

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ



ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

**«Οι μετοχικές αποδόσεις των επαναγορών
μετοχών σε σύγκριση με τις μετοχικές αποδόσεις
της πληρωμής μερισμάτων κατά την τελευταία
10ετία στην ελληνική αγορά»**

**ΦΟΙΤΗΤΗΣ : ΛΟΥΚΑΚΗΣ ΜΙΧΑΛΗΣ
ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	II
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
1.1. ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	1
1.2. Η ΕΡΕΥΝΑ ΜΑΣ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 – ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	
2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	7
2.2. ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	9
2.2.1. The Dividend Irrelevance Theory.....	9
2.2.2. The Bird in the Hand Theory	11
2.2.3. The Tax Differential Theory.....	12
2.2.4. The Clientele Effect Theory.....	13
2.2.5. Agency Costs.....	14
2.2.6. Information Content.....	15
2.2.7. Συμπεράσματα.....	16
2.3. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....	17
2.3.1. Φορολογία.....	18
2.3.2. Βραχυπρόθεσμες συναλλαγές.....	23
2.3.3. Μικροδομή της αγοράς.....	26
2.3.4. Προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη.....	27
2.4. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	33
2.4.1. Διάθεση των καθαρών κερδών.....	33
2.4.2. Διαδικασία πληρωμής μερισμάτων.....	35
2.4.3. Φορολογία μερισμάτων.....	37
2.4.4. Πιθανές επιπτώσεις των θεωριών των μερισμάτων στην Ελληνική αγορά.....	37
2.4.5. Προσαρμογή της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 – ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	
3.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΕΙΔΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	40
3.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ.....	43
3.3. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	45
3.4. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	57
3.4.1. Νομοθεσία.....	57
3.4.2. Προϋποθέσεις για την αγορά ιδίων μετοχών.....	57
3.4.3. Διαδικασία αγοράς ιδίων μετοχών.....	58
3.4.4. Χαρακτηριστικά και ιδιότητες των αγοραζόμενων μετοχών.....	59
3.4.5. Επίλογος – Συμπεράσματα.....	60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	61
4.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDY).....	61
4.3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

A. ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

5.1. ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	68
5.1.1. Γενικά.....	68
5.1.2. Υποθέσεις προς έλεγχο.....	69
5.1.3. Διαχωρισμός δείγματος.....	69
5.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	70
5.2.1. Υπολογισμός των AARs και CAARs για το σύνολο του δείγματος.....	70
5.2.2. Διαχωρισμός του δείγματος λόγω νομοθετικής αλλαγής.....	74
5.2.3. Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	77
5.2.4. Εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.....	80

B. ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.3. ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	82
5.3.1. Γενικά.....	82
5.3.2. Υποθέσεις προς έλεγχο.....	83
5.4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ.....	84
5.4.1. Υπολογισμός των AARs και CAARs.....	84
5.4.2. Ανάλυση αποτελεσμάτων.....	90

Γ. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

5.5. ΓΕΝΙΚΑ.....	92
5.6. ΜΙΑ ΑΛΛΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.....	93

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1. ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	95
-------------------------------	----

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	98
--------------------------	-----------

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	103
-----------------------	------------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα εργασία θα αναφερθούμε στην έννοια της μερισματικής πολιτικής και συγκεκριμένα θα ερευνήσουμε τη διανομή μερίσματος και την επαναγορά μετοχών.

Μία από τις αποφάσεις που καλείται να πάρει η διοίκηση κάθε εταιρείας αφορά τον τρόπο διανομής των καθαρών κερδών της. Τα καθαρά κέρδη μπορούν να παραμείνουν στην επιχείρηση ή να διανεμηθούν στους μετόχους της με τη μορφή του μερίσματος μεγιστοποιώντας συγχρόνως και την τιμή της μετοχής. Μία εναλλακτική λύση της πολιτικής διανομής μερισμάτων, είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών όπου έχει αρχίσει να χρησιμοποιείται με μεγαλύτερη συχνότητα τα τελευταία χρόνια από τις επιχειρήσεις.

Η επαναγορά ιδίων μετοχών από τις εταιρείες είναι ένα στρατηγικό εργαλείο στα χέρια των διοικήσεων τους, το οποίο χρησιμοποιούν για την επίτευξη διαφόρων εταιρικών στόχων. Πιο συγκεκριμένα, σε αρκετές περιπτώσεις είναι ένας συνήθης έμμεσος τρόπος για τη διανομή των διαθέσιμων εταιρικών ταμειακών ροών ή κερδών στους μετόχους της εταιρείας. Σε άλλες περιπτώσεις χρησιμοποιείται ως μέσο στήριξης της τιμής της μετοχής, θεωρώντας πως αυτή είναι υποτιμημένη (σε συγκεκριμένες ίσως χρονικές στιγμές). Τέλος, πρέπει να σημειωθεί πως και οι φορολογικοί λόγοι συντελούν συχνά στην επαναγορά μετοχών από τις εταιρείες.

Φαίνεται, ότι οι επιχειρήσεις με κέρδη προτιμούν περισσότερο μια επαναγορά μετοχών από την διανομή μερίσματος, διότι στις επαναγορές μετοχών δεν δεσμεύονται ούτε στο ποσό του κεφαλαίου που θα διανείμουν, αλλά ούτε και στον αριθμό των μετοχών που θα επαναγοράσουν. Επιπροσθέτως, σε αντίθεση με τα μερίσματα δεν υπάρχει προσδοκία ότι αυτού του είδους η διανομή θα συμβαίνει σε μια κανονική βάση. Για αυτό η επαναγορά μετοχών αποτελεί ένα πιο ευμετάβλητο μέσο διανομής κεφαλαίου.

Είναι γεγονός πάντως ότι οι οικονομικές συνθήκες αλλάζουν κι έτσι κρίνεται αναγκαίο να αλλάζει και η μερισματική πολιτική. Παρακάτω παρουσιάζονται μερικές έρευνες που προσπαθούν να εξηγήσουν πως μεταβάλλεται η μερισματική πολιτική.

Οι *Fama και French (2001)* βρήκαν ότι οι εταιρείες που διανέμουν μερίσματα από το έτος 1978 που αποτελούσαν το 66,5% μειώθηκαν σε 20,8% το

1999. Βασική αιτία είναι η αλλαγή των χαρακτηριστικών των εταιρειών που διαπραγματεύονται, λόγω της απότομης αύξησης νέων εισερχόμενων εταιρειών οι οποίες είναι μικρές, με μικρή κερδοφορία και υψηλές δυνατότητες ανάπτυξης. Αυτά τα χαρακτηριστικά των νέων εταιρειών είναι χαρακτηριστικά που έχουν εταιρείες που παραδοσιακά δεν πληρώνουν μέρισμα, με συνέπεια να έχουμε αυτό το μεγάλο ποσοστό μείωσης.

Επίσης, ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά, φαίνεται ότι υπάρχει χαμηλότερη τάση για πληρωμή μερισμάτων λόγω του ότι τα παρατηρούμενα οφέλη των μερισμάτων έχουν μειωθεί μέσα στον χρόνο. Αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι: 1) τα μερίσματα φορολογούνται υψηλότερα από τα κεφαλαιακά κέρδη με συνέπεια να έχουν μικρότερη αξία και 2) από το 1980 όπου εμφανίστηκαν οι επαναγορές μετοχών και είχαν ως κύριο αποτέλεσμα να αυξήσουν τα ήδη υψηλά κέρδη των εταιρειών που δίνουν μέρισμα, κατέλαβαν ένα ισχυρό μερίδιο από τη διανομή μερισμάτων.

Οι *Harry DeAngelo, Linda DeAngelo και Douglas Skinner (2004)* βρήκαν ότι το άθροισμα των μερισμάτων έχει αυξηθεί τις τελευταίες δεκαετίες παρόλο που ο αριθμός των εταιρειών που πληρώνουν μειώθηκε κατά 50%. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι πολλές εταιρείες εμφανίζουν μικρά κέρδη με συνέπεια να μην μπορούν να πληρώσουν μέρισμα καθώς επίσης, και στο ότι η αύξηση των μερισμάτων από τις μεγάλες εταιρείες πλημμύρισε την σεμνή μείωση που προκάλεσαν οι άλλες εταιρείες. Συνεπώς, υπάρχει μια συγκέντρωση των μερισμάτων στις μεγάλες εταιρείες, οι οποίες κυριαρχούν τόσο στα μερίσματα όσο και στα κέρδη.

Σύμφωνα με τους *Brandon Julio και David Ikenberry (2004)* η τάση πληρωμής μερισμάτων επιδεινώθηκε αρκετά τις τελευταίες δεκαετίες από την αύξηση επαναγοράς μερισμάτων. Το συνολικό ποσό που δίνεται στους μετόχους, είτε ως μετοχές είτε ως μερίσματα, δεν έχει υποχωρήσει καθόλου. Έτσι, φαίνεται ότι η επαναγορά μετοχών υποκαθιστά τη διανομή μερισμάτων. Ωστόσο, υπήρξε μια αναστροφή στα μερίσματα από το 2000 και μετά που οφείλεται α) στην αύξηση των νέων εταιρειών από το 1990, β) στο ότι αρκετές εταιρείες δίνουν μέρισμα ως ένδειξη αυτοπεποίθησης στους επενδυτές και γ) στη μείωση της φορολογίας μερισμάτων από τον Bush το 2003.

Οι *Alon Brav, John Graham, Campbell Harvey και Roni Michaely (2005)* χρησιμοποίησαν ερωτηματολόγια με πανομοιότυπες ερωτήσεις, σχετικά με μερίσματα και επαναγορές, σε στελέχη επιχειρήσεων για να συγκρίνουν και να αντιπαραβάλλουν τους σημαντικούς παράγοντες για την επιλογή καθεμιάς από τις

πολιτικές διανομής κερδών. Προσπαθούν να συγκρίνουν την «πραγματική» πολιτική μερισμάτων με αυτή των ακαδημαϊκών ερευνών.

