) στο υπόδειγμά τους. Μια εξήγηση για το γεγονός αυτό είναι ότι τα μερίσματα των εταιριών κάποιων κλάδων έχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο για τους μετόχους και τους επενδυτές, ενώ σε κάποιο άλλο κλάδο, οι μέτοχοι και οι επενδυτές δίνουν μικρότερη σημασία στο ύψος του μερίσματος. Σε κάθε περίπτωση, η συγκεκριμένη έρευνα είναι εξαιρετικά σημαντική, αφού εξετάζει τις πολιτικές μερισμάτων που ακολουθούν οι μεγαλύτερες εταιρίες της Αγγλίας, κάτι που είναι σπάνιο και έχει μεγάλη πληροφοριακή αξία.

## 5.4 Μερισματική πολιτική στην Κίνα

Η Κινέζικη οικονομία είναι μια αναπτυσσόμενη οικονομία, που αποκτά όλο και περισσότερη βαρύτητα στη διαμόρφωση της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και, συνεπώς, η μερισματική πολιτική των εταιριών που δραστηριοποιούνται στην οικονομία αυτή επηρεάζεται όλο και περισσότερο από τις υπόλοιπες –πιο ώριμες- αγορές, διατηρώντας, μέχρι στιγμής, και τις ιδιαιτερότητες της.

Μια από τις λίγες εμπειρικές μελέτες που υπάρχουν για τις εταιρίες της Κίνας είναι αυτή του Hubert Ooghe (1998, “Financial management practices in China: a case study approach to companies in the Shanghai region”, European Business Review, Volume 98). Στη μελέτη αυτή εξετάζονται 16 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης, οι οποίες ανήκουν σε διάφορους κλάδους της οικονομίας (κλάδος τηλεπικοινωνιών, ηλεκτρονικών, κατασκευής μετάλλων, αυτοκινητοβιομηχανίας, υφαντουργίας κλπ.). Η μελέτη διενεργήθηκε μέσω συνεντεύξεων στα ανώτερα στελέχη και στους διευθυντές κάθε εταιρίας, οι οποίοι απάντησαν σε



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ερωτήματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία τους, καθώς επίσης προσέφεραν και στοιχεία που ήταν χρήσιμα για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Η μελέτη έδειξε, ότι οι πλήρως κρατικές εταιρίες του δείγματος δεν διένειμαν μερίσματα, αν και ήταν κερδοφόρες. Επίσης, οι συγκεκριμένες εταιρίες δεν φάνηκε να ακολουθούν κάποια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, ούτε ως στόχο για τις μελλοντικές χρήσεις. Αντίθετα, σε ιδιωτικές εταιρίες, με μικρή συμμετοχή του δημοσίου ο δείκτης διανεμόμενων κερδών κυμαινόταν από 40% μέχρι 100%, με διακυμάνσεις από έτος σε έτος, σύμφωνα με τα κέρδη της χρήσης. Επίσης, από τις εταιρίες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης, μερικές δεν διένειμαν καθόλου μέρισμα, ενώ άλλες διένειμαν μέρισμα, με μεγαλύτερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών 50%, ενώ δεν διέθεταν κάποιο μακροπρόθεσμο στόχο όσον αφορά το ύψος του μερίσματος. Τέλος, από τις εταιρίες που διέθεταν έναν μακροπρόθεσμο στόχο, οι περισσότερες επέλεγαν την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ύψους μερίσματος και κάποιες άλλες την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων.

## 5.5 Εμπειρικές έρευνες για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά

Από τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών που αναφέρθηκαν παραπάνω αποδεικνύεται ότι κάθε χώρα έχει ένα ιδιαίτερο περιβάλλον, μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις. Αυτό το περιβάλλον είναι σημαντικό και προσδιορίζει πολλές φορές τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών που πραγματοποιούνται. Αυτός είναι και ο λόγος που καθιστά εξαιρετικά σημαντικές τις εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί για τη μερισματική πολιτική των εταιριών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου. Στη συνέχεια θα αναφερθούμε με συντομία στις πιο σημαντικές από τις έρευνες αυτές, με βάση τη χρονολογία πραγματοποίησής τους.

Πρώτη έρευνα είναι αυτή των Γ. Καραθανάσση και Ν. Φιλιππά (1988, “Estimation of Bank Stock Price Parameters and the Variance Components Model”, Applied Economics). Στην μελέτη τους αυτή οι ερευνητές προσπάθησαν να προσδιορίσουν τους παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη τους οι Έλληνες επενδυτές για την αποτίμηση των ελληνικών τραπεζών. Έτσι, παρουσίασαν ένα υπόδειγμα, στο οποίο η τιμή των μετοχών είναι η εξαρτημένη μεταβλητή και ανεξάρτητες μεταβλητές είναι παράγοντες, όπως τα διανεμόμενα μερίσματα, ο κίνδυνος, ο ρυθμός αύξησης των κερδών, ο ρυθμός αύξησης του συνολικού Ενεργητικού, τα παρακρατηθέντα κέρδη, η δανειακή επιβάρυνση και το μέγεθος των επιχειρήσεων. Οι ερευνητές κατασκεύασαν ένα δείγμα 8 ελληνικών τραπεζών για την περίοδο 1977-1983. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι επενδυτές προτιμούν τη διανομή μερίσματος από την παρακράτηση των κερδών. Τόσο τα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μερίσματα, όσο και τα παρακρατηθέντα κέρδη (ως προσέγγιση των προοπτικών ανάπτυξης των εταιριών) αποδεικνύονται στατιστικά σημαντικά.

Δεύτερη έρευνα είναι αυτή του Β. Πατσουράτη (1989, “Corporate Taxation and Dividend Behaviour: An Empirical Analysis”, Greek Economic Review). Είναι ουσιαστικά η πρώτη και η μοναδική έρευνα που μελετά την επίδραση της φορολογίας στις αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν. Το δείγμα αποτελούσαν 25 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1974-1983. Στο υπόδειγμα του συμπεριέλαβε παράγοντες, όπως τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης, τις αποσβέσεις της χρήσης, καθώς και παράγοντες που αντιπροσωπεύουν τη διάκριση, από φορολογικής πλευράς, μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών, με σκοπό να εξηγήσει τη μεταβολή των μερισμάτων μιας εταιρίας μεταξύ δυο διαδοχικών χρήσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας του Β. Πατσουράτη επιβεβαίωσαν τις προηγούμενες εμπειρικές μελέτες που βασίστηκαν στο υπόδειγμα αυτό και έγιναν από ξένους συγγραφείς. Συγκεκριμένα, τα κέρδη εμφανίστηκαν να είναι πολύ σημαντικός παράγοντας με μεγάλη επίδραση στο υπόδειγμα. Αντίθετα, η φορολογία και οι αποσβέσεις έχουν μικρή επίδραση. Για την φορολογία κάτι τέτοιο ήταν αναμενόμενο και επιβεβαίωσε την ουδετερότητα των επενδυτών για διανομή μερισμάτων ή παρακράτηση κερδών όταν έχουμε ενιαίο συντελεστή φορολογίας. Τέλος, τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης ασκούν μικρή επίδραση στο υπόδειγμα.

Τρίτη έρευνα που πραγματοποιήθηκε ήταν αυτή των Ι. Τζωάννου και Ν. Φιλιππά (1997, “Dividend Policy of Firms listed in The Athens Stock Exchange: An Empirical Analysis”, Spoudai, vol. 47). Οι συγγραφείς μελέτησαν τρία διαφορετικά υποδείγματα προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής, με σκοπό να διαπιστώσουν πιο από τα εξεταζόμενα υποδείγματα ερμηνεύει καλύτερα την ελληνική πραγματικότητα. Τα δύο υποδείγματα που χρησιμοποίησαν ήταν τα πολύ γνωστά υποδείγματα του Lintner και των Fama και Babiak. Το τρίτο υπόδειγμα που χρησιμοποίησαν ήταν το υπόδειγμα των Nakamoura και Nakamoura (1985), το οποίο ταυτίζεται με αυτό των Fama και Babiak, με μόνη διαφορά την προσθήκη ενός σταθερού όρου. Τα οικονομετρικά υποδείγματα που χρησιμοποιήθηκαν ήταν τα εξής:

1. $\Delta D_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}E_{it} + \beta_{2i}D_{it-1} + U_{It}$ (Lintner)
2. $\Delta D_{it} = \beta_{1i}E_{it} + \beta_{2i}D_{it-1} + \beta_{3i}E_{it-1} + U_{It}$ (Fama-Babiak)
3. $\Delta D_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}E_{it} + \beta_{2i}D_{it-1} + \beta_{3i}E_{it-1} + U_{It}$ (Nakamoura-Nakamoura)

<u>Όπου:</u>

$D_{it}$: τα μερίσματα της τρέχουσας χρήσης

$D_{it-1}$: τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

$E_{it}$: τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης

$E_{it-1}$: τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης

$U_{it}$: διαταρακτικός όρος

Δ: το σύμβολο που αντιπροσωπεύει τη διαφορά στα σχετικά μεγέθη μεταξύ δυο διαδοχικών χρήσεων

Το δείγμα της έρευνας αποτελούσαν 34 εισηγμένες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ενώ η χρονική περίοδος που μελετήθηκε ήταν η 16ετία 1972-1988. Τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας επιβεβαίωσαν μερικώς τις προηγούμενες εμπειρικές μελέτες. Για το δείγμα που εξετάστηκε, το υπόδειγμα του Lintner περιγράφει καλύτερα τη μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιριών. Αυτό επιβεβαιώνει την άποψη πως, ακόμη και 50 χρόνια μετά τη δημοσίευση του, το υπόδειγμα του Lintner είναι αξιόλογο και προσφέρει σημαντική πληροφορία ακόμα και για το πλαίσιο λειτουργίας της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Στην έρευνά τους, οι Fama και Babiak είχαν ισχυριστεί, πως με την προσθήκη μιας επιπλέον μεταβλητής (αυτής των καθαρών κερδών της προηγούμενης) η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος αυξάνεται. Κάτι τέτοιο δεν επιβεβαιώθηκε με τη συγκεκριμένη έρευνα. Τέλος, όπως και σε όλες τις εμπειρικές μελέτες, τα τρέχοντα κέρδη αποτελούν τον κυριότερο παράγοντα προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής.

Τέταρτη έρευνα είναι αυτή των Δ. Βασιλείου και Ε. Ηρειώτη (2003, “Dividend Policy: An Empirical Analysis of the Greek Market”, conference paper, European Applied Business Research Conference). Και στην έρευνα αυτή, όπως και στην προηγούμενη, εξετάζεται η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος του Lintner. Το δείγμα της συγκεκριμένης έρευνας αποτέλεσαν 129 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 1997-2001. Αυτό που ενδιαφέρει τους ερευνητές είναι να προσδιορίσουν ποια εκδοχή του υποδείγματος προσφέρει υψηλή ερμηνευτική δύναμη. Έτσι, στην πρώτη εκδοχή του υποδείγματος, τα μερίσματα της τρέχουσας χρήσης –τα οποία αποτελούν την εξαρτημένη μεταβλητή- εκφράζονται ως διαφορά σε σχέση με τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης, ενώ τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης και τα μερίσματα της προηγούμενης χρήσης εκφράζονται στις απόλυτες τιμές τους. Δηλαδή, η μαθηματική μορφή του υποδείγματος είναι ίδια με τη μορφή που είχε και στην έρευνα των Τζωάννου και Φιλιππά. Η εκδοχή αυτή εμφανίζει χαμηλό συντελεστή προσδιορισμού ($R^2$), δηλαδή χαμηλό βαθμό, με τον οποίο οι τιμές της εξαρτημένης μεταβλητής ερμηνεύονται από τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών. Οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, αλλά ο συντελεστής προσδιορισμού είναι ο χαμηλότερος από τις τρεις εκδοχές (32%).

Στη δεύτερη εκδοχή του υποδείγματος, τόσο τα μερίσματα της τρέχουσας και της προηγούμενης χρήσης, όσο και τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης εκφράζονται στις πρώτες διαφορές τους. Η



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

εκδοχή αυτή παρουσιάζει βελτιωμένη ερμηνευτική ικανότητα σε σύγκριση με την πρώτη. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι στο 51,7% και μπορεί να χαρακτηριστεί αρκετά ικανοποιητικός. Οι ερμηνευτικές μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές και σε αυτό το υπόδειγμα.

Στην τρίτη εκδοχή του υποδείγματος, όλες οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται σε αυτό (τόσο η εξαρτημένη, όσο και οι ανεξάρτητες) εκφράζονται στις απόλυτες τιμές τους. Η εκδοχή αυτή παρουσιάζει τον υψηλότερο συντελεστή προσδιορισμού (93,70%) από όλες τις εκδοχές που εξετάστηκαν. Δεν είναι, άλλωστε, τυχαίο πως ο ίδιος ο Lintner την τρίτη αυτή εκδοχή είχε μελετήσει στην εργασία του.

Πέμπτη, και πιο ουσιαστική, έρευνα που έχει πραγματοποιηθεί είναι αυτή της Ε. Χρυσανθοπούλου (2004, “The Dividend Policy of Greek Firms: Theoretical and Empirical Investigation”, PhD Thesis, Athens University of Economics and Business). Η συγγραφέας εκτίμησε τον τρόπο προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής των ελληνικών εταιριών μέσα από πολλά και διαφορετικά υποδείγματα. Χρησιμοποίησε σαν σημείο εκκίνησης τα υποδείγματα των Lintner (1956), Fama και Babiak (1968) και των Lee, Wu και Djarraya (1987), στα οποία εισήγαγε επιπλέον παράγοντες, δηλαδή ερμηνευτικές μεταβλητές, προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής. Οι παράγοντες αυτοί αντιπροσώπευαν τις προοπτικές ανάπτυξης, το μέγεθος της επιχείρησης, τον κίνδυνο και τη δανειακή της επιβάρυνση. Επίσης, συμπεριλήφθηκαν και μεταβλητές που εξετάζουν την επίδραση της θεωρίας της αντιπροσώπευσης, όπως η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και ο βαθμός ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου από τους μετόχους. Τέλος, το δείγμα αποτελούσαν 108 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 1998-2002.

Τα αποτελέσματα της έρευνας είναι αρκετά σημαντικά. Οι βασικές μεταβλητές των υποδειγμάτων που εξετάστηκαν, δηλαδή τα κέρδη της τρέχουσας και της προηγούμενης χρήσης, όπως και τα μερίσματα των δυο προηγούμενων χρήσεων εμφανίζονται να είναι στατιστικά σημαντικά και αποτελούν τους βασικότερους παράγοντες προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής. Επίσης, το μέγεθος της επιχείρησης και η χρηματοδοτική της διάρθρωση –δυο στοιχεία που απασχολούν έντονα τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης- εμφανίζονται να είναι σημαντικοί παράγοντες προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής. Λιγότερο σημαντικοί παράγοντες εμφανίζονται να είναι οι προοπτικές ανάπτυξης και η ιδιοκτησιακή δομή των εταιριών.

Το πιο σημαντικό και καινοτόμο στοιχείο της συγκεκριμένης έρευνας, όμως, είναι πως για πρώτη φορά κατασκευάστηκαν υποδείγματα που περιλαμβάνουν τις συγκεκριμένες μεταβλητές (τις προοπτικές ανάπτυξης, το μέγεθος της επιχείρησης, τον κίνδυνο, τη δανειακή επιβάρυνση,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

καθώς και τη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και το βαθμό ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου από τους μετόχους) και ελέγχθηκαν εμπειρικά για ένα δείγμα επιχειρήσεων από την ελληνική κεφαλαιαγορά. Για το λόγο αυτό, μπορεί να χαρακτηριστεί σαν η πιο σημαντική έρευνα για το ρόλο της μερισματικής πολιτικής στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου


E. Fama & K. French, “Dissapearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, Journal of Financial Economics, Vol. 60 (2001), σελ. 3-43

B. Andrew & G. Young, “Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Dividend Cuts by UK Firms”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 65 (2003), σελ. 531-555

Α. Οικονόμου, «Η μερισματική πολιτική των εταιριών της Ε. Ε και το υπόδειγμα προσαρμογής μερισμάτων», Διατριβή στην ΑΣΟΕΕ (2005), σελ. 45-77

A. Damodaran, “Corporate Finance: Capital Structure, Dividend Policy and Valuation” Stern, School of Business (2004), σελ. 10-29

Journal: “Major UK Companies Handbook”, Primark Extel (1999)

Hubert Ooghe, “Financial management practices in China: a case study approach to companies in the Shanghai region”, European Business Review Vol. 98 (1999) σελ. 217–226

G. Karathanassis & N. Filippas “Estimation of Bank Stock Price Parameters and the Variance Components Model”, Applied Economics (1988)

V. Patsouratis “Corporate Taxation and Dividend Behavior: An Empirical Analysis”, Greek Economic Review (1989), σελ. 323 -338.

J. Joannos and N. Filippas, “Dividend Policy of Firms listed in The Athens Stock Exchange: An Empirical Analysis”, Spoudai, vol. 47, (1997) σελ.249 – 285


ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

D. Vasiliou and N. Eriotis, “The Determinants of Dividend Policy: Some Greek Data”, conference paper, European Applied Business Research Conference, (2003)

D. Vasiliou, N. Eriotis and E. Poutos, “Investigating the Dividend Policy of Greek Firms: Some Preliminary Evidence”, conference paper, Hellenic Financial and Accounting Association (2004)

E. Hrisanthopouloy, “The Dividend Policy of Greek Firms: Theoretical and Empirical Investigation”, Διατριβή Πανεπιστημίου ΑΣΟΕΕ, (2004)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

## 6.1 Δείγμα

Το παρόν κεφάλαιο της διπλωματικής εργασίας αποτελεί, ίσως, το μέρος με τη μεγαλύτερη σημασία από ερευνητική άποψη. Παρουσιάζεται η μερισματική πολιτική που ακολουθούν στην πράξη οι μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών, επιχειρείται να βρεθούν οι λόγοι, για τους οποίους οι διοικήσεις των εταιριών αυτών επέλεξαν τη συγκεκριμένη μερισματική πολιτική, καθώς και αν υπήρξε κάποια επίδραση από την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική στην μετοχή της εταιρίας.

Η χρονική περίοδος, στην οποία αναφέρεται η έρευνα, είναι η πενταετία 2002-2006, η οποία ήταν, κατά βάση, μια σχετικά καλή περίοδος για τις ελληνικές επιχειρήσεις, χαρακτηριζόμενη από τη φάση ανάκαμψης του οικονομικού κύκλου, ιδιαίτερα μετά το 2003. Από το σύνολο των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών, επιλέχθηκε ένα δείγμα 30 εταιριών, με κριτήριο την συνολική κεφαλαιοποίησή* τους στο τέλος του 2006. Αναλυτικά, οι εταιρίες που επιλέχθηκαν για την μελέτη είναι οι εξής:

| | | |
|---|---|---|
| Εθνική Τράπεζα Ελλάδος | Ο.Τ.Ε. | EFG Eurobank Ergasias |
| Alpha Bank | Ο.Π.Α.Π. | Cosmote |
| Coca Cola H.B.C. | Τράπεζα Πειραιώς | Τράπεζα Κύπρου |
| Δ.Ε.Η. | Αγροτική Τράπεζα | Ελληνικά Πετρέλαια |
| Τιτάν | Εμπορική Τράπεζα | Motor Oil Hellas |
| Marfin Financial Group | Βιοχάλκο | Intralot |
| Γερμανός ΑΒΕΕ | Τράπεζα της Ελλάδος | Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ |
| Μυτιληναίος | Τσιμέντα ΗΡΑΚΛΗΣ | Ελληνικά Χρηματιστήρια |
| Folli Follie | Vivartia ΑΒΕΕ | Jumbo ΑΕ |
| Regency Entertainment | Μπάμπης Βωβός ΑΕ | Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών |

**Η συνολική κεφαλαιοποίηση μιας εταιρίας υπολογίζεται από το γινόμενο του συνολικού αριθμού των μετοχών της εταιρίας επί τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της.*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Στις εταιρίες του δείγματος περιλαμβάνονται εταιρίες από τους σημαντικότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, όπως είναι ο κλάδος των τραπεζών, των κατασκευών, βιομηχανίας και ενέργειας, τηλεπικοινωνιών, λιανικού εμπορίου, τροφίμων και ποτών. Ο λόγος που επιλέχθηκαν οι εταιρίες του δείγματος με βάση την κεφαλαιοποίησή τους είναι, κυρίως, γιατί η κεφαλαιοποίηση είναι ένας πολύ καλός δείκτης του μεγέθους της εταιρίας και της συνέπειας της διοίκησής της, δηλαδή οι αποφάσεις της διοίκησης έχουν κάποια συνέπεια και ακολουθούν σε μακροχρόνια βάση κάποια συγκεκριμένη πολιτική. Κατά συνέπεια, μια μεγάλη και αξιόπιστη εταιρία είναι πιθανότερο να ακολουθεί μια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική για μια σειρά ετών, σε σχέση με μια μικρότερη εταιρία. Επίσης, στην ελληνική αγορά υπάρχουν αρκετές, μικρές συνήθως, εταιρίες που διατηρούν τον οικογενειακό χαρακτήρα τους, με αποτέλεσμα οι εταιρίες αυτές να μην έχουν διαμορφώσει συγκεκριμένη πολιτική μερισμάτων. Τέτοιες εταιρίες δεν θα εξυπηρετούσαν το σκοπό της παρούσας μελέτης και θα κατέληγαν σε λανθασμένα συμπεράσματα. Τέλος, το συγκεκριμένο δείγμα των εταιριών περιλαμβάνει εταιρίες από τα διάφορα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων, πράγμα που το καθιστά ακόμα πιο αντιπροσωπευτικό.

Οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν διαφορές στο μέγεθός τους, στα κέρδη τους, στην διακύμανση της τιμής της μετοχής τους και, τελικώς, στο μέρισμα τους. Έτσι, η ανάλυση των εταιριών θα γίνεται ξεχωριστά για κάθε μία εταιρία, ώστε να εξάγονται τα κατάλληλα συμπεράσματα. Οι πίνακες κάθε εταιρίας θα περιλαμβάνουν τα απαραίτητα οικονομικά στοιχεία, όπως είναι: τα ετήσια κέρδη, το μέρισμα, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών, το εύρος τιμής της μετοχής μέσα στο έτος, το λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), την ετήσια μερισματική απόδοση και το εύρος τιμών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου για την αντίστοιχη περίοδο. Μέσω των στοιχείων αυτών θα επιχειρούμε να προσδιορίσουμε τη μερισματική πολιτική της εταιρίας, τους παράγοντες που καθόρισαν την πολιτική αυτή και την επίδρασή της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας.

Στο τέλος της μελέτης αυτής θα αναφερθούν τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από την ανάλυση των στοιχείων και θα γίνει προσπάθεια για μια συγκεντρωτική ανάλυση των αποτελεσμάτων της έρευνας αυτής, ώστε να ελεγχθεί αν υπάρχει συνέπεια και αξιοπιστία από τις διοικήσεις των εταιριών στις αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική, καθώς επίσης και κατά πόσο η μερισματική πολιτική που ακολουθείται στην πράξη είναι σύμφωνη με τις θεωρίες τόσο της μερισματικής πολιτικής, όσο και του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## 6.2 Πολιτική μερισμάτων εταιριών δείγματος

### 6.2.1 Εθνική Τράπεζα Ελλάδος

Η Εθνική Τράπεζα αποτελεί το μεγαλύτερο όμιλο χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ελλάδα. Ταυτόχρονα, έχει αρκετά μεγάλη παρουσία και στο εξωτερικό, ιδιαίτερα στην περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου, μέσω ενός ευρύτατου δικτύου καταστημάτων και ATM's. Η μετοχή της Εθνικής Τράπεζας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 1880 (από την ίδρυσή του), ενώ το 1999 έγινε και η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται τα μεγέθη της Τράπεζας για την περίοδο 2002-2006.

**Πίνακας 6.1 Οικονομικά μεγέθη Εθνικής Τράπεζας**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,91 | 0,45 | 17,7 | 8,7 | 49% |
| **2003** | 1,41 | 0,65 | 15,1 | 5,8 | 46% |
| **2004** | 0,83 | 0,6 | 22,7 | 14,2 | 72% |
| **2005** | 2,08 | 1 | 34,5 | 23 | 48% |
| **2006** | 2,2 | 1 | 40,9 | 26,5 | 45% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Δείκτης P/E | | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,41% | 19,5 | 9,6 | 2646,38 | 1727,09 |
| **2003** | 6,22% | 10,7 | 4,1 | 2310,52 | 1467,3 |
| **2004** | 3,25% | 27,3 | 17,1 | 2788,67 | 2227,33 |
| **2005** | 3,48% | 16,6 | 11,1 | 3663,9 | 2818,33 |
| **2006** | 2,97% | 18,6 | 12 | 4395,43 | 3379,28 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εθνικής Τράπεζας**

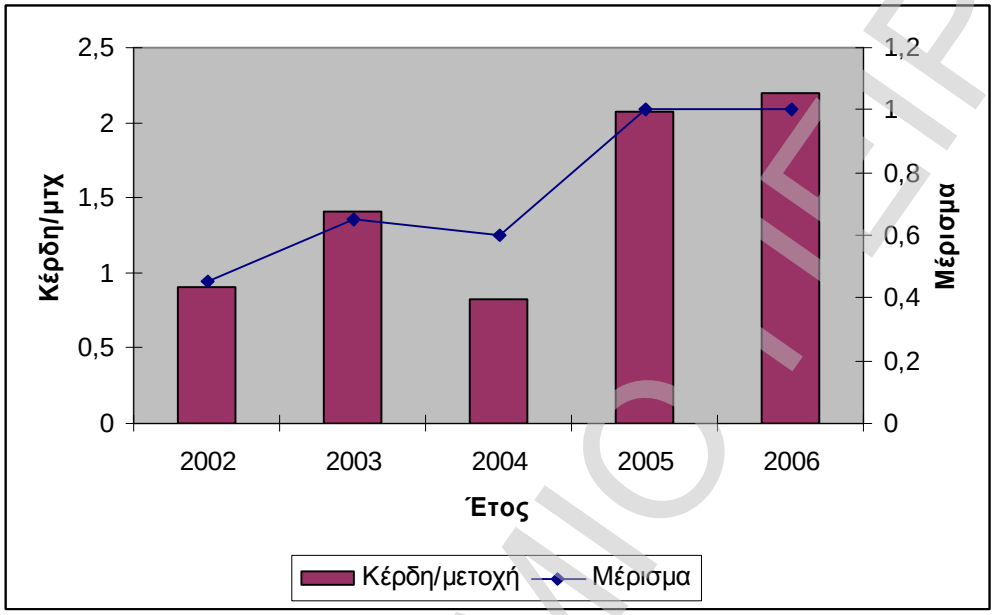
Αναφορικά με τα ετήσια κέρδη, από τον παραπάνω Πίνακα βλέπουμε ότι υπάρχει μια έντονη τάση αύξησης των κερδών ανά μετοχή στην 5ετία, ξεκινώντας από τα 0,91€ /μετοχή το 2002 και φτάνοντας μέχρι τα 2,2 € /μετοχή το 2006. Εξαίρεση αποτελούν τα κέρδη της Τράπεζας για το 2004, τα οποία μειώθηκαν στα 0,83 € /μετοχή (από 1,41 € /μετοχή το 2003), μείωση που δεν επηρέασε, όμως, τα μελλοντικά της κέρδη και φαίνεται να ήταν πρόσκαιρη. Από την εικόνα που παρουσιάζεται στα κέρδη της εταιρίας, θα λέγαμε ότι πρόκειται για μια εταιρία με μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης, γεγονός που ευνοείται και από την γενικότερη πορεία της οικονομίας την περίοδο αυτή (φάση ανάπτυξης). Είναι γνωστό, ότι ο τραπεζικός κλάδος γενικότερα, χαρακτηρίζεται από μια κυκλικότητα στα κέρδη των τραπεζών, η οποία συνήθως συμπίπτει με

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

την φάση του οικονομικού κύκλου, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι επηρεάζει με τον ίδιο τρόπο όλες τις εταιρίες του κλάδου.

Το παρακάτω διάγραμμα δείχνει τη σχέση μεταξύ καθαρών κερδών και μερίσματος για την αντίστοιχη περίοδο:

**Διάγραμμα 6-1 : Μερίσματα και κέρδη για την Εθνική Τράπεζα**




Όπως βλέπουμε και από τις καμπύλες κερδών και μερισμάτων, η Εθνική Τράπεζα ακολουθεί μια σταθερή και συνεπή μερισματική πολιτική. Η πολιτική που ακολουθεί είναι αυτή του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών**, που κυμαίνεται γύρω στο 45-50 %, κάτι που εξηγεί και την αύξηση των μερισμάτων, λόγω αντίστοιχης αύξησης των κερδών. Παράλληλα, η μερισματική απόδοση παραμένει σταθερή γύρω στο 3,5%. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η μείωση του μερίσματος για το 2004, που όμως είναι σχετικά μικρή, αν συγκριθεί με τη μείωση των κερδών ανά μετοχή για το ίδιο έτος. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η διοίκηση της Τράπεζας αποφάσισε την αύξηση του ποσοστού διανεμόμενων κερδών και τη διατήρηση του ύψους του μερίσματος για τη χρονιά αυτή, με σκοπό, αφ' ενός να ενισχύσει την τιμή της μετοχής απέναντι τις πιέσεις που θα δεχόταν από τη μείωση των κερδών και, αφ' ετέρου να εκφράσει έμπρακτα την πεποίθηση της διοίκησης ότι η μείωση των καθαρών κερδών είναι προσωρινή.

Ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των κερδών, σε συνδυασμό με τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη της Τράπεζας, δείχνει ότι πρόκειται για μια εταιρία που εντάσσεται στο στάδιο του white giant, όσον αφορά το Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής της. Κάτι τέτοιο ενισχύεται από την υψηλή μερισματική απόδοση που παρουσιάζει, ενώ και η υψηλή μερισματική της πολιτική είναι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

σύμφωνη με τις αρχές του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων. Τέλος, η μερισματική πολιτική που ακολουθήθηκε φαίνεται να έχει θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής, η οποία υπεραπόδωσε σε σχέση με την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Αν και ένα τέτοιο συμπέρασμα είναι πολύ δύσκολο και επίφοβο να εξαχθεί, μπορούμε να πούμε ότι η απόφαση της διοίκησης να μην προχωρήσει σε μεγάλη μείωση του μερίσματος για το 2004 ενίσχυσε την εμπιστοσύνη των επενδυτών και διατήρησε την τιμή της μετοχής σε υψηλά επίπεδα.

### 6.2.2 Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ)

Ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος (ΟΤΕ Α.Ε.) είναι η μεγαλύτερη εταιρεία τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα, η οποία προσφέρει υπηρεσίες σε καταναλωτές, ελληνικές και ξένες επιχειρήσεις καθώς και σε κρατικούς φορείς. Στις δραστηριότητές της συμπεριλαμβάνονται οι υπηρεσίες σταθερής, κινητής τηλεφωνίας, ευρυζωνικές συνδέσεις Internet, ολοκληρωμένα προγράμματα επιχειρήσεων, συστήματα δορυφορικών επικοινωνιών και άλλα. Ο Όμιλος ΟΤΕ απασχολεί συνολικά περίπου 30.000 άτομα σε 6 χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, όπως είναι η Ρουμανία, η Βουλγαρία και η Σερβία. Ο ΟΤΕ είναι μία από τις πέντε μεγαλύτερες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση, ενώ οι μετοχές του διαπραγματεύονται στα διεθνή χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης και του Λονδίνου. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη του ΟΤΕ έχουν ως εξής:

**Πίνακας 6.2 Οικονομικά μεγέθη ΟΤΕ**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,7 | 0,7 | 18,36 | 10,5 | 100% |
| **2003** | 0,43 | 0,35 | 11,2 | 8,1 | 81% |
| **2004** | 0,23 | 0 | 13,22 | 10,12 | 0% |
| **2005** | -0,44 | 0 | 18,46 | 13,04 | - |
| **2006** | 1,08 | 0,55 | 23,7 | 15,9 | 51% |

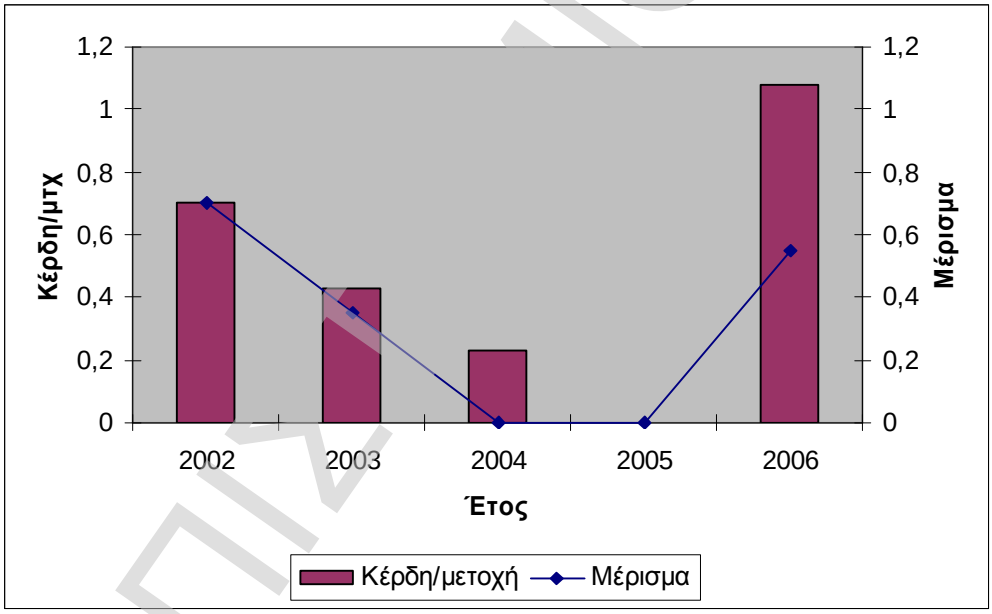
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 6,67% | 2646,38 | 1727,09 | 26,2 | 15,0 |
| **2003** | 3,35% | 2310,52 | 1467,3 | 26,0 | 18,8 |
| **2004** | 0,00% | 2788,67 | 2227,33 | 57,5 | 44,0 |
| **2005** | 0,00% | 3663,9 | 2818,33 | - | - |
| **2006** | 2,70% | 4395,43 | 3379,28 | 21,9 | 14,7 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις ΟΤΕ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Παρατηρώντας την πορεία των κερδών ανά μετοχή, βλέπουμε ότι αυτή είναι καθοδική για την περίοδο 2002-2005, ενώ εμφανίζονται αρνητικά κέρδη το 2005. Αυτή είναι μια πολύ δύσκολη περίοδος για τον ΟΤΕ, αντιμετωπίζοντας αρκετά προβλήματα προσπαθώντας να διατηρήσει την ηγετική θέση στον κλάδο (π.χ. απελευθέρωση των τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, εθελούσια έξοδος). Αντίθετα, το 2006 η κερδοφορία της εταιρίας ανακάμπτει και τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή φτάνουν τα 1,08 €. Ανάλογη πορεία διαγράφουν και τα μερίσματα που διανέμονται στους μετόχους. Το 2004 η εταιρία δεν διένειμε καθόλου μέρισμα, αν και ήταν κερδοφόρα, ενώ το 2005 επίσης δεν διένειμε μέρισμα, επειδή η χρήση ήταν ζημιογόνος. Επίσης, κάτι που έχει ξεχωριστή σημασία είναι το γεγονός ότι, για τη χρήση 2002, η εταιρία διένειμε το σύνολο των κερδών της στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος, δηλαδή το ποσοστό διανεμόμενων κερδών έφτασε στο 100%. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία αποφάσισε για το συγκεκριμένο έτος να μην εκμεταλλευτεί όποιες επενδυτικές ευκαιρίες ήταν διαθέσιμες, ενώ από την άλλη πλευρά, το έτος 2004 αποφάσισε να μην διανείμει καθόλου μέρισμα, προσβλέποντας, ίσως, και στα συγκρατημένα αποτελέσματα του επόμενου έτους. Η σχέση κερδών – μερίσματος για τη 5ετία παρουσιάζεται και στο παρακάτω διάγραμμα:

**Διάγραμμα 6-2 : Μερίσματα και κέρδη για τον ΟΤΕ**




Από το Διάγραμμα 6-2 φαίνεται ότι τα μερίσματα ακολουθούν χωρίς χρονική υστέρηση τη διακύμανση των κερδών, με διαφορετικό, όμως, λόγο (διαφορετικό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Θεωρούμε ότι η εταιρία δεν ακολουθεί κάποια ξεκάθαρη μερισματική πολιτική, τουλάχιστον για την περίοδο που εξετάζουμε, αλλά χρησιμοποιεί σαν βασική πολιτική την **υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**, προσδιορίζοντας, αρχικά, τις χρηματοδοτικές ανάγκες και τις επενδυτικές ευκαιρίες που θα επιλέξει και διανέμοντας το υπόλοιπο των κερδών της στους

μετόχους. Για το λόγο αυτό, το ποσοστό διανεμόμενων κερδών δεν παραμένει σταθερό για όλα τα χρόνια, ενώ και η μερισματική απόδοση παρουσιάζει σημαντικές μεταβολές.

Με βάση τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, ο ΟΤΕ κατατάσσεται στο στάδιο white giant με κατεύθυνση, όμως, προς το στάδιο του red giant, όπως αποδεικνύουν τα καθοδικά ετήσια κέρδη της εταιρίας. Το γεγονός, ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες δεν είναι πολύ μεγάλες και υπάρχει πλεόνασμα μετρητών – που εκφράζεται με τη διανομή ως μέρισμα μεγάλου μέρους των κερδών ή και του συνόλου τους – ενισχύει την άποψη ότι η εταιρία βρίσκεται με κατεύθυνση προς το στάδιο red giant. Επίσης, η επιλογή της συγκεκριμένης μερισματικής πολιτικής από τη διοίκηση εξυπηρετεί τους στόχους μιας εταιρίας του σταδίου αυτού, που είναι, βασικά, η κάλυψη των αναγκών σε επενδύσεις -όταν είναι διαθέσιμες- και η βελτίωση των οικονομικών μεγεθών της και, δευτερευόντως, η ικανοποίηση των μετόχων μέσω της απόδοσης υψηλού ή σταθερού μερίσματος. Τέλος, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει ανάλογες διακυμάνσεις με τα κέρδη ανά μετοχή, αλλά και με τα μερίσματα, ιδιαίτερα αν παρατηρήσουμε την έντονη πτώση που καταγράφηκε στην τιμή της μετοχής το 2003 και το 2004, όταν τα μερίσματα μειώθηκαν κατά 50% (το 2003) ή μηδενίστηκαν (το 2004).