Η ανάλυση δείχνει ότι η διατήρηση μερισμάτων έχει σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις κατά κύριο λόγο. Τα στελέχη δεν θέλουν να υπάρχει μείωση στα μερίσματα που δίνουν. Ωστόσο, η αύξηση μερισμάτων πρέπει να υπολογίζεται εφόσον πρώτα έχει αποφασιστεί η ρευστότητα και οι επενδύσεις που χρειάζονται. Οι επαναγορές μερισμάτων είναι πιο ευέλικτες, και χρησιμοποιούνται όταν δεν υπάρχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες, η τιμή είναι σε χαμηλά επίπεδα και η διακύμανση της μετοχής είναι επαρκής για να αντισταθμίσουν την αραίωση. Οι αποφάσεις επαναγοράς γίνονται αργότερα από τις επενδυτικές αποφάσεις ενώ τα μερίσματα σχεδόν ταυτόχρονα.

Εάν τα στελέχη είχαν παραπάνω διαθέσιμα κεφάλαια θα είχαν ως πρώτη επιλογή τη μείωση του δανεισμού και ως τελευταία τη διανομή μερίσματος. Επίσης, αν δεν υπήρχε κανένα εμπόδιο, οι περισσότεροι θα επέλεγαν επαναγορά μετοχών έναντι διανομής μερισμάτων. Αυτό δείχνει ότι η μία μερισματική πολιτική δεν αποτελεί πλήρη υποκατάστατο της άλλης.

1.2. Η ΕΡΕΥΝΑ ΜΑΣ

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι να μελετήσει το κατά πόσο η απόφαση μιας εταιρείας να ανακοινώσει την πρόθεση της να επαναγοράσει μετοχές ή να διανείμει μέρισμα μπορεί να ασκήσει κάποια επίδραση στην τιμή των μετοχών και κατ' επέκταση να συγκρίνει τις αποδόσεις αυτές μεταξύ τους.

Είναι ενδιαφέρον να δούμε αν κάποια από τις δύο μερισματικές πολιτικές αντιμετωπίζεται θετικότερα από τους επενδυτές – μετόχους και κατά πόσο βρίσκουν εφαρμογή αυτά τα αποτελέσματα στη διαμόρφωση επενδυτικής πολιτικής.

Εξετάζεται ξεχωριστά η απόδοση των μετοχών κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και η απόδοση των μετοχών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της επαναγοράς, και στο τέλος γίνεται σύγκριση των μεταξύ τους αποδόσεων. Ο διαχωρισμός αυτός γίνεται για να εξεταστούν παράλληλα κάποια επιμέρους θέματα όπως είναι η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study). Η ανάλυση επιχειρηματικών

γεγονότων ερευνά το κατά πόσο κάποιο γεγονός προκαλεί στατιστικά σημαντική αντίδραση στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων. Ως έκτακτες αποδόσεις ορίζουμε τη διαφορά των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων από τις αναμενόμενες, όπως αυτές προκύπτουν από το υπόδειγμα της αγοράς (market model), την προσαρμοσμένη στο δείκτη της αγοράς απόδοση (market adjusted return model) και το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων (mean adjusted return model). Η περίοδος εξέτασης είναι 11 μέρες γύρω από την εξεταζόμενη μέρα. Ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας έγινε με την τυποποιημένη μέθοδο των Brown & Warner (1985).

Το εξεταζόμενο δείγμα για τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά την αποκοπή μερίσματος περιελάμβανε 1773 ημερομηνίες αποκοπής μερίσματος από το 1997 έως το 2006.

Ένα από τααινίγματα της οικονομικής επιστήμης, το οποίο συνεχίζεται εδώ και 40 χρόνια, είναι η συμπεριφορά των μετοχών την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι σε μια τέλεια αγορά, οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής πρέπει να μειώνονται κατά το ποσό του πληρωτέου μερίσματος. Παρόλα αυτά, υπάρχουν πολλές μελέτες που δείχνουν ότι οι τιμές των μετοχών επιδεικνύουν μία ιδιόμορφη συμπεριφορά, αφού μειώνονται στην πλειοψηφία τους λιγότερο από το αντίστοιχο μέρισμα.

Στη συγκεκριμένη εργασία, η συμπεριφορά της τιμής την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος εξετάζεται σε ένα μοναδικό θεσμικό περιβάλλον όπου δεν υπάρχουν τα χαρακτηριστικά που παρατηρούνται σε άλλες αγορές που ενδεχομένως αποτρέπουν την τιμή να μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος. Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα: α) το εισόδημα από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη δεν επιβαρύνονται με φορολογία, β) η πολιτική μερισμάτων δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία της εταιρείας καθώς ο Ν. 2190/1920 ορίζει το ελάχιστο ποσό μερίσματος που μπορεί μια εταιρεία να διανείμει στους μετόχους της και γ) τα χαρακτηριστικά μικροδομής της αγοράς, όπως η επιβολή του tick size¹ και η διαφορά της τιμής μεταξύ ζήτησης και προσφοράς (bid-ask spread), δεν είναι παρόντα στο Χ.Α.Α. Έτσι σε αντίθεση με άλλες αναπτυγμένες αγορές, το Χ.Α.Α. μπορεί να θεωρηθεί ιδανικό για να εξεταστεί η αντίδραση της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

¹ Είναι ο ελάχιστος ρυθμός μεταβολής με τον οποίο δεσμεύονται οι τιμές των μετοχών από το χρηματιστήριο.

Παράλληλα, γίνεται διαχωρισμός του δείγματος λόγω αλλαγής θεσμικού πλαισίου που αφορά τον τρόπο αποκοπής του μερίσματος και εξετάζεται η συμπεριφορά των μετοχών γύρω από την ημέρα αποκοπής μερίσματος για τις περιόδους 1997-2000 και 2001-2006. Το 2001, το διοικητικό συμβούλιο του Χ.Α.Α. αποφάσισε τη μη προσαρμογή της τιμής της μετοχής σε περίπτωση διανομής μερίσματος. Δηλαδή το μέρισμα την ημερομηνία που αποκόπτεται, να μην αφαιρείται από την τιμή που η μετοχή κλείνει την προηγούμενη μέρα της αποκοπής, αφήνοντας την ίδια την αγορά να αποφασίζει για την εξέλιξη της τιμής. Σκοπός μας είναι να συγκρίνουμε τις δύο περιόδους, να καταγράψουμε τις διαφορές τους, εάν υπάρχουν, και να προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε το λόγο δημιουργίας τους.

Παρά τις όποιες διαφορές της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς με τις αντίστοιχες του εξωτερικού, τα αποτελέσματα προσομοιάζουν σε μεγάλο βαθμό με τα αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί για αγορές του εξωτερικού.

Επίσης, στη συγκεκριμένη μελέτη διερευνήθηκε η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά την πρώτη ανακοίνωση των προγραμμάτων επαναγοράς στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ανακοίνωση της απόφασης μιας εταιρίας για επαναγορά δεν αποτελεί εχέγγυο για την πραγματοποίηση του εν λόγω σχεδίου. Συνήθως η ανακοίνωση και μόνο αρκεί για την ενίσχυση της τιμής της μετοχής της. Κάποιες εταιρίες προβαίνουν σε αυτή την πολιτική, προκειμένου να επωφεληθούν βραχυπρόθεσμα από την ενίσχυση της τιμής της μετοχής τους που κατά κανόνα ακολουθεί την ανακοίνωση.

Το εξεταζόμενο δείγμα περιλάμβανε 417 ανακοινώσεις των προγραμμάτων αυτών για την περίοδο 2000-2006. Η περίοδος εξέτασης αφορούσε 11 μέρες γύρω από την εξεταζόμενη ημέρα, όμως έγινε εξέταση και για 16 μέρες έτσι ώστε να συμπεριληφθεί και η ημερομηνία απόφασης του διοικητικού συμβουλίου.

Τα αποτελέσματα ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με αυτά των εμπειρικών ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας. Παρατηρείται μια στατιστικά σημαντική αντίδραση την ημέρα της ανακοίνωσης της τάξεως του 0,41%. Συνεπώς, με την ανακοίνωση επαναγοράς αυξάνεται η τιμή της μετοχής και ο πλούτος των μετόχων. Το γεγονός αυτό υποδεικνύει ότι η αγορά αξιολογεί θετικά την ανακοίνωση της επαναγοράς.

Η παρούσα μελέτη αποτελείται από έξι κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο είναι η εισαγωγή. Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται μία όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένη αναφορά στη μερισματική πολιτική. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται το ίδιο για τις επαναγορές ιδίων μετοχών. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μεθοδολογία που ακολουθείται. Στο πέμπτο κεφάλαιο εμφανίζονται τα αποτελέσματα του εμπειρικού μέρους για την αποκοπή μερισμάτων και την επαναγορά μετοχών, και τέλος, το κεφάλαιο έξι παρουσιάζει τα συμπεράσματα της έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο κύριος αντικειμενικός σκοπός της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος αντιπροσωπεύεται από την χρηματοοικονομική αξία των μετοχών της εταιρείας. Ως εκ τούτου, μια από τις αποφάσεις που καλείται να πάρει η διοίκηση κάθε εταιρείας αφορά τον τρόπο διανομής των καθαρών κερδών της. Τα καθαρά κέρδη μπορούν είτε να διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους, είτε να αποθεματοποιηθούν προκειμένου να βελτιώσουν τα μέσα δράσεως της εταιρείας. Τα μεν παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μία από τις πιο σημαντικές πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μίας εταιρείας, τα δε μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι. Βέβαια, οι μέτοχοι πέρα από τη χρηματική αμοιβή που εισπράττουν μέσω της διανομής μερίσματος, είναι ενδεχόμενο να εισπράξουν και επιπρόσθετα κεφαλαιακά κέρδη, αν αποφασίσουν να πουλήσουν τις μετοχές τους και η χρηματιστηριακή τιμή είναι μεγαλύτερη από την τιμή αγοράς.

Η μερισματική πολιτική αποτελεί ένα από τα βασικότερα μέσα με τα οποία οι εταιρείες διανέμουν ένα ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους. Κάθε κερδοφόρα επιχείρηση αντιμετωπίζει τα εξής διλήμματα:

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

Η πολιτική του μερίσματος είναι αλληλένδετη με τους στόχους που έχει καθορίσει η εταιρεία σχετικά με τις επενδύσεις που θα αναλάβει και τη σύνθεση κεφαλαίου που θεωρεί επιθυμητή. Ουσιαστικά, καθορίζει το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας εταιρείας.