### 6.2.3 Eurobank EFG

Ο όμιλος Eurobank EFG είναι ένας διεθνής τραπεζικός οργανισμός, με ισχυρή παρουσία, τόσο στην Ελλάδα –μέσω του ευρύτατου δικτύου καταστημάτων-, όσο και στο εξωτερικό, ιδιαίτερα στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, όπως είναι η Βουλγαρία, η Ρουμανία, τη Σερβία, η Πολωνία, η Τουρκία και η Κύπρος. Στην Ελλάδα έχει κατακτήσει αρκετές πρώτες θέσεις σε χρηματοοικονομικές δραστηριότητες που συμμετέχει, όπως είναι η καταναλωτική πίστη, τα αμοιβαία κεφάλαια, η επενδυτική τραπεζική και οι χρηματιστηριακές εργασίες. Είναι μέλος του ομίλου EFG Bank European Financial Group, του τρίτου μεγαλύτερου τραπεζικού ομίλου της Ελβετίας, μετά την UBS και την Credit Suisse. Η EFG Eurobank συγκαταλέγεται μεταξύ των μεγαλύτερων εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στο οποίο συμμετέχει από το 1999.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 6.3 Οικονομικά μεγέθη Eurobank**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,88 | 0,47 | 10,74 | 7,26 | 53% |
| **2003** | 1,22 | 0,6 | 10,66 | 6,05 | 49% |
| **2004** | 1,7 | 0,72 | 17,2 | 10,65 | 42% |
| **2005** | 2,16 | 0,9 | 19,37 | 15,49 | 42% |
| **2006** | 2,17 | 0,92 | 23,58 | 16,83 | 42% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 5,22% | 2646,38 | 1727,09 | 12,2 | 8,3 |
| **2003** | 7,18% | 2310,52 | 1467,3 | 8,7 | 5,0 |
| **2004** | 5,17% | 2788,67 | 2227,33 | 10,1 | 6,3 |
| **2005** | 5,16% | 3663,9 | 2818,33 | 9,0 | 7,2 |
| **2006** | 4,55% | 4395,43 | 3379,28 | 10,9 | 7,8 |

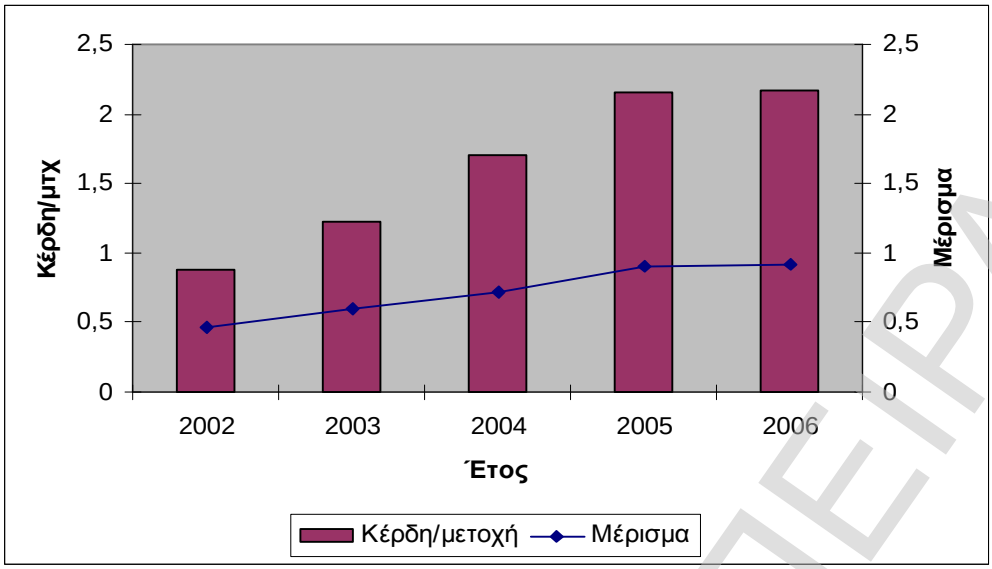
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Eurobank**

Όπως βλέπουμε και στον Πίνακα 6.3, η πορεία των κερδών της εταιρίας είναι σταθερά ανοδική για την περίοδο 2002-2005, ενώ το 2006 τα κέρδη ανά μετοχή διατηρούνται στα ίδια επίπεδα σε σχέση με το 2005. Η μέση ετήσια αύξηση των κερδών για τα 4 πρώτα χρόνια είναι περίπου 35% και συνολικά για την 5ετία διαμορφώνεται στο 146%. Αντίστοιχη πορεία ακολουθούν και τα διανεμηθέντα μερίσματα, που προσαρμόζονται άμεσα στο ύψος των κερδών, αλλά με μικρότερες ποσοστιαίες διακυμάνσεις. Η συνολική αύξηση του μερίσματος για την 5ετία είναι 95%.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι διαχρονικές μεταβολές του δείκτη διανεμόμενων κερδών για την περίοδο αυτή. Συγκεκριμένα, το 2002 το μέρισμα αποτελεί το 53% των κερδών ανά μετοχή, μειώνεται στο 49% για το 2003 και συνεχίζει να μειώνεται στο 42% για το 2004, ποσοστό που διατηρείται και για τα έτη 2005 και 2006. Φαίνεται, λοιπόν, πως η άποψη της διοίκησης της εταιρίας σχετικά με το επιθυμητό ύψος του δείκτη διανεμόμενων κερδών είναι ένα ποσοστό της τάξης του 42% για τη συγκεκριμένη περίοδο και οι ενέργειές της επικεντρώνονται στην επίτευξη του στόχου αυτού, μέσω της διαδοχικής μείωσης των ετών 2002, 2003, και στη διατήρηση του στα επόμενα έτη. Το Διάγραμμα 6-3 παρουσιάζει καλύτερα τη σχέση μεταξύ κερδών ανά μετοχή και μερισμάτων της περιόδου 2002-2006:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Διάγραμμα 6-3 : Μερίσματα και κέρδη για την Eurobank EFG**




Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, τα συμπεράσματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική της τράπεζας είναι σύνθετα. Η πολιτική που ακολουθείται κατά την περίοδο 2002-2004 προσομοιάζει με την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή (δηλαδή σταθερό ποσόν ανά μετοχή), αφού το μέρισμα αυξάνεται κατά 0,13€ το χρόνο, ενώ και ο δείκτης διανεμόμενων κερδών παρουσιάζει μεγάλες μεταβολές (από 53% έως 42%). Στη συνέχεια, όμως, ο συγκεκριμένος δείκτης διατηρείται σταθερός στο 42%, κάτι που αποτελεί χαρακτηριστικό στοιχείο της πολιτικής του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Συνεπώς, η διοίκηση της τράπεζας ακολουθεί ένα συνδυασμό πολιτικών μερισμάτων: η κύρια πολιτική που ακολουθείται είναι η πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών**, ενώ δευτερεύουσα είναι η πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή. Αναφορικά με την επιλογή της δευτερεύουσας πολιτικής, βασικοί λόγοι που φαίνεται να οδήγησαν στην επιλογή αυτή είναι η απόφαση διανομής μεγάλου ύψους μερίσματος κατά τα πρώτα χρόνια διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αθηνών, με σκοπό να προσελκύσει το ενδιαφέρον των επενδυτών, η έλλειψη μεγάλων επενδυτικών ευκαιριών για την περίοδο αυτή, εξαιτίας της γενικότερης κατάστασης στην οικονομία και στον τραπεζικό κλάδο (φάση ύφεσης), και, τέλος, το γεγονός ότι η επιλογή της πολιτικής αυτής εξυπηρετεί την υλοποίηση του μακροπρόθεσμου στόχου της διοίκησης, που φαίνεται να είναι η διατήρηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών γύρω στο 40%.

Τα οικονομικά μεγέθη της Eurobank EFG δείχνουν ότι ανήκει στο στάδιο του crown prince, λόγω του μεγάλου ρυθμού ανάπτυξης των κερδών και των διεθνών δραστηριοτήτων της. Κινείται, όμως σχετικά γρήγορα προς το στάδιο white giant, ιδιαίτερα αν τα κέρδη της παραμείνουν στα επίπεδα των ετών 2005, 2006. Η υψηλή μερισματική πολιτική της, αλλά και η υψηλή μερισματική απόδοση της είναι σύμφωνη με το στάδιο του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής που βρίσκεται.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 6.2.4 Alpha Bank

Ο Όμιλος Alpha Bank, ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους του χρηματοοικονομικού τομέα, προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών, συμπεριλαμβανομένης της λιανικής τραπεζικής, της τραπεζικής μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, της διαχειρίσεως κεφαλαίων, της επενδυτικής τραπεζικής, των χρηματιστηριακών εργασιών, του leasing και του factoring. Ο Όμιλος Alpha Bank δραστηριοποιείται επίσης στη διεθνή αγορά, με παρουσία στην Κύπρο, στην Ρουμανία, στο Λονδίνο, στην Σερβία, στην Αλβανία, στην Βουλγαρία, στην ΠΓΔΜ και στην Νέα Υόρκη. Κατέχει ένα ευρύ δίκτυο καταστημάτων τόσο στην Ελλάδα (374 καταστήματα), όσο και στις χώρες, στις οποίες δραστηριοποιείται, δημιουργώντας έτσι ένα πολύ ισχυρό όνομα. Ο επόμενος πίνακας παρουσιάζει τα οικονομικά μεγέθη του τραπεζικού Ομίλου Alpha Bank:

**Πίνακας 6.4 Οικονομικά μεγέθη Alpha Bank**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,89 | 0,4 | 10,04 | 5,35 | 45% |
| **2003** | 1,12 | 0,6 | 11,88 | 5,45 | 54% |
| **2004** | 1,33 | 0,72 | 15,36 | 10,86 | 54% |
| **2005** | 1,25 | 0,84 | 18,66 | 14,6 | 67% |
| **2006** | 1,59 | 0,75 | 24,9 | 17,6 | 47% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 5,20% | 2646,38 | 1727,09 | 11,3 | 6,0 |
| **2003** | 6,92% | 2310,52 | 1467,3 | 10,6 | 4,9 |
| **2004** | 5,49% | 2788,67 | 2227,33 | 11,5 | 8,2 |
| **2005** | 5,05% | 3663,9 | 2818,33 | 14,9 | 11,7 |
| **2006** | 3,53% | 4395,43 | 3379,28 | 15,7 | 11,1 |

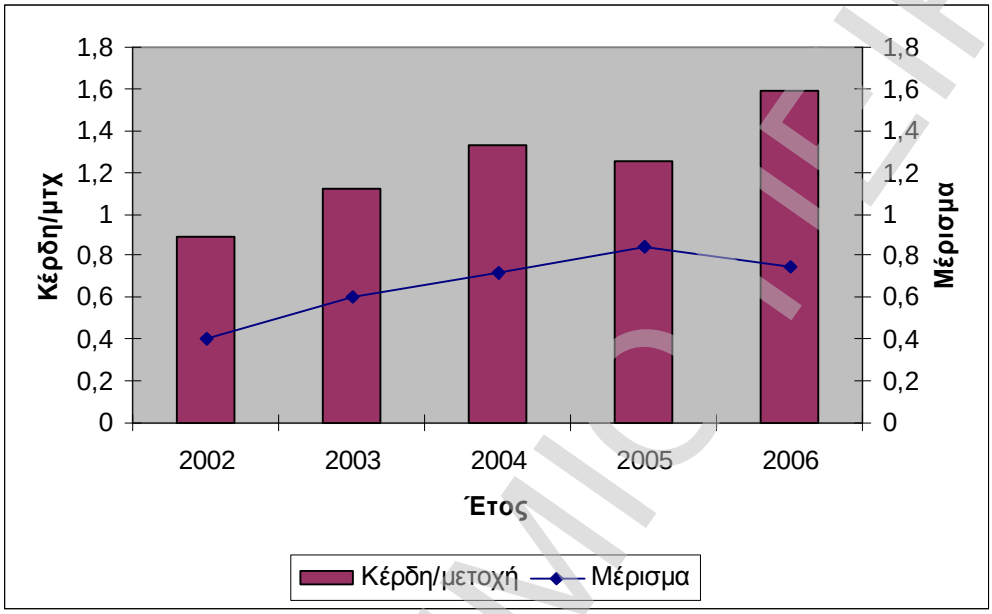
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Alpha Bank**

Τα κέρδη ανά μετοχή της Alpha Bank κρίνονται αρκετά ικανοποιητικά, ενώ και η τάση τους στην 5ετία είναι αυξητική. Συγκεκριμένα, ξεκινούν από 0,89 € /μετοχή το 2002 και διαμορφώνονται στο 1,59 € /μετοχή το 2006, αυξανόμενα κατά 78%. Η μόνη χρονιά που παρατηρήθηκε μικρή μείωση των κερδών είναι το 2005, η οποία ξεπεράστηκε γρήγορα το επόμενο έτος. Ανάλογη πορεία παρατηρείται και στη διαμόρφωση των μερισμάτων, τα οποία αυξήθηκαν κατά 87% στην περίοδο 2002-2006, ξεκινώντας από τα 0,4 € το 2002 και καταλήγοντας στα 0,75 € το 2006, έχοντας φτάσει ενδιάμεσα στο επίπεδο των 0,84 €. Αυτό που παρατηρείται από τη σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων (Διάγραμμα 6-4) είναι ότι υπάρχει μία χρονική υστέρηση της προσαρμογής των μερισμάτων ανάλογα με το επίπεδο των κερδών. Δηλαδή, ενώ τα κέρδη μειώνονται το 2005, η

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μείωση των μερισμάτων επέρχεται ένα χρόνο αργότερα (το 2006). Μία εξήγηση γι' αυτό είναι, ίσως, ότι η διοίκηση της εταιρίας αναμένει να δει το επίπεδο που θα διαμορφωθούν οι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της και ύστερα αναπροσαρμόζει το μέρισμα, έτσι ώστε ή αύξησή των μερισμάτων να δικαιολογείται από την αύξηση των κερδών. Κατά τα άλλα, τα μερίσματα ακολουθούν τις διακυμάνσεις των κερδών, διατηρώντας σχετικά σταθερό το ποσοστό διανεμόμενων κερδών μεταξύ 45-55%, με εξαίρεση το έτος 2005 (67%).

**Διάγραμμα 6-4 : Μερίσματα και κέρδη για την Alpha Bank**




Σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, η μερισματική πολιτική της Alpha Bank μοιάζει περισσότερο με την πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών**, αφού ο δείκτης μερισμάτων προς κέρδη παραμένει σχετικά σταθερός, με μόνη εξαίρεση το έτος 2005. Επίσης, μπορούμε να πούμε, ότι στόχος της διοίκησης της εταιρίας είναι η σταθερή αύξηση του ποσού που δίνεται στους μετόχους, αν κάτι τέτοιο δικαιολογείται και από τα κέρδη. Επίσης, η μερισματική απόδοση κρίνεται ιδιαίτερα υψηλή, ιδιαίτερα για τα έτη 2002, 2003 και 2004, αποδεικνύοντας ότι η υψηλή μερισματική πολιτική θεωρείται αρκετά σημαντική για τη διοίκηση της εταιρίας, στην προσπάθειά της να ενισχύσει και την τιμή της μετοχής.

Η Alpha Bank είναι μια αναπτυσσόμενη εταιρία με διψήφιους ρυθμούς ανάπτυξης, με δραστηριότητες που συνεχώς επεκτείνονται, με πολύ υψηλά μερίδια αγοράς στον τραπεζικό κλάδο και με εξαιρετικά αποτελεσματική διοίκηση. Συνεπώς, θα λέγαμε ότι ανήκει στο στάδιο του crown prince κατά τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων. Όμως, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί δεν είναι απόλυτα σύμφωνη με εκείνη που ακολουθείται συνήθως από τις εταιρίες του σταδίου αυτού, που υπαγορεύουν χαμηλό δείκτη διανεμόμενων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

κερδών και μικρή μερισματική απόδοση. Μία εξήγηση είναι τα μεγάλα μερίσματα που δίνονται από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις του τραπεζικού κλάδου, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται και η πολιτική της Alpha Bank στον τομέα αυτόν. Τέλος, οι σημαντικές μεταβλητές που φαίνεται να επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, δηλαδή τα καθαρά κέρδη και τα μερίσματα, έχουν επιδράσει θετικά στην τιμή της μετοχής της Alpha Bank. Ειδικά η έντονη αύξηση των κερδών για τα έτη 2003 και 2006 έχουν αυξήσει σημαντικά την τιμή της μετοχής, η οποία έχει 5πλασιαστεί μέσα στην 5ετία, αποδίδοντας μεγάλα κεφαλαιακά κέρδη, συγκρινόμενα με τον Γενικό Δείκτη του ΧΑΑ.

### 6.2.5 Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (Ο.Π.Α.Π. Α.Ε.)

Η Ο.Π.Α.Π. Α.Ε. δραστηριοποιείται στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών, συγκεκριμένα στους τομείς των λαχείων και των στοιχημάτων. Το αντικείμενο εργασιών της Εταιρίας είναι η οργάνωση, λειτουργία και διεξαγωγή τυχερών παιχνιδιών, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στο εξωτερικό (Κύπρος). Η μετοχή της εταιρίας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών από το 2001, στον Δείκτη Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης, έχοντας καταγράψει μεγάλες υπεραξίες. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

**Πίνακας 6.5 Οικονομικά μεγέθη ΟΠΑΠ Α.Ε.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,65 | 0,4 | 11,02 | 7,48 | 62% |
| **2003** | 0,74 | 0,43 | 11,8 | 7,54 | 58% |
| **2004** | 1,59 | 0,93 | 20,36 | 11,62 | 58% |
| **2005** | 1,39 | 0,94 | 29,1 | 19,18 | 68% |
| **2006** | 1,57 | 1,03 | 33,06 | 24,3 | 66% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 4,32% | 2646,38 | 1727,09 | 17,0 | 11,5 |
| **2003** | 4,45% | 2310,52 | 1467,3 | 15,9 | 10,2 |
| **2004** | 5,82% | 2788,67 | 2227,33 | 12,8 | 7,3 |
| **2005** | 3,89% | 3663,9 | 2818,33 | 20,9 | 13,8 |
| **2006** | 3,59% | 4395,43 | 3379,28 | 21,1 | 15,5 |

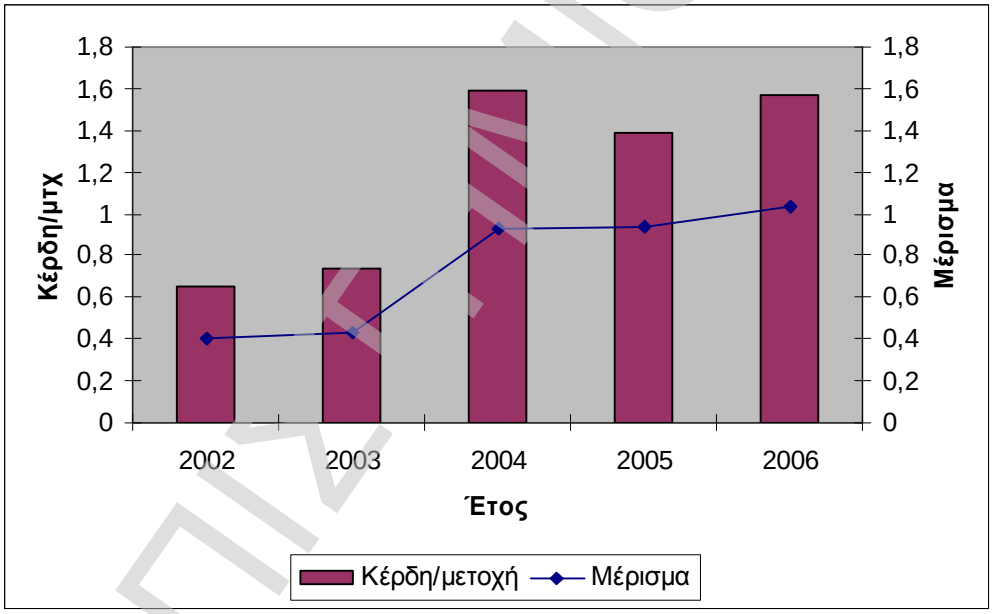
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις ΟΠΑΠ Α.Ε.**

Στον Πίνακα 6.5 φαίνονται οι μεγάλοι ρυθμοί ανάπτυξης της εταιρίας κατά την περίοδο 2002-2006. Ιδιαίτερα ο ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή από το 2003 στο 2004 είναι της τάξης του 114%, ενώ στις επόμενες χρήσεις καταφέρνει να διατηρήσει αυτό το επίπεδο των κερδών,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

παρά τη μικρή μείωση για το 2005 (1,39€ από 1,59€ το 2004). Επίσης, τα μερίσματα καταγράφουν εξίσου μεγάλη άνοδο, ξεκινώντας από 0,4€ το 2002 και καταλήγοντας σε 1,03€ το 2006. Σε αντίθεση, όμως, με την πορεία των κερδών, που είναι πτωτική για το 2005, το μέρισμα της ίδιας χρονιάς δεν μειώνεται, αλλά παραμένει σταθερό, εκτιμώντας η διοίκηση της εταιρίας ότι η μείωση των κερδών είναι προσωρινή και η τάση παραμένει αυξητική. Έτσι δικαιολογείται και η αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών για το 2005 (68%), αφού πρόθεση της διοίκησης είναι να διατηρήσει την εμπιστοσύνη των μετόχων για την μελλοντική πορεία της εταιρίας. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι τα μερίσματα προσαρμόζονται άμεσα (μέσα στο ίδιο έτος) στις διακυμάνσεις των κερδών, διατηρώντας σταθερό το δείκτη διανεμόμενων κερδών γύρω στο 60%, όμως όταν τα κέρδη μειώνονται, υπάρχει διστακτικότητα στο να μειωθούν ανάλογα και τα μερίσματα, λόγω του πληροφοριακού περιεχομένου τους. Η σχέση αυτή μεταξύ κερδών και μερισμάτων φαίνεται καλύτερα στο Διάγραμμα 6-5. Όσον αφορά το ύψος του μερίσματος, αυτό κρίνεται αρκετά ικανοποιητικό, με μέσο όρο λίγο πάνω από το 60% των κερδών ανά μετοχή, φανερώνοντας την επιθυμία της εταιρίας να αποζημιώσουν τους μετόχους τους, ενώ και η μερισματική απόδοση είναι σχετικά υψηλή (γύρω στο 4%).

**Διάγραμμα 6-5 : Μερίσματα και κέρδη για την ΟΠΑΠ Α.Ε.**




Από τα παραπάνω στοιχεία βλέπουμε ότι η βασική πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η εταιρία είναι η πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών.** Αυτό φαίνεται κυρίως από την ισοδύναμη -και έντονη- αύξηση των κερδών ανά μετοχή και των μερισμάτων μεταξύ των ετών 2003-2004 ,με το ποσοστό διανεμόμενων κερδών να παραμένει στο 58%. Σαν δευτερεύουσα πολιτική μερισμάτων θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή, ποσό που αυξάνεται περίπου κάθε δυο χρόνια. Την άποψη αυτή ενισχύει και

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

το γεγονός που αναφέρθηκε και προηγουμένως, δηλαδή ότι η διοίκηση δεν είναι πρόθυμη να μειώσει τα μερίσματα, αλλά προτιμά να τα διατηρεί σταθερά ή και να τα αυξάνει, αν κάτι τέτοιο δικαιολογείται από αντίστοιχη αύξηση των κερδών.

Σύμφωνα με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, μια εταιρία που παρουσιάζει τέτοιους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών της, όπως η ΟΠΑΠ Α.Ε., βρίσκεται στο στάδιο του crown prince. Επίσης, το γεγονός ότι η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο έγινε μόλις το 2001 μέσω αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου με δημόσια προσφορά οδηγεί στο ίδιο συμπέρασμα. Από την άλλη πλευρά, τόσο το μέγεθός και τα γενικότερα οικονομικά μεγέθη της, όσο και η υψηλή μερισματική πολιτική που ακολουθεί παρουσιάζουν τα χαρακτηριστικά του σταδίου white giant. Θα λέγαμε, λοιπόν, ότι η εταιρία τείνει να προσεγγίζει στο στάδιο white giant, χωρίς να είναι ακόμη μια εταιρία white giant, αλλά μάλλον βρίσκεται πιο κοντά στο στάδιο crown prince.

Τέλος, είναι εμφανές ότι η ιδιαίτερα ικανοποιητική μερισματική πολιτική και η πολύ καλή πορεία των κερδών της εταιρίας είχαν πολύ μεγάλη επίδραση στην απόδοση της μετοχής της, η οποία υπεραπόδωσε σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη.

### 6.2.6 Cosmote

Η εταιρία Cosmote ιδρύθηκε το 1998 με κύριο αντικείμενό της την παροχή υπηρεσιών ηλεκτρονικών ασύρματων, κινητών και προσωπικών επικοινωνιών. Από την αρχή της λειτουργίας της επέδειξε σημαντικά αποτελέσματα με ταχύτατη ανάπτυξη. Είναι χαρακτηριστικό ότι, ενώ ξεκίνησε 5 χρόνια αργότερα από τους άμεσους ανταγωνιστές του κλάδου της, κατάφερε άμεσα να αναδειχθεί σε ηγέτη του κλάδου με το μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Σήμερα κατέχει μια μεγάλη πελατειακή βάση, ενώ οι δραστηριότητές της επεκτείνονται σε πολλές χώρες, όπως η Ρουμανία, η Βουλγαρία, η Κύπρος και η Ολλανδία. Από το 2000, η μετοχή της εταιρίας διαπραγματεύεται στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου.

**Πίνακας 6.6 Οικονομικά μεγέθη COSMOTE**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,7 | 0,35 | 11,9 | 8,04 | 50% |
| **2003** | 0,77 | 0,5 | 11,12 | 8,92 | 65% |
| **2004** | 0,91 | 0,57 | 15,14 | 10,84 | 63% |
| **2005** | 0,95 | 0,65 | 19,5 | 13,52 | 68% |
| **2006** | 1,03 | 0,73 | 23,32 | 16,8 | 71% |

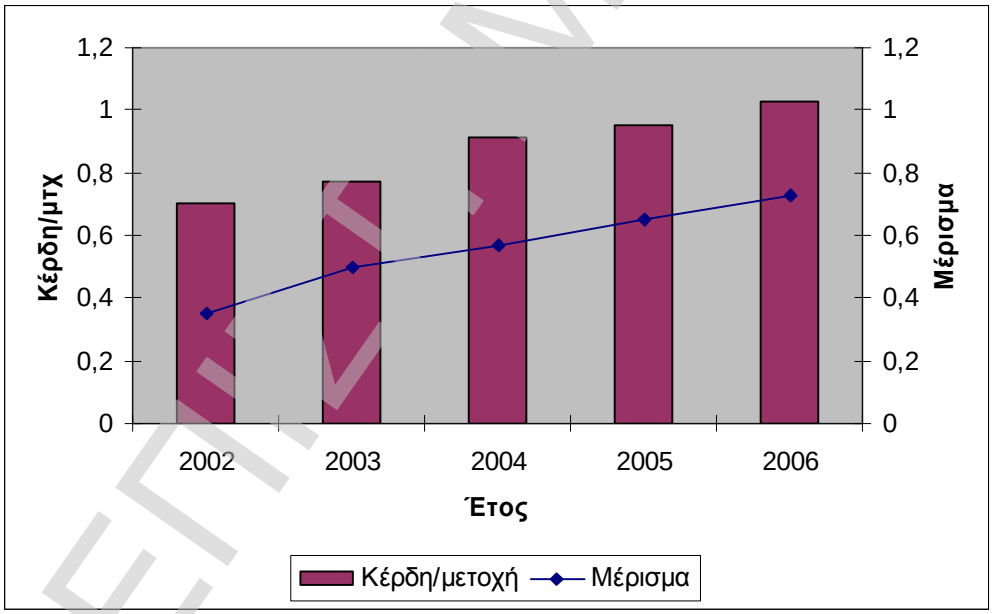
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,51% | 2646,38 | 1727,09 | 17,0 | 11,5 |
| **2003** | 4,99% | 2310,52 | 1467,3 | 14,4 | 11,6 |
| **2004** | 4,39% | 2788,67 | 2227,33 | 16,6 | 11,9 |
| **2005** | 3,94% | 3663,9 | 2818,33 | 20,5 | 14,2 |
| **2006** | 3,64% | 4395,43 | 3379,28 | 22,6 | 16,3 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις COSMOTE**

Η έντονη ανάπτυξη που αναφέραμε προηγουμένως αποτυπώνεται και στα βασικά οικονομικά μεγέθη της εταιρίας. Όπως βλέπουμε, η αύξηση των κερδών ανά μετοχή είναι συνεχής για την περίοδο 2002-2006, με τη συνολική αύξηση να ανέρχεται στο 47% σε σχέση με το 2002. Για το λόγο αυτό και η αύξηση των μερισμάτων είναι αντίστοιχα σταθερή, ξεκινώντας από τα 0,35€ το 2002 και φτάνοντας τα 0,73€ το 2006 ( αύξηση 108%). Επίσης, το γεγονός ότι τα μερίσματα αυξάνονται με γρηγορότερο ρυθμό από τα κέρδη ανά μετοχή αποτυπώνεται και στο δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος διαμορφώνεται στο 50% το 2002, ενώ το 2006 βρίσκεται στο 71%. Αρκετά ικανοποιητική κρίνεται και η μερισματική απόδοση, που κυμαίνεται γύρω στο 4% κάθε χρόνο και είναι αρκετά μεγάλη για μία αναπτυσσόμενη εταιρία.

**Διάγραμμα 6-6 : Μερίσματα και κέρδη για την COSMOTE**




Από το Διάγραμμα 6-6, το οποίο παρουσιάζει διαγραμματικά τη σχέση μεταξύ μερισμάτων και κερδών, μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα για τη μερισματική πολιτική της Cosmote. Η διοίκηση της εταιρίας έχει επιλέξει την πολιτική του **σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή**, η οποία αποτελεί εξέλιξη της πολιτικής του σταθερού ποσού ανά μετοχή. Συγκεκριμένα, τα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μερίσματα της περιόδου 2002-2006 αυξάνονται κατά 14% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, με εξαίρεση το έτος 2003, οπού η αύξηση είναι μεγαλύτερη (40%), κάτι που δικαιολογείται από τη διανομή ελάχιστων μερισμάτων κατά τα πρώτα έτη εισαγωγής της εταιρίας στο ΧΑΑ.

Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουμε από τη μελέτη του δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος παρουσιάζει σταθερά ανοδική τάση για όλα τα έτη. Ο κυριότεροι λόγος, για τον οποίο η διοίκηση επέλεξε την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή, πιστεύουμε ότι είναι η πεποίθηση, ότι τα ετήσια κέρδη της εταιρίας θα συνεχίσουν να αυξάνονται, ίσως και με μεγαλύτερο ρυθμό, έτσι ώστε η σταθερή αύξηση των μερισμάτων να καλύπτεται από την αύξηση των κερδών. Ένας δεύτερος λόγος θεωρούμε ότι είναι η ενίσχυση της τιμής της μετοχής με τη διανομή μεγάλου μέρους των κερδών της εταιρίας στους μετόχους, αφού η τιμή της μετοχής παρέμεινε σταθερή τα πρώτα χρόνια, και η επιβράβευση των μετόχων για τον κίνδυνο που ανέλαβαν επενδύοντας σε μία νεοεισαχθείσα στο Χρηματιστήριο επιχείρηση.

Η Cosmote, με του ετήσιους ρυθμούς ανάπτυξης που παρουσιάζει, ανήκει στο στάδιο crown prince. Διατηρεί διψήφιο ρυθμό αύξησης κερδών για όλη την 5ετία. Σε αντίθεση, όμως με το γεγονός αυτό, το ποσοστό διανεμόμενων κερδών είναι αρκετά υψηλό για μία αναπτυσσόμενη εταιρία και δεν συμφωνεί με την πρακτική τέτοιου είδους επιχειρήσεων να διανέμουν μικρά μερίσματα. Ειδικά για το 2006, ο δείκτης φτάνει το 71%, κάτι που ίσως οφείλεται και στην έλλειψη εναλλακτικών επενδυτικών σχεδίων, που θα απορροφήσουν την υπερβάλλουσα ρευστότητα της εταιρίας.

Τέλος, αναφορικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην τιμή της μετοχής, θεωρούμε ότι η μερισματική πολιτική είχε σημαντική επιρροή στην αύξηση που παρατηρείται στην τιμή από το 2004 και μετά, κάτι που αποδεικνύεται και από το ότι η μερισματική απόδοση μειώνεται στο διάστημα αυτό, παρά το ότι τα μερίσματα εξακολουθούν να αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό.

### 6.2.7 Coca - Cola ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ

Η Coca-Cola Τρία Έψιλον (CC-HBC) είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες εμφιάλωσης μη αλκοολούχων αναψυκτικών στην Ευρώπη, με δραστηριότητες που εκτείνονται σε 28 χώρες. Η εταιρεία, στη σημερινή της μορφή, δημιουργήθηκε τον Αύγουστο του 2000 μετά τη συγχώνευση της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως Α.Ε., με έδρα την Αθήνα, και της Coca-Cola Beverages plc (CCB). Δραστηριοποιείται στην παραγωγή, εμφιάλωση, εμπορία και διανομή μη αλκοολούχων ποτών και αναψυκτικών (νερά, χυμούς και φρουτοποτά, ποτά ενέργειας, ποτά για αθλητές, τσάι και καφέ). Η Coca-Cola Τρία Έψιλον είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών,



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ενώ διαπραγματεύεται επίσης στα Χρηματιστήρια του Λονδίνου, της Νέας Υόρκης και της Αυστραλίας.

**Πίνακας 6.7 Οικονομικά μεγέθη COCA COLA 3E**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,24 | 0,19 | 11,67 | 8,77 | 79% |
| **2003** | 0,49 | 0,2 | 12,23 | 7,57 | 41% |
| **2004** | 0,47 | 0,28 | 15,02 | 11,2 | 60% |
| **2005** | 1,29 | 0,3 | 16,84 | 11,7 | 23% |
| **2006** | 1,39 | 0,32 | 19,9 | 14,78 | 23% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 1,86% | 2646,38 | 1727,09 | 48,6 | 36,5 |
| **2003** | 2,02% | 2310,52 | 1467,3 | 25,0 | 15,4 |
| **2004** | 2,14% | 2788,67 | 2227,33 | 32,0 | 23,8 |
| **2005** | 2,10% | 3663,9 | 2818,33 | 13,1 | 9,1 |
| **2006** | 1,85% | 4395,43 | 3379,28 | 14,3 | 10,6 |

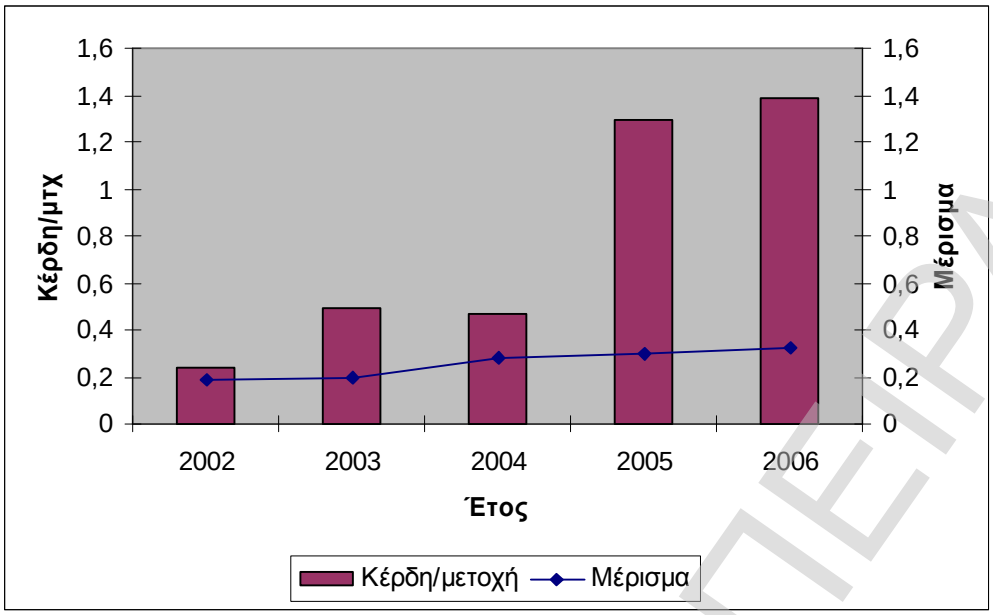
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις COCA COLA 3E**

Από τον Πίνακα 6.7 βλέπουμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας παρουσιάζουν μία ανοδική τάση, η οποία μεταξύ των ετών 2004 και 2005 είναι ιδιαίτερα έντονη. Κατά την πρώτη φάση της περιόδου 2002-2006, τα κέρδη ανά μετοχή διπλασιάζονται (από 0,24 το 2002 σε 0,49 το 2003 και 0,47 το 2004), ενώ κατά τη δεύτερη φάση –και ιδιαίτερα το 2005- ο ρυθμός ανάπτυξης τους αυξάνεται ραγδαία (274% αύξηση μεταξύ 2004 και 2005). Αντίθετα, η πορεία των μερισμάτων είναι πιο ομαλή. Τα μερίσματα αυξάνονται σταθερά σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, ακόμα και το 2004, όπου τα κέρδη ανά μετοχή μειώνονται ελαφρώς. Η συνολική αύξηση των μερισμάτων στην 5ετία είναι 68%.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει η πορεία του δείκτη διανεμόμενων κερδών, η οποία μας δίνει χρήσιμα συμπεράσματα για τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία. Συγκεκριμένα, το 2002 το ποσοστό διανεμόμενων κερδών είναι 79%, ενώ στη συνέχεια ακολουθεί πτωτική πορεία, φτάνοντας στο 23% για τα έτη 2005 και 2006. Δηλαδή, τα μερίσματα αυξάνονται σε πολύ μικρότερο ποσοστό σε σχέση με τα κέρδη της εταιρίας. Η σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων παρουσιάζεται διαγραμματικά στο Διάγραμμα 6-7:

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Διάγραμμα 6-7 : Μερίσματα και κέρδη για την COCA COLA 3E**




Η μελέτη του Διαγράμματος 6-7 μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρία ακολουθεί την πολιτική του **σταθερού ποσού ανά μετοχή** και, συγκεκριμένα, την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού του μερίσματος για όλα τα έτη. Γι' αυτό το λόγο παρατηρείται η μείωση του δείκτη διανεμόμενων κερδών, που αναφέραμε προηγουμένως. Την άποψη για την επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής ενισχύει και η αύξηση του μερίσματος του 2004 σε σχέση με το 2003, παρά το γεγονός ότι τα κέρδη ανά μετοχή μειώθηκαν για την αντίστοιχη περίοδο και, συνεπώς, αυξήθηκε και ο δείκτης διανεμόμενων κερδών στο 60%. Φαίνεται, λοιπόν, ότι η διοίκηση της εταιρίας ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική, η οποία δεν εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διακύμανση των κερδών, αλλά διαμορφώνεται ανάλογα με τους στόχους που έχει θέσει η διοίκηση. Επιπρόσθετα, έχει υιοθετηθεί η πολιτική της διανομής χαμηλού μερίσματος, κάτι που φαίνεται και από τη μικρή μερισματική απόδοση (γύρω στο 2%), προφανώς με σκοπό να χρηματοδοτηθούν καλυτέρα οι μεγάλες επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας και να διατηρηθούν οι ρυθμοί ανάπτυξής της.

Η Coca Cola 3E είναι μια αναπτυσσόμενη εταιρία, όπως αποδεικνύουν και οι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της, γεγονός που την κατατάσσει στο στάδιο crown prince. Η μερισματική πολιτική της, επίσης, είναι αντίστοιχη με τη φάση του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, που χαρακτηρίζεται από τη διανομή χαμηλού μερίσματος. Τέλος, η πορεία της τιμής της μετοχής είναι ανοδική την περίοδο αυτή, χωρίς όμως να υπερβαίνει την απόδοση του Γενικού Δείκτη. Ειδικά για το 2005, όταν και αυξήθηκαν ραγδαία τα κέρδη της εταιρίας, η αντίστοιχη αύξηση της τιμής της μετοχής δεν ήταν μεγάλη. Αυτό το γεγονός δείχνει, ίσως, ότι η διανομή χαμηλού μερίσματος δεν ικανοποίησε πλήρως τους επενδυτές και επηρέασε αρνητικά την τιμή της μετοχής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 6.2.8 Τράπεζα Πειραιώς

Η Τράπεζα Πειραιώς ηγείται ενός Ομίλου επιχειρήσεων που καλύπτουν το σύνολο των εργασιών και δραστηριοτήτων του χρηματοοικονομικού τομέα στην Ελλάδα. Δραστηριοποιείται στον γενικότερο κλάδο των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και διαθέτει ιδιαίτερη τεχνογνωσία στην καταναλωτική-στεγαστική πίστη και στα άλλα προϊόντα τραπεζικής ιδιωτών, στο χώρο των μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων, στην παροχή υπηρεσιών κεφαλαιαγοράς και επενδυτικής τραπεζικής, στην αναπτυσσόμενη αγορά της χρηματοδοτικής μίσθωσης και, τέλος, στον τομέα της ναυτιλίας. Η παρουσία του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς στο εξωτερικό εστιάζεται στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Ανατολική Μεσόγειο, παράλληλα με παρουσία στα μεγάλα χρηματοοικονομικά κέντρα του Λονδίνου και της Νέας Υόρκης. Οι μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1918.

**Πίνακας 6.8 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας Πειραιώς**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,39 | 0,25 | 7,52 | 4,29 | 64% |
| **2003** | 0,51 | 0,3 | 7,28 | 3,51 | 59% |
| **2004** | 0,71 | 0,4 | 9,79 | 6,4 | 56% |
| **2005** | 1,06 | 0,5 | 13,74 | 9,69 | 47% |
| **2006** | 1,66 | 0,64 | 23,12 | 13,98 | 39% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 4,23% | 2646,38 | 1727,09 | 19,3 | 11,0 |
| **2003** | 5,56% | 2310,52 | 1467,3 | 14,3 | 6,9 |
| **2004** | 4,94% | 2788,67 | 2227,33 | 13,8 | 9,0 |
| **2005** | 4,27% | 3663,9 | 2818,33 | 13,0 | 9,1 |
| **2006** | 3,45% | 4395,43 | 3379,28 | 13,9 | 8,4 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Πειραιώς**

Τα στοιχεία των κερδών του Πίνακα 6.8 δείχνουν ότι τα τελευταία χρόνια η κερδοφορία της Τράπεζας βρίσκεται σε υψηλότατα επίπεδα. Η τάση είναι συνεχώς ανοδική, και μάλιστα με αυξανόμενο ρυθμό σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Ενδεικτικό είναι ότι η μεταβολή μεταξύ των ετών 2002 και 2003 είναι 30%, ενώ η αντίστοιχη μεταβολή μεταξύ των ετών 2005 και 2006 είναι 56% Συνολικά, η αύξηση για την περίοδο 2002-2006 είναι της τάξης του 425%.