Όσον αφορά τους μετόχους, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι υπάρχουν διάφορες κατηγορίες επενδυτών, υπάρχουν αυτοί που έχουν ανάγκη από έσοδα από τη διανομή μερίσματος αλλά και αυτοί που δεν έχουν και επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη από τη διαφορά της τιμής αγοράς και πώλησης. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, στο πλαίσιο

της προσπάθειας επιβίωσης τους μέσω της συνεχούς ανάπτυξης έχουν ανάγκη από την επανεπένδυση των κερδών, δηλαδή τη μη διανομή μερίσματος.

Σε θεωρητικό επίπεδο έχουν εκφραστεί διάφορες γνώμες για την πολιτική μερισμάτων. Από την μία πλευρά είναι όσοι πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία ενώ από την άλλη όσοι πιστεύουν ότι υπάρχει κάποια βέλτιστη πολιτική που μεγιστοποιεί την αξία της εταιρείας. Στο πρώτο στρατόπεδο ανήκουν οι γνωστοί νομπελίστες Miller και Modigliani (1961) που πρεσβεύουν ότι η πολιτική μερισμάτων δεν έχει καμία απολύτως επίδραση στην αξία της εταιρείας (The Dividend Irrelevance Theory). Οι παραδοχές που χρησιμοποίησαν στην ανάπτυξη της θεωρίας τους όμως δεν είναι ρεαλιστικές και έτσι η προσέγγιση τους, αν και πολύ χρήσιμη, παραμένει θεωρητική.

Στο δεύτερο στρατόπεδο ανήκουν δύο άλλες θεωρίες:

- Gordon - Lintner (The Bird in The Hand Theory), που διαφωνούν με τους Modigliani - Miller και υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη και κατά συνέπεια οι εταιρείες θα πρέπει να διανέμουν ένα υψηλό ποσοστό μερίσματος προς καθαρά κέρδη. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν μερίσματα σήμερα παρά κέρδη από επενδύσεις της εταιρείας μελλοντικά.
- Litzemberger – Ramaswamy (The Tax Differential Theory), που υποστηρίζουν με τη θεωρία του διαφορικού λογισμού ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση των κερδών από τη διανομή μερισμάτων, επειδή τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα.

Πέρα από το θεωρητικό επίπεδο, οι εναλλακτικές πολιτικές των μερισμάτων που συνήθως ακολουθούνται στη πράξη είναι α) **το σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή** που ακολουθείται από τις περισσότερες επιχειρήσεις, β) **η πολιτική διανομής σταθερού ποσοστού των κερδών**, που ακολουθούν λίγες επιχειρήσεις, καθώς λόγω της διακύμανσης των κερδών το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται. γ) Μία εναλλακτική πολιτική που ενδείκνυται για επιχειρήσεις που τα κέρδη τους χαρακτηρίζονται από αστάθεια είναι **η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο** που αποτελεί και ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. δ) Τέλος, υπάρχει και η **υπολειμματική πολιτική των μερισμάτων**, όπου τα μερίσματα διανέμονται αφού έχουν εξαντληθεί οι τυχόν ευκαιρίες εσωτερικών επενδύσεων. Αν πράγματι ακολουθηθεί η υπολειμματική πολιτική και οι επενδυτές είναι

αδιάφοροι για το αν θα εισπράξουν την απόδοση των επενδύσεων τους με τη μορφή μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών, τότε οι μέτοχοι είναι σε καλύτερη θέση από ότι κάτω από οποιαδήποτε δυνατή πολιτική μερισμάτων.

2.2. ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η απόφαση για τη διανομή των καθαρών κερδών με τη μορφή μερισμάτων ή της παρακράτησης αυτών με τη μορφή αποθεματικών αποτελεί το βασικό ερώτημα που τίθεται από πλευράς θεωρίας και πράξης στα πλαίσια της μερισματικής πολιτικής. Η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων γίνεται με βάση τη σχέση διανομής (μέρισμα/κέρδη) στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης πολιτικής χρηματοδότησης και του αντικειμενικού σκοπού αυτής, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας. Οι θεωρίες που συζητούνται περισσότερο για τη μερισματική πολιτική είναι: The Dividend Irrelevance Theory (η θεωρία της μη-σχετικότητας του μερίσματος), The Bird in the Hand Theory (η θεωρία του «κάλιο πέντε και στο χέρι»), The Tax Differential Theory (η θεωρία του διαφορικού φόρου), Clientele Effect (η θεωρία της πελατειακής επίδρασης), η θεωρία του Agency Cost (κόστους αντιπροσώπευσης) και η θεωρία σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (information content-signaling hypothesis).

2.2.1. The Dividend Irrelevance Theory (Η μη Σχετικότητα του Μερίσματος)

Σύμφωνα με τη θεωρία των *Franco Modigliani και Merton Miller (1961)*, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών προερχόμενα από παρακράτηση κερδών. Αν χρειάζονται μετρητά μπορούν να πουλήσουν μετοχές και αν δεν χρειάζονται μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να αγοράσουν μετοχές. Οι Modigliani-Miller (MM) ισχυρίζονται ότι η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Ένα χαρακτηριστικό της θεωρίας των MM είναι ότι οποιαδήποτε θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών αντισταθμίζεται από την αρνητική

επίδραση, η οποία πηγάζει από την ανάγκη ανεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης προκειμένου να αντικατασταθούν τα κέρδη που διανεμήθηκαν με τη μορφή μερισμάτων.

Η θεωρία των MM στηρίζεται στις ακόλουθες πέντε υποθέσεις:

1. Δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος στην αγορά.
2. Δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης νέων μετοχών καθώς και έξοδα για τη μεταβίβαση αυτών.
3. Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ είσπραξης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.
4. Η επενδυτική πολιτική των εταιριών είναι δεδομένη και ανεξάρτητη από τη μερισματική τους πολιτική.
5. Επενδυτές και διοίκηση έχουν την ίδια πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες.

Η μη σχετικότητα του μερίσματος δηλαδή, ισχύει για τέλειες αγορές όπου κανείς δε μπορεί να επηρεάσει την τιμή οποιασδήποτε μετοχής. Σε τέτοιες αγορές η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει ούτε τον επενδυτή που μπορεί να αντικαταστήσει την αξία του μερίσματος με αγοραπωλησίες μετοχών, αλλά ούτε και την εταιρία που μπορεί να διατηρήσει την αξία της με τη χρήση δανεισμού.

Κατά συνέπεια, σε θεωρητική βάση, σε μία ατελή αγορά όπως είναι η ελληνική, δε θα μπορούσε να ισχύει η θεωρία των Modigliani-Miller. Επιπλέον, είναι πολλοί αυτοί που υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα πρέπει να σχετίζονται με την αξία της εταιρίας και το κόστος κεφαλαίου, κάτι που φαίνεται και από τη συνεχή πίεση των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις για διανομή περισσότερου μερίσματος που σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθούν ακολουθεί πτώση της τιμής της μετοχής, αφού πωλούν τις μετοχές.

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

Οι M&M. αντιπαρέχονται την έλλειψη ρεαλισμού των υποθέσεων της θεωρίας τους, τονίζοντας ότι όλες οι οικονομικές θεωρίες στηρίζονται πάνω σε απλοποιημένες υποθέσεις και παραδοχές, προτρέποντας τους επικριτές τους στην απόπειρα επαλήθευσης της θεωρίας τους μέσω εμπειρικών ερευνών και όχι μέσω των υποθέσεων αυτής.

2.2.2. The Bird in the Hand Theory

Οι *Myron Gordon (1963)* και *John Lintner (1962)*, είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης ότι τα μερίσματα είναι σχετικά με τις τιμές των μετοχών και κατά συνέπεια επηρεάζουν την αξία της εταιρίας. Σύμφωνα με τους Gordon - Lintner, η τιμή μίας κοινής μετοχής καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Δηλαδή:

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

Όπου, ο λόγος (1) είναι γνωστός ως το υπόδειγμα των Gordon-Lintner και

P_0 : Η τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής στην περίοδο 0.

D_1 : Το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1.

K_s : Η απαιτούμενη απόδοση από τους κοινούς μετόχους.

g : Ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.

Οι Gordon - Lintner, βασίζουν την τιμή των μετοχών στα μερίσματα, επειδή τα μερίσματα είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή την οποία εισπράττουν οι μέτοχοι μέχρι να πουλήσουν τις μετοχές τους. Τα υπόδειγμα υποθέτει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα παρά να ικανοποιηθούν με υποσχέσεις για είσπραξη εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη κάποια στιγμή στο μέλλον. Ουσιαστικά υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη και επομένως μία εταιρία θα πρέπει να υιοθετεί έναν υψηλό δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (payout ratio) και να παρέχει υψηλή απόδοση μερισμάτων, με σκοπό να επιφέρει αύξηση της αξίας της εταιρίας ή να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της (συντελεστή προεξόφλησης προσδοκώμενων μερισμάτων).

Η αύξηση στην τιμή της μετοχής που σημειώνεται με την αύξηση του μερίσματος εξηγείται ως σημαντική πληροφορία που περιέχεται στην αναγγελία διανομής μερίσματος. Βέβαια, οι εταιρίες δε μειώνουν εύκολα τα μερίσματα, αλλά ούτε και τα αυξάνουν αν δεν είναι βέβαιες για τη μεταβολή στην αναμενόμενη κερδοφορία. Δημιουργείται λοιπόν, ένα σήμα (signal) προς τους επενδυτές για το κατά πόσο η διοίκηση προβλέπει καλές ή κακές προοπτικές και ανάλογα διαμορφώνουν και την τιμή.

Συνοπτικά, οι Gordon - Lintner ισχυρίζονται, σε αντίθεση με τους Modigliani - Miller, ότι οι μέτοχοι εκτιμούν πιο πολύ ένα ευρώ που λαμβάνεται τώρα, παρά ένα ευρώ που λαμβάνεται μελλοντικά υπό τη μορφή κεφαλαιακών κερδών και πιο εκλαϊκευμένα «κάλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι».