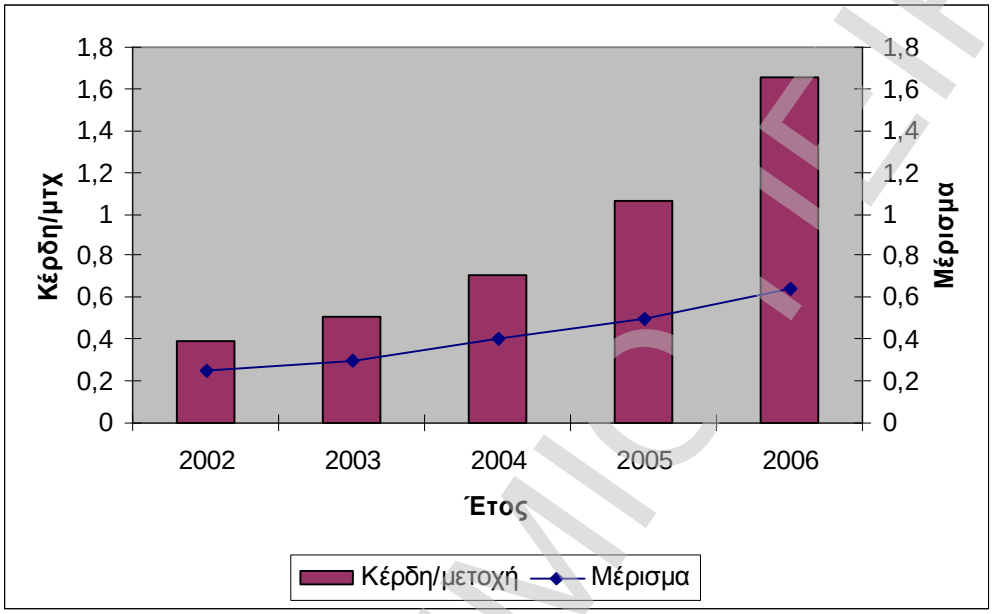
Αυτή η συνεχής αύξηση των κερδών ανά μετοχή έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των μερισμάτων, τα οποία διαμορφώνονται στα 0,64€ για το 2006 από 0,25% το 2002, δηλαδή



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

αύξηση κατά 156% συνολικά. Για την ίδια περίοδο, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών έχει πτωτική τάση. Το 2002, το 64% των κερδών ανά μετοχή διανεμήθηκε στους μετόχους ως μέρισμα, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό για το 2006 είναι 39%. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι το ύψος του μερίσματος προσαρμόζεται άμεσα ανάλογα με τη διακύμανση των κερδών, πάντα, όμως, με μικρότερες ποσοστιαίες μεταβολές σε σχέση με τα κέρδη. Αυτή η σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων φαίνεται πιο καθαρά στο Διάγραμμα 6-8:

**Διάγραμμα 6-8 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα Πειραιώς**




Αυτή η αντίστροφη σχέση μεταξύ των κερδών ανά μετοχή και του δείκτη διανεμόμενων κερδών φανερώνει και τη μερισματική πολιτική της Τράπεζας Πειραιώς. Ακολουθείται η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή, το οποίο ποσό προσαρμόζεται στην άνοδο των κερδών αυτής της περιόδου, με αποτέλεσμα η πολιτική να καταλήγει στην πολιτική **αυξανόμενου ποσού μερίσματος ανά μετοχή**. Η διοίκηση της Τράπεζας φαίνεται να κατέληξε σε αυτή τη μερισματική πολιτική, λόγω του έντονου ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης, που δεν είναι δυνατό να ακολουθείται από ανάλογη αύξηση του μερίσματος -αν δεν είναι δεδομένο ότι τα κέρδη αυτά θα διατηρηθούν και στο μέλλον-, αλλά και επιθυμώντας να μειώσει το υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών που παρουσιάζεται στην αρχή της περιόδου, με σκοπό να εκμεταλλευτεί επενδυτικές ευκαιρίες που θα παρουσιαστούν. Άλλωστε, η μερισματική απόδοση της εταιρίας κρίνεται αρκετά υψηλή (περίπου στο 4,5-5%), ιδιαίτερα αν πρόκειται για μία αναπτυσσόμενη εταιρία.

Η Τράπεζα Πειραιώς βρίσκεται στο στάδιο crown prince, λόγω των μεγάλων ρυθμών ανάπτυξης των μεγεθών της και προσεγγίζοντας με γρήγορο ρυθμό το στάδιο του white giant. Για το στάδιο

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

που βρίσκεται, το ύψος του μερίσματος είναι σχετικά μεγάλο, ιδιαίτερα στην αρχή της περιόδου 2002-2006. Αυτό ίσως εξηγείται από την επιθυμία της διοίκησης να στηρίξει την τιμή της μετοχής, που ήταν αρκετά υποτιμημένη, αλλά και τη γενικότερη συμπεριφορά των εταιριών του τραπεζικού κλάδου, που συνήθως διανέμουν υψηλά μερίσματα. Όσον αφορά το αν η πολιτική αυτή είχε κάποια επίδραση στην τιμή της μετοχής, θεωρούμε ότι η υψηλή μερισματική πολιτική ήταν αποτελεσματική για την τιμή της μετοχής, ειδικά μετά το 2003, όταν τα υψηλά μερίσματα συνοδεύονταν και από την μεγάλη αύξηση των κερδών των επόμενων ετών.\

### 6.2.9 Τράπεζα Κύπρου

Το Συγκρότημα Τράπεζας Κύπρου Ελλάδας είναι μέρος του Συγκροτήματος της Τράπεζας Κύπρου που ιδρύθηκε στην Κύπρο το 1899. Το Συγκρότημα παρέχει ολοκληρωμένες τραπεζικές υπηρεσίες στην Κύπρο, στην Ελλάδα, στη Μεγάλη Βρετανία, στην Αυστραλία και στη Ρουμανία, ενώ είναι ο πρώτος ελληνικός τραπεζικός οργανισμός με δραστηριότητα στη Ρωσία. Προσφέρει ένα πλήρες φάσμα χρηματοοικονομικών υπηρεσιών: τραπεζικές υπηρεσίες, leasing, διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, διαχείριση ενεργητικού, χρηματιστηριακές υπηρεσίες, factoring και ασφαλιστικές υπηρεσίες. Η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών έγινε το 2000. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της Τράπεζας Κύπρου παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.9:

**Πίνακας 6.9 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας Κύπρου**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0 | 0 | 3,25 | 1,73 | 0% |
| **2003** | 0 | 0 | 2,77 | 1,68 | 0% |
| **2004** | 0,19 | 0,07 | 2,68 | 2,1 | 37% |
| **2005** | 0,33 | 0,12 | 4,68 | 2,42 | 36% |
| **2006** | 0,71 | 0,17 | 10,6 | 4,7 | 24% |

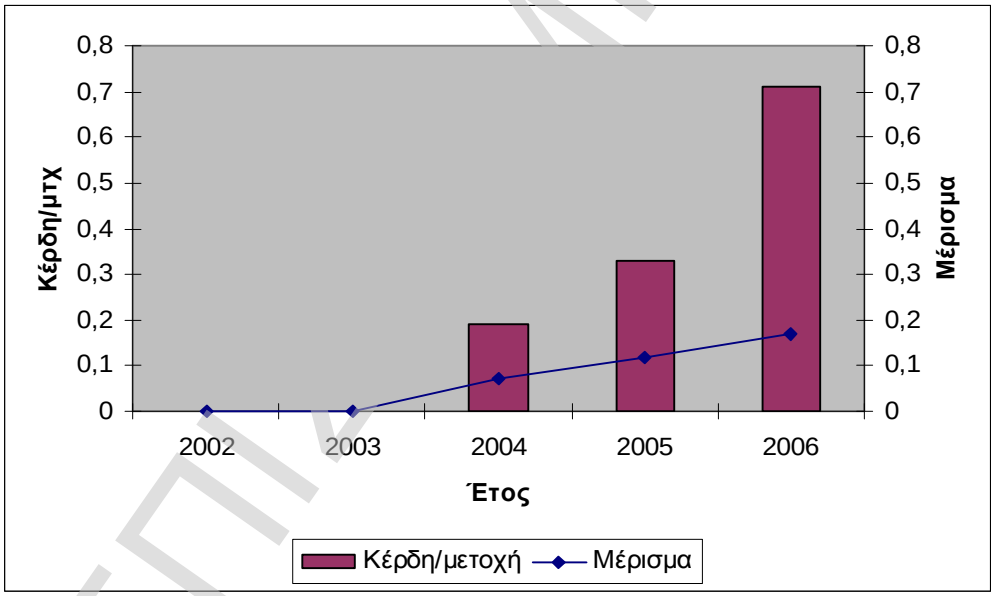
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 0,00% | 2646,38 | 1727,09 | - | - |
| **2003** | 0,00% | 2310,52 | 1467,3 | - | - |
| **2004** | 2,93% | 2788,67 | 2227,33 | 14,1 | 11,1 |
| **2005** | 3,38% | 3663,9 | 2818,33 | 14,2 | 7,3 |
| **2006** | 2,22% | 4395,43 | 3379,28 | 14,9 | 6,6 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας Κύπρου**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Στον Πίνακα 6.9 βλέπουμε ότι η εξέλιξη των κερδών της Τράπεζας Κύπρου είναι ανοδική μόνο τα τρία τελευταία έτη της περιόδου που εξετάζουμε. Συγκεκριμένα, το 2002 και 2003 η Τράπεζα εμφανίζει μικρές ζημιές -0,05 € και 0,07 € αντίστοιχα- ενώ από το 2004 και ύστερα η Τράπεζα κατάφερε να εμφανίσει μικρά, αλλά αυξανόμενα κέρδη. Ξεκινά από τα 0,19 € ανά μετοχή για το 2004 και καταλήγει στα 0,71 € ανά μετοχή για το 2006, δηλαδή συνολική αύξηση κατά 273%. Ανάλογα με τη διακύμανση αυτή των κερδών μεταβάλλεται και το ετήσιο μέρισμα. Όπως είναι λογικό, στις ζημιογόνες χρήσεις του 2002 και του 2003 δεν καταβάλλεται μέρισμα στους μετόχους και, συνεπώς, δεν διαμορφώνεται δείκτης διανεμόμενων κερδών και η μερισματική απόδοση είναι μηδενική. Στις επόμενες χρήσεις, η Τράπεζα διανέμει αυξανόμενο μέρισμα, κάτι που επιτρέπει και η αύξηση των κερδών. Το 2004, το ύψος του μερίσματος είναι 0,07 €, το 2005 γίνεται 0,12 € και το 2006 φτάνει τα 0,17 €, παρουσιάζοντας συνολική αύξηση 142% (μικρότερη ποσοστιαία αύξηση σε σχέση με την αύξηση των κερδών). Αντίθετα, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών παρουσιάζει πτωτική τάση και από 37% το 2002, διαμορφώνεται σε 24% το 2006. Επίσης, η μερισματική απόδοση για την ίδια περίοδο διατηρείται σχετικά σταθερή (γύρω στο 3%). Στο Διάγραμμα 6-9 που ακολουθεί, παρουσιάζεται καλύτερα η σχέση μεταξύ ετήσιων κερδών ανά μετοχή και μερισμάτων.

**Διάγραμμα 6-9 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα Κύπρου**




Από τη μελέτη των στοιχείων που παρουσιάστηκαν για την Τράπεζα Κύπρου, είναι δύσκολο να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία την συγκεκριμένη περίοδο. Θα λέγαμε πως η εταιρία δεν έχει διαμορφώσει ακόμα μια σταθερή και διαχρονική μερισματική πολιτική, για τους λόγους ότι η κερδοφορία της δεν έχει σταθεροποιηθεί σε θετικά νούμερα για μεγάλη χρονική περίοδο και, επίσης, η περίοδος διαπραγμάτευσης της μετοχής της στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι μικρή (από το 2000). Κάποια συμπεράσματα,

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ωστόσο, μπορούν να εξαχθούν με επιφύλαξη από τα τελευταία έτη της περιόδου 2002-2006. Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι η αύξηση του ετήσιου μερίσματος για την περίοδο 2004-2006 είναι ισόποση από έτος σε έτος, δηλαδή το μέρισμα αυξάνεται κατά 0,05 € ετησίως. Επίσης, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών μειώνεται, ιδίως τη χρονιά 2006, γεγονός που δείχνει ότι δεν έχει αποφασιστεί η διανομή ενός σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών κάθε χρόνο. Τα παραπάνω στοιχεία μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθείται είναι το **σταθερά αυξανόμενο ποσό ανά μετοχή** (δηλαδή πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή). Πιθανόν, η διοίκηση της Τράπεζας να έχει επιλέξει τη συγκεκριμένη πολιτική με στόχο να διαμορφωθεί καλύτερη εικόνα σχετικά με το ύψος των κερδών που αναμένεται τα επόμενα χρόνια και, στη συνέχεια, να διαμορφωθεί ανάλογα και το επιθυμητό ύψος μερίσματος.

Σχετικά με το στάδιο που βρίσκεται η Τράπεζα, θα λέγαμε ότι τα χαρακτηριστικά της ταιριάζουν με αυτά του σταδίου white giant, ιδιαίτερα η διακύμανση των κερδών και οι ρυθμοί ανάπτυξής της. Η μερισματική της πολιτική, όμως, με το χαμηλό ύψος μερίσματος, δεν είναι σύμφωνη με την πολιτική υψηλού μερίσματος που ακολουθείται συνήθως στο στάδιο αυτό. Τέλος, η πορεία της μετοχής της δεν φαίνεται να επηρεάζεται σημαντικά από τη μερισματική πολιτική της, αλλά περισσότερο από την ραγδαία αύξηση των κερδών της, κυρίως κατά το 2006.

### 6.2.10 Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (Δ.Ε.Η.)

Η ΔΕΗ είναι η μεγαλύτερη εταιρία παραγωγής και η μοναδική εταιρία διανομής ηλεκτρικής ενέργειας στην Ελλάδα. Με την τεράστια υποδομή σε εγκαταστάσεις ορυχείων λιγνίτη, παραγωγής, γραμμών μεταφοράς και δικτύων διανομής ηλεκτρικής ενέργειας που έχει δημιουργήσει, η ΔΕΗ είναι η μεγαλύτερη βιομηχανική επιχείρηση στην Ελλάδα, ως προς τα πάγια ενεργητικά στοιχεία. Επίσης, η εταιρία, με βάση τον όγκο των πωλήσεων ηλεκτρικής ενέργειας, είναι η 15η μεγαλύτερη σε μέγεθος εταιρία ηλεκτρισμού στην Ευρώπη. Από το 2001, η μετοχή της Δ.Ε.Η. έχει εισαχθεί στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τα βασικά οικονομικά μεγέθη της εταιρίας.

**Πίνακας 6.10 Οικονομικά μεγέθη Δ.Ε.Η.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 1,8 | 0,5 | 15,26 | 12,08 | 28% |
| **2003** | 1,55 | 0,7 | 19,6 | 13,14 | 45% |
| **2004** | 1,89 | 0,9 | 22,1 | 18,24 | 48% |
| **2005** | 0,87 | 0,5 | 23,92 | 16,9 | 57% |
| **2006** | 0,18 | 0,16 | 21,78 | 17,32 | 89% |



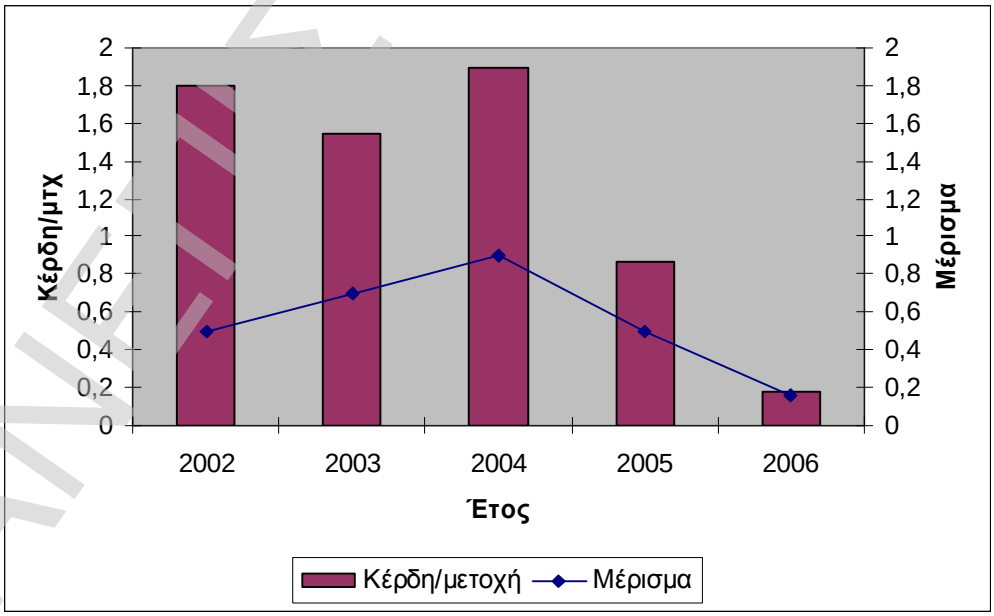
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,66% | 2646,38 | 1727,09 | 8,5 | 6,7 |
| **2003** | 4,28% | 2310,52 | 1467,3 | 12,6 | 8,5 |
| **2004** | 4,46% | 2788,67 | 2227,33 | 11,7 | 9,7 |
| **2005** | 2,45% | 3663,9 | 2818,33 | 27,5 | 19,4 |
| **2006** | 0,82% | 4395,43 | 3379,28 | 121,0 | 96,2 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Δ.Ε.Η.**

Η εξέλιξη των κερδών της Δ.Ε.Η. για την περίοδο 2002-2006 παρουσιάζει, στο σύνολό της, μια καθοδική τάση. Με εξαίρεση το έτος 2004, που τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται σε 1,89 € ανά μετοχή από1,55 € το 2003, όλα τα υπόλοιπα έτη παρουσιάζεται μείωση κερδών σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Ιδιαίτερα κατά το 2005 και 2006, η πτώση αυτή είναι ακόμα πιο έντονη, καταλήγοντας σε 0,18 € ανά μετοχή το 2006. Η συνολική μείωση για την 5ετία είναι της τάξης του 90%. Από την άλλη πλευρά, η πορεία των μερισμάτων δεν ακολουθεί άμεσα τις διακυμάνσεις των κερδών, αλλά τελικά προσαρμόζονται και εκείνα στη γενικότερη τάση των κερδών. Συγκεκριμένα, κατά τα πρώτα 3 χρόνια της περιόδου το μέρισμα αυξάνεται ισόποσα (κατά 0,2 €), φτάνοντας στο μέγιστο ύψος του το 2004 (0,9 € ανά μετοχή), ενώ στη συνέχεια μειώνεται σταδιακά μέχρι το χαμηλότερο σημείο του (0,18 € το 2006). Χαρακτηριστικό στοιχείο της διαμόρφωσης των μερισμάτων είναι η συνεχώς αυξανόμενη πορεία του δείκτη διανεμόμενων κερδών, φτάνοντας ακόμα και στο 89% το 2006, κάτι που δείχνει ότι η εταιρία προσπαθεί να διατηρήσει, όσο είναι δυνατόν, τα μερίσματα σε υψηλά επίπεδα, παρά τη μείωση των κερδών. Το Διάγραμμα 6-10 αποτυπώνει καλύτερα τη σχέση μεταξύ μερισμάτων και κερδών:

**Διάγραμμα 6-10 : Μερίσματα και κέρδη για την Δ.Ε.Η.**



Από τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν προηγουμένως, η εταιρία δεν φαίνεται να ακολουθεί μια σταθερή μερισματική πολιτική για όλη την 5ετία. Αρχικά, η διοίκηση αυξάνει τα μερίσματα, παρά τη διακύμανση των κερδών –ιδιαίτερα το 2003, που τα κέρδη μειώνονται, ενώ το μέρισμα αυξάνεται- για διάφορους λόγους, όπως είναι η ενίσχυση της τιμής της μετοχής και η πρόβλεψη ότι τα κέρδη θα αυξηθούν στη συνέχεια. Η πολιτική αυτή μοιάζει με την πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή, μιας και όπως αναφέραμε, η αύξηση του ποσού μερίσματος είναι ισόποση. Στη συνέχεια, όμως, η απότομη μείωση των κερδών δεν της επιτρέπουν να διατηρήσει την πολιτική αυτή και καταφεύγει στην αύξηση του ποσοστού διανεμόμενων κερδών, με σκοπό να μη μειωθεί η εμπιστοσύνη των μετόχων για την μακροπρόθεσμη πορεία της εταιρίας και να μεταδώσει το μήνυμα ότι αυτή η επιβράδυνση της ανάπτυξης είναι προσωρινή. Συμπερασματικά, θα λέγαμε ότι βασική πολιτική της εταιρίας είναι η **υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**, με την έννοια ότι το ύψος των μερισμάτων διαμορφώνεται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες και τις δυνατότητες της εταιρίας, ενώ δευτερεύουσα πολιτική είναι η διατήρηση σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, λόγω της σχετικής σταθερότητας που παρουσιάζει ο συγκεκριμένος δείκτης τα έτη 2003, 2004 και 2005 (γύρω στο 50%), όταν δηλαδή τα κέρδη δεν παρουσιάζουν ακραίες μεταβολές –όπως η περίπτωση του 2006.

Η πτωτική πορεία των κερδών των τελευταίων ετών δείχνει ότι η Δ.Ε.Η. κινείται με γρήγορους ρυθμούς προς το στάδιο red giant. Μπορεί το γεγονός ότι καταγράφει κέρδη, έστω και μειούμενα, να μην συμφωνεί με τα χαρακτηριστικά των εταιριών του σταδίου red giant, όμως ο μεγάλος βαθμός παγιοποίησης περιουσίας και τα υψηλά αποθεματικά της εταιρίας συνηγορούν στο συμπέρασμα αυτό, ιδιαίτερα αν η πτωτική πορεία των κερδών συνεχιστεί και στο μέλλον. Συνεπώς, η υψηλή μερισματική απόδοση της εταιρίας (μέχρι και 4,5% το 2004) δικαιολογείται από τη φάση, στην οποία βρίσκεται. Τέλος, η εξέλιξη των κερδών και των μερισμάτων επηρέασε αρνητικά την τιμή της μετοχής, η οποία εμφάνισε μικρότερη απόδοση σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη, χωρίς όμως να υποτιμηθεί σημαντικά, όπως φαίνεται και από την τιμή του δείκτη Τιμής/ Κέρδη ανά μετοχή για το 2006. Κάτι τέτοιο οφείλεται στο μέγεθος της εταιρίας και στο ότι η Δ.Ε.Η. παραμένει μια από τις σημαντικότερες εταιρίες για την ελληνική οικονομία.

### 6.2.11 Αγροτική Τράπεζα Ελλάδος

Η Αγροτική Τράπεζα Ελλάδος είναι επικεφαλής ενός δυναμικού Ομίλου εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών εταιριών, που δραστηριοποιούνται σε ασφάλειες, πιστωτικές κάρτες, αμοιβαία κεφάλαια, χρηματοδοτική μίσθωση, χρηματιστηριακές υπηρεσίες, υπηρεσίες διαχείρισης κεφαλαίων κλπ. Λειτούργησε αρχικά ως ένα εξειδικευμένο πιστωτικό ίδρυμα, με



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

σκοπό την υποστήριξη και ανάπτυξη του αγροτικού τομέα στην Ελλάδα, ο οποίος παραμένει και σήμερα ένας από τους βασικούς πυλώνες δραστηριοποίησής της με προσφορά πιστώσεων και εγγυήσεων σε αγρότες και συνεταιρισμούς και με ταχεία διανομή των κοινοτικών επιδοτήσεων. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών συμμετέχει από το 2000.

**Πίνακας 6.11 Οικονομικά μεγέθη Αγροτικής Τράπεζας**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,18 | 0 | 4,92 | 3,35 | 0% |
| **2003** | 0,34 | 0 | 4,64 | 3,32 | 0% |
| **2004** | 0,34 | 0 | 4,64 | 2,14 | 0% |
| **2005** | 0,59 | 0,12 | 5,36 | 2,37 | 20% |
| **2006** | 0,45 | 0,09 | 6,13 | 3,4 | 20% |

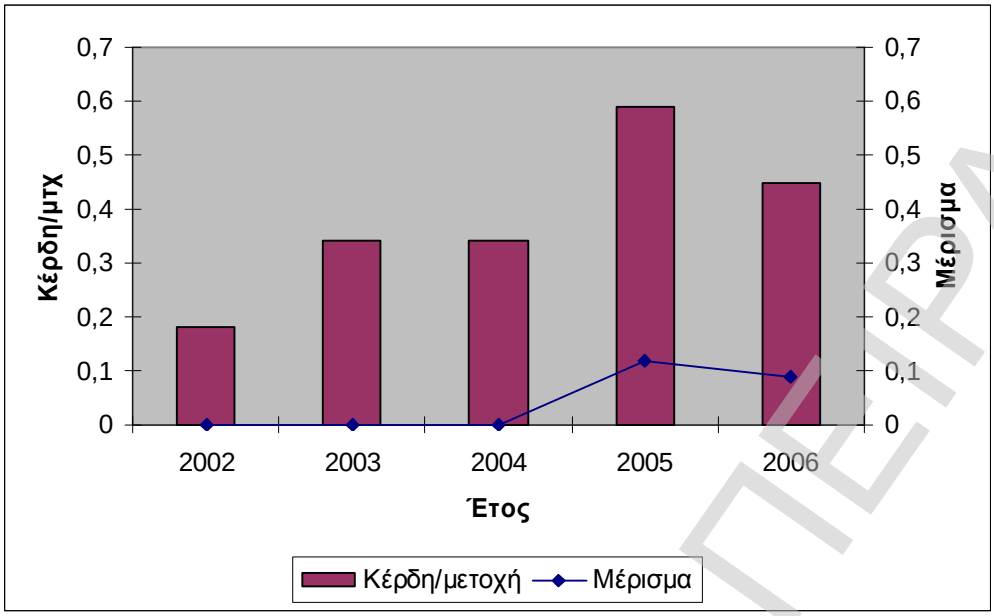
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 0,00% | 2646,38 | 1727,09 | 27,3 | 18,6 |
| **2003** | 0,00% | 2310,52 | 1467,3 | 13,6 | 9,8 |
| **2004** | 0,00% | 2788,67 | 2227,33 | 13,6 | 6,3 |
| **2005** | 3,10% | 3663,9 | 2818,33 | 9,1 | 4,0 |
| **2006** | 1,89% | 4395,43 | 3379,28 | 13,6 | 7,6 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Αγροτικής Τράπεζας**

Η πορεία των κερδών της Αγροτικής Τράπεζας παρουσιάζει διακυμάνσεις από έτος σε έτος, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 6.11, η τάση τους, όμως, είναι ανοδική την περίοδο 2002-2006. Το 2002, τα κέρδη ανά μετοχή διαμορφώνονται στα 0,18 €, ενώ το 2006 βρίσκονται στα 0,45 € ανά μετοχή, έχοντας προσεγγίσει το προηγούμενο έτος τα επίπεδα των 0,59 € ανά μετοχή. Η συνολική αύξηση για την περίοδο αυτή είναι 150%. Αναφορικά με τα μερίσματα της περιόδου αυτής, η διοίκηση της τράπεζας αποφάσισε τη μη διανομή μερίσματος για τα 3 πρώτα έτη της περιόδου. Οι λόγοι για την απόφαση αυτή- σύμφωνα με το Ετήσιο Δελτίο της Αγροτικής Τράπεζας για το 2004- είναι η ανάγκη ενίσχυσης των αποθεματικών της εταιρίας και η αντίστοιχη της κάλυψης του επενδυτικού προγράμματος που είναι σε εξέλιξη. Για το 2005 και 2006, η εταιρία διένειμε μέρισμα 0,12 € και 0,09 € αντίστοιχα, που αποτελεί το 20% των ετήσιων κερδών ανά μετοχή. Η μερισματική απόδοση των ετών αυτών είναι ικανοποιητική, φτάνοντας μέχρι το 3,1% το 2005, ενώ για το 2006 είναι στο 1,9%.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Διάγραμμα 6-11 : Μερίσματα και κέρδη για την Αγροτική Τράπεζα**




Από τα παραπάνω στοιχεία του Διαγράμματος 6-11 εξάγουμε ορισμένα συμπεράσματα για τη μερισματική πολιτική της Τράπεζας. Η μη διανομή μερίσματος για τις 3 πρώτες χρήσεις, λόγω της ανάγκης για χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων της εταιρίας, φανερώνει ότι η βασική πολιτική της είναι η **υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**. Στη συνέχεια, η διοίκηση, θέλοντας να ικανοποιήσει τους μετόχους της, αποφασίζει τη διανομή ενός σταθερού ποσοστού κερδών, που αποτελεί και τη δευτερεύουσα μερισματική πολιτική της εταιρίας. Φαίνεται, λοιπόν, ότι πρόθεση της διοίκησης είναι, πρωτίστως, να υλοποιήσει τα επενδυτικά της προγράμματα, που θα της επιτρέψουν να διασφαλίσει ένα ικανοποιητικό επίπεδο κερδών στο μέλλον και, δευτερευόντως, να διανείμει μικρό μέρος των κερδών της ετησίως ως ανταμοιβή στους μετόχους της, ενισχύοντας έτσι και την τιμή της μετοχής της.

Από πλευράς σταδίου ανάπτυξης, θα μπορούσαμε να κατατάξουμε την Αγροτική Τράπεζα στο στάδιο white giant. Κάτι τέτοιο συμπεραίνεται από τον ρυθμό ανάπτυξης των κερδών της, που είναι ασταθής και σχετικά περιορισμένος –σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες του κλάδου-, αλλά και από την γενικότερη οικονομική της διάρθρωση και την ανάπτυξή της. Συνεπώς, θα αναμέναμε να ακολουθεί μια υψηλή μερισματική πολιτική, διανέμοντας ένα μεγάλο ποσοστό από τα κέρδη της. Αντίθετα, το ποσοστό διανεμόμενων κερδών της Τράπεζας ανέρχεται στο 20%, όταν αποφασίζει να διανείμει μέρισμα, ενώ σε πολλές χρήσεις δεν διένειμε καθόλου μέρισμα. Με άλλα λόγια, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί δεν συμβαδίζει με το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκεται. Το γεγονός των μειωμένων μερισμάτων φαίνεται ότι είχε αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

της μετοχής, ειδικά τα πρώτα χρόνια της περιόδου 2002-2006, όταν η τιμή της μετοχής παρέμεινε στα ίδια επίπεδα, παρ' όλο που τα κέρδη αυξάνονταν.

### 6.2.12 Ελληνικά Πετρέλαια

Ο Όμιλος «Ελληνικά Πετρέλαια» ανήκει στον κλάδο ολοκληρωμένων λύσεων πετρελαίου. Στις δραστηριότητές του δεν περιλαμβάνονται μόνο η διύλιση και η εμπορία προϊόντων πετρελαίου, αλλά και η έρευνα και η παραγωγή υδρογονανθράκων, η παραγωγή και εμπορία πετροχημικών και χημικών, η παραγωγή και εμπορία ηλεκτρικής ενέργειας με χρήση φυσικού αερίου και η συμμετοχή στη μεταφορά αργού πετρελαίου και προϊόντων (αγωγοί, θαλάσσιες μεταφορές). Η παρουσία του εκτείνεται, πέρα από την Ελλάδα, στις περισσότερες χώρες της Νοτιοανατολικής Ευρώπης. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη του Ομίλου παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.12:

**Πίνακας 6.12 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικών Πετρελαίων**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,51 | 0,15 | 7,21 | 5,46 | 29% |
| **2003** | 0,92 | 0,2 | 7,2 | 4,49 | 22% |
| **2004** | 0,62 | 0,26 | 8,05 | 6,18 | 42% |
| **2005** | 1,62 | 0,43 | 13,58 | 7,68 | 27% |
| **2006** | 1,17 | 0,43 | 13,1 | 9,14 | 37% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 1,67% | 2646,38 | 1727,09 | 21,1 | 14,2 |
| **2003** | 2,39% | 2310,52 | 1467,3 | 11,6 | 6,6 |
| **2004** | 1,87% | 2788,67 | 2227,33 | 27,7 | 17,2 |
| **2005** | 2,47% | 3663,9 | 2818,33 | 12,0 | 9,6 |
| **2006** | 2,13% | 4395,43 | 3379,28 | 20,2 | 14,4 |

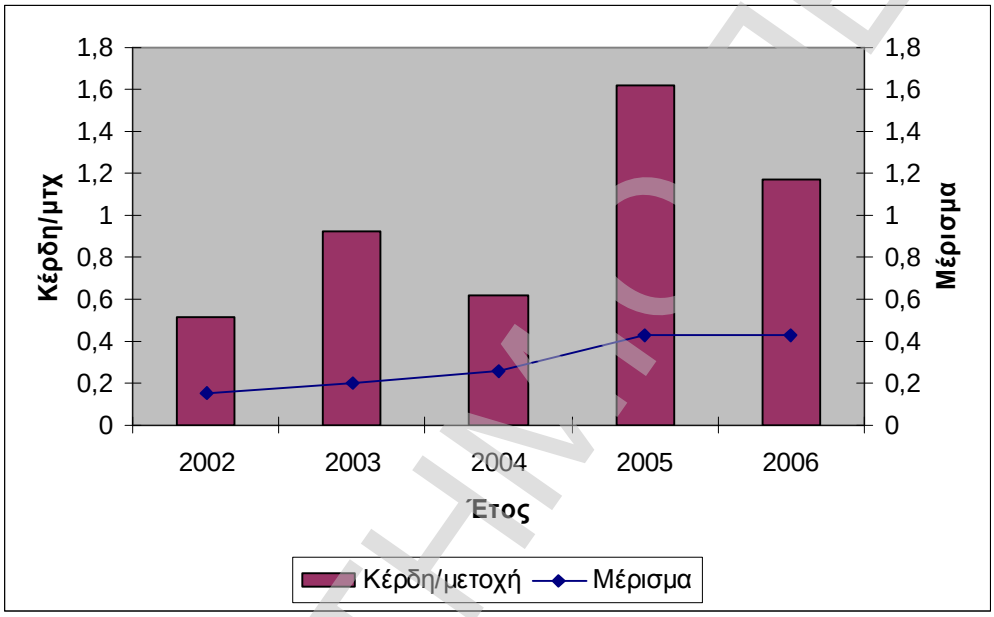
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Ελληνικών Πετρελαίων**

Τα κέρδη ανά μετοχή του Ομίλου για την περίοδο 2002-2006 παρουσιάζουν διακυμάνσεις, με τη γενικότερη τάση να είναι ελαφρώς ανοδική. Κατά την πρώτη τριετία, τα κέρδη αυξάνονται με αργό ρυθμό (από 0,51 € το 2002 σε 0,62 € το 2004), με εξαίρεση τη χρονιά 2003, όταν και αυξάνονται κατά 80% σε σχέση με το 2002. Η ραγδαία αύξηση στο επίπεδο των κερδών παρατηρείται το 2005, που αυξάνονται κατά 161% μέσα σε ένα χρόνο. Τελικά, η εταιρία καταφέρνει να διατηρήσει τα κέρδη της για το 2006 σε επίπεδα άνω του 1 € ανά μετοχή, παρά τη μείωση σε σχέση με το 2005 (1,17 € από 1,62 € το 2005). Αυτή την έντονη διακύμανση των κερδών δεν ακολουθούν τα

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μερίσματα της αντίστοιχής περιόδου. Η πορεία των μερισμάτων είναι διαρκώς ανοδική από το 2002 έως το 2005, ενώ το 2006 το μέρισμα παραμένει σταθερό, παρά την αντίστοιχη μείωση των κερδών. Η συνολική αύξηση των μερισμάτων υπολογίζεται σε 186%, ποσοστό που είναι μεγαλύτερο από το συνολικό ποσοστό αύξησης των κερδών της ίδιας περιόδου(129%). Το γεγονός αυτό αποτυπώνεται και στη διαμόρφωση του δείκτη διανεμόμενων κερδών, που καταγράφει ανοδική πορεία (37% το 2006 από 29% το 2002), φτάνοντας ενδιάμεσα μέχρι και στο 42% το 2004. Η συγκεκριμένη ακραία τιμή του δείκτη, αλλά και για το 2006, αποδεικνύει την πρόθεση της διοίκησης να μην μειώσει τα μερίσματα, ακόμα και όταν τα κέρδη μειώνονται, εκφράζοντας την πεποίθηση, ότι αυτή η μείωση των κερδών είναι προσωρινή.

**Διάγραμμα 6-12 : Μερίσματα και κέρδη για τα Ελληνικά Πετρέλαια**




Από το Διάγραμμα 6-12 βλέπουμε ότι η εταιρία ακολουθεί σταθερά τη μερισματική της πολιτική, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των κερδών. Η πολιτική που έχει επιλέξει είναι η πολιτική του **σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή** (δηλαδή η εξέλιξη της πολιτικής του σταθερού ποσού ανά μετοχή). Επίσης, η διατήρηση του ύψους μερίσματος για το 2006 στα ίδια επίπεδα με το 2005 φανερώνει τη συγκρατημένη μερισματική πολιτική της διοίκησης, δηλαδή η διοίκηση είναι διατεθειμένη να αυξήσει μελλοντικά το μέρισμα, υπό την προϋπόθεση ότι κάτι τέτοιο θα δικαιολογείται από το επίπεδο των κερδών, χωρίς παράλληλα να διαταράσσεται η ορθή αναλογία των διανεμόμενων κερδών που έχει επιλέξει (περίπου 30%). Παράλληλα, η μερισματική απόδοση βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα (γύρω στο 2%), παραμένοντας επίσης σταθερή για όλη την περίοδο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Από πλευράς Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, τα Ελληνικά Πετρέλαια βρίσκονται στο στάδιο white giant. Παρά το γεγονός ότι παρουσιάζει ελαφρά αυξανόμενη τάση κερδών, η αστάθεια τους είναι έντονη και εγκυμονεί κινδύνους για τη μελλοντική πορεία της εταιρίας. Επίσης, ο μεγάλος βαθμός παγιοποίησης του ενεργητικού και το μεγάλο ύψος αποθεματικών της επιβεβαιώνουν το συμπέρασμα αυτό. Το στάδιο που βρίσκεται η εταιρία θα μπορούσε να δικαιολογήσει ένα δείκτη διανεμόμενων κερδών μεγαλύτερο από το 30% που βρίσκεται τώρα, όμως ο κλάδος των πετρελαιοειδών, στον οποίο δραστηριοποιείται, χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις και κυκλικότητα κερδών, γεγονός που υποχρεώνει την εταιρία να παρακρατεί μεγάλο μέρος των κερδών της για επανεπενδύσεις και, γενικότερα, για μελλοντικές ανάγκες.

Τέλος, αναφορικά με την τιμή της μετοχής, μπορούμε να πούμε ότι επηρεάζεται περισσότερο ανάλογα με τις αυξομειώσεις των κερδών από έτος σε έτος, παρά με το ύψος του ετήσιου μερίσματος. Αυτή η σχέση ανάμεσα στα κέρδη και στην τιμή της μετοχής φαίνεται καλύτερα το 2005, όταν η ραγδαία αύξηση των κερδών επέφερε και αντίστοιχα μεγάλη αύξηση της μετοχής, αλλά και το 2006, όταν η μείωση των κερδών δεν επέτρεψε στη μετοχή να αποδώσει όσο και ο Γενικός Δείκτης.

### 6.2.13 Τσιμεντοβιομηχανία TITAN A.E.

Η Τσιμεντοβιομηχανία TITAN δραστηριοποιείται στον κλάδο των οικοδομικών υλικών και εξαρτημάτων και είναι από τους μεγαλύτερους παραγωγούς έτοιμου σκυροδέματος στην Ελλάδα. Διατηρεί μονάδες παραγωγής και διανομής τσιμέντου, τόσο στην Ελλάδα, όσο και στο εξωτερικό, με επικέντρωση στα Βαλκάνια, ενώ έχει παρουσία και στις Η.Π.Α. και στη Μέση Ανατολή. Μέσω του Ομίλου της, έχει επιτύχει τη διεθνή επέκταση των δραστηριοτήτων της σε γεωγραφική και προϊοντική κλίμακα και τη διαρκή βελτίωση των οικονομικών μεγεθών της. Για την περίοδο 2002-2006, τα μεγέθη αυτά έχουν ως εξής:

**Πίνακας 6.13 Οικονομικά μεγέθη Τιτάν**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 2,15 | 0,85 | 20,22 | 16,49 | 40% |
| **2003** | 2,3 | 0,95 | 18,41 | 14,68 | 41% |
| **2004** | 2,75 | 0,52 | 21,98 | 16,01 | 19% |
| **2005** | 3,48 | 0,6 | 34,98 | 21,56 | 17% |
| **2006** | 4,52 | 0,75 | 44,32 | 32,8 | 17% |

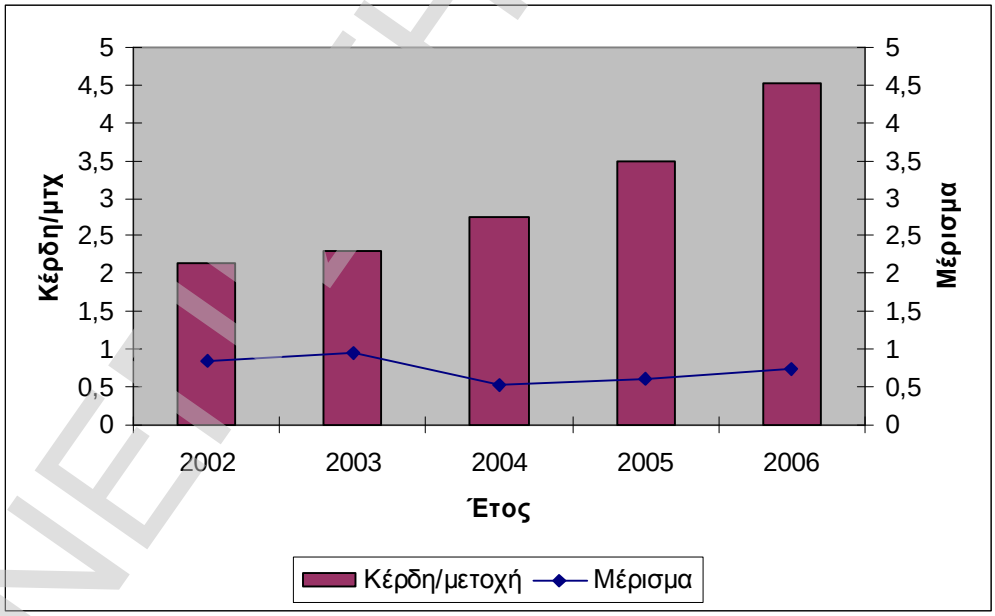
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 4,63% | 2646,38 | 1727,09 | 9,4 | 7,7 |
| **2003** | 5,74% | 2310,52 | 1467,3 | 8,0 | 6,4 |
| **2004** | 2,74% | 2788,67 | 2227,33 | 8,0 | 5,8 |
| **2005** | 2,12% | 3663,9 | 2818,33 | 10,1 | 6,2 |
| **2006** | 1,95% | 4395,43 | 3379,28 | 9,8 | 7,3 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τιτάν**

Παρατηρώντας την πορεία των κερδών ανά μετοχή, βλέπουμε ότι είναι διαρκώς ανοδική για όλη την περίοδο και μάλιστα με αυξανόμενο ρυθμό κάθε χρόνο. Δηλαδή, ο ρυθμός αύξησης των κερδών σε σχέση με την προηγούμενη χρήση είναι 7% για το 2003, 19,5% για το 2004, 27% για το 2005 και 30% για το 2006. Η συνολική αύξηση για την 5ετία είναι 110%. Η πορεία των μερισμάτων, από την άλλη πλευρά, παρουσιάζει ενδιαφέρον. Η εξέλιξή τους μπορεί να διαιρεθεί σε δύο φάσεις: η πρώτη αφορά τα έτη 2002 και 2003, όπου το μέρισμα αυξάνεται από 0,85 € σε 0,95 €. Η δεύτερη φάση εξελίσσεται τα επόμενα τρία χρόνια, όπου αρχικά το μέρισμα μειώνεται σε σχέση με το 2003 (στα 0,52 €), ενώ στη συνέχεια αυξάνεται και πάλι σταδιακά, μέχρι τα 0,75 € ανά μετοχή για το 2006. Αντίστοιχες μεταβολές παρουσιάζει και ο δείκτης διανεμόμενων κερδών, ο οποίος τα δύο πρώτα χρόνια διατηρείται σταθερός κοντά στο 40%, ενώ τα επόμενα χρόνια πέφτει απότομα και σταθεροποιείται στο 18%. Στο Διάγραμμα 6-13 απεικονίζονται καλύτερα τα μεγέθη αυτά.

**Διάγραμμα 6-13 : Μερίσματα και κέρδη για την Τιτάν**




Παρατηρούμε, λοιπόν, το φαινόμενο της ξαφνικής μείωσης του μερίσματος για το 2004 που δεν δικαιολογείται από τη συνεχή αύξηση των κερδών. Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μεταβλήθηκαν οι αποφάσεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολούθησε η εταιρία και, πιο συγκεκριμένα, σχετικά με το άριστο -από πλευράς επενδυτικών ευκαιριών και παρακράτησης κερδών- για την εταιρία ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Ενώ στην αρχή είχε αποφασιστεί η διανομή του 40% των κερδών στους μετόχους, η διοίκηση θεώρησε, ίσως, ότι η υιοθέτηση ενός μικρότερου ποσοστού (κοντά στο 20%) είναι πιο ορθή για την εταιρία, γιατί της επιτρέπει να εκμεταλλευθεί καλύτερα τις παρουσιαζόμενες ευκαιρίες επένδυσης. Συνεπώς, από τα στοιχεία που διαθέτουμε, θεωρούμε ότι η βασική μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία είναι το **σταθερό ποσόν ανά μετοχή**, μιας και η συνολική μεταβολή του μερίσματος είναι ελάχιστη μέσα στην 5ετία, ενώ σαν δευτερεύουσα πολιτική χρησιμοποιείται η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, το οποίο και καθορίζεται από τις εκάστοτε οικονομικές συνθήκες. Όμως δεν μπορούμε να αποκλείσουμε την πιθανότητα η εταιρία να ακολουθεί τελικά την πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών σαν βασική πολιτική, αφού τα τελευταία χρόνια ο δείκτης έχει σταθεροποιηθεί. Για να προχωρήσουμε στην εξαγωγή του συμπεράσματος αυτού, θα πρέπει να μελετήσουμε την εξέλιξη των μεγεθών και τα επόμενα χρόνια.

Η εταιρία Τιτάν βρίσκεται στο στάδιο crown prince, κάτι που δείχνουν οι επιταχυνόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της και οι αναπτυξιακές δραστηριότητές της στον κλάδο. Η εξέλιξή της, όμως, είναι αρκετά γρήγορη, όπως γρήγορη είναι και η κατεύθυνσή της προς το στάδιο του white giant, χωρίς να το έχει προσεγγίσει αρκετά. Η μερισματική πολιτική των τελευταίων ετών, όπου η εταιρία παρουσιάζει μειωμένο ποσοστό διανεμόμενων κερδών και χαμηλή μερισματική απόδοση σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, είναι σύμφωνη με το στάδιο του crown prince, που υπαγορεύει χαμηλά μερίσματα. Τέλος, η ραγδαία αύξηση της τιμής της μετοχής τα τελευταία χρόνια οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην αύξηση των κερδών της αντίστοιχης περιόδου, και όχι στην ακολουθούμενη μερισματική πολιτική.

### 6.2.14 Εμπορική Τράπεζα

Η Εμπορική Τράπεζα δραστηριοποιείται στις εγχώριες και στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου και χρήματος, προσφέροντας ένα πλήρες φάσμα παραδοσιακών και σύγχρονων τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών, που καλύπτουν τις αποταμιευτικές, χρηματοδοτικές και επενδυτικές ανάγκες των πελατών της. Διαθέτει 370 καταστήματα στην Ελλάδα και διεθνή παρουσία μέσω θυγατρικών της Τραπεζών στην Κύπρο, την Ρουμανία, τη Βουλγαρία και την Αλβανία (54 υποκαταστήματα σήμερα) και μέσω ενός υποκαταστήματος στο Λονδίνο. Η μετοχή της διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1907.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 6.14 Οικονομικά μεγέθη Εμπορικής Τράπεζας**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 1,05 | 0,4 | 28,6 | 10,13 | 38% |
| **2003** | 1,31 | 0,5 | 15,25 | 6,9 | 38% |
| **2004** | -0,55 | 0 | 18,74 | 12,43 | 0% |
| **2005** | 1,07 | 0 | 28,76 | 15,26 | 0% |
| **2006** | -1,72 | 0 | 31,04 | 21,6 | 0% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 2,07% | 2646,38 | 1727,09 | 27,2 | 9,6 |
| **2003** | 4,51% | 2310,52 | 1467,3 | 11,6 | 5,3 |
| **2004** | 0,00% | 2788,67 | 2227,33 | -34,1 | -22,6 |
| **2005** | 0,00% | 3663,9 | 2818,33 | 26,9 | 14,3 |
| **2006** | 0,00% | 4395,43 | 3379,28 | -18,0 | -12,6 |

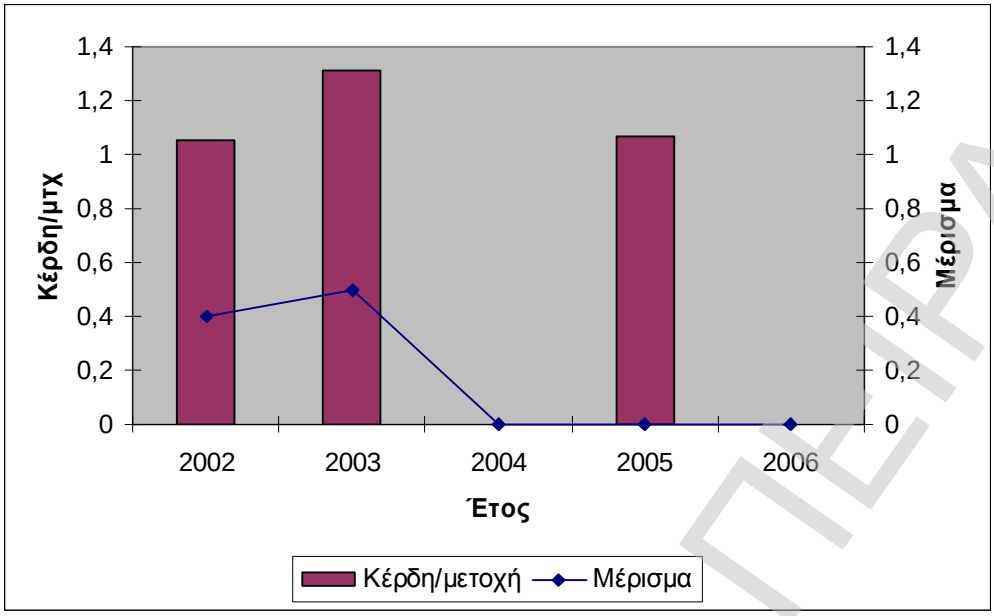
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Εμπορικής Τράπεζας**

Με βάση τον Πίνακα 6.14, η εξέλιξη των κερδών της Τράπεζας κρίνεται εξαιρετικά ασταθής. Παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις από έτος σε έτος, ενώ σε δύο από τις χρήσεις εμφανίζει σημαντικές ζημιές. Η αρχική αύξηση των κερδών ανά μετοχή των ετών 2002 και 2003 (από 1,05€ σε 1,31 €) ανακόπτεται το 2004, με ζημίες 0,55 €, ενώ το ίδιο επαναλαμβάνεται και μεταξύ των ετών 2005 και 2006, με τις ζημιές να φτάνουν τα 1,72 € το 2006. Όσον αφορά τα μερίσματα, τα 2 πρώτα έτη αυξάνονται ελαφρά (από 0,4 € το 2002 σε 0,5 € το 2003) και στη συνέχεια μηδενίζονται μέχρι το τέλος της περιόδου, λόγω των ζημιογόνων χρήσεων. Χαρακτηριστικό είναι ότι το 2005, αν και τα κέρδη ανά μετοχή είναι στα 1,07 €, δεν διανέμεται καθόλου μέρισμα, προκειμένου να ενισχυθούν τα αποθεματικά της Τράπεζας. Τέλος, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών διατηρείται σταθερός στο 38% για τις χρήσεις που διανεμήθηκε μέρισμα και η μερισματική απόδοση αυξάνεται από 2,07% το 2002 σε 4,51% το 2003.

Όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 6-14, η Εμπορική Τράπεζα δεν ακολουθεί κάποια σταθερή μερισματική πολιτική, αλλά η απόφαση διανομής μερίσματος επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες της αντίστοιχης περιόδου, όπως για παράδειγμα οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι ανάγκες χρηματοδότησης της εταιρίας, ακόμα και οι προβλέψεις για τη μελλοντική εξέλιξη των κερδών της, όπως φαίνεται και από το γεγονός της μη διανομής μερίσματος για τη χρήση 2005, παρά την ύπαρξη σημαντικών κερδών, για τον λόγο που αναφέραμε προηγουμένως. Συνεπώς, η βασική μερισματική πολιτική που ακολουθείται από την Εμπορική Τράπεζα είναι η **υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**. Ωστόσο, η σταθερότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών το 2002 και

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Διάγραμμα 6-14 : Μερίσματα και κέρδη για την Εμπορική Τράπεζα**




2003 στο 38% δείχνει την πρόθεση της διοίκησης να διατηρήσει μια δευτερεύουσα πολιτική μερισμάτων, με την προϋπόθεση ότι κάτι τέτοιο επιτρέπει η εξέλιξη των μεγεθών της Τράπεζας.

Σύμφωνα με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, η Εμπορική Τράπεζα ανήκει στο στάδιο του red giant. Αυτό προκύπτει από την πτωτική τάση των κερδών και τις ζημιές που παρουσιάζει την συγκεκριμένη περίοδο. Η εικόνα για το πτωτικό στάδιο που βρίσκεται η Εμπορική επιδεινώνεται ακόμα περισσότερο, αν αναλογιστούμε ότι η περίοδος αυτή είναι ιδιαίτερα αποδοτική για τον τραπεζικό κλάδο, όπως φαίνεται και από τις υπόλοιπες τράπεζες του δείγματος. Επίσης, η μη απόδοση μερίσματος είναι ένα βασικό χαρακτηριστικό των εταιριών του σταδίου white giant, κάτι που συναντάται και στην Εμπορική Τράπεζα. Τέλος, η πορεία της μετοχής δεν δείχνει να επηρεάζεται ιδιαίτερα από τα κέρδη και τα μερίσματα, δείχνοντας ότι οι επενδυτές διατηρούν την εμπιστοσύνη τους απέναντι στο μέγεθος και την ισχυρή παρουσία της Εμπορικής Τράπεζας.

### 6.2.15 Motor Oil Hellas

Η Motor Oil Hellas είναι μία εταιρεία με ηγετικό ρόλο στον τομέα της διύλισης πετρελαίου, προμηθεύοντας τις αγορές που εξυπηρετεί με ένα ευρύ φάσμα ενεργειακών προϊόντων. Η εταιρεία έχει εξελιχθεί σε έναν από τους κύριους στυλοβάτες της εθνικής οικονομίας, ενώ παράλληλα διατηρεί και πρωταγωνιστικό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ευρώπης. Δραστηριοποιείται στην κατεργασία αργού πετρελαίου διαφόρων τύπων, παράγοντας ένα ευρύ φάσμα πετρελαϊκών προϊόντων, εξυπηρετώντας έτσι μεγάλες εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επιπλέον, η Motor Oil Hellas είναι η μοναδική ελληνική εταιρεία παραγωγής και συσκευασίας λιπαντικών. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.15:

**Πίνακας 6.15 Οικονομικά μεγέθη Motor Oil Hellas**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,8 | 0,5 | 8,66 | 6,56 | 63% |
| **2003** | 0,9 | 0,5 | 7,76 | 6,06 | 56% |
| **2004** | 1,41 | 0,85 | 10,24 | 6,84 | 60% |
| **2005** | 1,73 | 1,1 | 20,3 | 10,02 | 64% |
| **2006** | 1,73 | 1,15 | 25,6 | 17,6 | 66% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 6,57% | 2646,38 | 1727,09 | 10,8 | 8,2 |
| **2003** | 7,24% | 2310,52 | 1467,3 | 8,6 | 6,7 |
| **2004** | 9,95% | 2788,67 | 2227,33 | 7,3 | 4,9 |
| **2005** | 7,26% | 3663,9 | 2818,33 | 11,7 | 5,8 |
| **2006** | 5,32% | 4395,43 | 3379,28 | 14,8 | 10,2 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Motor Oil Hellas**

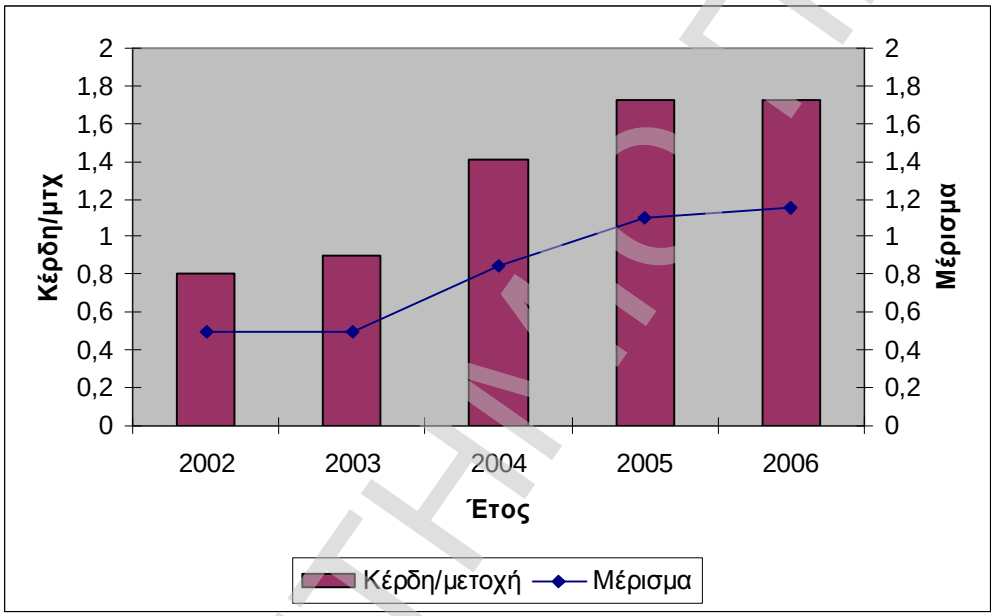
Τα κέρδη ανά μετοχή της Motor Oil καταγράφουν αυξητική τάση κατά τη διάρκεια της περιόδου 2002-2006. Από τα 0,8 € ανά μετοχή το 2002 διαμορφώνονται στο 1,73 € το 2006, ενώ μόνο μεταξύ των ετών 2005 και 2006 η κερδοφορία της εταιρίας παραμένει σταθερή και φαίνεται ότι υπάρχει μια κάμψη στο ρυθμό αύξησης των κερδών. Η συνολική αύξηση για την 5ετία είναι της τάξης του 116%. Παρόμοια τάση καταγράφεται και στην εξέλιξη των μερισμάτων, τα οποία ακολουθούν χωρίς υστέρηση τις διακυμάνσεις των κερδών. Αρχικά, τα μερίσματα διατηρούνται σταθερά για τα δύο πρώτα χρόνια, παρά τη μικρή αύξηση των κερδών, και στη συνέχεια προσαρμόζονται στην πορεία των κερδών. Η ισχυρή συσχέτιση μεταξύ κερδών και μερισμάτων αποδεικνύεται και από τη σταθερότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος κυμαίνεται γύρω στο 60% σε όλη την 5ετία. Η μόνη χρονιά, που ο δείκτης αυτός διαμορφώνεται κάτω από το 60% είναι το 2005, κάτι που μπορεί να δικαιολογηθεί από τη μικρή σχετικά αύξηση των κερδών και από την πρόθεση της διοίκησης να επιβεβαιώσει ότι τα κέρδη θα συνεχίσουν να αυξάνονται στο μέλλον, υποστηρίζοντας, έτσι, και τα υψηλά μερίσματα. Εντυπωσιακή είναι η μερισματική απόδοση της εταιρίας, η οποία διατηρείται όλες τις χρήσεις πάνω από το 5,32% (του

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

2006), καταγράφοντας την μέγιστη τιμή 9,95% (2004), ποσοστό που κρίνεται ιδιαίτερα υψηλό, ακόμα και για εταιρίες αυτού του μεγέθους.

Στο Διάγραμμα 6-15 φαίνεται καλύτερα η έντονα θετική σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων. Από τα στοιχεία που αναλύσαμε προηγουμένως, το συμπέρασμα σχετικά με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας είναι ότι ακολουθεί την πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών** για τη συγκεκριμένη περίοδο. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει κυρίως από την εξέλιξη του δείκτη μερισμάτων προς κέρδη, που παραμένει σταθερός, με πολύ μικρές διακυμάνσεις, για όλη την περίοδο. Η πορεία των κερδών της εταιρίας κρίνεται ιδιαίτερα ομαλή και αυτό διευκολύνει τη διοίκηση να επιλέξει την πολιτική αυτή και να αυξάνει το ποσό του μερίσματος κάθε χρόνο.

**Διάγραμμα 6-15 : Μερίσματα και κέρδη για την Motor Oil**




Τα χαρακτηριστικά και τα οικονομικά μεγέθη της Motor Oil την κατατάσσουν στο στάδιο του white giant. Αν και τα αποτελέσματά της είναι ικανοποιητικά, διατηρώντας αυξητική τάση, κάποια άλλα οικονομικά μεγέθη, όπως είναι ο μειούμενος ρυθμός ανάπτυξης των κερδών και ο μεγάλος βαθμός παγιοποίησης περιουσίας ταιριάζουν καλύτερα με τα χαρακτηριστικά του σταδίου white giant. Μπορούμε όμως να πούμε ότι η εταιρία βρίσκεται στην πρώιμη φάση του σταδίου αυτού, απέχοντας αρκετά μακριά από το επόμενο στάδιο (red giant) και βρισκόμενη κοντά στο προηγούμενο στάδιο(crown prince). Τέλος, αναφορικά με την πορεία της μετοχής, παρατηρείται μια απότομη αύξηση της τιμής της μετοχής το 2004 και το 2005, κάτι που οφείλεται κυρίως στην μεγάλη αύξηση των κερδών του 2004, που συνοδεύτηκε και από αντίστοιχη αύξηση του μερίσματος.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 2.6.16 Marfin Financial Group

Η Marfin Financial Group (μετονομάστηκε αργότερα σε Marfin Investment Group) είναι επενδυτική εταιρεία συμμετοχών με έδρα την Ελλάδα. Κύρια δραστηριότητά της είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων κυρίως σε εξαγορές επιχειρήσεων αλλά και σε ιδιωτικοποιήσεις κρατικών οργανισμών και έργα υποδομής στην γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται, επιτυγχάνοντας υψηλές αποδόσεις. Οι υπηρεσίες αυτές επικεντρώνονται στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και ειδικότερα στις χώρες Αλβανία, Βουλγαρία, Κύπρος, Ελλάδα, Ουγγαρία, Ρουμανία, Σερβία, Τουρκία και άλλες επιλεγμένες χώρες όπως η Εσθονία, Ρωσία και Ουκρανία. Η Εταιρεία διαχειρίζεται επίσης τα διαθέσιμά της με επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα σε μεσοπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη βάση.

**Πίνακας 6.16 Οικονομικά μεγέθη Marfin Financial Group**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,73 | 0 | 6,38 | 2,48 | 0% |
| **2003** | -0,21 | 0 | 2,63 | 1,67 | 0% |
| **2004** | 0,83 | 0,65 | 2,07 | 1,42 | 78% |
| **2005** | 1,07 | 0,35 | 4,48 | 1,42 | 33% |
| **2006** | 4,67 | 4,41 | 9,95 | 4,47 | 94% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 0,00% | 2646,38 | 1727,09 | 8,7 | 3,4 |
| **2003** | 0,00% | 2310,52 | 1467,3 | -12,5 | -8,0 |
| **2004** | 37,25% | 2788,67 | 2227,33 | 2,5 | 1,7 |
| **2005** | 11,86% | 3663,9 | 2818,33 | 4,2 | 1,3 |
| **2006** | 61,17% | 4395,43 | 3379,28 | 2,1 | 1,0 |

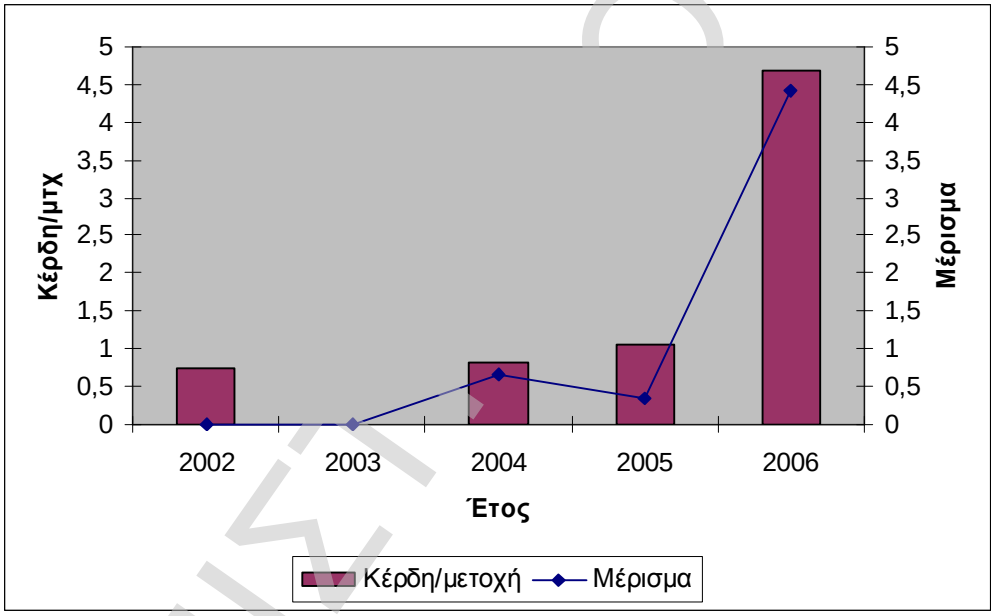
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Marfin Financial Group**

Τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας δείχνουν ότι πρόκειται για μια αναπτυσσόμενη εταιρία. Παρά το γεγονός, ότι στην αρχή της περιόδου τα κέρδη είναι χαμηλά (0,73 € ανά μετοχή για το 2002) ή και αρνητικά, όπως το 2003 (ζημιές ύψους 0,21 € ανά μετοχή), στη συνέχεια η κερδοφορία της αυξάνεται, φτάνοντας το 2006 τα 4,67 € ανά μετοχή. Ιδιαίτερα μεταξύ των ετών 2005 και 2006, ο ρυθμός αύξησης των κερδών διαμορφώνεται στο 336%. Ωστόσο, σημαντικό θα είναι να μελετήσουμε τα κέρδη των επόμενων ετών, έτσι ώστε να έχουμε μια πιο ξεκάθαρη εικόνα για την εξέλιξη των κερδών της εταιρίας και, κυρίως, για το αν η εταιρία είναι σε θέση να διατηρήσει τα κέρδη του 2006 ή πρόκειται για έκτακτα έσοδα*, που δεν υποστηρίζονται και από ανάλογο κύκλο εργασιών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Από την άλλη πλευρά, η πορεία των μερισμάτων δεν ακολουθεί με παρόμοιο τρόπο την πορεία των κερδών. Βλέπουμε, ότι κατά τις δύο πρώτες χρήσεις δεν διανέμεται καθόλου μέρισμα, αν και το 2002 η εταιρία ήταν κερδοφόρα. Στη συνέχεια, το 2004 διανέμεται μέρισμα 0,65 € ανά μετοχή και το 2005 το μέρισμα μειώνεται στα 0,35 €, αν και τα κέρδη αυξήθηκαν κατά 29% σε σχέση με το 2004. Τέλος, το 2006 το μέρισμα εκτινάσσεται, μαζί με τα κέρδη, στα 4,41 € ανά μετοχή, ποσό που είναι εξαιρετικά μεγάλο για τα οικονομικά δεδομένα της εταιρίας –μεγαλύτερο ακόμα και από τα κατά κανόνα υψηλά μερίσματα της Τράπεζας της Ελλάδος. Η αστάθεια αυτή παρατηρείται και στον δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος παρουσιάζει ένα εύρος τιμών από 33% έως 94% για τις κερδοφόρες χρήσεις, αλλά και στο δείκτη μερισματικής απόδοσης (εύρος τιμών από 11,86% μέχρι και 61,87%), κάτι που οφείλεται τόσο στην αστάθεια των μερισμάτων, όσο και στη χαμηλή τιμή της μετοχής της εταιρίας.

**Διάγραμμα 6-16 : Μερίσματα και κέρδη για την Marfin Financial Group**




Από τις καμπύλες κερδών και μερισμάτων συμπεραίνουμε ότι η εταιρία δεν διαμορφώνει κάποια βασική μερισματική πολιτική την περίοδο 2002-2006. Η αστάθεια των δεικτών που προαναφέραμε επιβεβαιώνουν το γεγονός αυτό. Φαίνεται ότι η εταιρία έχει επιλέξει την

** Αξίζει να τονίσουμε ότι αρκετά συχνά οι εταιρίες επενδύσεων παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις στα αποτελέσματά τους από έτος σε έτος, αφού τα έσοδά τους στηρίζονται σε μεγάλο βαθμό σε έκτακτες μεταβολές των στοιχείων του ενεργητικού τους (π.χ. αγοραπωλησίες επενδύσεων και συμμετοχών, εξαγορές, χρηματιστηριακές πράξεις χρεογράφων κλπ.)*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**υπολειμματική πολιτική μερισμάτων**, με την έννοια ότι η διοίκηση πρώτα αποφασίζει για τις επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης, τις ανάγκες χρηματοδότησης και ενίσχυσης των ιδίων κεφαλαίων της, και στη συνέχεια, αν υπάρχουν αδιάθετα αποθεματικά, αποφασίζει τη διανομή μερίσματος στους μετόχους.

Από πλευράς Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, η Marfin Financial Group βρίσκεται στο στάδιο crown prince, όπως αποδεικνύουν και οι ρυθμοί ανάπτυξής της. Παρά το ότι το 2003 δεν εμφάνισε κέρδη και παρουσιάζονται μεγάλες διακυμάνσεις στα μεγέθη της, πρόκειται για μία αναπτυσσόμενη εταιρία με οικονομική ευρωστία και μεγάλες προοπτικές. Η μερισματική πολιτική της δεν συμβαδίζει με τις συγκρατημένες πολιτικές που συνήθως ακολουθούνται από εταιρίες αυτού του σταδίου, όμως η προτεραιότητα που δίνει η διοίκηση στην εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών –που εκφράζεται μέσω της υιοθέτησης της υπολειμματικής πολιτικής- εξυπηρετεί τη στρατηγική της ανάπτυξης που υποστηρίζει η επιχείρηση. Τέλος, αξίζει να τονίσουμε τη ραγδαία αύξηση της τιμής της μετοχής κατά το 2005 και, κυρίως, το 2006, που οφείλεται στην αντίστοιχα μεγάλη αύξηση των ετήσιων κερδών της.

### 6.2.17 Βιοχάλκο

Η Βιοχάλκο Α.Ε. είναι η μητρική εταιρία του μεγαλύτερου ελληνικού μεταλλουργικού ομίλου εταιριών. Ο Όμιλος Βιοχάλκο συμμετέχει σε περισσότερες από 90 εταιρίες, εκ των οποίων 7 είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Ελβάλ, Χαλκόρ, Σιδενόρ, Ελληνικά Καλώδια, ΕΤΕΜ και Σωληνουργεία Κορίνθου). Παράλληλα έχει στην ιδιοκτησία του ορισμένα αστικά ακίνητα στην Αθήνα και σημαντικές εκτάσεις γης, σε διάφορα μέρη της Ελλάδας. Οι βασικές δραστηριότητες του ομίλου περιλαμβάνονται στους κλάδους: παραγωγής σιδήρου, επεξεργασίας αλουμινίου, επεξεργασίας χαλκού, παραγωγής καλωδίων και ανάπτυξης ακινήτων. Η εταιρία κατέχει σημαντικά μερίδια στην ελληνική και διεθνή αγορά και έχει έντονα αναπτυξιακή πορεία, ενώ έχει και έντονα εξαγωγικό προσανατολισμό σε περισσότερες από 60 χώρες.

**Πίνακας 6.17 Οικονομικά μεγέθη Βιοχάλκο**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,47 | 0,1 | 9,62 | 3,78 | 21% |
| **2003** | 0,2 | 0,07 | 5,76 | 2,71 | 35% |
| **2004** | 0,47 | 0,075 | 6,78 | 5 | 16% |
| **2005** | 0,3 | 0,075 | 7,32 | 5,12 | 25% |
| **2006** | 1,14 | 0,8 | 10,96 | 6,54 | 70% |

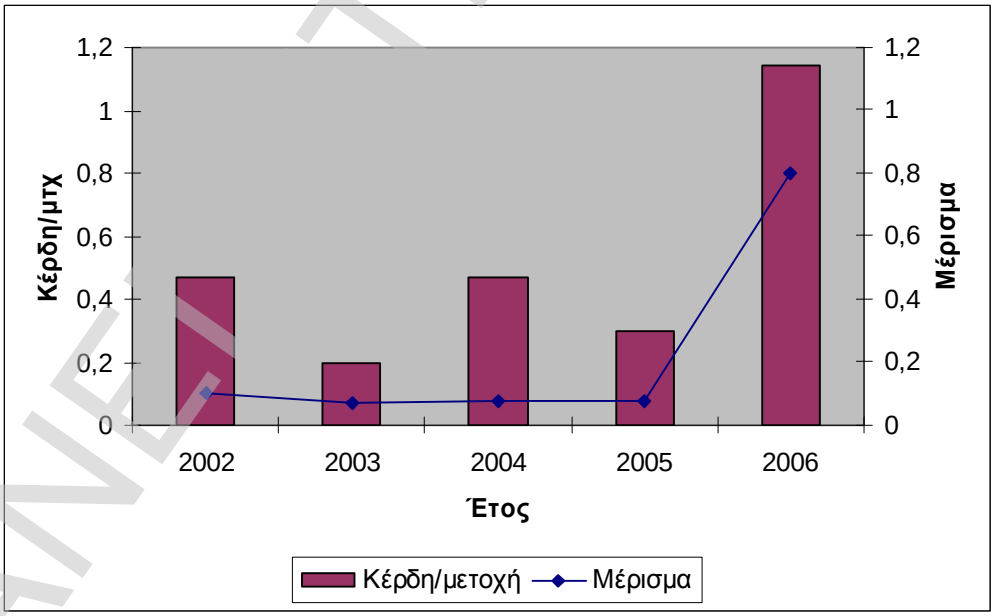
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 1,49% | 2646,38 | 1727,09 | 20,5 | 8,0 |
| **2003** | 1,65% | 2310,52 | 1467,3 | 28,8 | 13,6 |
| **2004** | 1,27% | 2788,67 | 2227,33 | 14,4 | 10,6 |
| **2005** | 1,21% | 3663,9 | 2818,33 | 24,4 | 17,1 |
| **2006** | 9,14% | 4395,43 | 3379,28 | 9,6 | 5,7 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Βιοχάλκο**

Τα ετήσια κέρδη της Βιοχάλκο την περίοδο 2002-2006 παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Από τα 0,47€ ανά μετοχή το 2002 μειώνονται σε 0,2 € ανά μετοχή το 2003, το 2004 επανέρχονται στο επίπεδο του 2002 και στη συνέχεια μειώνονται και πάλι στα 0,3 € ανά μετοχή το 2005. Αξιοσημείωτη, όμως, είναι η εκτίναξη των κερδών για το 2006, που ανέρχονται στα 1,14 € ανά μετοχή, αύξηση που αντιστοιχεί σε ποσοστό 280% σε σχέση με το 2005. Η πορεία των μερισμάτων, από την άλλη πλευρά, δεν ακολουθεί τις διακυμάνσεις των κερδών. Η τάση τους είναι σταθερή στα επίπεδα του 0,1 € περίπου, με μια ελάχιστη μείωση στα 0,07 € το 2003 και 0,075 € το 2004 και 2005. Αντίθετα, το 2006 καταγράφεται μεγάλη άνοδος στο ύψος του μερίσματος, που διαμορφώνεται στα 0,8 €, δηλαδή 9,6 φορές μεγαλύτερο από το μέρισμα του 2005 , δηλαδή με ρυθμό αύξησης μεγαλύτερο από το ρυθμό αύξησης των κερδών. Αυτό έχει σαν συνέπεια ο δείκτης διανεμόμενων κερδών να πάρει τη μεγαλύτερη τιμή του στην 5ετία, φτάνοντας στο 70%. Κάτι αντίστοιχο συνέβη και με τη μερισματική απόδοση, που ανήλθε στο 9,14% από περίπου 1,5% τα προηγούμενα χρόνια.

**Διάγραμμα 6-17 : Μερίσματα και κέρδη για την Βιοχάλκο**




ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Το Διάγραμμα 6-17 δείχνει ότι υπάρχει μικρή συσχέτιση μεταξύ των κερδών και του ύψους του μερίσματος, ιδιαίτερα δείχνει ότι οι αυξομειώσεις των κερδών δεν επηρεάζουν καθόλου την πορεία των μερισμάτων, που παραμένουν σταθερά χαμηλά. Εξαίρεση στην εικόνα αυτή αποτελούν τα στοιχεία για το 2006, όπου παρατηρείται μια ταυτόχρονη σημαντική αύξηση των κερδών και των μερισμάτων σε επίπεδα που δεν είχαν παρουσιαστεί στο παρελθόν. Το γεγονός αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η εταιρία ακολουθεί την πολιτική της διανομής **χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο**, αφού η ξαφνική αύξηση τόσο του δείκτη διανεμόμενων κερδών, όσο και της μερισματικής απόδοσης, είναι χαρακτηριστικά στοιχεία της συγκεκριμένης πολιτικής. Προφανώς η διοίκηση έκρινε, ότι οι διαθέσιμες επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας για το 2006 δεν ήταν οι κατάλληλες, και έτσι, επιθυμώντας να αποζημιώσει τους μετόχους για τη διανομή χαμηλού μερίσματος τις προηγούμενες χρήσεις, αποφάσισε την αύξηση του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών. Προκειμένου να είμαστε βέβαιοι για την ορθότητα του συμπεράσματος, θα πρέπει να μελετήσουμε τη σχέση κερδών και μερισμάτων για την επόμενη χρονική περίοδο και, κυρίως, κατά πόσο το μελλοντικό μέρισμα θα διατηρηθεί η όχι στα επίπεδα του 2006.

Ένα, επίσης, σημαντικό στοιχείο σχετικά με τις αποφάσεις της διοίκησης για τη μερισματική πολιτική είναι η διαμόρφωση των δεικτών του 2003 και του 2005. Συγκεκριμένα, παρατηρούμε την αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών του 2003 και του 2005 και, αντίστοιχα, την διατήρηση των μερισμάτων των ετών αυτών στα ίδια επίπεδα. Η απόφαση αυτή μπορεί να αιτιολογηθεί από την πρόθεση της διοίκησης να αντιμετωπίσει τις συνέπειες στην εικόνα της εταιρίας- και κατ' επέκταση στη μετοχή της- από τη μείωση των κερδών των ετών αυτών μέσω της διατήρησης του μερίσματος στα ίδια επίπεδα, κάτι που επιτεύχθηκε με την αύξηση του ποσοστού διανεμόμενων κερδών της χρονιάς εκείνης.

Οι έντονα αναπτυξιακές δραστηριότητες της εταιρίας, καθώς και ο ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών της τα τελευταία χρόνια, δείχνουν ότι ανήκει στο στάδιο crown prince. Επίσης, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί ταιριάζει με το στάδιο ανάπτυξής της, αφού τα τακτικά της μερίσματα είναι χαμηλά και αφήνουν περιθώρια στη διοίκηση για την επανεπένδυση των κερδών μέσα στην επιχείρηση. Τέλος, η τιμή της μετοχής φαίνεται να έχει επηρεαστεί από την αύξηση των κερδών και των μερισμάτων κατά το 2006 και κατέγραψε σημαντικές υπεραξίες τη χρονιά αυτή.