2.2.3. The Tax Differential Theory (Η θεωρία του Διαφορικού Φόρου)

Η θεωρία διαφορικού φόρου είναι αντίστροφη του υποδείγματος Gordon-Lintner και αναπτύχθηκε από τους *Litzenberger & Ramaswamy (1979)*. Η θεωρία αυτή βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Υποστηρίζει ότι αφού τα μερίσματα φορολογούνται στην πράξη με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές που παρέχουν υψηλά μερίσματα. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή P_0 . Κατά συνέπεια, μία εταιρία πρέπει να διανέμει χαμηλό ή μηδενικό μέρισμα προκειμένου να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν εκείνες τις επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη τα οποία και θα επανεπενδύσουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια, κάτι που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους. Γενικά, σύμφωνα με την θεωρία των *Litzenberger & Ramaswamy* οι επενδυτές θα πρέπει να αναζητούν μακροπρόθεσμα μετοχές με υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη τους (δεν πωλούν δηλαδή τις μετοχές τους) έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου να αυξάνει την συνολική απόδοση καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

Η εταιρία λοιπόν, ενώ δε μπορεί να αποφύγει τη φορολογική της υποχρέωση, πρέπει να διατηρεί ευχαριστημένους τους μετόχους της, ειδάλτως οι μέτοχοι που δεν ικανοποιούνται με την απόδοση του μερίσματος, θα πουλήσουν τις μετοχές που δεν πληρώνουν μέρισμα και θα μετακινηθούν σε μετοχές υψηλότερων μερισματικών

αποδόσεων. Αντίθετα οι μέτοχοι που ικανοποιούνται με μικρή μερισματική απόδοση και με μικρό λόγο διανομής, ικανοποιούνται περισσότερο με κεφαλαιακά κέρδη γιατί πιστεύουν ότι η εταιρία επιτυγχάνει αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των μετοχών. Επίσης, τα προτιμούν και στην περίπτωση που τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με συντελεστή μικρότερο από αυτό του μερίσματος, όπως είναι η τάση διεθνώς.

Στην Ελλάδα το μέρισμα φορολογείται στην πηγή, ήτοι την επιχείρηση, αλλά αυτό αλλάζει με τη νέα κυβερνητική ρύθμιση και θα γίνει διπλή φορολόγηση τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη, όπως ισχύει και στις Η.Π.Α.. Στην περίπτωση της Ελλάδος οι μικρομέτοχοι προτιμούν τη διανομή των κερδών σε μέρισμα, ενώ οι μεγαλομέτοχοι, που δεν αντιμετωπίζουν κανένα οικονομικό πρόβλημα, προτιμούν τη διατήρηση των κερδών και την επανεπένδυση τους ώστε να επιτύχουν μεγαλύτερα αφορολόγητα κεφαλαιακά κέρδη. Ο τρόπος που ενεργεί η εισηγμένη εταιρία είναι να εντοπίσει τις προτιμήσεις διαφορετικών ομάδων επενδυτών και να προσαρμόσει τον λόγο διανομής μερίσματος ανάλογα.

2.2.4. The Clientele Effect Theory (Πελαταιακή Επίδραση)

Σύμφωνα με την clientele effect theory υπάρχουν φυσικοί επενδυτές-πελάτες για μετοχές μεγάλης μερισματικής απόδοσης. Οι επενδυτές αυτοί αυξάνουν την τιμή της μετοχής με τη ζήτηση τους για μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα. Συνήθως οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερή μερισματική πολιτική για αρκετά έτη με αποτέλεσμα να ελκύουν συγκεκριμένες κατηγορίες μετόχων (έννοια πελατείας). Διαφορετικές ομάδες επενδυτών, ή πελατεία, προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Η παρελθούσα μερισματική πολιτική προσδιορίζει τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών (πελατών). Ως επακόλουθο, οι διάφορες ομάδες επενδυτών επιλέγουν τις μετοχές και κατά επέκταση τις εταιρίες που θέλουν να επενδύσουν ανάλογα με τις προτιμήσεις τους σε κεφαλαιακά κέρδη ή σε κέρδη από μερίσματα. Η επιλογή εξαρτάται δηλαδή από την πολιτική μερίσματος που ακολουθεί η κάθε εταιρία. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές που επιθυμούν εισόδημα από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών που έχουν υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ οι επενδυτές που δεν έχουν ανάγκη εισοδήματος από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Αξίζει να αναφερθεί πως στη περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη της χωρίς να διανείμει μέρισμα προκειμένου να διενεργήσει μελλοντικές επενδύσεις, η κατηγορία των μετόχων που επιθυμεί ετήσιο μέρισμα θα δυσαρεστηθεί με αποτέλεσμα να προσπαθήσει να ρευστοποιήσει μετοχές έτσι ώστε δια μέσω των κεφαλαιακών κερδών να εισπράξει το εισόδημα που δεν μοιράστηκε με την μορφή μερισμάτων. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα διαμορφωθεί σταδιακά μια κατάσταση στην αγορά όπου οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα θα επενδύσουν σε μετοχές με υψηλό δείκτη διανομής κερδών ενώ αντίθετα αυτοί που δεν επιζητούν βραχυπρόθεσμα κέρδη θα επενδύσουν σε μετοχές με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

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

Η ύπαρξη της πελατειακής επίδρασης (clientele effect) διακρίνεται στην τιμή της μετοχής. Η τιμή της μετοχής ενδέχεται να μειωθεί εάν η εταιρία αλλάξει την πολιτική μερισμάτων της, καθώς μία τέτοια αλλαγή μπορεί να αναγκάσει τους υπάρχοντες μετόχους που θα δυσαρεστηθούν, να πουλήσουν τις μετοχές τους με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή της μετοχής. Η πτώση αυτή της τιμής μπορεί να είναι προσωρινή, δεν αποκλείεται όμως να είναι και μόνιμη, στην περίπτωση που ο αριθμός των νέων επενδυτών που θα προσελκυστούν από τη νέα πολιτική μερισμάτων είναι μικρός. Από την άλλη η τιμή της μετοχής ενδέχεται να αυξηθεί αν η νέα πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η εταιρία προσελκύσει ακόμα μεγαλύτερη πελατεία από εκείνη που αρχικά είχε.

2.2.5. Agency Costs

Μία άλλη διάσταση των θεωριών της πολιτικής των μερισμάτων είναι η διαφορά στα συμφέροντα μετόχων και στελεχών και βασίζεται στην έννοια της αντιπροσώπευσης (agency) που αποτελεί βασικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής

θεωρίας. Σε πολλές περιπτώσεις τα στελέχη μιας εταιρίας αντί να επιδιώκουν το συμφέρον των μετόχων, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, ενδιαφέρονται περισσότερο για τα δικά τους συμφέροντα.

Αυτή η δυνητική διάσταση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών αναγκάζει τους μετόχους να αναλάβουν κάποιο κόστος προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών (Agency Cost). Στις μεγάλες εταιρίες όμως, όπου η διασπορά των μετοχών είναι μεγάλη, είναι δύσκολο να ενεργήσουν συλλογικά οι μέτοχοι προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών με αποτέλεσμα ο έλεγχος να είναι περιορισμένος.

Θεωρητικά, το διοικητικό συμβούλιο είναι το όργανο που ασκεί τον έλεγχο στα στελέχη, στην πράξη όμως πολλές φορές στην περίπτωση διάστασης συμφερόντων, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμμαχούν με τα στελέχη σε βάρος τελικά των μετόχων. Το πρόβλημα αυτό μειώνεται σημαντικά όταν οι εταιρείες συνηθίζουν να αντλούν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, αφού στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος ασκείται από τους χρηματοδότες στους οποίους μπορεί να περιλαμβάνονται και νέοι μέτοχοι. Οι νέοι επενδυτές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί σε σχέση με τους παλιούς στην άσκηση ελέγχου καθώς μπορούν να εκφράσουν τη δυσαρέσκεια τους για τις ενέργειες των στελεχών με τη ψήφο τους ή με την πώληση των μετοχών τους.

Μία πολιτική μερισμάτων υψηλού δείκτη διανομής κερδών είναι απαραίτητη για να καταφεύγουν με αυτό τον τρόπο συχνά στις κεφαλαιαγορές για να αντλήσουν κεφάλαια και να παρέχουν έτσι την ευκολία στους επενδυτές να τις ελέγχουν και να τις αξιολογούν. Οι μέτοχοι μπορούν με τη χρήση υψηλών μερισμάτων να ελαχιστοποιήσουν τα free cash flows τα οποία έχει στη διάθεσή της η διοίκηση και τα οποία υπάρχει η πιθανότητα να κατασπαταληθούν ή να τοποθετηθούν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις.

2.2.6. Πληροφοριακό περιεχόμενο μερισμάτων (Information Content)

Η αναγγελία μεταβολής στην μερισματική πολιτική ενσωματώνει πληροφόρηση για τα μελλοντικά κέρδη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης (information content-signaling hypothesis). Η θεωρία αυτή προτείνει πως η άνοδος των τιμών των μετοχών που συνοδεύει μια αναγγελία αύξησης του μερίσματος αποτελεί ένδειξη της προτίμησης των επενδυτών για υψηλότερη

μερισματική απόδοση. Επιπλέον, στηρίζεται και στην παραδοχή της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ διοικήσεων των επιχειρήσεων και επενδυτών (information asymmetry - αναφέρθηκε προηγουμένως). Σύμφωνα με τη θεωρία της ενσωμάτωσης πληροφόρησης στην μερισματική πολιτική, οι επενδυτές εκλαμβάνουν μια αύξηση στο μέρισμα σαν πληροφορία-σήμα (signal) από τη μεριά της διοίκησης της οικονομικής μονάδας για καλύτερη κερδοφορία και ταμειακές ροές στο μέλλον. Αντίθετα, μείωση του μερίσματος δύναται να εμπεριέχει πληροφορίες για αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας της επιχείρησης στο μέλλον. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ελέγχου της συγκεκριμένης θεωρίας-υπόθεσης υπήρξαν ανάμεικτα. Σαν γενικό συμπέρασμα, μπορούμε να πούμε πως υπάρχει κάποια πληροφόρηση στις αλλαγές της μερισματικής πολιτικής σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Δεν είναι όμως ξεκάθαρο εάν η ανοδική-καθοδική πορεία των τιμών των μετοχών σε περίπτωση μεταβολής της μερισματικής πολιτικής οφείλεται μόνο στην ενσωμάτωση πληροφόρησης για τις μελλοντικές προοπτικές ή εάν οφείλεται και στις προτιμήσεις των επενδυτών για υψηλότερη μερισματική απόδοση.

2.2.7. Συμπεράσματα

Οι θεωρητικές προσεγγίσεις που έχουν αναπτυχθεί στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης για να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιρειών, οδηγούν σε αντιφατικά και αλληλοσυγκρουόμενα συμπεράσματα. Εμπειρικές μελέτες που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών (χρησιμοποιώντας πραγματικά δεδομένα), έχουν καταλήξει σε διαφορετικά συμπεράσματα. Άλλες συμπεραίνουν ότι κάποια από τις μερισματικές πολιτικές είναι σωστή και άλλες ότι καμία δεν φαίνεται να επαληθεύεται από τα πραγματικά δεδομένα. Η εξήγηση των αντιφατικών αποτελεσμάτων των διαφόρων εμπειρικών ερευνών οφείλεται στο ότι για να είναι έγκυρος ένας στατιστικός έλεγχος υποθέσεων που στηρίζεται σε κάποιο δείγμα εταιριών, θα πρέπει όλες οι λοιπές παράμετροι πλην της μερισματικής πολιτικής να είναι σταθερές και κοινές για όλο το δείγμα. Επίσης, πρέπει να είναι σε θέση να εκτιμηθεί αξιόπιστα το ύψος που ανέρχεται το κόστος κεφαλαίου των εταιριών του δείγματος για να συγκριθεί με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της μετοχής. Για τον λόγο αυτό τα εμπειρικά τεστ που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών, κάτω από το πρίσμα όλων των θεωριών, έχουν αποτύχει, με αποτέλεσμα οι

ερευνητές να μην είναι σε θέση να ερμηνεύσουν επαρκώς την επίδραση της μερισματικής πολιτικής, στην αξία της μετοχής και στο κόστος κεφαλαίου.

2.3. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Ένας από τους τρέχοντες γρίφους της χρηματοοικονομικής έρευνας είναι η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υπό μια ακριβή θεωρητική έννοια, η αναμενόμενη πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να είναι ίση με το ποσό του μερίσματος της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, εφόσον ισχύουν οι υποθέσεις της ύπαρξης τέλειων αγορών, της μη ύπαρξης φορολογίας, της βεβαιότητας για την επενδυτική πολιτική των εταιριών και της ορθολογικής συμπεριφοράς των επενδυτών (Miller & Modigliani (1961)). Οποιαδήποτε άλλη μεταβολή της τιμής της μετοχής θα δημιουργήσει ευκαιρίες κερδοσκοπίας κυρίως αν τα κόστη συναλλαγής είναι πολύ χαμηλά. Οι εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει μέχρι τώρα εντούτοις, τεκμηριώνουν ότι η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από το μέρισμα.

Ένα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς αυτής της τιμής, είναι ότι (με μερικές εξαιρέσεις) είναι αισθητή στις αναπτυγμένες αγορές σε όλο τον κόσμο. Συνεπώς, οι οποιοσδήποτε εξηγήσεις δεν μπορούν να περιοριστούν στη μικροδομή μίας μόνο αγοράς ή στο φορολογικό καθεστώς αυτής. Η καλύτερη ερμηνεία της τιμολόγησης της μετοχής την ημέρα αποκοπής θα είναι αυτή που ισχύει για όλες τις αγορές.

Διάφοροι λόγοι έχουν βρεθεί για να ερμηνεύσουν το γιατί η απόκλιση της τιμής της μετοχής παραμένει παρότι φαίνεται ότι η διαφορά αυτή της τιμής μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες κέρδους χωρίς κίνδυνο. Η παλαιότερη και πιο γνωστή εξήγηση είναι το φορολογικό επιχείρημα των Elton και Gruber (1970).

Από το 1970 και ύστερα, πάρα πολλά άρθρα έχουν εμφανιστεί, είτε εξετάζοντας είτε επιβεβαιώνοντας τα αρχικά συμπεράσματα των Elton & Gruber (E&G). Τα άρθρα αυτά εντάσσονται σε 4 κατηγορίες. Στην πρώτη βρίσκονται αυτά που αποτελούν ακριβές αντίγραφο των E&G (1970), είτε στην Αμερικάνικη αγορά είτε σε άλλες εξίσου σημαντικές. Στην δεύτερη κατηγορία βρίσκονται άρθρα που επανεξετάζουν τα αποτελέσματα των E&G ελέγχοντας εάν οι αλλαγές στη φορολογία επηρεάζουν αναλογικά την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής μερίσματος. Στην τρίτη κατηγορία εντάσσονται άρθρα που αποδίδουν την

ιδιόμορφη συμπεριφορά των μετοχών σε κερδοσκοπική θέση των βραχυπρόθεσμων επενδυτών. Τέλος, στην τέταρτη κατηγορία βρίσκονται μία σειρά από άρθρα που προσπαθούν να δείξουν ότι ακόμα και αν δεν υπήρχαν φόροι, οι τιμές των μετοχών θα έπεφταν λιγότερο από τις τιμές των αντιστοίχων μερισμάτων την ημέρα αποκοπής τους. Υποστηρίζουν ότι το υπό εξέταση φαινόμενο οφείλεται σε δομικά μικροοικονομικά χαρακτηριστικά ή λόγω των bid-ask spreads, γεγονός που αμφισβητεί τη θεωρία των E&G (1970) και άλλων υποστηρικτών της.

Όμως, η παρουσία αυτών των παραγόντων (φόροι, μικροοικονομικοί παράγοντες, κερδοσκοπία) κάνει τη μελέτη πολύ δύσκολη, αφού η επίδρασή τους δεν μπορεί να απομονωθεί επαρκώς. Υπάρχουν, όμως, χώρες στις οποίες οι παραπάνω παράγοντες δεν υπάρχουν ή είναι αισθητά περιορισμένοι, όπως η Ελλάδα και η Ιαπωνία. Συγκεκριμένα για την Ελλάδα, στο άρθρο των Milonas & Travlos (2001), οι έρευνες που έχουν γίνει αποδεικνύουν ότι η παρουσία των φόρων δεν είναι η αιτία του φαινομένου.

Ειδικότερα, παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες πολύ σημαντικές εμπειρικές έρευνες που έχουν προσπαθήσει να ερμηνεύσουν την ανωμαλία στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και έχουν αποδώσει την υπερβάλλουσα αυτή απόδοση στις διαφορετικές συνθήκες που επικρατούν σε κάθε αγορά.

2.3.1. Φορολογία

Οι *Elton και Gruber (1970)*, προβάλλουν ένα επιχειρήμα βασισμένο στη φορολογία, υποστηρίζοντας ότι οι τιμές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος διαμορφώνονται κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές να είναι αδιάφοροι μεταξύ της αγοράς ή της πώλησης μετοχών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής. Αυτό σημαίνει ότι $(P_{cum} - P_{ex})/D = (1 - t_d)/(1 - t_g)$, όπου P_{cum} , είναι η τιμή της μετοχής την επόμενη ημέρα, P_{ex} , είναι η τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, D το ποσό του μερίσματος ανά μετοχή, t_g είναι ο φορολογικός συντελεστής των κεφαλαιακών κερδών και t_d είναι ο φορολογικός συντελεστής του μερίσματος. Έτσι, όταν φορολογούνται βαρύτερα τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη, αυτό σημαίνει $t_d > t_g$, και η πτώση της τιμής θα είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος.

Οι Elton και Gruber έδειξαν ότι με την ύπαρξη φορολογίας, η πτώση στην τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πρέπει να απεικονίζει την μετά φόρων αξία

του μερίσματος που σχετίζεται με τη μετά φόρων αξία των κεφαλαιακών κερδών εκείνη την ημέρα. Θεωρητικά επειδή τα μερίσματα στα περισσότερα χρονικά διαστήματα φορολογούνται περισσότερο από τα κεφαλαιακά κέρδη και εφόσον οι φόροι επηρεάζουν τις επιλογές του επενδυτή, η πτώση στην τιμή της μετοχής πρέπει γενικά να είναι μικρότερη από το μέρισμα. Κατά συνέπεια, η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να απεικονίζει τη διαφορετική φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, και το μέγεθος της πτώσης θα μπορούσε να υποδηλώνει τη φορολογική θέση του μακροπρόθεσμου επενδυτή. Από τη στιγμή που τα μερίσματα φορολογούνται υψηλότερα από τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη, η τιμή των μετοχών την ημέρα αποκοπής δε θα μειωθεί κατά το πλήρες ποσό του μερίσματος.

Με άλλα λόγια, οι E&G (1970) υποστηρίζουν ότι οι φόροι επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, ενώ δεν επηρεάζουν την συμπεριφορά των επενδυτών (δεν υπάρχουν περισσότερες συναλλαγές πριν ή μετά την ημέρα αποκοπής). Οι E&G (1970) εξέτασαν τις αποδόσεις στις ημέρες αποκοπής για ένα δείγμα εταιρειών του Χρηματιστηρίου Νέας Υόρκης και βρήκαν ότι ο λόγος της μεταβολής της τιμής σε σχέση με το μέρισμα αυξάνει με τη μερισματική απόδοση του συγκεκριμένου αξιόγραφου. Αυτή τους η παρατήρηση είναι συνεπής με την υπόθεση της πελατείας (clientele effect) κατά την οποία οι επενδυτές που φορολογούνται με υψηλό φορολογικό συντελεστή ενδιαφέρονται για μετοχές που πληρώνουν μικρό μέρισμα. Τα αντίθετα ισχύουν για τους επενδυτές που φορολογούνται με χαμηλό φορολογικό συντελεστή.

Ο *Barclay (1987)*, επιβεβαίωσε πολύ δυναμικά ότι η διαμόρφωση της τιμής της μετοχής την μέρα αποκοπής του μερίσματος οφείλεται στο φορολογικό καθεστώς, διαπιστώνοντας ότι στην Αμερική πριν τη θέσπιση του φόρου εισοδήματος η τιμή της μετοχής μειωνόταν ακριβώς κατά το πλήρες ποσό του μερίσματος.