### 6.2.18 Intralot

Η εταιρία Intralot παρέχει ολοκληρωμένα συστήματα τυχερών παιχνιδιών και διαχείρισης συναλλαγών, καθώς και υπηρεσίες προστιθέμενης αξίας σε κρατικούς οργανισμούς τυχερών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

παιχνιδιών και προμηθευτές χρηματοοικονομικών υπηρεσιών παγκοσμίως. Η Intralot αποτελεί σήμερα τη δεύτερη μεγαλύτερη εταιρία του κλάδου προμηθευτών συστημάτων και υπηρεσιών τυχερών παιχνιδιών σε παγκόσμια κλίμακα. Δραστηριοποιείται κυρίως στην αγορά της Ευρώπης, όπου και κυριαρχεί, ενώ κατέχει σημαντική θέση στην αγορά της Ν. Αμερικής και έχει ολοένα και πιο σημαντική θέση στην αγορά της Β. Αμερικής, της Ασίας, της Αφρικής και της Ωκεανίας. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.18:

**Πίνακας 6.18 Οικονομικά μεγέθη Intralot**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 2,02 | 0,47 | 5,2 | 3,01 | 23% |
| **2003** | 2,31 | 0,55 | 4,14 | 2,75 | 24% |
| **2004** | 2,44 | 0,96 | 4,52 | 2,95 | 39% |
| **2005** | 1,94 | 0,55 | 7,43 | 4,53 | 28% |
| **2006** | 2,87 | 0,66 | 13,25 | 7,46 | 23% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 11,45% | 2646,38 | 1727,09 | 2,6 | 1,5 |
| **2003** | 15,97% | 2310,52 | 1467,3 | 1,8 | 1,2 |
| **2004** | 25,70% | 2788,67 | 2227,33 | 1,9 | 1,2 |
| **2005** | 9,20% | 3663,9 | 2818,33 | 3,8 | 2,3 |
| **2006** | 6,37% | 4395,43 | 3379,28 | 4,6 | 2,6 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Intralot**

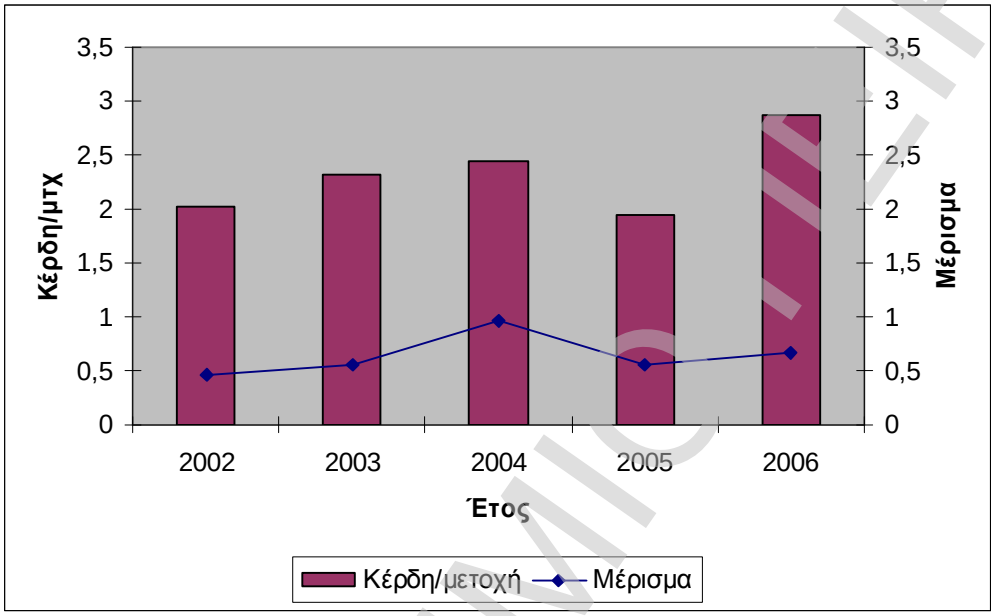
Αναφορικά με τα κέρδη ανά μετοχή, παρατηρούμε ότι εμφανίζουν μια μικρή ανοδική τάση για την περίοδο 2002-2006, αλλά με διακυμάνσεις στην εξέλιξή τους. Τα 3 πρώτα έτη της περιόδου αυξάνονται σταδιακά από τα 2,02 € το 2002 στα 2,44 € ανά μετοχή το 2004. Στη συνέχεια μειώνονται για το 2005 στα 1,94 € ανά μετοχή, ενώ το 2006 καταγράφουν το υψηλότερο επίπεδο της 5ετίας, με 2,87 € ανά μετοχή. Η συνολική αύξηση της περιόδου ανέρχεται στο 42%. Τα μερίσματα για την ίδια περίοδο δεν προσαρμόζονται ανάλογα με τα ετήσια κέρδη, αλλά ακολουθούν, γενικά, την πορεία των κερδών. Αξιοσημείωτη είναι η έντονη αύξηση των μερισμάτων μεταξύ των ετών 2003 και 2004, που είναι πιο έντονη από την αντίστοιχη αύξηση των κερδών, σε αντίθεση με την περίοδο 2005-2006, όπου η αύξηση των κερδών δεν συνοδεύεται και από ανάλογα μεγάλη αύξηση των μερισμάτων.

Η συσχέτιση των κερδών και των μερισμάτων εμφανίζεται καλύτερα στην εξέλιξη του δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος παραμένει σχετικά σταθερός σε όλη την περίοδο (περίπου στο 25%), με εξαίρεση τη χρονιά 2004, που αυξάνεται στο 39%. Επίσης, η μερισματική απόδοση

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

αρχικά διαμορφώνεται σε αρκετά υψηλά επίπεδα, φτάνοντας και το 25,7% το 2004, και στη συνέχεια μειώνεται ως το 6,37% το 2006, ποσοστό που εξακολουθεί να είναι υψηλό για τα μεγέθη της εταιρίας. Τέλος, εντύπωση προκαλεί και ο μικρός δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio), που πολλές φορές βρίσκεται λίγο πάνω από το 1, κάτι που οφείλεται κυρίως στη χαμηλή τιμή της μετοχής.

**Διάγραμμα 6-18 : Μερίσματα και κέρδη για την Intralot**




Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία δεν είναι ξεκάθαρη, τουλάχιστον για τη συγκεκριμένη περίοδο. Η σχετική σταθερότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών ταιριάζει καλύτερα με τα χαρακτηριστικά της πολιτικής του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Όμως, η ξαφνική και χωρίς προφανή λόγο (π.χ. αντίστοιχη αύξηση κερδών) αύξηση του ίδιου δείκτη για το 2004 δεν συμφωνεί με την πολιτική αυτή. Συνεπώς, η πολιτική του **χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο** φαίνεται να περιγράφει καλύτερα την πολιτική μερισμάτων της εταιρίας. Για να είμαστε απόλυτα βέβαιοι για το συγκεκριμένο συμπέρασμα, θα πρέπει να μελετήσουμε τα στοιχεία της εταιρίας σε μεγαλύτερο βάθος χρόνου. Προφανώς, η διοίκηση επέλεξε τη συγκεκριμένη πολιτική, με σκοπό να διαμορφώσει τα μερίσματα ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των κερδών και να αντιμετωπίσει τις αντιδράσεις των επενδυτών από την αυξομείωση αυτή, προσφέροντας ένα ικανοποιητικό τακτικό μέρισμα κάθε χρόνο και ενισχύοντας το με ένα επιπρόσθετο ποσό, σε περιόδους που ήταν εφικτό για την εταιρία.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι θετικές προοπτικές του κλάδου που δραστηριοποιείται η Intralot και τα οικονομικά της στοιχεία την περιγράφουν σαν μια crown prince εταιρία, που όμως βρίσκεται αρκετά κοντά στο στάδιο white giant, όπως δείχνει και ο σχετικά μικρός ρυθμός αύξησης των κερδών της εταιρίας. Η διανομή ικανοποιητικού ποσού μερίσματος ενισχύει την άποψη αυτή και δικαιώνει τη διοίκηση για την επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής. Σχετικά με την τιμή της μετοχής, παρατηρείται μια άνοδος κατά το 2005 και, κυρίως, το 2006 που οφείλεται σε μεγάλο βαθμό από την άνοδο του επιπέδου των κερδών του αντίστοιχου έτους.

### 6.2.19 Γερμανός ΑΒΕΕ

Ο Όμιλος Εταιριών ΓΕΡΜΑΝΟΣ αποτελεί έναν επιχειρηματικό οργανισμό με ηγετική θέση στην ελληνική αγορά και δυναμική παρουσία στο εξωτερικό. Κύρια δραστηριότητά του είναι η παροχή ολοκληρωμένων λύσεων στον τομέα των Εξειδικευμένων Δικτύων Καταστημάτων Προϊόντων και Υπηρεσιών Τηλεπικοινωνιών. Διαθέτει ένα πολυάριθμο και αποτελεσματικό δίκτυο καταστημάτων στην Ελλάδα, ενώ συμμετέχει και στις αγορές της Ρουμανίας, της Πολωνίας, της Βουλγαρίας και της Ουκρανίας. Η μετοχή του Ομίλου διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1996. Τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.19:

**Πίνακας 6.19 Οικονομικά μεγέθη Γερμανός ΑΒΕΕ**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 1,16 | 0,38 | 5,85 | 4,91 | 33% |
| **2003** | 1,5 | 0,4 | 9,92 | 5,28 | 27% |
| **2004** | 1,67 | 0,45 | 12,1 | 8,89 | 27% |
| **2005** | 0,97 | 0,26 | 14,36 | 10,91 | 27% |
| **2006** | 2,21 | 0,07 | 19,04 | 15 | 3% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 7,06% | 2646,38 | 1727,09 | 5,0 | 4,2 |
| **2003** | 5,26% | 2310,52 | 1467,3 | 6,6 | 3,5 |
| **2004** | 4,29% | 2788,67 | 2227,33 | 7,2 | 5,3 |
| **2005** | 2,06% | 3663,9 | 2818,33 | 14,8 | 11,2 |
| **2006** | 0,41% | 4395,43 | 3379,28 | 8,6 | 6,8 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Γερμανός**

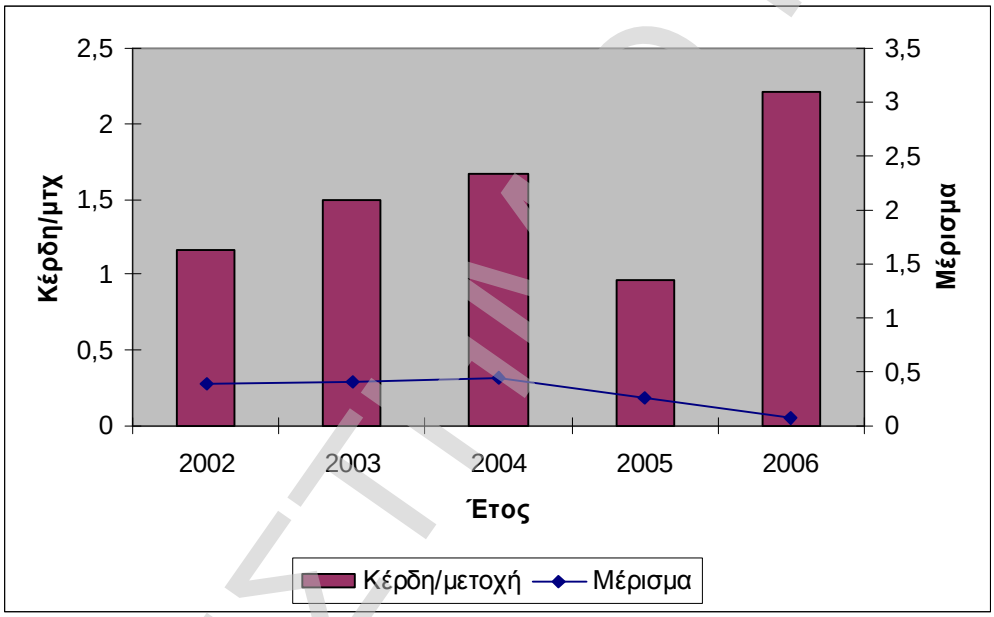
Τα κέρδη της Γερμανός παρουσιάζουν μια αυξητική τάση διαχρονικά. Συγκεκριμένα, από 1,16 € ανά μετοχή το 2002, διαμορφώνονται στα 2,21 € ανά μετοχή το 2006, δηλαδή συνολική αύξηση



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

90% στην 5ετία. Τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται σταδιακά κάθε χρόνο, με μόνη εξαίρεση το 2005, όπου παρατηρείται σημαντική μείωση κατά 41% σε σχέση με το 2004. Το 2006, όμως, αυξάνονται κατά 127%, υπερκαλύπτοντας τη μείωση του προηγούμενου έτους. Από την άλλη πλευρά, η πορεία των μερισμάτων δεν είναι ανάλογη με εκείνη των κερδών. Αρχικά, τα μερίσματα παρουσιάζουν σταθερότητα κοντά στα επίπεδα των 0,4 Ε ανά μετοχή, ενώ στη συνέχεια μειώνονται σημαντικά σε 0,26 € το 2005 και 0,07 € το 2006. Ειδικά για το 2006, αξίζει να τονίσουμε ότι η μείωση των μερισμάτων δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη μείωση των κερδών και, συνεπώς, δεν μπορεί να δικαιολογηθεί από την εξέλιξη των αποτελεσμάτων της εταιρίας. Όσον αφορά το δείκτη διανεμόμενων κερδών, αυτός παρουσιάζει σταθερότητα για την περίοδο 2002-2005 (περίπου 27%), ενώ η προαναφερόμενη μείωση του μερίσματος του 2006 οδήγησε στην ξαφνική πτώση του δείκτη στο 3%. Τέλος, η μερισματική απόδοση βαίνει μειούμενη σε όλη τη διάρκεια της 5ετίας (από 7,06% το 2002 σε 0,41% το 2006).

**Διάγραμμα 6-19 : Μερίσματα και κέρδη για την Γερμανός ΑΒΕΕ**




Το Διάγραμμα 6-19 παρουσιάζει καλύτερα τη σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων. Η πτωτική πορεία των μερισμάτων στο τέλος της περιόδου δυσκολεύει τα συμπεράσματα για τη μερισματική πολιτική της εταιρίας. Παρ' όλα αυτά, θεωρούμε ότι η εταιρία ακολουθεί την πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών** στη διαμόρφωση του ετήσιου μερίσματος, λόγω της σταθερότητας που εμφάνισε ο δείκτης αυτός στη διάρκεια της περιόδου. Το ποσοστό διανομής βρίσκεται στο 27% περίπου, με εξαίρεση το 2006. Για την εξέλιξη του τελευταίου έτους θα ήταν χρήσιμο να εξετάσουμε το ύψος των μελλοντικών μερισμάτων, ώστε να εξακριβώσουμε αν πρόκειται για μια προσωρινή απόφαση ή αλλαγή της μερισματικής πολιτικής. Σε κάθε περίπτωση, η διανομή μόνο του 3% των κερδών είναι εξαιρετικά χαμηλός δείκτης και, σε

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

συνδυασμό με τη μερισματική απόδοση του 0,41% για το ίδιο έτος, φαίνεται να έχει επηρεάσει σημαντικά την τιμή της μετοχής, αφού ή τιμή μειώθηκε σε σχέση με το προηγούμενο έτος, παρά τη μεγάλη αύξηση των κερδών ανά μετοχή.

Η εταιρία Γερμανός είναι μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση, όπως δείχνουν και οι ρυθμοί αύξησης των μεγεθών της. Άρα, με βάση τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, ανήκει στο στάδιο crown prince. Συνεπώς, η απόφαση της διοίκησης για τη διανομή χαμηλού ύψους μερίσματος σε όλη την περίοδο είναι σύμφωνη με τα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου σταδίου, που επιβάλλει χαμηλό δείκτη διανεμόμενων κερδών.

### 6.2.20 Τράπεζα της Ελλάδος

Η Τράπεζα της Ελλάδος είναι η κεντρική εκδοτική τράπεζα της χώρας. Ιδρύθηκε το 1927 και από το 2000 αποτελεί μέλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Σύμφωνα με το καταστατικό της, πρωταρχικός σκοπός της Τράπεζας της Ελλάδος είναι η διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, ο καθορισμός των βασικών της αρμοδιοτήτων, η κατοχύρωση της ανεξαρτησίας της και ο προσδιορισμός των σχέσεών της με τη Βουλή και την Κυβέρνηση. Από την υιοθέτηση του ευρώ ως εθνικό νόμισμα, η Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και ενεργεί σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

**Πίνακας 6.20 Οικονομικά μεγέθη Τράπεζας της Ελλάδος**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 17,89 | 2,2 | 50,06 | 36,73 | 12% |
| **2003** | 18,31 | 2,5 | 88,76 | 41,23 | 14% |
| **2004** | 18,31 | 2,85 | 75,67 | 61,95 | 16% |
| **2005** | 19,1 | 2,4 | 95,75 | 69,71 | 13% |
| **2006** | 20,4 | 2,9 | 116,5 | 88,05 | 14% |

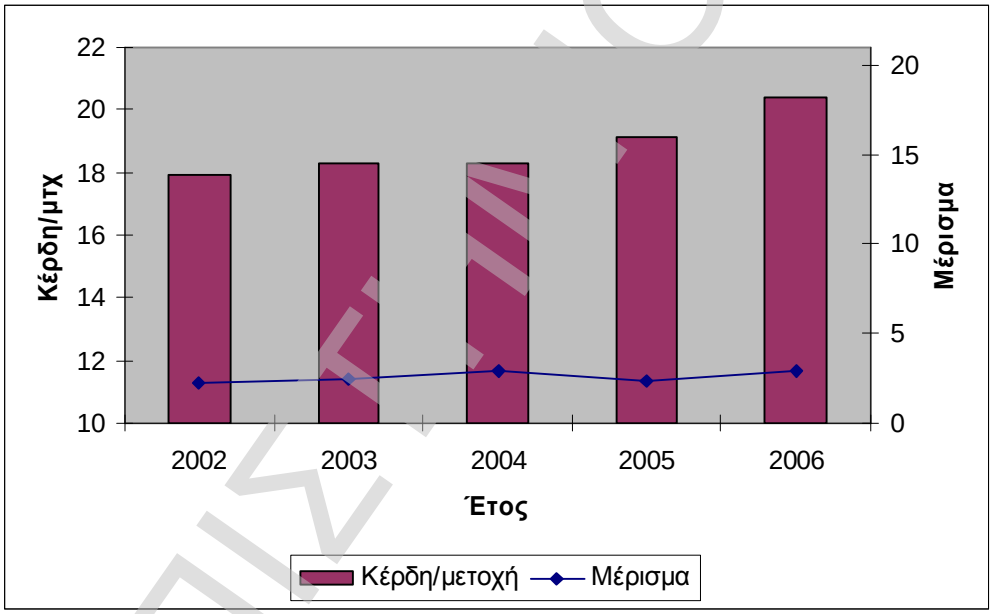
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 5,07% | 2646,38 | 1727,09 | 2,8 | 2,1 |
| **2003** | 3,85% | 2310,52 | 1467,3 | 4,8 | 2,3 |
| **2004** | 4,14% | 2788,67 | 2227,33 | 4,1 | 3,4 |
| **2005** | 2,90% | 3663,9 | 2818,33 | 5,0 | 3,6 |
| **2006** | 2,84% | 4395,43 | 3379,28 | 5,7 | 4,3 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Τράπεζας της Ελλάδος**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Η Τράπεζα της Ελλάδος παρουσίασε αυξημένα κέρδη ανά μετοχή την περίοδο 2002-2006. Κατάφερε, επίσης, να παρουσιάσει ελαφρώς ανοδική τάση κερδών από έτος σε έτος, φτάνοντας σε συνολική αύξηση της τάξης του 14%. Μόνο μεταξύ των ετών 2003 και 2004 υπήρξε στασιμότητα στα κέρδη της, την οποία ακολούθησε νέα άνοδος τα επόμενα έτη. Το σημαντικότερο στοιχείο στην πορεία των κερδών της είναι η εξαιρετική σταθερότητα που επέδειξε, αποφεύγοντας τις έντονες διακυμάνσεις (θετικές ή αρνητικές) που παρουσίασε ο τραπεζικός κλάδος. Ανάλογα σταθερή είναι και η εικόνα των μερισμάτων, τα οποία παρουσίασαν συνολική αύξηση 31%. Αντίθετα, όμως, με τα κέρδη, τα μερίσματα αναπροσαρμόστηκαν αρνητικά το 2005 (σε 2,4 € από 2,85 € το 2004), κάτι που δεν συνεχίστηκε και το 2006 (2,9 € ανά μετοχή). Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών παρουσίασε μικρές μεταβολές, κυμαινόμενος γύρω στο 14%. Η μερισματική απόδοση, όμως, παρουσίασε πτωτική πορεία και διαμορφώθηκε τελικά στο 2,84% το 2006 (από 5,07% το 2002), κάτι που οφείλεται κυρίως στην αύξηση της τιμής της μετοχής και στη σταθερότητα των μερισμάτων.

**Διάγραμμα 6-20 : Μερίσματα και κέρδη για την Τράπεζα της Ελλάδος**




Από το Διάγραμμα 6-20 και από τα στοιχεία που αναφέρθηκαν, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η Τράπεζα της Ελλάδος την περίοδο 2002-2006 είναι η **πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή**. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η πολιτική της Τράπεζας παρουσιάζει αρκετά χαρακτηριστικά της πολιτικής σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, όπως φαίνεται και από την εικόνα του ανάλογου δείκτη, όμως το γεγονός της μείωσης του μερίσματος το 2005, παρά το ότι τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται, δεν συνάδει με την πολιτική αυτή. Πιστεύουμε, ότι σκοπός της διοίκησης της Τράπεζας είναι να διαμορφώσει την

κατάλληλη μερισματική πολιτική, έτσι ώστε τα μερίσματα που διανέμονται να μπορούν να υποστηριχθούν από τα κέρδη, τόσο των παρόντων, όσο και των μελλοντικών ετών. Με αυτόν τον τρόπο θα αποφευχθούν οι έντονες διακυμάνσεις στο ετήσιο ύψος μερίσματος, αυξάνοντας και την αξιοπιστία της Τράπεζας απέναντι στους επενδυτές, που θεωρούν τη μετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος περισσότερο σαν μία ασφαλής επένδυση, παρά σαν ένα χρηματιστηριακό προϊόν. Άλλωστε, η εικόνα της σταθερότητας και της σχετικής ασφάλειας που παρουσιάζει η πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος είναι εξαιρετικά σημαντική ακόμα και για τη γενικότερη εικόνα που παρουσιάζει η ελληνική οικονομία.

Όπως γνωρίζουμε, το πλαίσιο λειτουργίας και η αποστολή της Τράπεζας της Ελλάδος δεν επιτρέπουν τη σύγκριση με οποιαδήποτε άλλη τράπεζα του κλάδου, πόσο μάλλον με κάποια άλλη επιχείρηση. Κατά συνέπεια, η κατάταξη της Τράπεζας σε κάποιο από τα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των επιχειρήσεων ίσως να μην είναι απόλυτα αντιπροσωπευτική της κατάστασης, στην οποία βρίσκεται. Θα μπορούσαμε όμως, με σχετική επιφύλαξη, να αναφέρουμε ότι το μέγεθος του οργανισμού, τα γενικά οικονομικά μεγέθη της και τα τεράστια αποθεματικά της ταιριάζουν καλύτερα με τα χαρακτηριστικά του σταδίου white giant, κάτι που επιβεβαιώνεται και από την υψηλή μερισματική πολιτική που ακολουθεί.

### 6.2.21 Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ

Η Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ είναι μια κατασκευαστική εταιρεία συμμετοχών με επενδύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα σε τέσσερις τομείς: κατασκευής, παραχωρήσεων και ανάληψης έργων, ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές και περιβάλλοντος και ανάπτυξης ακινήτων. Είναι σταθερά η κορυφαία κατασκευαστική εταιρεία στην Ελλάδα (μέσω της θυγατρικής εταιρείας Άκτωρ που έχει αναλάβει όλη την κατασκευαστική δραστηριότητα του Ομίλου), ενώ σε διεθνές επίπεδο οι προσπάθειες εδραίωσής της έχουν ξεκινήσει με την ανάληψη σημαντικών έργων στις αγορές των Βαλκανίων και της Μέσης Ανατολής. Τα βασικά οικονομικά της μεγέθη είναι τα εξής:

**Πίνακας 6.21 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικής Τεχνοδομικής**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,87 | 0,13 | 5,65 | 4,5 | 15% |
| **2003** | 1,04 | 0,26 | 5,23 | 3,45 | 25% |
| **2004** | 0,92 | 0,23 | 4,26 | 2,66 | 25% |
| **2005** | 0,83 | 0,16 | 5,74 | 3,24 | 19% |
| **2006** | 0,51 | 0,18 | 8,96 | 5,56 | 35% |

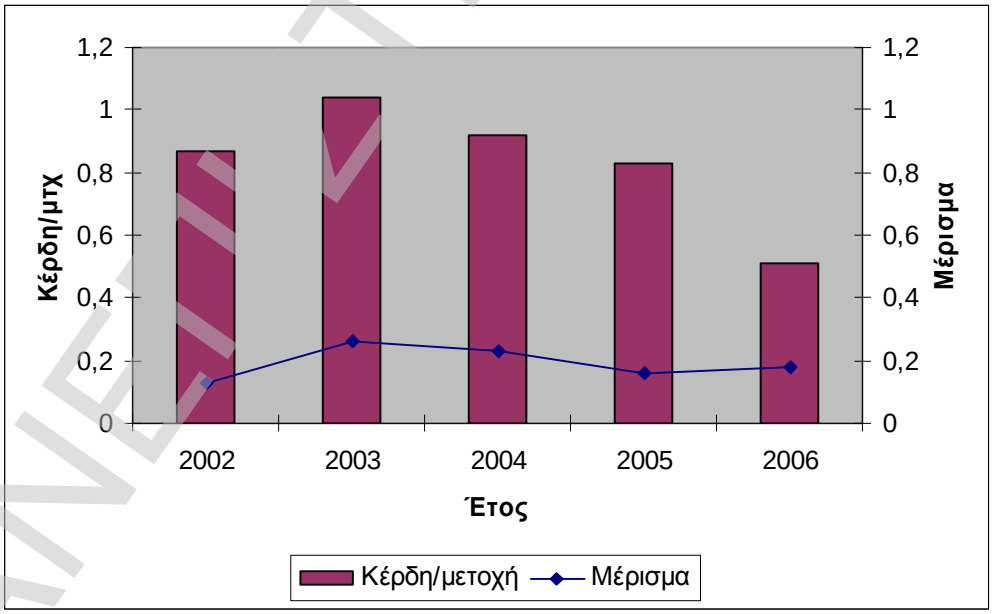
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 2,56% | 2646,38 | 1727,09 | 6,5 | 5,2 |
| **2003** | 5,99% | 2310,52 | 1467,3 | 5,0 | 3,3 |
| **2004** | 6,65% | 2788,67 | 2227,33 | 4,6 | 2,9 |
| **2005** | 3,56% | 3663,9 | 2818,33 | 6,9 | 3,9 |
| **2006** | 2,48% | 4395,43 | 3379,28 | 17,6 | 10,9 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Ελληνικής Τεχνοδομικής**

Η πορεία των κερδών της περιόδου 2002-2006 παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις από έτος σε έτος, κάτι που αποτελεί σύνηθες χαρακτηριστικό των εταιριών του κατασκευαστικού κλάδου. Η αρχική άνοδος το 2003 στα 1,04 € (από 0,87 € το 2002) δεν διατηρήθηκε τα επόμενα χρόνια, καταγράφοντας πτωτική τάση μέχρι το τέλος της περιόδου, που ενισχύθηκε και από τη γενικότερη αρνητική εικόνα του κλάδου των κατασκευών μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004. Συνολικά, τα κέρδη ανά μετοχή εμφάνισαν μείωση κατά 41% από την αρχή της περιόδου. Τα μερίσματα ακολούθησαν, γενικά, τις διακυμάνσεις των κερδών με κάποιες διαφορές. Για τα 4 πρώτα έτη, η εξέλιξή τους είναι προς την ίδια κατεύθυνση με εκείνη των κερδών, αλλά και με παρόμοια ποσοστιαία μεταβολή, όπως φαίνεται και από τη σχετική σταθερότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών (από 15% έως 25%). Διαφορά παρατηρείται, όμως στα στοιχεία του 2006, όπου η μείωση των κερδών συνοδεύεται από αύξηση του μερίσματος σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Έτσι εξηγείται και η αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών του 2006 στο 35%. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει τις μεταβολές αυτές:

**Διάγραμμα 6-21 : Μερίσματα και κέρδη για την Ελληνική Τεχνοδομική**




ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Οι διακυμάνσεις που περιγράφηκαν, και ιδιαίτερα η αρνητική σχέση κερδών και μερισμάτων για το 2006, προσδιορίζουν τη πολιτική που ακολούθησε η εταιρία σχετικά με τα μερίσματα. Συγκεκριμένα, η εταιρία ακολούθησε την πολιτική του **χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο** σαν βασική της πολιτική. Η διατήρηση του μερίσματος πάνω από ένα συγκεκριμένο ποσό (περίπου 0,15 € ανά μετοχή), ακόμα και όταν τα κέρδη μειώθηκαν σημαντικά αποδεικνύει την ύπαρξη τακτικού μερίσματος ανεξάρτητου από το ύψος των κερδών, ενώ η διανομή έκτακτου μερίσματος αποφασίστηκε, μόνο όταν αυτό ήταν εφικτό από το ύψος των ετήσιων κερδών. Η επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής έγινε με σκοπό την αντιμετώπιση των διακυμάνσεων των κερδών, έτσι ώστε οι διακυμάνσεις αυτές να μην μεταφέρονται στα μερίσματα, αυξάνοντας την αξιοπιστία και την ασφάλεια για τους επενδυτές. Επίσης, η πολιτική αυτή είναι σωστή, αν συνυπολογίσουμε και την παράμετρο της αστάθειας του κλάδου, στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία.

Λόγω της πτωτικής πορείας των κερδών της εταιρίας, αλλά και του ύψους των αποθεματικών της, θεωρούμε ότι ανήκει στο στάδιο white giant, χωρίς όμως να πλησιάζει προς το στάδιο red giant. Η μερισματική πολιτική της, όμως, είναι σχετικά χαμηλή σε σχέση με το στάδιο που βρίσκεται, κάτι που μπορεί να αιτιολογηθεί από τις σημαντικές επενδυτικές ανάγκες που χρειάζεται η εταιρία, προκειμένου να μπορεί να ανταγωνιστεί τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου. Τέλος, η μερισματική της απόδοση κρίνεται ικανοποιητική, ειδικά για το 2003 και 2004, ενώ η τιμή της μετοχής έχει επηρεαστεί από την πτώση των κερδών και δεν παρουσιάζει μεγάλα κέρδη κατά την 5ετία.

### 6.2.22 Μυτιληναίος Α.Ε.

Ο Όμιλος Μυτιληναίος αποτελείται από εταιρείες που δραστηριοποιούνται και κατέχουν ηγετική θέση στους τομείς μεταλλουργίας και μεταλλείων, ενέργειας, τεχνικών έργων και βιομηχανίας οχημάτων. Κύρια ενασχόλησή της είναι το διεθνές εμπόριο μετάλλων και μεταλλευμάτων. Σήμερα είναι ένας από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς Ομίλους στην Ελλάδα, με ενοποιημένο κύκλο εργασιών άνω των 850 εκατ. ευρώ για το 2006 και πάνω από 4.000 εργαζομένους στην Ελλάδα και σε χώρες του εξωτερικού.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 6.22 Οικονομικά μεγέθη Μυτιληναίος Α.Ε.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,43 | 0,05 | 2,33 | 0,86 | 12% |
| **2003** | 0,49 | 0,1 | 2,4 | 0,59 | 20% |
| **2004** | 0,65 | 0,2 | 2,85 | 1,7 | 31% |
| **2005** | 7,27 | 0,25 | 7,79 | 2,85 | 3% |
| **2006** | 5,04 | 0,5 | 12,5 | 6,06 | 10% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,13% | 2646,38 | 1727,09 | 5,4 | 2,0 |
| **2003** | 6,69% | 2310,52 | 1467,3 | 4,9 | 1,2 |
| **2004** | 8,79% | 2788,67 | 2227,33 | 4,4 | 2,6 |
| **2005** | 4,70% | 3663,9 | 2818,33 | 1,1 | 0,4 |
| **2006** | 5,39% | 4395,43 | 3379,28 | 2,5 | 1,2 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Μυτιληναίος Α.Ε.**

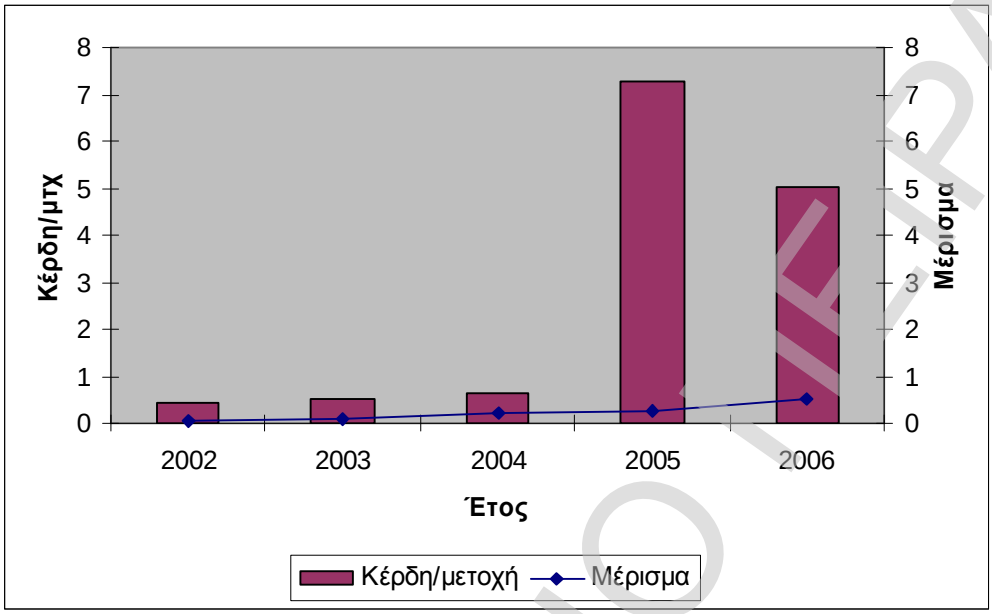
Η πορεία των κερδών ανά μετοχή της εταιρίας είναι έντονα ανοδική. Αρχικά, παρουσιάζεται μια μικρή σταδιακή αύξηση στα ετήσια κέρδη της περιόδου 2002-2004 και από 0,43 € το 2002 διαμορφώνονται στα 0,65 € το 2004. Στη συνέχεια, τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας εκτινάσσονται στα 7,27 € ανά μετοχή για το 2005 και 5,04 € για το 2006. Από την ανάλυση των ισολογισμών της εταιρίας για τις χρήσεις αυτές συμπεραίνουμε ότι η ραγδαία αύξηση των κερδών οφείλεται, τόσο στον 3πλασιασμό του κύκλου εργασιών των ετών αυτών και τον περιορισμό των αντίστοιχων δαπανών –και άρα αύξηση του περιθωρίου κέρδους-, όσο και από έκτακτες επενδυτικές δραστηριότητες και χρηματοοικονομικά αποτελέσματα –ιδιαίτερα στα αποτελέσματα του 2005. Η συνολική αύξηση της 5ετίας είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακή και φτάνει το 1070%, που είναι και το μεγαλύτερο μεταξύ των εταιριών του δείγματος. Αντίθετα, η αύξηση των μερισμάτων είναι αρκετά ομαλή, αν και εξίσου έντονη. Το αρχικό μέρισμα του 2002 (0,05 €) αυξήθηκε το 2006 κατά 10 φορές (0,5 €). Σε αυτή τη χρονική περίοδο, η αύξηση των μερισμάτων επιτεύχθηκε σταδιακά, με διπλασιασμό των μερισμάτων ανά ένα περίπου έτος.

Ο δείκτης διανεμόμενων μερισμάτων επηρεάστηκε έντονα, όπως ήταν αναμενόμενο, από τη ραγδαία αύξηση των 2 τελευταίων ετών. Ενώ, αρχικά, παρουσίαζε μια αυξητική τάση, το 2005 έπεσε μόλις στο 3% και το 2006 ανήλθε στο 10%. Η εξαιρετικά χαμηλή τιμή του 2005 οφείλεται στην απόφαση της διοίκησης να μην αυξήσει το μέρισμα ανάλογα με την αύξηση των κερδών της χρήσης αυτής, αλλά μόνο κατά το ποσόν που δικαιολογεί η σταθερή μερισματική που ακολουθείται, λαμβάνοντας υπ' όψιν ότι μεγάλο μέρος των κερδών της προήλθαν από έκτακτα αποτελέσματα, που ίσως δεν επαναληφθούν στις επόμενες χρήσεις. Επίσης, η μερισματική

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

απόδοση κρίνεται ικανοποιητική για την εταιρία και μάλλον οφείλεται στη χαμηλή τιμή της μετοχής της εταιρίας. Τέλος, ενδιαφέρον παρουσιάζει και ο χαμηλός δείκτης τιμής προς κέρδη (P/E), ο οποίος διαμορφώθηκε ακόμα και κάτω από τη μονάδα (το 2005)

**Διάγραμμα 6-22 : Μερίσματα και κέρδη για την Μυτιληναίος Α.Ε.**




Η μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τη διοίκηση της εταιρίας είναι η πολιτική του **σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή** –που αποτελεί εξέλιξη της πολιτικής σταθερού ποσού ανά μετοχή-, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 6-22 από την εξαιρετικά ομαλή καμπύλη των μερισμάτων. Η πολιτική αυτή ακολουθείται με συνέπεια και σταθερότητα από τη διοίκηση της εταιρίας, ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών και τον τρόπο που εξελίσσονται, αλλά εκτιμώντας τα πραγματικά μεγέθη και τις ανάγκες της εταιρίας.

Η εταιρία ανήκει στο στάδιο crown prince, αφού οι ρυθμοί ανάπτυξής της παραμένουν υψηλοί και τα βασικά οικονομικά μεγέθη της βελτιώνονται συνεχώς. Γι' αυτό το λόγο, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών διατηρείται χαμηλός, μιας και τα κέρδη χρησιμοποιούνται στο μεγαλύτερο βαθμό για την χρηματοδότηση της ανάπτυξής της. Η πολιτική αυτή ενδείκνυται για μία αναπτυσσόμενη εταιρία, όπως η συγκεκριμένη. Τέλος, η μετοχή της εταιρίας παρουσίασε απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση του Γενικού Δείκτη –ειδικά κατά το 2005 και 2006- λόγω της ραγδαίας αύξησης των ετήσιων κερδών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 6.2.23 Τσιμέντα Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ

Η Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής δραστηριοποιείται στον κλάδο παραγωγής και εμπορίας τσιμέντου και οικοδομήσιμων υλικών. Επίσης, ασχολείται με την εκμετάλλευση ορυχείων και πηγών καυσίμων. Είναι μέλος του διεθνούς Ομίλου Lafarge, που δραστηριοποιείται παγκοσμίως σε 46 χώρες στον κλάδο παραγωγής οικοδομικών υλικών. Οι πάγιες επενδύσεις της εταιρίας ΗΡΑΚΛΗΣ είναι από τις μεγαλύτερες στην Ελλάδα, διατηρώντας 3 εργοστάσια παραγωγής τσιμέντου και σκυροδέματος, 7 κέντρα διανομής, καθώς και μεγάλο αριθμό λατομείων. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών συμμετέχει από το 1919.