Η μελέτη του *Barclay (1987)* εξετάζει τη συμπεριφορά της τιμής των κοινών μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά από τη θέσπιση του ομοσπονδιακού φόρου εισοδήματος το 1913. Βρίσκει ότι κατά την περίοδο πριν την επιβολή του φόρου στα μερίσματα, οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έπεφταν κατά μέσο όρο όσο και το συνολικό ποσό του μερίσματος, ενώ μετά την επιβολή του φόρου οι τιμές μειώνονταν λιγότερο. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή λοιπόν, επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι η τιμή στην οποία διαμορφώνεται η

μετοχή επηρεάζεται από τη φορολογία. Τα δεδομένα υποστηρίζουν τις εξής υποθέσεις:

- Οι επενδυτές στην προ φόρου περίοδο αποτιμούσαν τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη σαν τέλεια υποκατάστατα, και
- Η διαφορετική φορολόγηση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη ανάγκασε τους επενδυτές να υποτιμήσουν την αξία των φορολογηθέντων μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

Τελικά, τα συμπεράσματα αυτής της έρευνας είναι σύμφωνα με την υπόθεση που θέλει την διαφορετική φορολόγηση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη να έχει σημαντική επίδραση πάνω στις επιλογές των επενδυτών, αλλά και να ενισχύει την άποψη ότι η μερισματική πολιτική επιδρά στην αξία των χρεογράφων μιας εταιρίας. Πολλοί ακολούθησαν το παράδειγμα του Barclay (1987) και συνέκριναν στοιχεία πριν και μετά από θεμελιώδεις αλλαγές στο φορολογικό σύστημα. Ενδεικτικά αναφέρουμε τους Poterba και Summers (1984) για το Ηνωμένο Βασίλειο, τους Lakonishok και Vermaelen (1983) και τους Booth και Johnston (1984) για τον Καναδά.

Οι **Poterba και Summers (1984)** χρησιμοποίησαν τα δεδομένα του Ηνωμένου Βασιλείου (H.B.) για να εξετάσουν πόσο επηρεάζει η φορολογία των μερισμάτων την αποτίμηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Τα Βρετανικά δεδομένα μπορούν να προσφέρουν μεγάλη βοήθεια σε ζητήματα σχετικά με την φορολογία των μερισμάτων κυρίως λόγω του γεγονότος ότι πραγματοποιήθηκαν ριζικές αλλαγές και πολλαπλές ανακατατάξεις όσον αφορά την μερισματική πολιτική και την φορολογική μεταχείριση στο Η.Β. τα τελευταία 30 χρόνια. Η μελέτη της σχέσης μεταξύ του ποσού του μερίσματος και της μεταβολής της τιμής της μετοχής κατά τη διάρκεια των διαφορετικών φορολογικών καθεστώτων προσφέρει ένα ιδανικό ελεγχόμενο πείραμα για την εξέταση του φαινομένου την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για ένα μικρό δείγμα επιχειρήσεων και μηνιαία δεδομένα για ένα αρκετά ευρύτερο δείγμα, βρήκαν ενδείξεις ότι οι φόροι επηρεάζουν την σχέση ισορροπίας ανάμεσα στις αποδόσεις μερισμάτων και τις αποδόσεις της αγοράς. Τα ευρήματα της μελέτης δείχνουν πως οι φόροι αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα για την ισορροπία στην αγορά αξιογράφων και δίνουν βάθος στο ερώτημα puzzle γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα.

Οι Poterba και Summers (1984) στήριξαν τη μελέτη τους στις εναλλαγές του Βρετανικού φορολογικού συστήματος των μερισμάτων κατά την περίοδο 1955 με 1981. Πιο συγκεκριμένα υπήρξαν τρεις υποπερίοδοι προς μελέτη: 1) από το 1955 έως το 1965, όπου τα κεφαλαιακά κέρδη δε φορολογούνταν καθόλου, 2) από το 1965 μέχρι το 1973, όπου τα μερίσματα επιβαρύνονταν με μεγαλύτερη φορολόγηση από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και οι επενδυτές φορολογούνταν και για τα μερίσματα και για τα κεφαλαιακά κέρδη και 3) από το 1973 μέχρι το 1981, όπου τα κεφαλαιακά κέρδη επιβαρύνονταν με μεγαλύτερη φορολόγηση από ότι τα μερίσματα. Στη συνέχεια συγκέντρωσαν τις ημερήσιες τιμές των μετοχών και τις τιμές των μερισμάτων 16 μεγάλων επιχειρήσεων της Βρετανίας και αφού είδαν ότι η φορολογία επηρεάζει τις κινήσεις των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κυρίως κατά την τρίτη υποπερίοδο, θέλησαν να επεκτείνουν τη μελέτη τους χρησιμοποιώντας και μηνιαίες αποδόσεις αξιογράφων περισσότερων εταιριών. Το συμπέρασμα ήταν το ίδιο, παρατηρήθηκε ότι οι φόροι έχουν άμεση σχέση με τη θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισματικών αποδόσεων και των αποδόσεων της αγοράς.

Οι *Booth και Johnston (1984)* μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Καναδά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το φορολογικό σύστημα των μερισμάτων στον Καναδά έχει ενδιαφέρον γιατί διαφέρει από αυτό που ισχύει στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ουσιαστικά επιβάλλεται διπλή φορολογία και στο μερίσμα και στα κεφαλαιακά κέρδη, και αυτό που ισχύει στην Ευρώπη, όπου υπάρχει ένα πιο συγκροτημένο και ολοκληρωμένο φορολογικό σύστημα. Ο Καναδάς βρίσκεται κάπου ενδιάμεσα. Ο σκοπός της μελέτης των συγκριμένων συγγραφέων ήταν να δείξουν κατά πόσο μπορεί να προσδιοριστεί το ποσοστό φορολογίας του μέσου επενδυτή στον Καναδά, χρησιμοποιώντας τη μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και το αντίστοιχο μερίσμα.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν ήταν απλή. Πήραν ένα δείγμα 144 επιχειρήσεων του TSE (χρηματιστηρίου Καναδά), για την περίοδο 1970 έως και 1980 προκειμένου να συμπεριληφθούν οι τέσσερις περίοδοι όπου η φορολογική μεταχείριση ήταν διαφορετική, και υπολόγισαν την μεταβολή της τιμής των μετοχών ως προς την τιμή του μερίσματος ανά μετοχή. Στη συνέχεια ήλεγξαν την υπόθεση ο δείκτης αυτός να είναι ίσος με το μηδέν ή τη μονάδα. Σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%, η υπόθεση ότι ο δείκτης αυτός είναι ίσος με το μηδέν απορρίπτεται σε όλα τα έτη εκτός

από το 1979, επίσης, σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, η υπόθεση ότι δείκτης αυτός είναι ίσος με τη μονάδα απορρίπτεται για όλα τα έτη.

Το γεγονός ότι ο δείκτης διαφέρει σημαντικά από το μηδέν ή από τη μονάδα, σημαίνει ότι υπάρχει η τάση οι επενδυτές να προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισματικών κερδών. Ακόμα υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη και των φορολογικών αλλαγών των τεσσάρων διαφορετικών περιόδων κάτι που προκύπτει κυρίως από το μέσο επενδυτή, που έχει χαμηλό ποσοστό φορολογίας στα κεφαλαιακά κέρδη. Τέλος, τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν καταργούν τις δύο βασικές υποθέσεις που προσπαθούν να εξηγήσουν την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (Short-term Trading) και την υπόθεση της πελατειακής φορολογίας (tax - clientele).

Οι *Milonas, Travlos, Xiao και Tan (2002)*, θέλησαν να πάρουν στοιχεία από την αγορά της Κίνας για να ερμηνεύσουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής, λόγω της ιδιαιτερότητας στη φορολογία των μερισμάτων, που μπορούν είτε να φορολογούνται είτε όχι. Τα δεδομένα που πήραν είναι της περιόδου Ιανουάριος 1996-Δεκέμβριος 1998 και αποτελούντο από ένα δείγμα 353 μερισμάτων που χωρίστηκε στο φορολογητέο δείγμα και στο αφορολόγητο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που βρήκαν, για τα μερίσματα που δε φορολογούνται φαίνεται ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος ανεξάρτητα με τη μερισματική απόδοση. Από την άλλη για το δείγμα των μερισμάτων που φορολογούνται φαίνεται ότι η τιμή των μετοχών με μικρή μερισματική απόδοση μειώνεται ανάλογα με το πληρωτέο μερίσμα, ενώ η πτώση της τιμής των μετοχών με μεγάλη μερισματική απόδοση εξαρτάται από την κλίμακα της φορολογίας του εισοδήματος από μερίσματα.

Πιο πρόσφατα, οι *Dutta, Jog, και Saadi (2005)*, επανεξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του όγκου στο χρηματιστήριο του Καναδά. Αντίθετα από τις προηγούμενες μελέτες, αυτοί βρήκαν στοιχεία που επιβεβαιώνουν την ταυτόχρονη επιρροή και της φορολογίας αλλά και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών στην διαμόρφωση της τιμής. Εξετάζοντας τις μη κανονικές αποδόσεις των τιμών αλλά και του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, βρίσκουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση ανάμεσα στις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές και την έντονη δραστηριότητα γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.3.2. Βραχυπρόθεσμες συναλλαγές (Short term Trading)

Το γεγονός ότι η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος όπως είδαμε, είναι ευρέως τεκμηριωμένο. Όμως, η ύπαρξη φορολογίας δεν είναι η μοναδική ερμηνεία αυτού του φαινομένου. Ο πρώτος που το αμφισβήτησε αυτό είναι ο *Kalay (1982)*, που επισήμανε ότι οι βραχυπρόθεσμοι κερδοσκόποι συμμετέχουν σε συναλλαγές γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, με αποτέλεσμα η μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής να είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος.

Σύμφωνα με αυτή τη διαπίστωση, έδειξε ότι σε μια οικονομία που χαρακτηρίζεται από απόλυτη βεβαιότητα, οι επενδυτές που δεν υπόκεινται στη διαφορετική φορολογία μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, δηλαδή οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές, θα πάρουν το μέρισμα και θα εξοικονομήσουν κέρδος από τη διαφορά μεταξύ του πληρωτέου μερίσματος και της μείωσης της τιμής. Η υπερβάλλουσα απόδοση που προκύπτει την ημέρα αποκοπής του μερίσματος απεικονίζει τα κόστη συναλλαγής των βραχυπρόθεσμων επενδυτών. Εάν τα κόστη συναλλαγής ήταν μηδέν, η μείωση της τιμής θα έπρεπε να είναι ακριβώς ίση με το μέρισμα.

Επιπλέον, υπάρχουν μερικοί μεγάλοι παίκτες του χρηματιστηρίου, όπως τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια που είναι αδιάφοροι μεταξύ των κεφαλαιακών κερδών και των μερισμάτων και καθώς δεν αποσκοπούν σε κερδοσκοπία, είναι πρόθυμοι να καθυστερήσουν τις συναλλαγές κατά μία ημέρα ή δύο για να εκμεταλλευθούν τη μετά φόρων τιμολόγηση. Η προσέγγιση του Kalay (1982) ωστόσο, δεν μπορεί να εξηγήσει πολύ αναλυτικά γιατί τελικά η μείωση είναι μικρότερη από το μέρισμα, σε αντίθεση με νεότερες μελέτες όπου με πιο σύγχρονα στοιχεία έχουν δείξει ότι η παρουσία βραχυπρόθεσμων συναλλαγών επηρεάζει την κίνηση της τιμής σε σχέση με την αποκοπή του μερίσματος, αποδυναμώνοντας έτσι το επιχείρημα της φορολογίας.

Οι *Lakonishok και Vermaelen (1983)*, επιβεβαίωσαν το επιχείρημα του Kalay (1982) ερευνώντας ταυτόχρονα τον όγκο εμπορικών συναλλαγών και τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος για τον Καναδά. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι ο όγκος εμπορικών συναλλαγών αυξήθηκε σημαντικά την προηγούμενη και την επόμενη μέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αυτή η αύξηση ήταν περισσότερο εμφανής στις μετοχές

που είχαν τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών με την υψηλότερη απόδοση και κατά τη διάρκεια της περιόδου που ακολουθούσε μετά από την εισαγωγή των διαπραγματεύσιμων προμηθειών των brokers. Επιπλέον, οι τιμές των μετοχών εμφάνισαν μη κανονικές αυξήσεις πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μη κανονικές μειώσεις τις επόμενες ημέρες. Οι μη κανονικές αυξήσεις των τιμών ήταν θετικά συσχετισμένες με την μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Από την άλλη, ο μη κανονικός όγκος συναλλαγών ήταν θετικά συσχετισμένος με την μερισματική απόδοση και αρνητικά με τα κόστη συναλλαγών. Επίσης, οι πιο πρόσφατες έρευνες συμπεραίνουν ότι, ακόμα και όταν οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές (arbitrageurs) είναι απόντες από την αγορά, η τιμή την ημέρα που σταματάει η μετοχή να «κουβαλάει» το μέρισμα, μπορεί να επηρεαστεί από άλλους παράγοντες εκτός της φορολογίας.

Οι *Kaproff και Walking (1990)*, εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του κόστους συναλλαγών και της συμπεριφοράς της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο NASDAQ. Σύμφωνα με το περιθώριο αγοράς-πώλησης των μετοχών απέδειξαν ότι η απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ανάλογη του κόστους συναλλαγής. Επίσης διαπίστωσαν ότι αυτή η σχέση γίνεται ισχυρότερη καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση, και είναι ακόμα πιο φανερή σε μετοχές υψηλής απόδοσης.

Ο *Michaely (1991)*, ανέλυσε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μετά την εφαρμογή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στην Αμερική, που μείωσε εντυπωσιακά τις διαφορές στη φορολογία μεταξύ των πραγματοποιηθέντων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών και της διανομής μερίσματος το 1987 και ύστερα τις εξάλειψε οριστικά το 1988. Αυτό που διαπίστωσε ο Michaely είναι ότι αυτή η φορολογική αλλαγή δεν είχε καμία επίδραση στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές δεν ασκούν κάποια σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής. Αντίθετα, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι αυτοί που προσδιορίζουν και επηρεάζουν την τιμή της μετοχής είναι οι βραχυπρόθεσμοι και οι εταιρικοί επενδυτές.

Ο *Menyah (1993)*, προσπάθησε να ερευνήσει εάν και κατά πόσο ο παράγοντας της φορολογίας έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Προκειμένου να διερευνηθεί εάν ο παράγοντας φορολογία

υπάρχει και επηρεάζει τις τιμές των μετοχών ex-dividend χρησιμοποίησε ημερήσια διακλαδικά δεδομένα αλλά και δεδομένα χρονολογικών σειρών. Τα ίδια δεδομένα βοήθησαν στο να ελεγχθούν και οι δυο βασικές υποθέσεις: tax-induced clientele hypothesis και short-term trading hypothesis. Τα διακλαδικά δεδομένα αποτελούνται από τιμές συναλλαγών γύρω από τις ex-dividend μέρες και συλλέχθηκαν από την λίστα του Stock Exchange Daily Official. Από την άλλη πλευρά τα δεδομένα χρονολογικών σειρών περιλαμβάνουν τις τιμές συναλλαγών γύρω από τις ημέρες αποκοπής 20 μεγάλων επιχειρήσεων του Η.Β. για την περίοδο 1955-84 για 980 ex-dividend ημέρες, οι οποίες προήλθαν και αυτές από το Stock Exchange Daily Official.

Ο συνδυασμός χρονολογικών σειρών και διακλαδικών δεδομένων έγινε προκειμένου να ελεγχθούν οι διαφορές που παρατηρήθηκαν στις επιπλέον αποδόσεις ανάμεσα σε τέσσερις διαφορετικές φορολογικές περιόδους. Εδώ, η υπόθεση που έγινε από τον Menyah ήταν πως εάν οι τιμές των μετοχών τις ημέρες ex-dividend δεν διαφέρουν για τις τέσσερις φορολογικές περιόδους τότε και οι επιπλέον αποδόσεις δεν πρέπει να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Ο δείκτης μεταβολής της τιμής των μετοχών προς μερίσματα χρησιμοποιήθηκε επίσης για τον έλεγχο της υπόθεσης πως οι επενδυτές επιλέγουν τα χαρτοφυλάκια τους ανάλογα με τις διάφορες φορολογικές επιβαρύνσεις των μερισμάτων αλλά και των κεφαλαιακών κερδών (έννοια του tax-induced dividend clientele effect). Η υπόθεση αυτή ορίζει πως οι επενδυτές με υψηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση ενώ οι επενδυτές με χαμηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

Συνοψίζοντας, η μελέτη του Menyah (1993) έκανε έλεγχο των κυριότερων υποθέσεων της τιμολόγησης των μετοχών στην αγορά του Η.Β. κατά τις ημέρες αποκοπής. Τα αποτελέσματα δύσκολα μπόρεσαν να στηρίξουν την υπόθεση tax-induced dividend clientele. Έτσι είναι φανερό πως οι επενδυτές προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη από τα μερίσματα. Παρόλα αυτά όμως φαίνεται να ενισχύεται που και που και η έννοια της επίδρασης του φόρου. Υπάρχουν από την άλλη μεριά και κάποιες ενδείξεις ότι η υπόθεση short-term trading μπορεί να εξηγήσει μέρος του puzzle της τιμολόγησης στις ημέρες αποκοπής κυρίως πριν την εισαγωγή της νομοθεσίας του 1970 (anti-avoidance legislation). Μέχρι τότε, όπως προέκυψε και μέσα από τα δεδομένα του Menyah (1993) η εφαρμογή της ήταν περιορισμένη.

2.3.3. Μικροδομή της αγοράς (Microstructure Effect)

Μία επέκταση της θεωρίας των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών και κατά πόσο αυτές επηρεάζουν την τιμή της μετοχής είναι αυτή του ελάχιστου ρυθμού μεταβολής της τιμής που επιβάλλεται από το χρηματιστήριο (minimum tick size). Τη θεωρία αυτή την εισήγαγαν πρώτοι οι *Bali και Hite (1998)*. Διαπίστωσαν ότι καθώς οι τιμές των μετοχών δεσμεύονται από τον ελάχιστο αυτό ρυθμό μεταβολής, ενώ τα μερίσματα είναι συνεχόμενα, η μεταβολή της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε θα είναι ίση με το μέρισμα, αλλά θα έχει ένα tick διαφορά από το ποσό του μερίσματος. Παρουσιάζουν παραδείγματα μικρών και μεγάλων μερισμάτων και βρίσκουν ότι σε μερίσματα που πληρώνουν μικρό ποσό χρημάτων η διακριτικότητα των τιμών παίζει σημαντικό ρόλο, ενώ όταν το ποσό του μερίσματος είναι μεγάλο η διακριτικότητα δεν είναι τόσο σημαντική και η μείωση της τιμής πλησιάζει αναλογικά το ποσό του μερίσματος.

Το δείγμα τους αποτελείται από τα μερίσματα που πληρώθηκαν από τις εταιρίες στη Νέα Υόρκη ή από αυτές που διαπραγματεύονται στο αμερικάνικο χρηματιστήριο με ημέρες αποκοπής από 2/6/1962-31/12/1994. Έχουν αποκλειστεί εταιρίες που μοίραζαν περισσότερα του ενός μερίσματα με την ίδια μέρα αποκοπής, που είχαν διαφορετικό φορολογικό συντελεστή. Επιπλέον, ενώνουν τα μερίσματα που πιθανώς να δίνονται από μία μετοχή με τις ίδιες ημέρες αποκοπής. Η διαδικασία αυτή τους οδηγεί σε ένα δείγμα από 207.499 παρατηρήσεις. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό τους είναι ότι εξετάζουν τα αυτούσια μερίσματα παρά τις μερισματικές αποδόσεις, οπότε το δείγμα τους δεν είναι χωρισμένο με βάση τις αποδόσεις, όπως στα περισσότερα άρθρα.