**Πίνακας 6.23 Οικονομικά μεγέθη Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 1 | 0,3 | 13,16 | 6,08 | 30% |
| **2003** | 1,65 | 0,4 | 8,52 | 5,02 | 24% |
| **2004** | 1,51 | 0,4 | 9,3 | 7 | 26% |
| **2005** | 1,89 | 0,95 | 10,9 | 8 | 50% |
| **2006** | 1,45 | 1 | 16,9 | 10,2 | 69% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,12% | 2646,38 | 1727,09 | 13,2 | 6,1 |
| **2003** | 5,91% | 2310,52 | 1467,3 | 5,2 | 3,0 |
| **2004** | 4,91% | 2788,67 | 2227,33 | 6,2 | 4,6 |
| **2005** | 10,05% | 3663,9 | 2818,33 | 5,8 | 4,2 |
| **2006** | 7,38% | 4395,43 | 3379,28 | 11,7 | 7,0 |

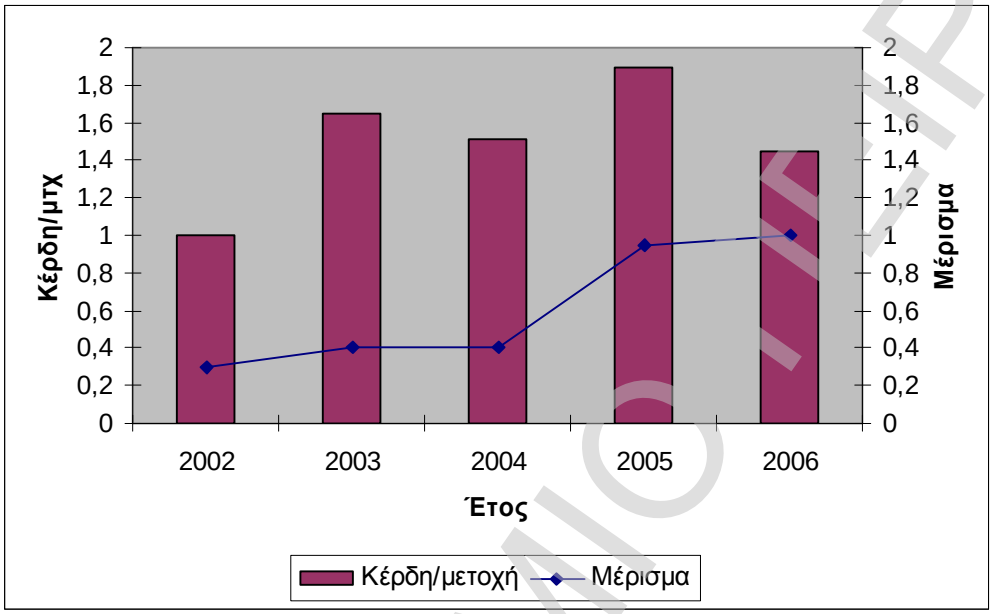
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής**

Από τον Πίνακα 6.23 βλέπουμε ότι η εξέλιξη των κερδών της εταιρίας ήταν ασταθής. Παρατηρούνται αρκετές αυξομειώσεις στο επίπεδο των κερδών από έτος σε έτος, διατηρώντας, όμως, μια ελαφρώς ανοδική τάση. Η μεγαλύτερη μεταβολή παρατηρήθηκε το 2003, όταν τα κέρδη ανά μετοχή αυξήθηκαν κατά 65%. Στη συνέχεια, τα κέρδη ανά μετοχή μειώθηκαν το 2004 (1,51 €), για να αυξηθούν ξανά το 2005 στα 1,89 € ανά μετοχή. Τελικά, οι έντονες διακυμάνσεις του επιπέδου των κερδών επέφεραν μείωση για το 2006 στα 1,45 € ανά μετοχή. Τα μερίσματα της αντίστοιχης περιόδου δεν ακολούθησαν τις διακυμάνσεις των κερδών, παρουσιάζοντας ανεξάρτητη πορεία σε σχέση με τα κέρδη. Στην εξέλιξη των μερισμάτων διακρίνουμε δύο φάσεις: η πρώτη φάση αφορά την περίοδο 2002-2004, όπου τα μερίσματα διατηρούνται σχετικά σταθερά στα επίπεδα των 0,3 € - 0,4 €, ενώ παράλληλα ο δείκτης διανεμόμενων κερδών και μερισματικής απόδοσης διατηρούνται επίσης σταθεροί (περίπου 27% και 5% αντίστοιχα). Η δεύτερη φάση

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

αφορά την περίοδο 2005-2006, όπου τα μερίσματα αυξάνονται έντονα σε σχέση με την πρώτη φάση κατά 137% και στη συνέχεια διατηρούνται σε ανάλογα υψηλά επίπεδα. Αντίστοιχα υψηλά διατηρείται και ο δείκτης διανεμόμενων κερδών (από 50% το 2005 έως 69% το 2006), όπως και η μερισματική απόδοση (10,05% το 2005 και 7,38% το 2006). Τα στοιχεία που αναφέραμε παρουσιάζονται και στο Διάγραμμα 6-23:

**Διάγραμμα 6-23 : Μερίσματα και κέρδη για την Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής**




Σύμφωνα με τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας για τα έτη 2005 και 2006, η αύξηση του ύψους των μερισμάτων για τις χρήσεις αυτές οφείλεται στην απόφαση της διοίκησης για διανομή μέρους των διαθέσιμων έκτακτων αποθεματικών (μαζί με τα κέρδη της χρήσης) με τη μορφή μερίσματος στους μετόχους. Αυτό σημαίνει, ότι το ύψος του μερίσματος ενδέχεται να μειωθεί στο μέλλον στα επίπεδα που διαμορφωνόταν πριν την αύξηση, κάτι που δεν μπορούμε να το αναφέρουμε με βεβαιότητα, αν προηγουμένως δεν αναλύσουμε τα στοιχεία των μελλοντικών χρήσεων.

Από τα υπάρχοντα στοιχεία, μπορούμε να περιγράψουμε την πολιτική που ακολουθεί η εταιρία αναφορικά με τα μερίσματα σαν μια πολιτική **χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο**, όπως φαίνεται και από τη σταθερότητα των μερισμάτων της περιόδου 2002-2004, η οποία αποτελεί την βασική πολιτική μερισμάτων της εταιρίας. Παράλληλα, η διοίκηση είναι διατεθειμένη να αυξήσει το ύψος του μερίσματος, όταν τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας το επιτρέψουν, αποζημιώνοντας έτσι τους μετόχους για το χαμηλό τακτικό μέρισμα των προηγουμένων ετών. Όπως βλέπουμε στην περίπτωση αυτή, το ύψος των κερδών δεν είναι ο μόνος λόγος, για τον οποίο η εταιρία αποφασίζει τη διανομή έκτακτου μερίσματος, αλλά είναι δυνατόν ακόμα και

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μείωση των κερδών να επιτρέψει τη διανομή εκτάκτου μερίσματος (όπως στην περίπτωση του 2006), αν βέβαια η διοίκηση πιστεύει ότι τα κέρδη δεν θα συνεχίσουν να μειώνονται με μεγάλο ρυθμό. Η επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής είναι ορθή, λαμβάνοντας υπ' όψιν την έντονη αστάθεια που παρατηρείται στα κέρδη της εταιρίας και την ανάγκη διατήρησης σταθερών σχετικά μερισμάτων, προκειμένου ο κίνδυνος των μετόχων να παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα.

Τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας την κατατάσσουν στο στάδιο white giant, εξαιτίας του μεγάλου βαθμού παγιοποίησης περιουσίας, του ύψους των αποθεματικών και του χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης των κερδών της. Επίσης, η υψηλή μερισματική απόδοση συμφωνεί με το στάδιο που βρίσκεται η εταιρία. Αναφορικά με την τιμή της μετοχής, η μεγάλη άνοδος που παρατηρείται το 2006, όταν τα κέρδη μειώνονται σημαντικά, είναι μια ένδειξη ότι η διανομή αυξημένου μερίσματος επηρέασε θετικά τη μετοχή της εταιρίας.

### 6.2.24 Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.

Η «Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.» είναι η μητρική εταιρεία του Ομίλου των εταιρειών που υποστηρίζουν την οργάνωση και λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Πρόκειται για έναν πλήρως καθετοποιημένο Όμιλο, με την έννοια ότι διαθέτει ολοκληρωμένα συστήματα διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης, διακανονισμού και καταχώρησης για το Χρηματιστήριο Αθηνών. Βασικός της σκοπός είναι η ανάπτυξη της χρηματιστηριακής παιδείας στη χώρα μας και η συμμετοχή, στην Ελλάδα και στο εξωτερικό, σε εταιρίες που αναπτύσσουν δραστηριότητες σχετικές με την υποστήριξη και λειτουργία οργανωμένων αγορών κεφαλαίου. Συμμετέχει σαν ιδιωτικοποιημένη ανώνυμη εταιρία στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 2000.

**Πίνακας 6.24 Οικονομικά μεγέθη Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | -0,28 | 0 | 5,34 | 1,58 | 0% |
| **2003** | 0,66 | 0 | 4,75 | 1,58 | 0% |
| **2004** | 1,2 | 0,2 | 5,64 | 3,72 | 17% |
| **2005** | 0,61 | 0,25 | 8,01 | 5,21 | 41% |
| **2006** | 1,23 | 0,5 | 14,98 | 7,96 | 41% |

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 0,00% | 2646,38 | 1727,09 | -19,1 | -5,6 |
| **2003** | 0,00% | 2310,52 | 1467,3 | 7,2 | 2,4 |
| **2004** | 4,27% | 2788,67 | 2227,33 | 4,7 | 3,1 |
| **2005** | 3,78% | 3663,9 | 2818,33 | 13,1 | 8,5 |
| **2006** | 4,36% | 4395,43 | 3379,28 | 12,2 | 6,5 |

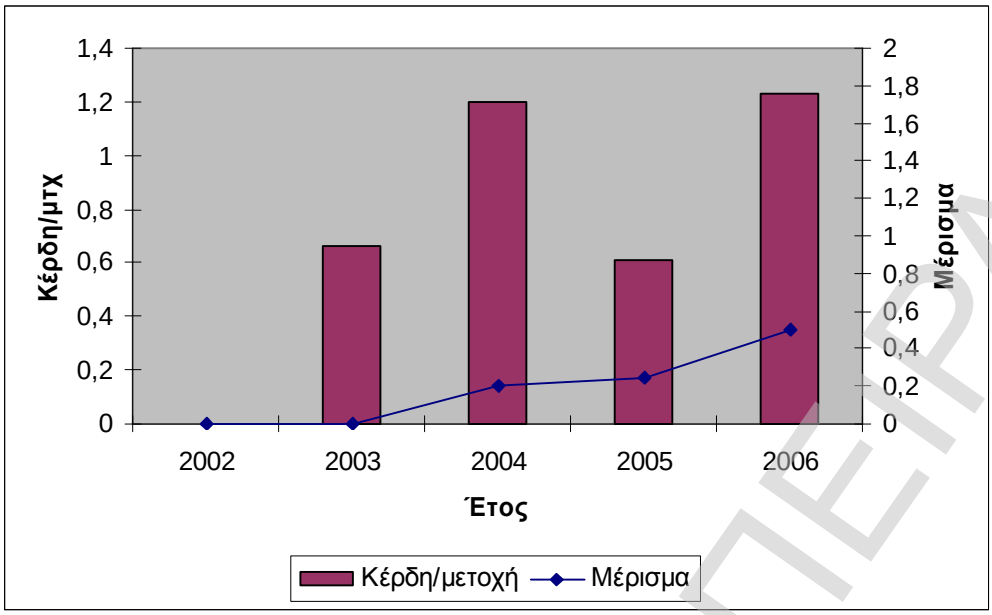
**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.**

Η εξέλιξη των κερδών της εταιρίας για την περίοδο 2002-2006 χαρακτηρίζεται από έντονες διακυμάνσεις. Αρχικά, και μέχρι το 2004, η τάση είναι αυξητική, ξεκινώντας από ζημιές ύψους 0,28 € ανά μετοχή και φτάνοντας το 2004 σε κέρδη 1,2 € ανά μετοχή. Στη συνέχεια, τα κέρδη επανέρχονται σε επίπεδα χαμηλότερα του 2003 (0,61 € ανά μετοχή), πριν αυξηθούν ξανά στα 1,23 € ανά μετοχή. Η έντονη διακύμανση των κερδών οφείλεται, εν μέρει, και στη φύση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία, λόγω των μεταβολών των κινητών αξιών (μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια, ομόλογα κλπ.) και της αξίας του χαρτοφυλακίου που διατηρεί. Από την άλλη πλευρά, τα μερίσματα ακολουθούν διαρκώς ανοδική πορεία, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των κερδών. Τα 2 πρώτα έτη δεν διανεμήθηκε καθόλου μέρισμα, ενώ στη συνέχεια αυξήθηκαν σταδιακά έως τα 0,5 € ανά μετοχή. Σχετικά με τη χρήση του 2003, που δεν διανεμήθηκε μέρισμα, η εταιρία αποφάσισε την ενίσχυση των αποθεματικών της και τη χρηματοδότηση της ανάπτυξής της μέσω των κερδών της και γι' αυτό δεν διανεμήθηκε μέρισμα. Έτσι, ο δείκτης διανεμόμενων κερδών ακολούθησε ανάλογα ανοδική πορεία έως το 2006 (σταθερός στο 41% το 2005 και 2006), ενώ η μερισματική απόδοση κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα (γύρω στο 4%).

Το Διάγραμμα 6-24 μας δείχνει, ότι η μερισματική πολιτική της εταιρίας δεν επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τα τρέχοντα κέρδη της. Η συνεχής άνοδος του ύψους των μερισμάτων, παρά τη στασιμότητα των κερδών στα επίπεδα του 2004, και η μεταβλητότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών φανερώνουν, ότι η διοίκηση δεν έχει προσδιορίσει ακόμα μια σταθερή μερισματική πολιτική. Σε αυτό συνηγορεί και το γεγονός ότι η εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο είναι πρόσφατη, ενώ και οι αρχικές χρήσεις είναι ζημιογόνες. Κατά συνέπεια, δεν μπορούμε να βγάλουμε σαφή συμπεράσματα για την πολιτική που ακολουθεί η εταιρία. Φαίνεται πως, πρωταρχικός σκοπός της διοίκησης είναι να προσεγγίσει ένα αρχικό επίπεδο μερίσματος, αρκετό ώστε να ικανοποιήσει τους μετόχους, αλλά παράλληλα να της επιτρέπει την επανεπένδυση του μεγαλύτερου μέρους των κερδών της μέσα στην επιχείρηση. Έτσι εξηγείται και η διατήρηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών στο 41% τα 2 τελευταία χρόνια, ποσοστό που φαίνεται να

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Διάγραμμα 6-24 : Μερίσματα και κέρδη για την Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.**




ικανοποιεί τους στόχους της εταιρίας. Για το λόγο αυτό θα καταλήξουμε στη μερισματική πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών** ως την πολιτική που προτιμά η εταιρία. Θα πρέπει, όμως, να επανεξεταστεί το συμπέρασμα αυτό σε σχέση με τα στοιχεία που θα προκύψουν τα επόμενα έτη.

Είναι προφανές, ότι η εταιρία ανήκει στο στάδιο του crown prince σχετικά με τη φάση ανάπτυξής της. Παρά το γεγονός ότι αρχικά εμφάνισε ζημιές, στη συνέχεια παρουσίασε μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ είναι σημαντικό ότι πρόκειται για μία νέα εταιρία, με εξασφαλισμένο κύκλο εργασιών και μεγάλες επενδυτικές δυνατότητες. Συγχρόνως, ακολουθεί ορθή μερισματική πολιτική σε σχέση με το στάδιο που βρίσκεται και το ποσοστό των κερδών που διαθέτει στους μετόχους. Επίσης, τα τελευταία χρόνια η τιμή της μετοχής της έχει παρουσιάσει ικανοποιητική απόδοση, επηρεαζόμενη κυρίως από την αύξηση των κερδών και λιγότερο από την ενίσχυση των μερισμάτων.

### 2.6.25 Folli Follie

Η Folli Follie δραστηριοποιείται σε δυο βασικούς τομείς: την κατασκευή κοσμημάτων από χρυσό, ασήμι και άλλα μέταλλα, καθώς και ρολογιών και την εμπορία κοσμημάτων και συναφών προϊόντων, ρολογιών, δερμάτινων ειδών και αρωμάτων. Η παραγωγή των προϊόντων της εταιρείας πραγματοποιείται σε τρίτους ή στο εξωτερικό και γίνεται σε αποκλειστικά σχέδια της Folli Follie. Διαθέτει ένα ιδιαίτερα αποτελεσματικό και πλήρες δίκτυο διανομής μέσω

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

συνεργαζόμενων καταστημάτων και σημείων πώλησης στην Ελλάδα και το εξωτερικό (π.χ. εμπορικοί ή/και πολυτελείς δρόμοι, μεγάλα εμπορικά πολυκαταστήματα, shops in shop). Το 1997 η Folli Follie εισήλθε στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

**Πίνακας 6.25 Οικονομικά μεγέθη Folli Follie**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 1,09 | 0,12 | 22 | 14,42 | 11% |
| **2003** | 1,68 | 0,18 | 22,82 | 9,74 | 11% |
| **2004** | 2,07 | 0,22 | 28,22 | 21,56 | 11% |
| **2005** | 2,13 | 0,26 | 27,04 | 20,44 | 12% |
| **2006** | 3,22 | 0,12 | 30,16 | 17 | 4% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 0,66% | 2646,38 | 1727,09 | 20,2 | 13,2 |
| **2003** | 1,11% | 2310,52 | 1467,3 | 13,6 | 5,8 |
| **2004** | 0,88% | 2788,67 | 2227,33 | 13,6 | 10,4 |
| **2005** | 1,10% | 3663,9 | 2818,33 | 12,7 | 9,6 |
| **2006** | 0,51% | 4395,43 | 3379,28 | 9,4 | 5,3 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Folli Follie**

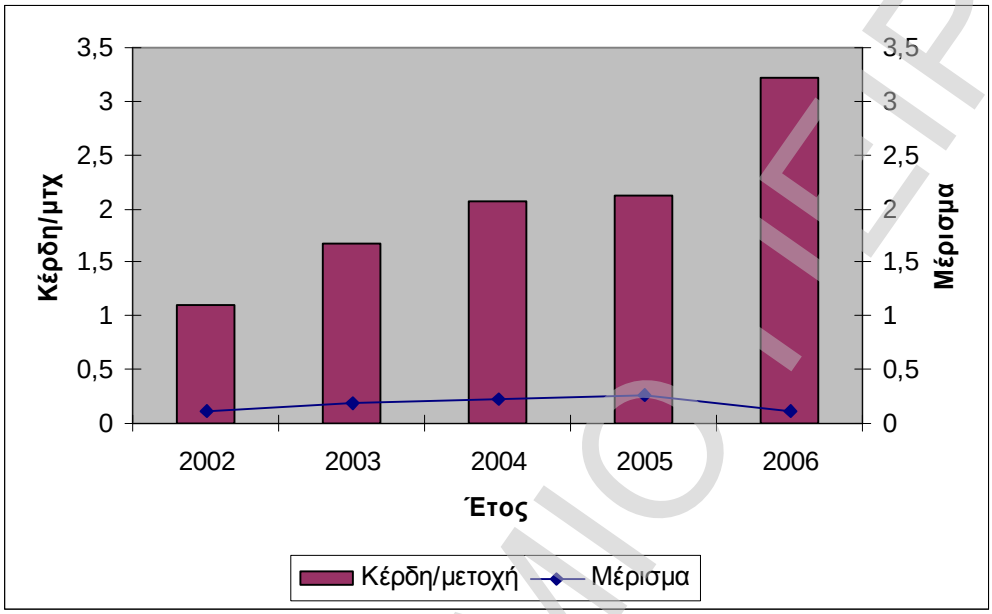
Τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας παρουσιάζουν σταθερά ανοδική τάση σε όλη τη διάρκεια της περιόδου που εξετάζουμε. Η συνολική αύξηση στην 5ετία φτάνει το 195%. Η μεγαλύτερη ποσοστιαία άνοδος παρατηρείται μεταξύ του 2005 και 2006 (51%), ενώ οι ρυθμοί αύξησης των υπολοίπων ετών είναι λιγότερο έντονοι. Η πορεία των μερισμάτων είναι επίσης ανοδική, με εξαίρεση το τελευταίο έτος, που το μέρισμα μειώνεται. Αρχικά, τα μερίσματα αυξάνονται απολύτως ανάλογα με τα κέρδη ανά μετοχή, όπως φαίνεται και από τη σταθερότητα του δείκτη διανεμόμενων κερδών. Τα δύο μεγέθη είναι πλήρως συσχετισμένα μεταξύ τους. Αποτέλεσμα αυτού είναι το μέρισμα να ανέλθει στα 0,26 € το 2005, από 0,12 € το 2002. Το τελευταίο έτος, το μέρισμα μειώνεται στα 0,12 €, παρουσιάζοντας, δηλαδή, αντίθετη μεταβολή σε σχέση με τα κέρδη. Αποτέλεσμα αυτών των μεταβολών είναι η σημαντική μείωση του δείκτη διανεμόμενων κερδών στο 4%. Αναφορικά με τη μερισματική απόδοση, το ποσοστό διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα (γύρω στο 1%), κάτι που δικαιολογείται και από τη χαμηλή τιμή του δείκτη διανεμόμενων κερδών.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων. Το συμπέρασμα σχετικά με τη μερισματική πολιτική της εταιρίας είναι ότι, πρόθεση της διοίκησης είναι να διατηρήσει σχετικά χαμηλό ύψος μερισμάτων, έτσι ώστε να χρησιμοποιήσει τα κέρδη της

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

για την συνέχιση των αναπτυξιακών διαδικασιών. Η πολιτική που φαίνεται να έχει επιλέξει, ώστε να εξυπηρετεί το στόχο αυτό, είναι η πολιτική του **σταθερού ποσού ανά μετοχή**. Και αυτό, γιατί παρά την τάση αύξησης που παρατηρείται κατά τη διάρκεια της περιόδου, το μέρισμα της τελευταίας χρήσης είναι στα ίδια επίπεδα με το μέρισμα της πρώτης χρήσης. Από τα στοιχεία του

**Διάγραμμα 6-25 : Μερίσματα και κέρδη για την Folli Follie**




2006, προκύπτει ότι η διοίκηση προχώρησε στη μείωση του δείκτη διανεμόμενων κερδών, προκειμένου να διατηρήσει το μέρισμα σε χαμηλά επίπεδα. Αυτός είναι και ο λόγος, για τον οποίο δεν θεωρούμε ότι η πολιτική της εταιρίας είναι η διανομή σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, αν και παρουσιάζονται αρκετά χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης πολιτικής.

Ο ρυθμός αύξησης των κερδών της εταιρίας και η έντονα αναπτυξιακή στρατηγική της είναι οι βασικότεροι λόγοι, για τους οποίους η εταιρία κατατάσσεται στο στάδιο crown prince. Κατά συνέπεια, η διοίκηση σωστά επέλεξε τη διανομή μικρού μέρους των κερδών της στους μετόχους, διατηρώντας το υπόλοιπο μέρος μέσα στην επιχείρηση. Τέλος, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει έντονές διακυμάνσεις σε όλη τη διάρκεια της περιόδου και έτσι δεν είναι δυνατός ο συσχετισμός της με τη μερισματική πολιτική ή τα κέρδη της εταιρίας, ώστε να εξετάσουμε αν υπάρχει επίδραση των παραγόντων αυτών στην τιμή της μετοχής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 6.2.26 Vivartia ABEE

Η Vivartia ΑΒΕΕ αποτελεί τη μεγαλύτερη εταιρία τροφίμων και τον ηγέτη του κλάδου στην ελληνική αγορά. Τα προϊόντα της Vivartia αναπτύσσονται στους κλάδους των γαλακτοκομικών και ποτών, αρτοποιίας και ζαχαρωδών, υπηρεσιών εστίασης και ψυχαγωγίας και κατεψυγμένων τροφίμων. Στον Όμιλο Vivartia συμμετέχουν μερικές από τις πιο επιτυχημένες εταιρίες τροφίμων και εστίασης στην Ελλάδα, όπως η Δέλτα, η Chipita, η Goody's και ο Μπάρμπα Στάθης. Ταυτόχρονα, Η εταιρία διαθέτει δυναμική παρουσία στο εξωτερικό επωφελούμενη των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των αγορών της Ευρώπης, Μέσης Ανατολής και Αφρικής.

**Πίνακας 6.26 Οικονομικά μεγέθη Vivartia**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,15 | 0,12 | 7,05 | 4,25 | 80% |
| **2003** | 0,29 | 0,15 | 7,27 | 3,78 | 52% |
| **2004** | 0,3 | 0,17 | 5,56 | 3,81 | 57% |
| **2005** | 0,71 | 0,17 | 9,23 | 4,57 | 24% |
| **2006** | 1,56 | 1,25 | 12,52 | 8,4 | 80% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 2,12% | 2646,38 | 1727,09 | 47,0 | 28,3 |
| **2003** | 2,71% | 2310,52 | 1467,3 | 25,1 | 13,0 |
| **2004** | 3,63% | 2788,67 | 2227,33 | 18,5 | 12,7 |
| **2005** | 2,46% | 3663,9 | 2818,33 | 13,0 | 6,4 |
| **2006** | 11,95% | 4395,43 | 3379,28 | 8,0 | 5,4 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Vivartia**

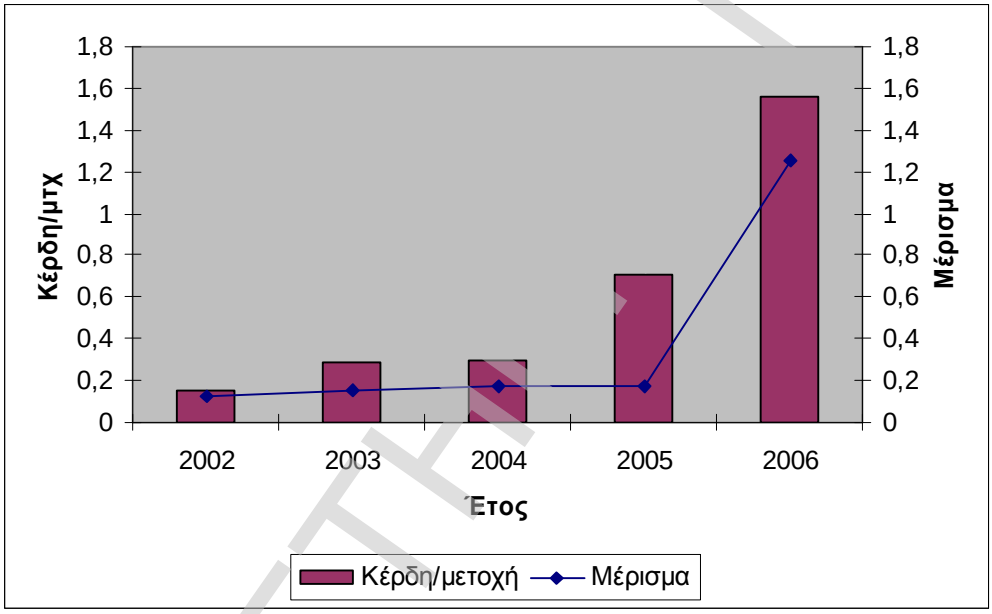
Τα κέρδη για την Vivartia εξελίσσονται ανοδικά σε όλη τη διάρκεια της περιόδου. Οι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών είναι αρκετά μεγάλοι σε ορισμένες χρονιές, φτάνοντας ακόμα και το 136% μεταξύ των ετών 2004-2005. Εξίσου μεγάλη είναι η αύξηση για το 2006, όπου τα κέρδη διαμορφώνονται στη μεγαλύτερη τιμή τους στην 5ετία (1,56 € ανά μετοχή). Η συνολική αύξηση της περιόδου είναι 940%, που είναι και από τις μεγαλύτερες μεταξύ των εταιριών του δείγματος. Η πορεία των μερισμάτων είναι, επίσης, ανοδική, αν και λιγότερο έντονη σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή, με μόνη εξαίρεση την αύξηση του 2006, όπου τα μερίσματα φτάνουν το 1,25 € ανά μετοχή (από 0,17 € το 2005). Σύμφωνα με το ετήσιο δελτίο της εταιρίας για το 2005, η έκτακτη αύξηση του μερίσματος οφείλεται στη ραγδαία αύξηση των κερδών της χρήσης, αλλά κυρίως

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

στην απόφαση της διοίκησης να διανείμει ένα μεγάλο ποσό στους μετόχους ως επιστροφή κεφαλαίου από τις προηγούμενες χρήσεις.

Όπως είναι λογικό, αυτή η εξέλιξη των μεγεθών έχει επηρεάσει αισθητά τους δείκτες διανεμόμενων κερδών και μερισματικής απόδοσης. Ο δείκτης διανεμόμενων κερδών παρουσιάζει κάμψη για την περίοδο 2002-2005 και από το 80% το 2002 περιορίζεται στο 24% το 2005, εξαιτίας της διατήρησης του μερίσματος σε χαμηλά επίπεδα, παρά την αύξηση των κερδών. Αντίθετα, το 2006 διαμορφώνεται ξανά στο 80%, ως αποτέλεσμα της διανομής έκτακτου μερίσματος. Η συμπεριφορά του δείκτη μερισματικής απόδοσης, από την άλλη, χαρακτηρίζεται περισσότερο ομαλή και κυμαίνεται περίπου στο 2,5% - 3% για τα 4 πρώτα χρόνια, ενώ αυξάνεται στο 11,95% για το 2006.

**Διάγραμμα 6-26 : Μερίσματα και κέρδη για την Vivartia**




Από τα μέχρι τώρα στοιχεία, συμπεραίνουμε ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρία είναι η πολιτική του **χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο**. Στη μεγαλύτερη διάρκεια της περιόδου, το ύψος του μερίσματος παρέμεινε σταθερό ή ελάχιστα αυξανόμενο, ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των κερδών της. Το μοναδικό έτος, όπου παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των κερδών της, είναι το 2006, όταν και αποφασίστηκε η διανομή του έκτακτου μερίσματος. Η διοίκηση της εταιρίας επιλέγει την πολιτική αυτή, διότι την εξυπηρετεί η διανομή χαμηλού μερίσματος, ακόμα και όταν τα κέρδη είναι υψηλά, προκειμένου να χρηματοδοτήσει τη συνέχιση της ανάπτυξής της, ενώ μέσω της πολιτικής αυτής δίνεται η δυνατότητα διανομής έκτακτου μερίσματος, όταν η διοίκηση θεωρεί ότι κάτι τέτοιο είναι εφικτό.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Είναι προφανές, ότι η Vivartia ανήκει στο στάδιο crown prince στο Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής της Επιχείρησης, αν και η κατεύθυνσή της είναι προς το στάδιο white giant, χωρίς να το έχει προσεγγίσει αρκετά έως τώρα. Το μοντέλο εξωτερικής ανάπτυξης που ακολουθεί, μέσω εξαγορών και συμμαχιών, αλλά και οι ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της ενισχύουν το συμπέρασμα αυτό. Η χαμηλή μερισματική πολιτική που ακολουθεί ταιριάζει με το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκεται. Τέλος, η τιμή της μετοχής παρουσιάζει μεγάλη άνοδο κυρίως στο τέλος της περιόδου, κάτι που οφείλεται τόσο στην αύξηση των κερδών, όσο και σε αυτή του μερίσματος.

### 6.2.27 Jumbo A.E.

Η εταιρεία Jumbo A.E. αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις λιανικής πώλησης στην Ελλάδα. Η δραστηριότητα της εταιρείας είναι η λιανική πώληση παιχνιδιών, βρεφικών ειδών, εποχιακών ειδών, ειδών διακόσμησης και ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου. Διαθέτει 37 καταστήματα στην ελληνική επικράτεια και 2 στην Κύπρο. Δραστηριοποιείται, επίσης, στη Βουλγαρία και στη Ρουμανία. Σήμερα κατέχει ηγετική θέση στο λιανικό εμπόριο παιχνιδιών στην Ελλάδα, ενώ διαθέτει ένα πολύ ισχυρό όνομα με κύρος και αξιοπιστία. Από το 1997 αποτελεί εισηγμένη εταιρεία στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

**Πίνακας 6.27 Οικονομικά μεγέθη Jumbo A.E.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,46 | 0,1 | 3,41 | 2,06 | 22% |
| **2003** | 0,55 | 0,12 | 3,98 | 1,8 | 22% |
| **2004** | 0,55 | 0,17 | 4,83 | 3,35 | 31% |
| **2005** | 1,11 | 0,22 | 8,13 | 4,75 | 20% |
| **2006** | 1,15 | 0,23 | 16,58 | 7,63 | 20% |

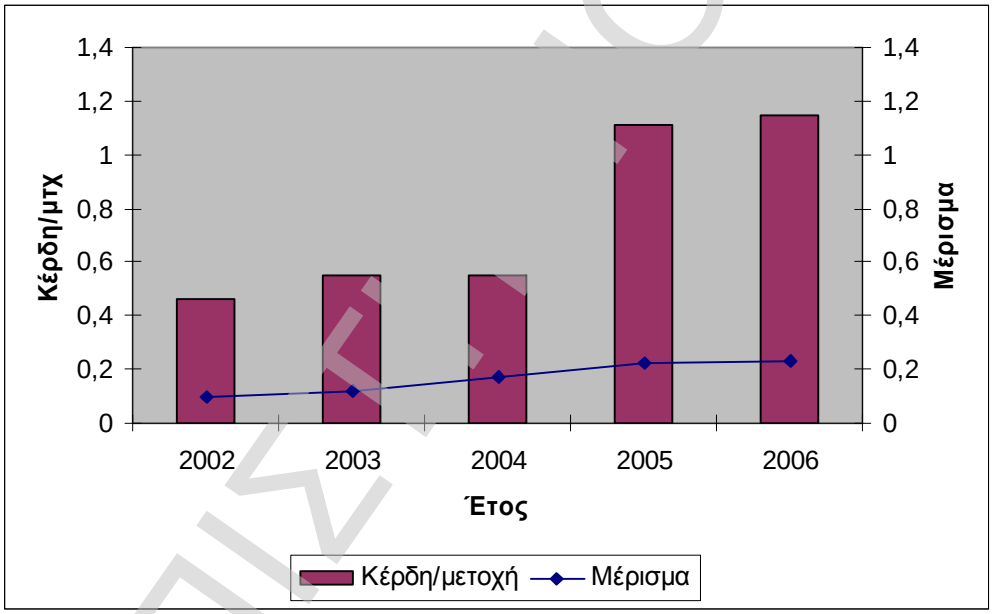
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 3,66% | 2646,38 | 1727,09 | 7,4 | 4,5 |
| **2003** | 4,15% | 2310,52 | 1467,3 | 7,2 | 3,3 |
| **2004** | 4,16% | 2788,67 | 2227,33 | 8,8 | 6,1 |
| **2005** | 3,42% | 3663,9 | 2818,33 | 7,3 | 4,3 |
| **2006** | 1,90% | 4395,43 | 3379,28 | 14,4 | 6,6 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Jumbo A.E.**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Στον Πίνακα 6.27 παρουσιάζονται τα βασικά οικονομικά μεγέθη της εταιρίας. Η εξέλιξη των κερδών είναι ανοδική για την περίοδο 2002-2006, ειδικά αν συνυπολογιστεί ο σχετικά μικρός ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου. Τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται κάθε χρόνο, εκτός από το 2004 που παραμένουν σταθερά, με τη συνολική αύξηση στην 5ετία στο 150%. Παράλληλα, οι διακυμάνσεις στο ρυθμό ανάπτυξης από έτος σε έτος είναι μικρές, με εξαίρεση το 2005, όταν τα κέρδη ανά μετοχή διπλασιάζονται σε σχέση με το 2004 (από 0,55 € σε 1,11 € ανά μετοχή). Ανοδική τάση παρουσιάζει και το ύψος των μερισμάτων της περιόδου, σε μικρότερο, όμως, βαθμό (συνολική αύξηση 109%). Η τάση αυτή εξελίσσεται ομαλά, δηλαδή τα μερίσματα δεν ακολουθούν τις ετήσιες διακυμάνσεις των κερδών. Αυτό φαίνεται και από το δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος αρχικά παραμένει σταθερός τα 2 πρώτα χρόνια (22%), ύστερα αυξάνεται στο 31% το 2002, ενώ στη συνέχεια μειώνεται ξανά στο 20% το 2005 και 2006. Τέλος, μεταβολές από έτος σε έτος παρουσιάζει και η μερισματική απόδοση, η οποία κυμαίνεται στα επίπεδα του 3,5% - 4% την περίοδο 2002-2005, πριν μειωθεί στο 1,9% το 2006, κάτι που οφείλεται και στην άνοδο της τιμής της μετοχής για το ίδιο έτος.

**Διάγραμμα 6-27 : Μερίσματα και κέρδη για την Jumbo**




Αναφορικά με την εξέλιξη των μερισμάτων της εταιρίας, η διοίκηση ακολουθεί μια σταθερή πολιτική μερισμάτων, που ακολουθείται ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών. Η πολιτική που ακολουθείται είναι το **σταθερά αυξανόμενο ποσό ανά μετοχή**, όπως φαίνεται και από το Διάγραμμα 6-27. Χαρακτηριστικό στοιχείο της σταθερότητας της μερισματικής πολιτικής είναι η απόφαση της διοίκησης να μειώσει το δείκτη διανεμόμενων κερδών στο 20% τα δύο τελευταία χρόνια, ώστε να διατηρήσει σταθερό τον ετήσιο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων και να μην επηρεαστεί το ύψος του μερίσματος από τη μεγάλη αύξηση των κερδών. Παράλληλα, η διοίκηση

διατηρεί χαμηλά το δείκτη, προκειμένου να παρακρατήσει το μεγαλύτερο μέρος των κερδών της εταιρίας για την επίτευξη των αναπτυξιακών στόχων της.

Από πλευράς Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, η Jumbo κατατάσσεται στο στάδιο crown prince, λόγω της ανοδικής τάσης των οικονομικών μεγεθών της. Η χαμηλή μερισματική πολιτική της, όσον αφορά τη μερισματική απόδοση και το δείκτη διανεμόμενων κερδών, ταιριάζει με το στάδιο που βρίσκεται.

Σχετικά με την τιμή της μετοχής, παρατηρείται μια διαρκής άνοδος σε όλη την 5ετία, κάτι που αποδεικνύει την αξιοπιστία της διοίκησης στη συνέχιση της ανάπτυξης που παρουσιάζει, αλλά και την επίδραση που είχε η αύξηση των κερδών ειδικά την τελευταία διετία.

### 6.2.28 Regency Entertainment

Η Regency Entertainment δραστηριοποιείται στον αναπτυσσόμενο κλάδο των καζίνο, καθώς και στον κλάδο του τουρισμού, ειδικότερα στον κλάδο των πολυτελών ξενοδοχείων, μέσω της κατασκευής και διαχείρισης συγκροτημάτων καζίνο, ξενοδοχείων και συνεδριακών κέντρων στην Αθήνα και τη Θεσσαλονίκη, ενώ πρόσφατα επεκτάθηκε και στην αγορά της Αλβανίας. Η εταιρία κατέχει ηγετική θέση στην ελληνική αγορά τυχερών παιχνιδιών, ακολουθώντας μια διαρκώς ανοδική πορεία. Από το 1999 η μετοχή της εταιρίας διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα βασικά οικονομικά μεγέθη της παρουσιάζονται στον Πίνακα 6.28.

**Πίνακας 6.28 Οικονομικά μεγέθη Regency Entertainment**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,42 | 0,3 | 6,79 | 4,8 | 71% |
| **2003** | 0,48 | 0,42 | 8,85 | 6,2 | 88% |
| **2004** | 0,56 | 0,48 | 9,55 | 7,55 | 86% |
| **2005** | 0,72 | 0,61 | 10,7 | 8,27 | 85% |
| **2006** | 0,7 | 0 | 11,4 | 10,6 | 0% |

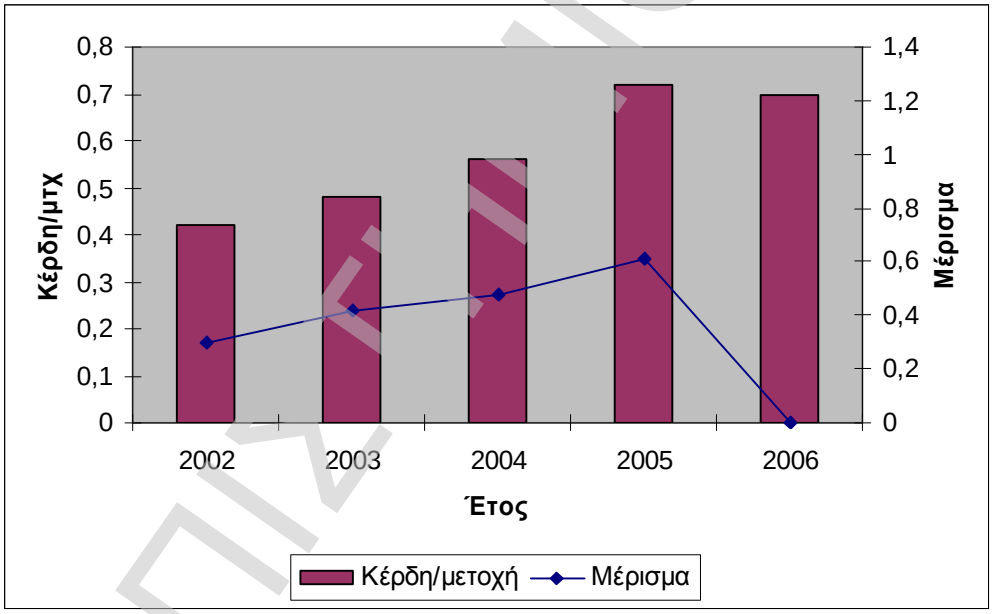
| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 5,18% | 2646,38 | 1727,09 | 16,2 | 11,4 |
| **2003** | 5,58% | 2310,52 | 1467,3 | 18,4 | 12,9 |
| **2004** | 5,61% | 2788,67 | 2227,33 | 17,1 | 13,5 |
| **2005** | 6,43% | 3663,9 | 2818,33 | 14,9 | 11,5 |
| **2006** | 0,00% | 4395,43 | 3379,28 | 16,3 | 15,1 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Regency Entertainment**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Η πορεία των κερδών της εταιρίας δεν παρουσιάζει μεγάλες μεταβολές από έτος σε έτος, διατηρώντας μια σταθερά ανοδική πορεία για το μεγαλύτερο διάστημα της περιόδου. Τα κέρδη ανά μετοχή αυξάνονται σταθερά κατά τα πρώτα 4 χρόνια, ενώ μόνο το 2006 παρουσιάζεται μικρή μείωση (0,7 € από 0,72 το 2005). Η συνολική αύξηση των κερδών για την 5ετία είναι 67%. Επίσης, η διαμόρφωση των μερισμάτων ακολουθεί την τάση των κερδών σε μεγάλο βαθμό. Το μέρισμα διπλασιάζεται στην περίοδο 2002-2005 και διαμορφώνεται στο 0,61 €, από 0,3 € το 2002. Αντίθετα, αν και το 2006 η εταιρία εμφάνισε κέρδη, δεν διανεμήθηκε μέρισμα για τη χρήση αυτή. Η απόφαση αυτή οφείλεται στην πραγματοποίηση εξαγορών και επενδύσεων, με σκοπό την περαιτέρω ανάπτυξη της εταιρίας, που θα χρηματοδοτούνταν από την άντληση κεφαλαίων της εταιρίας (Ετήσιο Δελτίο Regency Entertainment 2006). Σχετικά σταθερή κρίνεται και η πορεία του δείκτη διανεμόμενων κερδών κοντά στο 85%, με εξαίρεση τη χρήση 2002, όπου περιορίζεται στο 71%, και τη χρήση 2006, που μηδενίζεται, όπως είναι φυσιολογικό από τη μη διανομή μερίσματος. Τέλος, η μερισματική απόδοση είναι επίσης σταθερή και αρκετά ικανοποιητική, διατηρώντας ένα ποσοστό 5,5% - 6% ετησίως.

**Διάγραμμα 6-28 : Μερίσματα και κέρδη για την Regency Entertainment**




Από το Διάγραμμα 6-28 παρατηρούμε την έντονη συσχέτιση μεταξύ των κερδών ανά μετοχή και των μερισμάτων της περιόδου. Το στοιχείο αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα, ότι η εταιρία ακολουθεί την πολιτική του **σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών**, προκειμένου να διαμορφώσει το ύψος του ετήσιου μερίσματος. Αν εξαιρέσουμε το 2006, όπου δεν πραγματοποιήθηκε διανομή μερίσματος λόγω αυξημένων αναγκών επενδύσεων, τα υπόλοιπα χρόνια παρουσιάζεται σταθερή διανομή του μεγαλύτερου μέρους των κερδών, με το μικρότερο

ποσοστό να εμφανίζεται το 2002 (71%). Η διοίκηση, προφανώς, θεωρεί ότι η αύξηση των κερδών θα συνεχιστεί και τα επόμενα χρόνια και έτσι επέλεξε τη συγκεκριμένη πολιτική, η οποία ακολουθεί τις διακυμάνσεις των κερδών. Σχετικά με το ύψος του μερίσματος, η διανομή του 80% κατά μέσο όρο των κερδών της χρήσης θεωρείται εξαιρετικά υψηλό ποσοστό, ακόμα και για μεγάλου μεγέθους εταιρίες ή εταιρίες με σταθερά υψηλά κέρδη. Συγχρόνως, αποτελεί και ένα από τα υψηλότερα ποσοστά μεταξύ των εταιριών του δείγματος.

Η σταθερή και συνεχής αύξηση των κερδών, καθώς και η έντονη αναπτυξιακή δραστηριότητα της εταιρίας, φανερώνουν ότι ανήκει στο στάδιο του crown prince. Με βάση το στοιχείο αυτό, η μερισματική της πολιτική δεν συνάδει με τα συνήθη χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου σταδίου, που υπαγορεύει τη διανομή αρκετά μικρότερου ποσοστού των ετήσιων κερδών. Τέλος, η τιμή της μετοχής καταγράφει διαρκή άνοδο σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, κάτι που οφείλεται τόσο στην άνοδο των κερδών, όσο και στην ικανοποιητική μερισματική απόδοση.

### 6.2.29 Μπάμπης Βωβός Α.Ε.

Η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είναι η ηγέτιδα ελληνική εταιρεία ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, με έμφαση στην αγορά ακινήτων γραφείων. Η εταιρία συμμετέχει σε όλες τις φάσεις ανάπτυξης ακινήτων και της επένδυσης σε αυτά, δηλαδή στο σχεδιασμό και ανάπτυξη των εκτάσεων που θα χρησιμοποιηθούν, την σχεδίαση και κατασκευή των κτιριακών εγκαταστάσεων, την πώληση ή εκμίσθωση του ακινήτου και τη διαχείριση των εγκαταστάσεων μετά την πώληση. Το μεγαλύτερο μέρος του κύκλου εργασιών της προέρχεται από εταιρικούς πελάτες και μεγάλες επιχειρήσεις. Η εταιρία Μπάμπης Βωβός είναι η μεγαλύτερη Ελληνική εταιρεία ακινήτων που έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, στο οποίο συμμετέχει από το 2001.

**Πίνακας 6.29 Οικονομικά μεγέθη Μπάμπης Βωβός Α.Ε.**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,69 | 0,24 | 10,74 | 7,26 | 35% |
| **2003** | 0,81 | 0,3 | 10,66 | 6,05 | 37% |
| **2004** | 3,82 | 0,3 | 17,2 | 10,65 | 8% |
| **2005** | 3,55 | 0,4 | 19,37 | 15,49 | 11% |
| **2006** | 2,54 | 0 | 23,58 | 16,83 | 0% |

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 2,67% | 2646,38 | 1727,09 | 15,6 | 10,5 |
| **2003** | 3,59% | 2310,52 | 1467,3 | 13,2 | 7,5 |
| **2004** | 2,15% | 2788,67 | 2227,33 | 4,5 | 2,8 |
| **2005** | 2,29% | 3663,9 | 2818,33 | 5,5 | 4,4 |
| **2006** | 0,00% | 4395,43 | 3379,28 | 9,3 | 6,6 |

**Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Μπάμπης Βωβός Α.Ε.**

Από τον Πίνακα 6.29 βλέπουμε ότι η εξέλιξη των κερδών της εταιρίας είναι εξαιρετικά ασταθής. Αρχικά, τα κέρδη ανέρχονται στα επίπεδα των 0,69 € και 0,81 € ανά μετοχή για το 2002 και 2003 αντίστοιχα. Οι μεγαλύτερες διακυμάνσεις παρατηρούνται μεταξύ των ετών 2003-2004 και 2005-2006. Συγκεκριμένα, το 2004 τα κέρδη αυξάνονται κατά 371% σε σχέση με το 2003, ενώ το 2006 μειώνονται κατά 28% σε σχέση με το 2005. Η συνολική αύξηση των κερδών για την περίοδο είναι 268%. Όμως, δεν γνωρίζουμε αν η διαχρονική τάση των κερδών είναι ανοδική, διότι, αν εξαιρέσουμε την ραγδαία αύξηση που παρουσιάστηκε το 2004, τα υπόλοιπα έτη παρατηρείται μείωση ή σταθερότητα των κερδών από έτος σε έτος, πράγμα που δυσκολεύει την ανάλυση των κερδών. Πρέπει να τονίσουμε, ότι οι έντονες διακυμάνσεις των κερδών επηρεάζονται σημαντικά και από την συνολική κατάσταση του κλάδου, που χαρακτηρίζεται από έντονη αστάθεια.

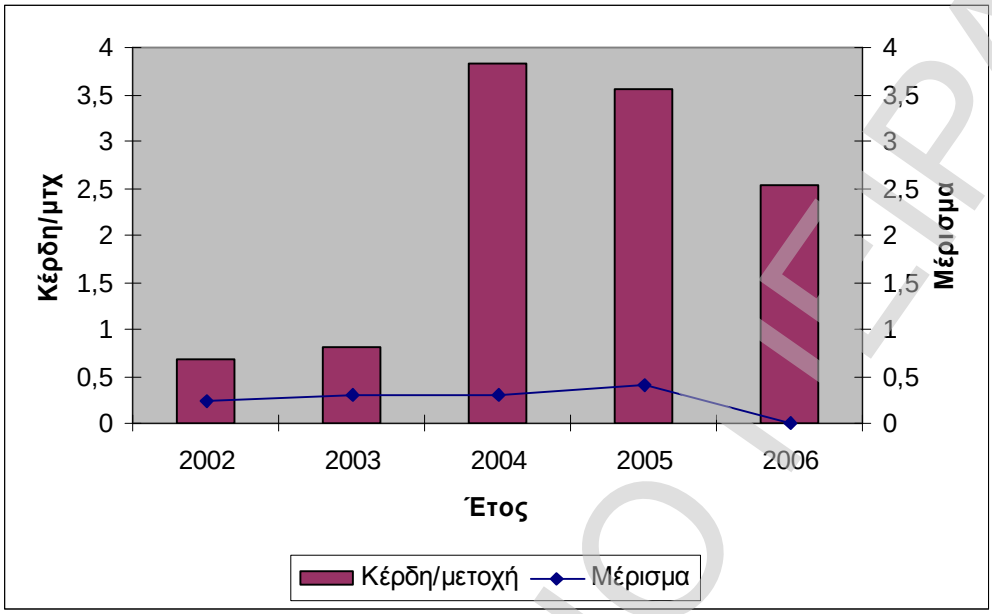
Αντίθετα με την εξέλιξη των κερδών ανά μετοχή, τα μερίσματα ακολουθούν ελαφρά ανοδική πορεία σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, με εξαίρεση το 2006, όπου αποφασίστηκε η μη διανομή μερίσματος. Η συνολική αύξηση των μερισμάτων ανέρχεται στο 66% και γίνεται σταδιακά με μικρές αυξήσεις από έτος σε έτος. Εξαίρεση αποτελεί η χρήση 2006, όπου το μέρισμα ήταν μηδενικό, λόγω της απόφασης της διοίκησης της εταιρίας να διαθέσει το συγκεκριμένο ποσό για την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών. Αποτέλεσμα της διαφοράς στην εξέλιξη των κερδών και των μερισμάτων είναι οι μεγάλες μεταβολές του δείκτη διανεμόμενων κερδών, ο οποίος παρουσιάζει ένα εύρος τιμών από 8% έως 37%, για τις χρήσεις που διανεμήθηκε μέρισμα. Τέλος, η μερισματική απόδοση διατηρείται σχετικά σταθερή, κοντά στο 2,5%, εξαιτίας του σταθερού ύψους του μερίσματος.

Από το Διάγραμμα 6-29 και τα προαναφερθέντα στοιχεία είναι φανερό, ότι η διοίκηση έχει επιλέξει την πολιτική του **σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή** –που θεωρείται εξέλιξη της πολιτικής του σταθερού ποσού ανά μετοχή- για τη διαμόρφωση των μερισμάτων της. Η βασική αιτία για την επιλογή της πολιτικής αυτής είναι η εξάλειψη των έντονων διακυμάνσεων των κερδών, που θα είχε σαν συνέπεια την μεταβλητότητα του ύψους του μερίσματος. Σχετικά με το χαμηλό ύψος του μερίσματος, αυτό οφείλεται στις μεγάλες επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

–αλλά και του κλάδου συνολικότερα- που την αναγκάζουν να μην διανείμει μέρισμα, όταν οι ανάγκες αυτές είναι αυξημένες.

**Διάγραμμα 6-29 : Μερίσματα και κέρδη για την Μπάμπης Βωβός Α.Ε.**




Η αστάθεια των κερδών της εταιρίας, το μεγάλο ύψος αποθεματικών και ο μεγάλος βαθμός παγιοποίησης της περιουσίας της οδηγούν στο συμπέρασμα ότι ή εταιρία βρίσκεται στο στάδιο white giant. Παρά την αύξηση που παρουσίασαν τα κέρδη της κατά την περίοδο αυτή, μια προσεκτικότερη μελέτη στην εξέλιξη των οικονομικών της μεγεθών δείχνουν, ότι η ανάπτυξη της δεν εξελίσσεται με γρήγορους ρυθμούς. Σίγουρα βρίσκεται ακόμη μακριά από το επόμενο στάδιο του red giant, αλλά η ανάπτυξή της έχει επιβραδυνθεί σημαντικά σε σχέση με το παρελθόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα στοιχεία αυτά, η μερισματική πολιτική της θεωρείται σχετικά χαμηλή, τόσο ως προς το ποσοστό διανεμόμενων κερδών, όσο και ως προς τη μερισματική απόδοση.

Τέλος, σχετικά με την τιμή της μετοχής, βλέπουμε ότι η μεγάλη αύξηση των κερδών του 2004 είχε θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής, ενώ στη συνέχεια, η μείωση του επιπέδου των κερδών και η μη διανομή μερίσματος το 2006 είχαν αποτέλεσμα τη μείωση του ρυθμού αύξησης της τιμής της μετοχής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 6.2.30 Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών (Κ.Α.Ε.)

Η εταιρία Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών Α.Ε. δραστηριοποιείται στον τομέα του ταξιδιωτικού λιανικού εμπορίου. Συγκεκριμένα, η εταιρία κατέχει το δικαίωμα αποκλειστικής εκμετάλλευσης των καταστημάτων αφορολογήτων ειδών που υπάρχουν ή πρόκειται να ιδρυθούν στην Ελλάδα. Η εμπορική δραστηριότητα της εταιρείας αποτελείται κυρίως από λιανικές πωλήσεις αρωμάτων, καλλυντικών, αλκοολούχων ποτών, προϊόντων καπνού, ειδών ένδυσης, ειδών πολυτελείας, τυποποιημένων και άλλων εμπορευμάτων σε επιβάτες που αναχωρούν από αεροδρόμια, μεθοριακούς σταθμούς και λιμάνια της Ελλάδας. Επίσης, η εταιρεία δραστηριοποιείται με χονδρικές πωλήσεις των παραπάνω εμπορευμάτων προς πρεσβείες και ένοπλες δυνάμεις.

**Πίνακας 6.30 Οικονομικά μεγέθη «Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών (Κ.Α.Ε.)»**

| Έτος | Κέρδη/μτχ | Μέρισμα | Εύρος τιμής μετοχής | | Μερίσματα / Κέρδη % |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Ανώτερη | Κατώτερη | |
| **2002** | 0,79 | 0,4 | 11,3 | 4,74 | 51% |
| **2003** | 1,02 | 0,6 | 15,56 | 6,1 | 59% |
| **2004** | 1,11 | 0,7 | 17,52 | 11,68 | 63% |
| **2005** | 1,07 | 0,8 | 16,34 | 12,4 | 75% |
| **2006** | 1,12 | 0,66 | 16,8 | 11,4 | 59% |

| Έτος | Μερισματική απόδοση | Εύρος τιμής Γενικού Δείκτη | | Δείκτης P/E | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Ανώτερη | Κατώτερη | Ανώτερη | Κατώτερη |
| **2002** | 4,99% | 2646,38 | 1727,09 | 14,3 | 6,0 |
| **2003** | 5,54% | 2310,52 | 1467,3 | 15,3 | 6,0 |
| **2004** | 4,79% | 2788,67 | 2227,33 | 15,8 | 10,5 |
| **2005** | 5,57% | 3663,9 | 2818,33 | 15,3 | 11,6 |
| **2006** | 4,68% | 4395,43 | 3379,28 | 15,0 | 10,2 |

**Ετήσιες εκθέσεις «Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών (Κ.Α.Ε.)»**

Η τάση των κερδών για την περίοδο 2002-2006 είναι σταθεροποιητική, με ελάχιστα θετικές μεταβολές. Καλύτερη πορεία παρουσιάζουν στην αρχή της περιόδου, όπου αυξάνονται από 0,79€ ανά μετοχή το 2002 στα 1,11 € ανά μετοχή το 2004. Στη συνέχεια παρουσιάζεται σταθεροποίηση των κερδών στα ίδια περίπου επίπεδα για το υπόλοιπο της περιόδου. Η συνολική αύξηση για την 5ετία είναι 41%. Παρόμοιες μεταβολές εμφανίζουν και τα μερίσματα της περιόδου. Συγκεκριμένα, παρατηρείται σταδιακή αύξηση τα 4 πρώτα χρόνια, με αποτέλεσμα τον διπλασιασμό του ύψους του μερίσματος, ενώ το 2006 εμφανίζεται μείωση κατά 17,5%, με τη συνολική αύξηση στην 5ετία στο 65%. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι τα μερίσματα ακολουθούν σε γενικές γραμμές τις διακυμάνσεις των κερδών, με εξαίρεση το 2005, όταν η άνοδος των κερδών

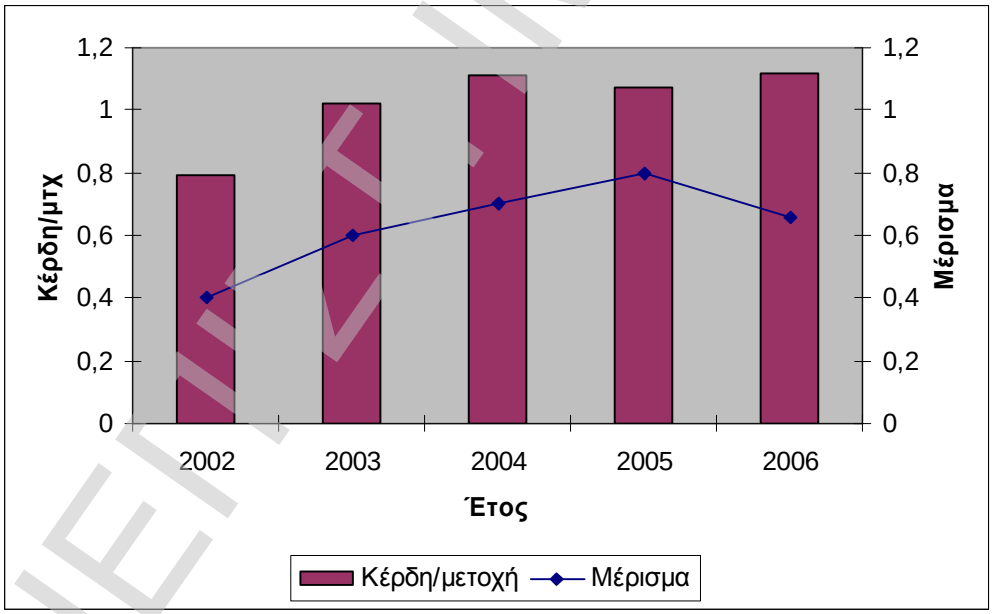
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

συνοδεύεται από μείωση του μερίσματος, και το 2006, που παρατηρούνται οι ακριβώς αντίθετες μεταβολές (αύξηση των κερδών και ταυτόχρονη μείωση του μερίσματος).

Ο δείκτης διανεμόμενων κερδών διατηρείται σχετικά σταθερός κατά τη διάρκεια της περιόδου, παρουσιάζοντας μικρές μεταβολές στην τιμή του, και διαμορφώνεται περίπου στο 60%. Αξιοσημείωτη είναι, όμως, η μεταβολή του για το 2005, που βρίσκεται στο 75%, αρκετά υψηλότερα από τα συνηθισμένα επίπεδα. Ο λόγος, για τον οποίο πιθανόν να συμβαίνει αυτό, είναι η πρόθεση της διοίκησης να ενισχύσει την τιμή της μετοχής της εταιρίας -η οποία δέχθηκε ισχυρές πιέσεις το ίδιο έτος- μέσω της αύξησης του δείκτη διανεμόμενων κερδών παρά τη μείωση των κερδών, καταφέρνοντας, έτσι, να αυξήσει το ύψος του μερίσματος και να μεταδώσει τη βεβαιότητα ότι η μείωση των κερδών είναι προσωρινή. Επίσης, ενδιαφέρον παρουσιάζει η σταθερότητα της μερισματικής απόδοσης σε όλη τη διάρκεια της περιόδου στα επίπεδα του 5%, παρά τις μεταβολές του ύψους του μερίσματος.

Στο ετήσιο δελτίο της εταιρίας για το 2006 αναφέρονται στοιχεία για τη μερισματική πολιτική της εταιρίας. Συγκεκριμένα, αναφέρεται ότι κατά το παρελθόν, όταν η εταιρία ήταν υπό κρατικό έλεγχο, η πολιτική της εταιρίας ήταν η διανομή τουλάχιστον του 85% των ετήσιων κερδών, ενώ στη συνέχεια, με την ιδιωτικοποίηση της εταιρίας τροποποιήθηκε και η μερισματική πολιτική της, που συνίσταται πλέον στην διανομή του κατάλληλου ύψους μερίσματος που θα προσφέρει

**Διάγραμμα 6-30 : Μερίσματα και κέρδη για την «Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών»**




ικανοποιητική απόδοση στους μετόχους, λαμβάνοντας υπ' όψιν, ταυτόχρονα, τις μελλοντικές χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης. Από τα στοιχεία της συγκεκριμένης περιόδου βλέπουμε ότι επαληθεύονται τα χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής που επισημαίνονται

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

από τη διοίκηση της εταιρίας. Θεωρούμε, λοιπόν, ότι η βασική πολιτική της εταιρίας είναι το **σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών**, ενώ ταυτόχρονα, βασική επιδίωξη της διοίκησης είναι η διατήρηση της μερισματικής απόδοσης σε ικανοποιητικά επίπεδα –που μεταφράζονται σε απόδοση περίπου 5%. Έτσι δικαιολογείται και η μείωση του μερίσματος του 2006, παρά την αύξηση των κερδών ανά μετοχή, αφού ικανοποιούνται οι στόχοι της σταθερής μερισματικής απόδοσης και του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών.

Από πλευράς Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, η εταιρία κατατάσσεται στο στάδιο white giant. Οι βασικότεροι λόγοι είναι η σταθερότητα που παρουσιάζεται στα κέρδη της, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, το μεγάλο ύψος αποθεματικών της και η τάση που παρουσιάζει προς την εξωτερική ανάπτυξη, μέσω εξαγορών συναφών επιχειρήσεων. Είναι, όμως, επίσης γεγονός, ότι η εταιρία αποτελεί τη μοναδική εταιρία στην Ελλάδα με παρόμοια δραστηριότητα, διαθέτοντας έτσι εξασφαλισμένο ύψος κερδών. Αυτό της επιτρέπει να μην κινδυνεύει αρκετά από τη μετάβαση στο επόμενο στάδιο του white giant.

Τέλος, η τιμή της μετοχής παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις σε όλη τη διάρκεια της περιόδου, καταγράφοντας τελικά χαμηλά κέρδη, συγκρινόμενος με την απόδοση του Γενικού Δείκτη, κάτι που οφείλεται και στη στασιμότητα των κερδών.

## Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks (2003), σελ. 66-99

Ε. Αναστασάκης, Γ. Αρτίκης «Θεωρία Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης: Η Περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας», Μελέτη Πανεπιστημίου Πειραιώς (1998)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης: Η Περίπτωση των Εκατό Μεγαλύτερων Βιομηχανικών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα», Μελέτη του Πανεπιστημίου Πειραιώς (1992)

Ετήσια Δελτία Εταιριών 2002-2006

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

## 7.1 Συμπεράσματα

Αντικειμενικός σκοπός της διπλωματικής εργασίας ήταν ο προσδιορισμός της μερισματικής πολιτικής των μεγαλύτερων, από άποψη κεφαλαιοποίησης, εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και των αιτιών που οδήγησαν τις διοικήσεις στην επιλογή της συγκεκριμένης πολιτικής. Επίσης, εξίσου σημαντικός στόχος ήταν ο προσδιορισμός του σταδίου ανάπτυξης που βρίσκεται κάθε εταιρία ξεχωριστά, με βάση τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων, και ο συσχετισμός της μερισματικής πολιτικής ανάλογα με το στάδιο ανάπτυξης της εταιρίας.

Στο Κεφάλαιο 6 παρουσιάστηκαν οι εταιρίες του δείγματος, τα βασικά οικονομικά στοιχεία τους και έγινε μια πρώτη ανάλυση, σε επίπεδο εταιρίας, της μερισματικής πολιτικής τους και του σταδίου του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής που ανήκουν. Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα που προέκυψαν από το προηγούμενο κεφάλαιο και εξάγονται τα κατάλληλα συμπεράσματα σχετικά με την συμπεριφορά των μεγαλύτερων εταιριών στην Ελλάδα στο αντικείμενο των μερισμάτων.

Στον Πίνακα 7.1 που ακολουθεί, παρουσιάζονται συνοπτικά τα στοιχεία των εταιριών του δείγματος, που εξήχθησαν από την ανάλυση του Κεφαλαίου 6. Συγκεκριμένα, αναφέρεται η μερισματική πολιτική που επιλέχθηκε από κάθε εταιρία και το στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε. που βρίσκεται. Σχετικά με τη μερισματική πολιτική, πρέπει να αναφέρουμε, ότι η διάκριση της πολιτικής κάθε εταιρίας γίνεται με βάση τις πολιτικές μερισμάτων που χρησιμοποιούνται στην πράξη (Κεφάλαιο 2.5). Επίσης, η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή και του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή αναφέρονται σαν ξεχωριστές πολιτικές, ενώ αποτελούν ουσιαστικά παραλλαγές της ίδιας πολιτικής, όπως έχει αναφερθεί και σε άλλο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας. Ο διαχωρισμός αυτός χρησιμοποιείται σε όλους τους πίνακες του παρόντος κεφαλαίου, λόγω του μεγαλύτερου πληροφοριακού περιεχομένου που έχουν έτσι τα συμπεράσματα που προκύπτουν.

Τέλος, για τις εταιρίες που βρίσκονται μεταξύ δύο σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε. ή έχουν κατεύθυνση προς ένα επόμενο στάδιο –όπως προέκυψε από την ανάλυση του προηγούμενου κεφαλαίου- αναφέρονται και τα δύο στάδια στον συγκεκριμένο πίνακα, ώστε να έχουμε καλύτερη εικόνα για τη φάση, στην οποία βρίσκεται η εταιρία (π.χ. crown prince προς white giant). Όμως, το τελικό στάδιο στο οποίο ανήκει είναι πάντοτε το πρώτο από τα δύο που αναφέρονται (γραμμένο με έντονη γραφή) και μόνο αυτό χρησιμοποιείται στους επόμενους πίνακες του κεφαλαίου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 7.1 Συγκεντρωτική παρουσίαση των εταιριών του δείγματος**

| Εταιρίες | Μερισματική πολιτική | Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. |
|---|---|---|
| Εθνική Τράπεζα | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | white giant |
| ΟΤΕ | υπολειμματική πολιτική | **white giant** προς red giant |
| Eurobank EFG | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | **crown prince** προς white giant |
| Alpha Bank | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | crown prince |
| ΟΠΑΠ ΑΕ | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | crown prince |
| Cosmote | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | crown prince |
| Coca Cola HBC | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | crown prince |
| Τράπεζα Πειραιώς | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | **crown prince** προς white giant |
| Τράπεζα Κύπρου | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | white giant |
| ΔΕΗ Α.Ε. | υπολειμματική πολιτική | red giant |
| Αγροτική Τράπεζα | υπολειμματική πολιτική | white giant |
| Ελληνικά Πετρέλαια | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | white giant |
| Τσιμεντοβιομηχανία ΤΙΤΑΝ | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | **crown prince** προς white giant |
| Εμπορική Τράπεζα | υπολειμματική πολιτική | red giant |
| Motor Oil Hellas | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | white giant |
| Marfin Financial Group | υπολειμματική πολιτική | crown prince |
| Βιοχάλκο | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | crown prince |
| Intralot | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | **crown prince** προς white giant |
| Γερμανός ΑΒΕΕ | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | crown prince |
| Τράπεζα Ελλάδος | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | white giant |
| Ελληνική Τεχνοδομική | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | white giant |
| Μυτιληναίος | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | crown prince |
| Τσιμέντα ΗΡΑΚΛΗΣ | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | white giant |
| Ελληνικά Χρηματιστήρια | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | crown prince |
| Folli Follie | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | crown prince |
| Vivartia ΑΒΕΕ | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | **crown prince** προς white giant |
| Jumbo A.E.E. | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | crown prince |
| Regency Entertainment | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | crown prince |
| Μπάμπης Βωβός | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | white giant |
| Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | white giant |

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 7.1.1 Συμπεράσματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική

Στον Πίνακα 7.2 παρουσιάζονται τα αθροιστικά στοιχεία σχετικά με την κατανομή των εταιριών του δείγματος σύμφωνα με τη μερισματική πολιτική τους. Δημοφιλέστερη πολιτική μερισμάτων αποδεικνύεται η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, η οποία προτιμήθηκε από το 30% των εταιριών του δείγματος. Η πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού ανά μετοχή προτιμήθηκε από το 23,33% των εταιριών, ενώ το 13,33% των εταιριών ακολούθησε την πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή. Αν θεωρήσουμε τις δύο αυτές πολιτικές σαν μία ενιαία, αφού η πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού είναι μια σύγχρονη εξέλιξη της πολιτικής του σταθερού ποσού ανά μετοχή, όπως έχουμε προαναφέρει, τότε τα αποτελέσματα ως προς τη δημοφιλέστερη πολιτική μεταβάλλονται, αναδεικνύοντας την πολιτική αυτή ως την δημοφιλέστερη πολιτική με 67%. Τέλος, η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο, αλλά και η υπολειμματική πολιτική παρουσιάζουν συχνότητα εμφάνισης 16,67%.

**Πίνακας 7.2 Κατανομή των εταιριών ανάλογα με τη μερισματική πολιτική**

| Μερισματική πολιτική | Αριθμός εταιριών | Ποσοστό |
|---|---|---|
| σταθερό ποσόν ανά μετοχή | 4 | 13,33% |
| σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | 7 | 23,33% |
| σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | 9 | 30,00% |
| χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | 5 | 16,67% |
| υπολειμματική πολιτική | 5 | 16,67% |
| | | |
| Σύνολο | 30 | 100,00% |

Μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζουν, όμως, και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά κάθε μίας από τις πολιτικές μερισμάτων που χρησιμοποιήθηκαν από τις εταιρίες του δείγματος. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι αυτά που παρουσιάζονται στον Πίνακα 7.3, δηλαδή οι μέσοι όροι του ύψους μερίσματος, του δείκτη διανεμόμενων κερδών και της μερισματικής απόδοσης των διαφορετικών πολιτικών. Από την ανάλυση των στοιχείων αυτών προκύπτει ότι το μεγαλύτερο ποσό μερίσματος κατά μέσο όρο καταγράφεται από τις εταιρίες που ακολούθησαν την πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή με 0,94 €), ενώ το μικρότερο ποσό παρατηρήθηκε στην πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού μερίσματος. Το μικρό ύψος μερίσματος της πολιτικής αυτής κρίνεται αναμενόμενο, αφού οι εταιρίες που υιοθετούν την πολιτική αυτή προτιμούν να διανείμουν ποσό μερίσματος που να δικαιολογείται από το ύψος των τρεχόντων, αλλά και των μελλοντικών κερδών. Σχετικά με το υψηλό ποσό μερίσματος της πολιτικής του σταθερού ποσού πρέπει να τονίσουμε, ότι επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τα εξαιρετικά υψηλά μερίσματα της Τράπεζας

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

της Ελλάδος (περίπου 2,5 € ετησίως), χωρίς αυτό να αναιρεί την θετική εικόνα των μερισμάτων της πολιτικής αυτής, όπως αποδεικνύει και η διάμεσος τιμή των 0,42 €, που θεωρείται αρκετά ελκυστική, συγκρινόμενη με τις υπόλοιπες πολιτικές.

Από την άλλη πλευρά, η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών εμφανίζει σημαντικά μεγαλύτερο δείκτη διανεμόμενων κερδών σε σχέση με τις υπόλοιπες πολιτικές, με μέσο όρο 49,53%, πράγμα που κρίνεται αναμενόμενο. Φαίνεται, λοιπόν, πως οι εταιρίες που ακολουθούν την πολιτική αυτή αντισταθμίζουν τους κινδύνους από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων λόγω των αντίστοιχων διακυμάνσεων των ετήσιων κερδών με τη διανομή μεγάλου μέρους των αποθεματικών τους. Η δεύτερη κατά σειρά πολιτική, όσον αφορά το δείκτη διανεμόμενων κερδών είναι η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο, με μέσο όρο 36,6% και ακολουθούν η υπολειμματική πολιτική (μέσος όρος 32,8%) και η πολιτική του σταθερά αυξανόμενου ποσού (μέσος όρος 31,94%). Ο μικρότερος δείκτης εμφανίζεται από τις εταιρίες με σταθερό ποσό μερίσματος (23,9%), κάτι που είναι φυσιολογικό εξαιτίας της μικρής συσχέτισης μερισμάτων και κερδών και, συνεπώς, της μεγάλης κάλυψης των μερισμάτων από τα κέρδη.

Η πιο αποδοτική μερισματική πολιτική για τους μετόχους αποδεικνύεται η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο, με μέση μερισματική απόδοση στο 6,36%, κάτι που δικαιολογείται από το γεγονός ότι τη συγκεκριμένη μερισματική πολιτική ακολουθούν συνήθως αναπτυσσόμενες εταιρίες (όπως φαίνεται και σε επόμενους πίνακες). Αρκετά αποδοτική πολιτική είναι και η υπολειμματική πολιτική, με μέση μερισματική απόδοση 6,01%, που επηρεάζεται, όμως, από τη μερισματική απόδοση της Marfin Financial Group για το 2006 (61%), ενώ και οι υπόλοιπες πολιτικές εμφανίζουν ικανοποιητική απόδοση, με μικρότερη εκείνη της πολιτικής του σταθερού ποσού μερίσματος (μέση μερισματική απόδοση 2,51%).

**Πίνακας 7.3 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των πολιτικών μερίσματος**

| | **Μερισματική πολιτική** | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | υπολειμματική πολιτική |
| **Μ.Ο. ύψους μερίσματος** | 0,94 € | 0,28 € | 0,58 € | 0,41 € | 0,44 € |
| **Μ.Ο. δείκτη διανεμόμενων κερδών** | 23,90% | 31,94% | 49,53% | 36,60% | 32,80% |
| **Μ.Ο. μερισματικής απόδοσης** | 2,51% | 3,39% | 4,69% | 6,36% | 6,01% |

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

### 7.1.2 Συμπεράσματα σχετικά με τον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής

Σημαντικά συμπεράσματα εξάγονται και από τη μελέτη των στατιστικών στοιχείων που αφορούν το στάδιο του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των εταιριών του δείγματος. Τα στοιχεί αυτά παρουσιάζονται στον Πίνακα 7.4 :

**Πίνακας 7.4 Κατανομή των εταιριών ανάλογα με το στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.**

| Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. | Αριθμός εταιριών | Ποσοστό |
|---|---|---|
| bobby dazzler | 0 | 0,00% |
| crown prince | 17 | 56,67% |
| white giant | 11 | 36,67% |
| red giant | 2 | 6,67% |
| | | |
| Σύνολο | 30 | 100,00% |

Οι εταιρίες του δείγματος κατανέμονται στα στάδια των crown prince, white giant και red giant. Στο στάδιο bobby dazzler δεν ανήκει καμία από τις εταιρίες του δείγματος, αφού οι εταιρίες αυτού του σταδίου δεν είναι δυνατό να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, όπως προβλέπεται και από τη Θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιριών ανήκει στο στάδιο crown prince, με ποσοστό 56,67% και 17 από τις 30 συνολικά εταιρίες. Στο στάδιο white giant ανήκει το 36,67% των εταιριών (11 εταιρίες), ενώ 2 εταιρίες κατατάσσονται στο στάδιο red giant, που αντιστοιχεί στο 6,67% των εταιριών. Δηλαδή οι περισσότερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι αναπτυσσόμενες και ώριμες εταιρίες, σε μια περίοδο που ήταν γενικά καλή για την ελληνική οικονομία.

Αν εξετάσουμε καλύτερα τις εταιρίες του σταδίου crown prince, παρατηρούμε την ύπαρξη αρκετών εταιριών -συγκεκριμένα 5 εταιρίες- που βρίσκονται σε προχωρημένη φάση του συγκεκριμένου σταδίου, προσεγγίζοντας αρκετά το επόμενο στάδιο white giant, χωρίς όμως να ανήκουν σε αυτό. Κάτι τέτοιο δείχνει την τάση επιβράδυνσης της ανάπτυξης αρκετών εταιριών -και, κατά συνέπεια, της οικονομίας συνολικά-, καθώς επίσης και την έλλειψη αποδοτικών επενδυτικών ευκαιριών που θα ενισχύσουν την μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών των συγκεκριμένων εταιριών. Είναι γεγονός, πάντως, ότι η παρούσα κατάσταση κρίνεται ικανοποιητική, συγκρινόμενη με την εικόνα που παρουσιαζόταν στο παρελθόν, πράγμα που οφείλεται στην κατανόηση, εκ μέρους των διοικήσεων, της ανάγκης πραγματοποίησης μεγάλων

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

επενδύσεων, τόσο στην ελληνική, όσο και στην ξένη αγορά, και στην παρουσία και δραστηριοποίηση ισχυρών ομίλων σε όλους τους κλάδους της οικονομίας.

Επίσης ικανοποιητικό είναι και το γεγονός ότι μόνο το 6,67% των εταιριών ανήκει στο στάδιο red giant, ενώ άλλη 1 εταιρία μόνο προσεγγίζει με γρήγορους ρυθμούς το στάδιο αυτό. Είναι, όμως, χαρακτηριστικό ότι και οι 2 εταιρίες του συγκεκριμένου σταδίου εμφανίζουν τη συμμετοχή του Δημοσίου σε μικρότερο (Εμπορική Τράπεζα) ή μεγαλύτερο (ΔΕΗ) βαθμό, ενώ και η τρίτη εταιρία που προσεγγίζει αυτό το στάδιο (ΟΤΕ) είναι υπό κρατικό έλεγχο. Το στοιχείο αυτό επιβεβαιώνει την αντίληψη της μειωμένης αποτελεσματικότητας και της ελλιπούς υιοθέτησης της έννοιας της επιχειρηματικότητας που παρατηρείται στο δημόσιο τομέα.

Ένα από τα βασικά συμπεράσματα που εξάγονται με την παρούσα μελέτη είναι η επιβεβαίωση ή απόρριψη της υπόθεσης ότι οι αναπτυσσόμενες και νεότερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν μια χαμηλότερη μερισματική πολιτική, κυρίως σε ότι αφορά το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους, σε σχέση με τις πιο ώριμες και αναπτυγμένες επιχειρήσεις. Η άποψη αυτή κυριαρχεί γενικότερα στον κόσμο των επιχειρήσεων και υποστηρίζεται από τη Θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής (βλέπε Κεφάλαιο 3.2), έστω και αν δεν επιβεβαιώνεται απόλυτα μέχρι τώρα. Τα αποτελέσματα της παρούσας έρευνας διαψεύδουν, μερικώς, την υπόθεση αυτή, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 7.5 που ακολουθεί.

**Πίνακας 7.5 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε.**

| | **Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.** | | |
|---|---|---|---|
| | crown prince | white giant | red giant |
| **Μ.Ο. ύψους μερίσματος** | 0,47 € | 0,59 € | 0,37 € |
| **Μ.Ο. δείκτη διανεμόμενων κερδών** | 39,29% | 33,62% | 34,30% |
| **Μ.Ο. μερισματικής απόδοσης** | 5,53% | 3,38% | 2,23% |

Αναφορικά με το μέσο ύψος μερίσματος, οι εταιρίες του σταδίου white giant εμφανίζουν υψηλότερο ποσό μερίσματος σε σχέση με τις εταιρίες του σταδίου crown prince, αλλά και εκείνες του σταδίου red giant. Τα στοιχεία αυτά κρίνονται λογικά με βάση τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής, που υπαγορεύει χαμηλότερα μερίσματα για το στάδιο crown prince, λόγω των μεγάλων επενδυτικών αναγκών των εταιριών του σταδίου αυτού, και ακόμα χαμηλότερα για το στάδιο red giant, λόγω των μειωμένων ή και αρνητικών κερδών, και άρα των χαμηλών ή και μηδενικών μερισμάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Αντίθετα, τα αποτελέσματα του δείκτη διανεμόμενων κερδών στα διάφορα στάδια δεν συμφωνούν με τη γενικότερη αντίληψη. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που ανήκουν στο στάδιο crown prince παρουσιάζουν το μεγαλύτερο μέσο δείκτη διανεμόμενων κερδών, με ποσοστό 39,29%. Ακολουθούν οι εταιρίες του σταδίου red giant, με μέσο δείκτη 34,3%, ενώ οι εταιρίες του σταδίου white giant διαμορφώνουν μέσο δείκτη διανεμόμενων κερδών στο 33,62%. Η διαφορά στα ποσοστά των εταιριών των 2 τελευταίων σταδίων είναι μικρή και έχει μικρό πληροφοριακό περιεχόμενο, λόγω του μικρού αριθμού των εταιριών του σταδίου red giant. Όμως, η τιμή του δείκτη διανεμόμενων κερδών του σταδίου crown prince έχει μεγάλο ενδιαφέρον. Η διαφορά του μέσου δείκτη του σταδίου αυτού από τον αντίστοιχο δείκτη του σταδίου white giant είναι 6 ποσοστιαίες μονάδες, δηλαδή αρκετά μεγάλη αν λάβουμε υπ' όψιν και τη διαφορά στα χαρακτηριστικά της μερισματικής πολιτικής των συγκεκριμένων σταδίων, ενώ και το δείγμα των εταιριών είναι αρκετά μεγάλο, ώστε τα αποτελέσματα αυτά να είναι στατιστικά σημαντικά. Επίσης, ένας δείκτης διανεμόμενων κερδών 40%, όπως του σταδίου crown prince, είναι εξαιρετικά μεγάλο για μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση και υποδηλώνει ότι ένα σημαντικό μέρος των κερδών επιστρέφει στους μετόχους και, συνεπώς, δεν επανεπενδύεται στην εταιρία, με αποτέλεσμα την μειωμένη αξιοποίηση των επενδυτικών ευκαιριών. Μια βασική εξήγηση για την υψηλή τιμή του δείκτη θα μπορούσε να είναι η συμμετοχή στο στάδιο crown prince αρκετών εταιριών από κλάδους που παραδοσιακά διανείμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών τους, όπως είναι οι κλάδοι τυχερών παιχνιδιών, τροφίμων και ποτών, αλλά και τραπεζών (βλέπε Πίνακα 7.11 παρακάτω).

Σχετικά με τη μερισματική απόδοση, οι εταιρίες του σταδίου crown prince εμφανίζουν το μεγαλύτερο μέσο όρο, με 5,53%, και ακολουθούν με φθίνουσα σειρά οι εταιρίες των σταδίων white giant (με 3,38%) και red giant (με 2,23%). Τα αποτελέσματα αυτά για το στάδιο crown prince είναι επίσης σχετικά υψηλά, αφού θα αναμενόταν μια αναπτυσσόμενη εταιρία να παρουσιάζει χαμηλή μερισματική απόδοση, ως αποτέλεσμα του χαμηλού ύψους μερίσματος.

Προκειμένου να μελετήσουμε σε μεγαλύτερο βάθος την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων αυτών, παρουσιάζουμε τους Πίνακες 7.6 και 7.7. Οι πίνακες αυτοί εμφανίζουν τα στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε., όπως δηλαδή και ο Πίνακας 7.5, με τη διαφορά ότι στον υπολογισμό του μέσου όρου των δεικτών δεν συμμετέχουν αρχικά οι ζημιογόνες χρήσεις κάθε εταιρίας (Πίνακας 7.6), και στη συνέχεια αφαιρούνται οι χρήσεις, κατά τις οποίες δεν διανεμήθηκε μέρισμα (Πίνακας 7.7). Η επιλογή της παρουσίασης των πινάκων αυτών έγινε, για να διαπιστώσουμε κατά πόσο επηρεάζονται τα αρχικά αποτελέσματα από τον μεγάλο αριθμό ζημιογόνων χρήσεων, που εμφανίζεται περισσότερο στις εταιρίες των σταδίων white giant και red giant και λιγότερο σε αυτές του σταδίου crown prince (Πίνακας 7.6), αλλά και από τις αποφάσεις της διοίκησης των εταιριών για μη διανομή μερίσματος, παρά την ύπαρξη κερδών, κάτι που αφορά τη μερισματική πολιτική

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

που ακολουθείται και όχι τη στατιστική παρατήρηση των μερισμάτων (Πίνακας 7.7). Τα αποτελέσματα των μετρήσεων αυτών είναι τα εξής:

**Πίνακας 7.6 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε. χωρίς τις ζημιογόνες χρήσεις**

| (χωρίς τις ζημιογόνες χρήσεις) | Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. | | |
|---|---|---|---|
| | crown prince | white giant | red giant |
| **Μ.Ο. ύψους μερίσματος** | 0,48 € | 0,63 € | 0,46 € |
| **Μ.Ο. δείκτη διανεμόμενων κερδών** | 40,18% | 35,77% | 42,88% |
| **Μ.Ο. μερισματικής απόδοσης** | 5,66% | 3,59% | 2,78% |

**Πίνακας 7.7 Συνοπτικά στατιστικά στοιχεία των σταδίων του Χ.Κ.Ζ.Ε. χωρίς τα μηδενικά μερίσματα**

| (χωρίς τα μηδενικά μερίσματα) | Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. | | |
|---|---|---|---|
| | crown prince | white giant | red giant |
| **Μ.Ο. ύψους μερίσματος** | 0,50 € | 0,71 € | 0,52 € |
| **Μ.Ο. δείκτη διανεμόμενων κερδών** | 41,60% | 40,02% | 49,00% |
| **Μ.Ο. μερισματικής απόδοσης** | 5,86% | 4,02% | 3,18% |

Βλέπουμε ότι τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τον Πίνακα 7.5 δεν αναιρούνται από τους Πίνακες 7.6 και 7.7, όμως η κατάσταση διαφοροποιείται ελαφρώς. Από τη σύγκριση του μέσου όρου του ύψους μερίσματος στους τρεις πίνακες δεν παρουσιάζεται μεταβολή στη σειρά κατάταξης των σταδίων, με το στάδιο white giant να διατηρεί σταθερά μεγαλύτερο ύψος μερίσματος. Αντίθετα, η σύγκριση του μέσου όρου του δείκτη διανεμόμενων κερδών στους τρεις πίνακες εμφανίζει σημαντικές μεταβολές. Συγκεκριμένα, η διαφορά στα ποσοστά διανεμόμενων κερδών μεταξύ των σταδίων crown prince και white giant μειώνεται ελαφρά (λιγότερο από 5%), αν αφαιρέσουμε τις ζημιογόνες χρήσεις από το δείγμα, ενώ η διαφορά σχεδόν εξαλείφεται (περίπου 1,5%), αν αφαιρέσουμε και τις χρήσεις με μηδενικά μερίσματα. Κατά συνέπεια, το τελικό συμπέρασμα της παρούσας μελέτης είναι ότι οι εταιρίες του σταδίου white giant παρουσιάζουν μικρότερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών σε σχέση με τις εταιρίες του σταδίου crown prince, συμπεριλαμβανομένων όλων των χρήσεων ανεξάρτητα από το αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία) και τη μερισματική πολιτική τους, όμως για τις χρήσεις που αποφασίζουν να διανείμουν μέρισμα, τότε παρουσιάζουν σχεδόν παρόμοιο δείκτη διανεμόμενων κερδών. Σε κάθε περίπτωση, όμως, δεν επιβεβαιώνεται η υπόθεση, ότι οι αναπτυσσόμενες εταιρίες παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους μέσα στην επιχείρηση για τη χρηματοδότηση των επενδύσεών τους, σε σχέση με τις στατικές ή αναπτυγμένες εταιρίες.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Από την εξέλιξη των μεγεθών των παραπάνω πινάκων αξίζει να τονίσουμε την σημαντική αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών για τις εταιρίες του σταδίου red giant. Ήδη με την αφαίρεση των ζημιογόνων χρήσεων παρουσιάζεται και ο μεγαλύτερος δείκτης διανεμόμενων κερδών σε σχέση με τα υπόλοιπα στάδια, με 42,88%, ενώ με την αφαίρεση και των μηδενικών μερισμάτων ο δείκτης διαμορφώνεται στο 49%. Τα στοιχεία αυτά επιβεβαιώνουν τα χαρακτηριστικά των εταιριών του συγκεκριμένου σταδίου, που είναι τα μειωμένα ή και αρνητικά κέρδη, την ύπαρξη πολλών χρήσεων χωρίς διανομή μερίσματος και, τελικά, την έλλειψη μεγάλων επενδυτικών ευκαιριών, η οποία εκφράζεται από τον υψηλό δείκτη διανεμόμενων κερδών για τις κερδοφόρες χρήσεις (Πίνακας 7.6). Τέλος, ανάλογη τάση μείωσης των διαφορών, όπως εκείνη του δείκτη διανεμόμενων κερδών καταγράφεται και για το δείκτη μερισματικής απόδοσης, με τη διαφορά ότι η μερισματική απόδοση του σταδίου crown prince διατηρείται υψηλότερη σε σχέση με το στάδιο white giant, ακόμα και στον Πίνακα 7.7, ενώ η μερισματική απόδοση των εταιριών του σταδίου red giant παραμένει σταθερά η χαμηλότερη από τα τρία στάδια.

Το τελικό συμπέρασμα σχετικά με την εφαρμογή ή μη των αρχών της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής των Επιχειρήσεων κατά τη λήψη των αποφάσεων μερισματικής πολιτικής από τις εταιρίες του δείγματος είναι ότι οι διοικήσεις των εταιριών δεν υιοθετούν απόλυτα τις αρχές αυτές και πολλές φορές η μερισματική πολιτική τους δεν είναι σύμφωνη με το στάδιο ανάπτυξης τους. Κάτι τέτοιο επισημάνθηκε, άλλωστε, αρκετές φορές κατά την ανάλυση των εταιριών του Κεφαλαίου 6, όπου οι περισσότερες εταιρίες του σταδίου crown prince παρουσίαζαν υψηλότερη μερισματική πολιτική απ' ότι υπαγόρευε η αναπτυξιακή δραστηριότητά τους.

### 7.1.3 Συνδυαστικά συμπεράσματα μερισματικής πολιτικής και σταδίων Χ.Κ.Ζ.Ε.

Μεγάλο πληροφοριακό περιεχόμενο διαθέτει και ο Πίνακας 7.8, που συνδυάζει τη μερισματική πολιτική με τα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής. Με την μελέτη του πλήθους των εταιριών ανά είδος μερισματικής πολιτικής και ανά στάδιο ανάπτυξης επιχειρείται η εξέταση της ύπαρξης ή μη διαφοροποίησης της μερισματικής πολιτικής ανάλογα με το στάδιο που βρίσκεται κάθε εταιρία. Δηλαδή, ελέγχεται το αν υπάρχει κάποια μερισματική πολιτική που να προτιμάται σε κάποιο στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε. και, γενικότερα, αν κάποια μερισματική πολιτική εξυπηρετεί καλύτερα τους στόχους κάποιου σταδίου του Χ.Κ.Ζ.Ε. Από τις εταιρίες του δείγματος δεν φαίνεται κάποια τέτοια σχέση, που να είναι έντονά εκφρασμένη και, συνεπώς, αξιόπιστη πέρα από την ύπαρξη κάποιων επιμέρους συμπερασμάτων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 7.8 Μερισματική πολιτική και στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε.**

| | | Μερισματική πολιτική | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | υπολειμματική πολιτική | | Σύνολο |
| **Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε.** | crown prince | 3 | 4 | 6 | 3 | 1 | | 17 |
| | white giant | 1 | 3 | 3 | 2 | 2 | | 11 |
| | red giant | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | | 2 |
| | | | | | | | | |
| | Σύνολο | 4 | 7 | 9 | 5 | 5 | | 30 |

Ένα τέτοιο συμπέρασμα είναι ότι η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή ακολουθείται κατά κύριο λόγο από εταιρίες του σταδίου crown prince, αφού 3 από τις 4 συνολικά εταιρίες με αυτή την πολιτική ανήκουν στο συγκεκριμένο στάδιο. Το ίδιο ισχύει και για την πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο, με 3 από τις 5 εταιρίες να ανήκουν στο στάδιο αυτό, αλλά και για την πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, με 6 από 9 εταιρίες. Αντίθετα, οι εταιρίες του σταδίου white giant δεν καταγράφουν κάποια έντονή προτίμηση σε κάποια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική, αλλά κατανέμονται σχετικά ομαλά μεταξύ όλων των πολιτικών. Η μόνη αξιόλογη παρατήρηση για τις εταιρίες αυτές είναι ότι αποφεύγουν την υιοθέτηση της πολιτικής του σταθερού ποσού ανά μετοχή, κάτι που είναι λογικό εξαιτίας της χαμηλής μερισματικής απόδοσης που εμφανίζει -η μόνη εταιρία που συνδυάζει τα παραπάνω είναι η Τράπεζα της Ελλάδος.

Επίσης, από τον Πίνακα 7.8 διαπιστώνεται ότι η υπολειμματική πολιτική χρησιμοποιείται κυρίως από αναπτυγμένες και φθίνουσες εταιρίες, δηλαδή από εταιρίες που βρίσκονται στα στάδια white giant και red giant, και όχι από εταιρίες του σταδίου crown prince, κάτι που θα ήταν αναμενόμενο στην προσπάθειά τους να χρηματοδοτήσουν πρώτα τις επενδυτικές τους ανάγκες και στη συνέχεια να αποφασίσουν τη διανομή μερίσματος. Τέλος, χρήσιμο είναι και το συμπέρασμα ότι και οι δύο εταιρίες του σταδίου red giant ακολουθούν την υπολειμματική πολιτική, δείγμα της αδυναμίας τους να διαμορφώσουν σταθερή μερισματική πολιτική και της προσπάθειας που καταβάλλουν να βελτιώσουν τα αποτελέσματά τους μέσω της παρακράτησης των κερδών τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**Πίνακας 7.9 Μερισματική πολιτική και στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε. σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση**

| Κεφαλαιοποίηση | Μερισματική πολιτική | | | | | Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | υπολειμματική πολιτική | crown prince | white giant | red giant |
| Σειρά 1-10 | 1 | 3 | 4 | 0 | 2 | 6 | 3 | 1 |
| Σειρά 11-20 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 | 5 | 4 | 1 |
| Σειρά 21-30 | 1 | 3 | 3 | 3 | 0 | 6 | 4 | 0 |
| | | | | | | | | |
| Σύνολο | 4 | 7 | 9 | 5 | 5 | 17 | 11 | 2 |

Ο Πίνακας 7.9 παρουσιάζει την κατανομή των εταιριών του δείγματος ανάλογα με τη μερισματική πολιτική και την κεφαλαιοποίησή τους, καθώς και το στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση. Οι επιμέρους κατηγορίες της κεφαλαιοποίησης των εταιριών έχουν διαμορφωθεί από την κατάταξη των εταιριών με φθίνουσα σειρά κεφαλαιοποίησης. Η κατηγοριοποίηση αυτή εξετάζει αν υπάρχει σχέση μεταξύ του μεγέθους των εταιριών και της μερισματικής πολιτικής τους ή του σταδίου του Χ.Κ.Ζ.Ε. που βρίσκονται. Ξεκινώντας από το στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε., δεν διαπιστώνεται κάποια σημαντική σχέση με την κεφαλαιοποίηση των εταιριών, δεδομένου ότι οι εταιρίες κατανέμονται ομοιόμορφα και στις τρεις κατηγορίες κεφαλαιοποίησης. Τα μόνα αξιοσημείωτα στοιχεία είναι ότι οι εταιρίες του σταδίου white giant ανήκουν κυρίως στις χαμηλότερες κατηγορίες κεφαλαιοποίησης και όχι στις πρώτες θέσεις, όπως ίσως θα ήταν αναμενόμενο, καθώς και ότι οι 2 εταιρίες του σταδίου red giant είναι στις υψηλές θέσεις της σειράς κεφαλαιοποίησης.

Αναφορικά με τη σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και κεφαλαιοποίησης, πάλι δεν καταγράφεται κάποια ισχυρή τάση ή χαρακτηριστική συμπεριφορά. Τα ενδιαφέροντα στοιχεία είναι ότι 4 από τις 10 επιχειρήσεις με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση ακολουθούν την πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών, ενώ αντίθετα η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτου ακολουθείται από τις εταιρίες με μικρότερη κεφαλαιοποίηση, και μάλιστα με αύξοντα ρυθμό, κάτι που σημαίνει ότι η πολιτική αυτή χρησιμοποιείται από μικρότερου μεγέθους εταιρίες.

### 7.1.4 Συμπεράσματα ανάλογα με τον κλάδο δραστηριότητας

Σε προηγούμενα κεφάλαια της παρούσας εργασίας (Κεφάλαια 2.2 και 5.3) έχει αναφερθεί η ύπαρξη της θεωρίας ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθεί μια εταιρία εξαρτάται από τη

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μερισματική πολιτική των άλλων εταιριών, με έμφαση στις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου (Marsh & Merton, 1987). Προκειμένου να εξετάσουμε αν κάτι τέτοιο επιβεβαιώνεται και στην περίπτωση των ελληνικών επιχειρήσεων, θα επιχειρήσουμε την κατανομή των εταιριών ανάλογα με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται και στη συνέχεια θα εξαχθούν τα κατάλληλα συμπεράσματα για κάθε κλάδο σχετικά με τη μερισματική πολιτική, αλλά και το στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε.

Οι εταιρίες του δείγματος παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία αναφορικά με τον κλάδο δραστηριοποίησής τους και γι' αυτό η κατανομή τους στους κλάδους έγινε με το σκεπτικό των παρόμοιων δραστηριοτήτων, έτσι ώστε οι κλάδοι που θα σχηματιστούν να είναι αντιπροσωπευτικοί, αλλά και εμφανώς διακριτοί μεταξύ τους. Αυτός είναι και ο λόγος που μερικές εταιρίες ενδέχεται να μην ταιριάζουν απόλυτα με τα χαρακτηριστικά του κλάδου, όμως έχουν σημαντικές ομοιότητες στο αντικείμενό τους (π.χ. Δ.Ε.Η. στον βιομηχανικό κλάδο, Marfin Financial Group στον τραπεζικό κλάδο). Οι κλάδοι που παρουσιάζονται, καθώς και οι εταιρίες που τους απαρτίζουν είναι οι εξής:

- **Τραπεζικός κλάδος :** Εθνική Τράπεζα, Eurobank, Alpha Bank, Τράπεζα Πειραιώς, Τράπεζα Κύπρου, Αγροτική Τράπεζα, Εμπορική Τράπεζα, Τράπεζα Ελλάδος, Marfin Financial Group
- **Κλάδος κατασκευών :** Ελληνική Τεχνοδομική, Μπάμπης Βωβός
- **Βιομηχανικός κλάδος :** Τσιμέντα Ηρακλής, Τσιμεντοβιομηχανία Τιτάν, Βιοχάλκο, Μυτιληναίος, Δ.Ε.Η.
- **Κλάδος τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής :** Ο.Π.Α.Π., Intralot, Regency Entertainment
- **Κλάδος τηλεπικοινωνιών :** ΟΤΕ, Cosmote, Γερμανός
- **Κλάδος πετρελαίου :** Motoroil, Ελληνικά Πετρέλαια
- **Κλάδος λιανικού εμπορίου :** Folli Follie, Jumbo, Καταστήματα Αφορολογήτων Ειδών
- **Κλάδος τροφίμων και ποτών :** Coca Cola HBC, Vivartia
- **Κλάδος εταιριών διαχείρισης Χρηματιστηρίων :** Ελληνικά Χρηματιστήρια

Στον Πίνακα 7.10 παρουσιάζονται τα είδη μερισματικής πολιτικής που ακολουθούνται από τις εταιρίες κάθε κλάδου. Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τη μελέτη του πίνακα είναι συγκεχυμένα, εξαιτίας του μεγάλου αριθμού κλάδων, σε σχέση με το δείγμα της παρούσας εργασίας. Παρουσιάζεται, δηλαδή, σχετικά ομοιόμορφη κατανομή των ειδών μερισματικής πολιτικής στους κλάδους δραστηριότητας, με αποτέλεσμα την αδυναμία εξαγωγής μεγάλου αριθμού συμπερασμάτων. Το πρόβλημα αυτό θα μπορούσε να περιοριστεί με την επιλογή

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μεγαλύτερου δείγματος εταιριών, που όμως δεν ήταν δυνατό στα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

**Πίνακας 7.10 Μερισματική πολιτική ανάλογα με τον κλάδο**

| Κλάδος | Μερισματική πολιτική | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | σταθερό ποσόν ανά μετοχή | σταθερό ποσόν ανά μετοχή (σταθερά αυξανόμενο) | σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών | χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο | υπολειμματική πολιτική | | Σύνολο |
| Τράπεζες | 1 | 2 | 3 | - | 3 | | 9 |
| Κατασκευαστικές | - | 1 | - | 1 | - | | 2 |
| Βιομηχανίες | 1 | 1 | - | 2 | 1 | | 5 |
| Τυχερά παιχνίδια και αναψυχή | - | - | 2 | 1 | - | | 3 |
| Τηλεπικοινωνίες | - | 1 | 1 | - | 1 | | 3 |
| Πετρελαϊκές εταιρίες | - | 1 | 1 | - | - | | 2 |
| Λιανικό Εμπόριο | 1 | 1 | 1 | - | - | | 3 |
| Τρόφιμα και ποτά | 1 | - | - | 1 | - | | 2 |
| Εταιρίες διαχείρισης Χρηματιστηρίων | - | - | 1 | - | - | | 1 |
| | | | | | | | |
| Σύνολο | 4 | 7 | 9 | 5 | 5 | | 30 |

Κάτι που θα μπορούσαμε να αναφέρουμε σαν συμπέρασμα από την εικόνα που εμφανίζεται στον Πίνακα 7.10, είναι ότι στον τραπεζικό κλάδο προτιμώνται η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών και η υπολειμματική πολιτική και αποφεύγεται η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο, ενώ αντίθετα στον βιομηχανικό κλάδο προτιμάται η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο και αποφεύγεται η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την μερισματική πολιτική στον κλάδο αυτό –και δικαιολογεί την παραπάνω εικόνα- είναι η έντονη αστάθεια στην εξέλιξη των κερδών, που υπαγορεύει τη διανομή χαμηλού τακτικού μερίσματος. Κάτι ανάλογο συμβαίνει και στον κατασκευαστικό κλάδο, με τις δύο εταιρίες του κλάδου να επιλέγουν τις πολιτικές του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο και του σταθερά αυξανόμενου ποσού, ενώ στον κλάδο των τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής, όπου παρατηρείται σταθερότητα και μικρός ρυθμός ανάπτυξης του κλάδου, επιλέγεται βασικά η πολιτική του σταθερού ποσοστού διανεμόμενων κερδών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Για την εξαγωγή περισσότερο αξιόπιστων συμπερασμάτων σχετικά με τη μερισματική πολιτική στους διάφορους κλάδους, παρουσιάζεται ο Πίνακας 7.11 με τα στατιστικά στοιχεία των μερισμάτων ανά κλάδο.

**Πίνακας 7.11 Στατιστικά στοιχεία μερισματικής πολιτικής ανά κλάδο**

| Κλάδος | Μ.Ο. ύψους μερίσματος | Μ.Ο. δείκτη διανεμόμενων κερδών | Μ.Ο. μερισματικής απόδοσης |
|---|---|---|---|
| Τράπεζες | 0,72 € | 33,49% | 5,43% |
| Κατασκευαστικές | 0,22 € | 21,00% | 3,19% |
| Βιομηχανίες | 0,45 € | 33,72% | 4,31% |
| Τυχερά παιχνίδια και αναψυχή | 0,58 € | 51,93% | 7,57% |
| Τηλεπικοινωνίες | 0,40 € | 44,40% | 3,48% |
| Πετρελαϊκές εταιρίες | 0,56 € | 46,60% | 4,69% |
| Λιανικό Εμπόριο | 0,33 € | 31,40% | 3,14% |
| Τρόφιμα και ποτά | 0,32 € | 51,90% | 3,28% |
| Εταιρίες διαχείρισης Χρηματιστηρίων | 0,19 € | 19,80% | 2,48% |

Ο κλάδος με το μεγαλύτερο ύψος μερίσματος είναι ο τραπεζικός, και μάλιστα με μεγάλη διαφορά από τους υπόλοιπους κλάδους, κάτι που ήταν αναμενόμενο, αφού είναι γνωστή η πολιτική των τραπεζικών εταιριών να διανείμουν μεγάλα μερίσματα. Αρκετά υψηλά είναι και τα μερίσματα του κλάδου τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής, των πετρελαϊκών εταιριών και των βιομηχανικών εταιριών, κάτι που οφείλεται στο μέγεθος των εταιριών που απαρτίζουν τους κλάδους αυτούς. Αντίθετα, τα μικρότερα μερίσματα παρατηρούνται στους κλάδους εταιριών διαχείρισης Χρηματιστηρίων και Κατασκευών, λόγω των μεγάλων αναγκών σε επενδύσεις.

Οι συγκεκριμένοι κλάδοι είναι και οι κλάδοι που παρουσιάζουν το μικρότερο δείκτη διανεμόμενων κερδών, επιβεβαιώνοντας τα παραπάνω συμπεράσματα. Αντίθετα, ο κλάδος τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής παρουσιάζει το μεγαλύτερο δείκτη, με 51,93%, ενώ ακολουθούν οι κλάδοι τροφίμων και ποτών, με 51,90%, και των πετρελαϊκών εταιριών, με 46,6%. Από την άλλη πλευρά, ο τραπεζικός κλάδος δεν παρουσιάζει ιδιαίτερα μεγάλο δείκτη διανεμόμενων κερδών, αφού περιορίζεται σε 33,49%.

Αναφορικά με τη μερισματική απόδοση, τα αποτελέσματα είναι, σε γενικές γραμμές, αναμενόμενα. Ικανοποιητικές αποδόσεις προσφέρουν οι κλάδοι τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής, τραπεζών, πετρελαϊκών εταιριών και βιομηχανιών, ενώ χαμηλότερες αποδόσεις

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

καταγράφουν οι κλάδοι εταιριών διαχείρισης Χρηματιστηρίων, λιανικού εμπορίου και κατασκευών.

**Πίνακας 7.12 Στάδια Χ.Κ.Ζ.Ε. των εταιριών ανάλογα με τον κλάδο**

| Κλάδος | Στάδιο Χ.Κ.Ζ.Ε. | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | crown prince | white giant | red giant | | Σύνολο |
| Τράπεζες | 4 | 4 | 1 | | 9 |
| Κατασκευαστικές | - | 2 | - | | 2 |
| Βιομηχανίες | 3 | 1 | 1 | | 5 |
| Τυχερά παιχνίδια και αναψυχή | 3 | - | - | | 3 |
| Τηλεπικοινωνίες | 2 | 1 | - | | 3 |
| Πετρελαϊκές εταιρίες | - | 2 | - | | 2 |
| Λιανικό Εμπόριο | 2 | 1 | - | | 3 |
| Τρόφιμα και ποτά | 2 | - | - | | 2 |
| Εταιρίες διαχείρισης Χρηματιστηρίων | 1 | - | - | | 1 |
| | | | | | |
| Σύνολο | 17 | 11 | 2 | | 30 |

Για να κατανοήσουμε καλύτερα την κατάσταση που βρίσκονται οι κλάδοι που αναφέραμε στους προηγούμενους πίνακες, αλλά και να αιτιολογήσουμε τα στοιχεία της μερισματικής πολιτικής κάθε κλάδου, είναι σκόπιμο να εξετάσουμε το στάδιο ανάπτυξης που βρίσκονται οι εταιρίες των κλάδων ξεχωριστά. Με τον τρόπο αυτό μπορούμε να εξάγουμε συμπεράσματα σχετικά με το ρυθμό ανάπτυξης, τις προοπτικές και το βαθμό ωριμότητας των κλάδων αυτών.

Από τα στοιχεία που παρουσιάζονται στον Πίνακα 7.12, ενδιαφέρον παρουσιάζει ο κλάδος των τραπεζών, ο οποίος αποτελείται στο μεγαλύτερο βαθμό του από εταιρίες των σταδίων crown prince και red giant. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με τις υψηλές κερδοφορίες των εταιριών του κλάδου, αλλά και τα υψηλά μερίσματα, αποδεικνύει ότι ο κλάδος των τραπεζών υπήρξε έντονα αναπτυσσόμενος τη συγκεκριμένη περίοδο, δικαιολογώντας και την υψηλή σχετικά μερισματική απόδοση που παρουσίασε. Επίσης, ο κλάδος των τυχερών παιχνιδιών και αναψυχής αποτελείται αποκλειστικά από εταιρίες του σταδίου crown prince, κάτι που είχε θετική επίδραση τόσο στο ύψος του μερίσματος, όσο και στη μερισματική απόδοση που διαμόρφωσε ο κλάδος. Κάτι ανάλογο συνέβη και στον βιομηχανικό κλάδο, αλλά και στον κλάδο τροφίμων και ποτών, στους οποίους ανήκουν κυρίως εταιρίες από το στάδιο crown prince.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Αντίθετα, τα συμπεράσματα για τους κλάδους κατασκευών και πετρελαϊκών εταιριών δεν είναι τόσο ενθαρρυντικά. Οι δύο αυτοί κλάδοι αποτελούνται από εταιρίες white giant, που σημαίνει ότι οι δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξής τους είναι περιορισμένες και εξαρτώνται από τις αναπτυξιακές δραστηριότητες των εταιριών των κλάδων. Ειδικά για τον κλάδο των πετρελαϊκών εταιριών, το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνεται από το μεγάλο ύψος μερίσματος και τον υψηλό δείκτη διανεμόμενων κερδών που παρουσιάζει.

### 7.1.5 Γενικά συμπεράσματα

Εκτός από τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την ανάλυση των πινάκων που παρουσιάστηκαν στις προηγούμενες ενότητες του αυτού κεφαλαίου, υπάρχουν και κάποια συμπεράσματα που αφορούν γενικότερες παρατηρήσεις επί των αποφάσεων μερισματικής πολιτικής των διοικήσεων των εταιριών, αλλά και τη διερεύνηση για το αν υπάρχει τελικά επίδραση στην τιμή της μετοχής από την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική.

Κατά την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των εταιριών (Κεφάλαιο 6) παρατηρήθηκε συχνά το φαινόμενο της διατήρησης των μερισμάτων σε ένα σταθερό επίπεδο, ενώ παράλληλα τα κέρδη για την αντίστοιχη χρήση εμφάνισαν μείωση. Δηλαδή, σε περιόδους μείωσης των κερδών, οι διοικήσεις των εταιριών παρουσιάζουν διστακτικότητα στο να αποφασίσουν αντίστοιχη μείωση των μερισμάτων. Το αποτέλεσμα είναι το ύψος των μερισμάτων να διατηρείται σταθερό ή να μειώνεται σε μικρότερο βαθμό σε σχέση με τα κέρδη, κάτι που επιτυγχάνεται με την πρόσκαιρη αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών, ώστε να αντισταθμιστεί η μείωση στα κέρδη. Η πολιτική αυτή ακολουθείται ανεξάρτητα από το είδος μερισματικής πολιτικής που έχει επιλέξει η εταιρία σε μακροπρόθεσμη βάση και χρησιμοποιείται με σκοπό να αμβλύνει τις αρνητικές επιπτώσεις που έχει μια ξαφνική μείωση του επιπέδου των κερδών στην εμπιστοσύνη των επενδυτών σχετικά με τις προβλέψεις για την μελλοντική πορεία της εταιρίας και το ρυθμό ανάπτυξής της, κάτι που θα έχει αρνητικές συνέπειες στην τιμή της μετοχής της εταιρίας. Αυτή η προσπάθεια ενίσχυσης της τιμής της μετοχής μέσω της μερισματικής πολιτικής παρατηρήθηκε αρκετές φορές στις εταιρίες του δείγματος, με χαρακτηριστικά παραδείγματα την Εθνική Τράπεζα, όταν το 2004 αποφάσισε τη μικρή μείωση του ετήσιου μερίσματος και την αντίστοιχη αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών, παρά το γεγονός ότι μειώθηκαν σημαντικά τα κέρδη, τον Ο.Π.Α.Π. που αύξησε ελάχιστα το μέρισμα για το 2005, ενώ μειώθηκαν τα κέρδη, την Ελληνική Τεχνοδομική, η οποία αποφάσισε την αύξηση του δείκτη διανεμόμενων κερδών για το 2006 παρά τη μείωση των κερδών, και την Α.Γ.Ε.Τ. Ηρακλής, που διατήρησε σταθερά τα μερίσματα των ετών 2004 και 2006, παρά τις διακυμάνσεις των κερδών.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Αναφορικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας στην τιμή της μετοχής, δεν είμαστε σε θέση να επιβεβαιώσουμε ή να διαψεύσουμε τις θεωρίες περί θετικής, αρνητικής ή μη επίδρασης της τιμής, ακόμα και το αν κάποια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική είχε σαν αποτέλεσμα μεγαλύτερη απόδοση της μετοχής σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη, αφού για την εξαγωγή τέτοιων συμπερασμάτων απαιτείται η χρήση στατιστικών εργαλείων και μοντέλων. Άλλωστε, κάτι τέτοιο δεν έχει διευκρινιστεί με βεβαιότητα μέχρι τώρα από άλλους ερευνητές, αλλά δεν ήταν και ο πρωταρχικός στόχος της παρούσας εργασίας. Από την ανάλυση, όμως, των εταιριών φαίνεται ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται περισσότερο από άλλους παράγοντες, όπως είναι, κυρίως, η εξέλιξη των τρεχόντων και των μελλοντικών κερδών, ο ρυθμός ανάπτυξης και το μέγεθος της επιχείρησης, ακόμα και από τις έκτακτες αποφάσεις αύξησης ή διατήρησης του ύψους μερίσματος που αναφέραμε προηγουμένως, ενώ μικρή σχετικά επίδραση έχει η μερισματική πολιτική που ακολουθεί σε μακροπρόθεσμο επίπεδο.

## 7.2 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

Ολοκληρώνοντας την παρούσα εργασία, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε σε ορισμένες προτάσεις για φοιτητές ή ερευνητές, που επιθυμούν να ασχοληθούν μελλοντικά με το σύγχρονο και ενδιαφέρον θέμα της μερισματικής πολιτικής των εταιριών της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Μια πρόταση για τη διεξοδική μελέτη του συγκεκριμένου θέματος, ως προς το ερευνητικό μέρος, θα μπορούσε να είναι η επιλογή μεγαλύτερου δείγματος εταιριών από το Χρηματιστήριο Αθηνών, ακόμα και η συμμετοχή όλων των εταιριών που δραστηριοποιούνται σε αυτό. Έτσι θα ήταν ευκολότερη η εξαγωγή γενικών συμπερασμάτων σχετικά με τη μερισματική πολιτική τους, το στάδιο του Χ.Κ.Ζ.Ε. που βρίσκονται και τα αποτελέσματα θα είχαν ακόμα μεγαλύτερη αξιοπιστία, αλλά και πληροφοριακή αξία. Η συμμετοχή ακόμα και των μικρότερων εταιριών του Χρηματιστηρίου θα ήταν ιδιαίτερα σημαντική, μιας και οι μικρότερου μεγέθους εταιρίες είναι πιο αντιπροσωπευτικές για την γενικότερη οικονομική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας.

Επίσης, ιδιαίτερα χρήσιμο θα ήταν η ανάλυση του δείγματος εταιριών να αφορά μια χρονική περίοδο 10-15 ετών, με σκοπό την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων για τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν, ιδιαίτερα σε σχέση με το αν διατηρούν μια σταθερή μερισματική πολιτική για μεγάλο χρονικό διάστημα. Έτσι θα ήταν δυνατή η μελέτη της μερισματικής πολιτικής ακόμα και σε περιόδους κάμψης ή ύφεσης της οικονομικής δραστηριότητας.

Σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην τιμή των μετοχών, θα μπορούσε να ερευνηθεί αν υπάρχει κάποια τέτοια σχέση μέσω πιο σύνθετων στατιστικών εργαλείων και



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

μαθηματικών μοντέλων, με σκοπό να διαλευκανθεί ένα από τα πιο δυσεπίλυτα προβλήματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική και την χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων, το οποίο έχει μεγάλη αξία στον οικονομικό και επιχειρηματικό κόσμο, ειδικά αν κάτι τέτοιο αφορά την περίπτωση των ελληνικών εταιριών.

Τέλος, αναφορικά με το Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής των Επιχειρήσεων, μια ενδιαφέρουσα πρόταση θα ήταν η κατάταξη των εταιριών στα 4 στάδια, με βάση διαφορετικούς και πιο εξειδικευμένους δείκτες και με την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους, με σκοπό να διαπιστωθεί επακριβώς η παρούσα κατάστασή τους και οι μελλοντικές προοπτικές τους.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

**Ελληνική**

Γ. Αληφαντής, «Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσεως», 5η έκδοση, Εκδόσεις ΠΑΜΙΣΟΣ (2002)

Ε. Αναστασάκης, Γ. Αρτίκης «Θεωρία Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης: Η Περίπτωση της Ελληνικής Οικονομίας», Μελέτη Πανεπιστημίου Πειραιώς (1998)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος Interbooks (2002)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδόσεις Interbooks (2003)

Γ. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης: Η Περίπτωση των Εκατό Μεγαλύτερων Βιομηχανικών Επιχειρήσεων στην Ελλάδα», Μελέτη του Πανεπιστημίου Πειραιώς (1992)

Α. Οικονόμου, «Η μερισματική πολιτική των εταιριών της Ε. Ε και το υπόδειγμα προσαρμογής μερισμάτων», Διατριβή στην ΑΣΟΕΕ (2005)

Ε. Σακέλλης, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο - Τόμος Γ'», Εκδόσεις ΒΡΥΚΟΥΣ (2003)

Β. Σαρσέντη & Α. Παπαναστασάτου, «Λογιστική Εταιριών», Γ' Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλης (2000)

Π. Σγαρδέλης, «Η Μερισματική Πολιτική στην Ελλάδα: Εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης της στην αξία της Επιχείρησης», Διπλωματική εργασία, ΑΣΟΕΕ (2000)

Γ. Φιλιππάτος, Π. Αθανασσόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Εκδόσεις Παπαζήση (1985)

J. Weston, E. Brigham, "Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής", Εκδόσεις Παπαζήση (1986)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ετήσια Δελτία Εταιριών 2002-2006

## Ξενόγλωσση

B. Andrew & G. Young, “Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Dividend Cuts by UK Firms”, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 65 (2003), σελ. 531-555

S. Bhattacharya, “Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy”, Bell Journal of Economics 10 (1979), σελ 259-270

F. Black, “The Dividend Puzzle”, Journal of Portfolio Management 2 (1976), σελ 5-8

R. Brealey, S. Myers, A. Marcus, “Fundamentals of Corporate Finance”, 5th edition, Mc Graw-Hill (2007)

E. Brigham and J. Pappas, “Duration of Growth, Change in Growth and Corporate Shares Prices, Financial Analysis Journey 23 (1966): σελ. 157-162.

A. Damodaran, “Corporate Finance: Capital Structure, Dividend Policy and Valuation” Stern, School of Business (2004)

H. DeAngelo, R. DeAngelo, M. Stulz, “Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory”, Journal of Financial Economics, Volume 81 (2004), σελ. 227-254

E. Elton & M. Gruber, “Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect”, Review of Economics and Statistics 52, (1970), σελ. 68-74

E. Fama & H. Babiak, “Dividend Policy: An Empirical Analysis”, Journal of the American Statistical Association 63, (1968), σελ. 1132-1161

E. Fama & K. French, “Dissapearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, Journal of Financial Economics, Vol. 60 (2001), σελ. 3-43

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

I. Garrett, R. Priestley, “Dividend Behavior and Dividend Signaling”, Άρθρο στην ηλεκτρονική βάση “emeraldinsight” (2000)

E. Hrisanthopouloy, “The Dividend Policy of Greek Firms: Theoretical and Empirical Investigation”, Διατριβή Πανεπιστημίου ΑΣΟΕΕ, (2004)

J. Joannos and N. Filippas, “Dividend Policy of Firms listed in The Athens Stock Exchange: An Empirical Analysis”, Spoudai, vol. 47, (1997) σελ.249 – 285

Journal: “Major UK Companies Handbook”, Primark Extel (1999)

G. Karathanassis & N. Filippas “Estimation of Bank Stock Price Parameters and the Variance Components Model”, Applied Economics (1988)

T. Levitt, “Marketing Myopia”, Harvard Business Review (1960)

J. Lintner, “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, American Economic Review 46 (1956), σελ. 97-113

T. Marsh & R. Merton, “Dividend Behaviour for the Aggregate Stock Market”, Journal of Business 60 (1987), σελ 1-40

T. McRae, “Financial Life Cycle Theory of the Firm”, Bradford University, (1976)

M. Miller & F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," Journal of Business 34 (1961), σελ. 411-433

D. Mueller, “A Life Cycle Theory of the Firm”, The Journal of Industrial Economics, Vol. 20, (1972), σελ. 199-219

A. Ofer & D. Siegel, “Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends”, Journal of Finance 42 (1987), σελ. 889-911

Hubert Ooghe, “Financial management practices in China: a case study approach to companies in the Shanghai region”, European Business Review Vol. 98 (1999) σελ. 217–226

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

V. Patsouratis “Corporate Taxation and Dividend Behavior: An Empirical Analysis”, Greek Economic Review (1989), σελ. 323 -338.

M. Rozeff, “How Companies set their Dividend Payout Ratios”, Chase Financial Quarterly (1982), σελ. 69-83

D. Vasiliou and N. Eriotis, “The Determinants of Dividend Policy: Some Greek Data”, conference paper, European Applied Business Research Conference, (2003)

D. Vasiliou, N. Eriotis and E. Poutos, “Investigating the Dividend Policy of Greek Firms: Some Preliminary Evidence”, conference paper, Hellenic Financial and Accounting Association (2004)

**Ηλεκτρονικές πηγές**

www.ase.gr

www.naftemporiki.gr

www.capital.gr

www.euro2day.gr

http://tovima.dolnet.gr

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

www.jstor.com

www.bloomberg.com

www.ftse.com

Επίσημες ιστοσελίδες των εταιριών

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