Καταλήγουν στο γεγονός ότι ο λόγος της διαφοράς των τιμών των μετοχών σε σχέση με τα διανεμηθέντα μερίσματα είναι μικρότερος της μονάδας και αυξανόμενος με το μέγεθος του δείγματος, το οποίο βρίσκεται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα των E&G (1970) ακόμα και χωρίς το φαινόμενο της πελατείας. Άρα, τα αποτελέσματα των E&G δε μπορούν να μεταφραστούν ως αδιάσειστα στοιχεία της επιρροής των φόρων. Από την άλλη μεριά, οι Bali και Hite (1998) δεν μπορούν να αποκλείσουν την ύπαρξη τους, αφού ακόμα και στο μοντέλο τους η φορολογία παίζει ρόλο αφού οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές πιθανόν έχουν προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη από τα μερίσματα που οφείλεται στους φόρους. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών μειώνονται λιγότερο από τα μερίσματα δεν παραβιάζει τις

συνθήκες μη κερδοσκοπίας. Οι κερδοσκόποι, λόγω του κόστους συναλλαγών, και οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές, λόγω της φορολογίας, δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν όλη την αξία του μερίσματος. Κατά μέσο όρο, η τιμή πέφτει λιγότερο από το μέρισμα, αλλά μεταξύ ενός tick του μερίσματος, έτσι ώστε να μην επιτρέπει στους κερδοσκόπους να έχουν κέρδος από συναλλαγές γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.3.4. Προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη

Μία εναλλακτική μελέτη που ερεύνησε τι συμβαίνει στην τιμή της μετοχής όταν οι επενδυτές, ανεπηρέαστοι από το καθεστώς της φορολογίας, δείχνουν προτίμηση προς τα κεφαλαιακά κέρδη, πραγματοποιήθηκε από τους **Frank και Jagannathan (1998)**. Σε συνθήκες τέλει αγοράς, όπου δεν υπάρχουν φόροι αλλά ούτε και κόστη συναλλαγών, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θεωρητικά θα μειώνεται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος που αντιστοιχεί σε κάθε μερίδιο. Στην πραγματικότητα όμως η τιμή μειώνεται κατά μέσο όρο λιγότερο. Το φαινόμενο αυτό έχουν επιχειρήσει να ερμηνεύσουν πολλοί ερευνητές που ακολούθησαν τους Elton και Gruber (1970), βρίσκοντας ότι το πιθανότερο είναι ότι οφείλεται στο φορολογικό καθεστώς των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Το επιχείρημα αυτό όμως δε μπορεί να θεωρηθεί και απολύτως αξιόπιστο καθώς ευσταθεί μόνον για χώρες που υπάρχει φορολογία.

Οι Frank και Jagannathan διαφοροποιήθηκαν από τους υπόλοιπους ερευνητές αναλύοντας τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του χρηματιστηρίου του Χονγκ - Κονγκ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με το φορολογικό σύστημα του Χονγκ - Κονγκ ούτε τα μερίσματα, αλλά ούτε και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται και παρά τη μη ύπαρξη φορολογίας η τιμή εξακολουθεί να μειώνεται λιγότερο από το μέρισμα κατά 50%. Προκειμένου να εξηγήσουν αυτό το φαινόμενο οι συγγραφείς, ανέπτυξαν ένα μοντέλο που περιγράφει τη συμπεριφορά των επενδυτών και στο οποίο υπάρχουν δύο τιμές στην αγορά, η τιμή αγοράς (ask price) και η τιμή πώλησης (bid price). Κάτω από αυτές τις συνθήκες αγοράς έδειξαν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές που έχουν αποφασίσει να αγοράσουν, θα προτιμήσουν να το κάνουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και όχι την προηγούμενη, ενώ αυτοί που έχουν αποφασίσει να πουλήσουν τις μετοχές τους θα το κάνουν την προηγούμενη μέρα και επομένως θα επισπεύσουν τη διαδικασία. Αυτή η συμπεριφορά θα έχει ως

αποτέλεσμα, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να είναι λίγο αυξημένη σε σχέση με την αναμενόμενη και αυτή η διαφορά στην τιμή θα είναι ανάλογη με το περιθώριο μεταξύ της τιμής πώλησης και αγοράς (bid-ask spread) και φυσικά τον όγκο της συναλλαγής που κάνει ο επενδυτής. Οι επενδυτές ουσιαστικά, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν άλλους για να αποκτήσουν το μερίσμα την προηγούμενη μέρα με αποτέλεσμα να αποδέχονται μία πτώση του $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$ μικρότερη από τη μονάδα. Το bid-ask spread κατά τη διάρκεια μίας μέσης μέρας συναλλαγών έχει το μέγεθος ενός tick και γι' αυτό πολλές φορές το ένα tick στο χρηματιστήριο του Χονγκ-Κονγκ αναφέρεται σαν spread. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα που έβγαλαν από το μοντέλο, το bid-ask spread μεγαλώνει κοντά στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η αγορά αποδυναμώνεται, ενώ αντίθετα στην Αμερική ο όγκος συναλλαγών τις ημέρες εκείνες αυξάνεται.

Ακόμα όμως και σε ένα απλό επενδυτικό περιβάλλον, όπως του Χονγκ-Κονγκ, όπου ούτε το εισόδημα από τα μερίσματα αλλά ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται, η μελέτη έδειξε ότι είναι πολύ δύσκολο να δοθεί μία ερμηνεία για τη προφανή σχέση μεταξύ του ποσού του μερίσματος και της μέσης πτώσης της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η δυσκολία προκύπτει κυρίως από δύο λόγους: α) λόγω της τάσης των επενδυτών να ζητούν να αγοράσουν μαζικά μετοχές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να ζητούν να πωλούν όταν η μετοχή διαπραγματεύεται την προηγούμενη μέρα, και β) λόγω του γεγονότος ότι ούτε η πιθανότητα που τα γεγονότα αυτά λαμβάνουν χώρα είναι γνωστή, αλλά ούτε τα bid-ask spreads είναι διαθέσιμα στοιχεία.

Μία ακόμα χώρα κατάλληλη για τη μελέτη του φαινομένου της μεταβολής της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι η Ελλάδα, όπου όπως και στο Hong-Kong τα κέρδη από μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς, πέρα από τη μη ύπαρξη φορολογίας είναι και η απουσία του φαινομένου της μικροδομής (microstructure effect). Έτσι οι *Milonas & Travlos (2001)* επιχείρησαν να αναλύσουν τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Αθήνας για την περίοδο 1994-1999. Αυτό που διαπίστωσαν ήταν ότι την ημέρα αποκοπής, οι τιμές των μετοχών μειωνόνταν λιγότερο από το ποσό του μερίσματος που διένειμαν οι επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμά τους είναι συνεπές με αυτό των Frank και Jagannathan, αφού και οι δύο χώρες δεν έχουν φορολογία ούτε πάνω στα μερίσματα ούτε πάνω στα κεφαλαιακά κέρδη. Το υπό εξέταση φαινόμενο στην

έρευνα που έγινε για το Hong Kong αποδόθηκε στη διαφορά μεταξύ των τιμών bid – ask. Παρόλα αυτά στο Χ.Α.Α., επειδή δεν υπάρχουν market makers και οι συναλλαγές γίνονται μέσω υπολογιστή, δεν υπάρχει διαφορά μεταξύ των τιμών bid – ask. Οπότε, τα αποτελέσματα του άρθρου δεν μπορούν να αποδοθούν σε αυτόν τον παράγοντα.

Μια άλλη εξήγηση που μπορεί να δοθεί για την εμφάνιση του φαινομένου στην Ελλάδα είναι το μέγεθος του μερίσματος σε σχέση με το μέγεθος του tick. Αυτό σημαίνει ότι από τη στιγμή που η αγορά στρογγυλοποιεί το μέρισμα προς τα κάτω προς το κοντινότερο tick, η πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής θα είναι μικρότερη από το μέρισμα. Όμως, όπως επισημαίνουν και οι συγγραφείς κάτι τέτοιο δεν μπορεί να ισχύσει στην Ελλάδα διότι υπάρχουν μεγάλα ετήσια μερίσματα και μικρά ticks. Αυτό που είναι βέβαιο από την μελέτη των Milonas & Travlos (2001) είναι ότι το φαινόμενο που εμφανίζεται τις ημέρες αποκοπής μερισμάτων δεν μπορεί να αποδοθεί στην επίδραση της φορολογίας. Επίσης, τα αποτελέσματά τους υπονοούν ότι παρόλο που οι μικροοικονομικοί παράγοντες μπορούν να εξηγήσουν το παράδοξο, οι συγκεκριμένοι παράγοντες που έχουν αναλυθεί στις προηγούμενες έρευνες δεν μπορεί να είναι καθοριστικοί. Υπό αυτήν την έννοια το άρθρο τους συμβάλλει στη διεθνή βιβλιογραφία με το να υποστηρίζει ότι το φαινόμενο δεν έχει ακόμα διερευνηθεί και κατανοηθεί πλήρως.

Όλες οι ανωτέρω μελέτες εξετάζουν το θεμελιώδες ερώτημα της διαφοράς των αποδόσεων κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Οι εξηγήσεις οι οποίες δίνονται για το φαινόμενο αυτό είναι:

- 1) **Λόγω του φορολογικού συστήματος** που επιφέρει διαφορές φορολογίας σε μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Ελλείψει διαφορετικής φορολογίας, η πτώση της τιμής κατά μέσο όρο είναι ίση με το συνολικό ποσό του μερίσματος.
- 2) **Λόγω της κερδοσκοπικής τάσης των βραχυπρόθεσμων επενδυτών.** Δημιουργούνται ευκαιρίες για κερδοσκοπία τις οποίες εκμεταλλεύονται οι επενδυτές με μικρά κόστη συναλλαγής.
- 3) **Λόγω της μικροδομής της αγοράς.** Καθώς οι τιμές των μετοχών δεσμεύονται από ένα ελάχιστο ρυθμό μεταβολής, ενώ τα μερίσματα είναι συνεχόμενα, η μεταβολή της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε θα

είναι ίση με το μέρισμα, αλλά θα έχει ένα tick διαφορά από το ποσό του μερίσματος.

Ωστόσο, κάποιοι υποστηρίζουν ότι είναι πολύ δύσκολο να δοθεί μια ερμηνεία, καθώς, το φαινόμενο δεν έχει ακόμα διερευνηθεί και κατανοηθεί πλήρως.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά οι μελέτες που αναφέρθηκαν με τα κύρια πορίσματα τους.

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΧΩΡΑ	ΔΕΙΓΜΑ	ΕΞΗΓΗΣΗ	ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
<i>Elton και Gruber (1970)</i>	ΗΠΑ	4148 μερ.	Φορολογικό σύστημα	Η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να απεικονίζει τη διαφορετική φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, και το μέγεθος της πτώσης θα μπορούσε να υποδηλώνει τη φορολογική θέση του μακροπρόθεσμου επενδυτή.
<i>Barclay (1987)</i>	ΗΠΑ	762	Αλλαγές στους φορολογικούς νόμους	Κατά την περίοδο πριν την επιβολή του φόρου στα μερίσματα, οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έπεφταν κατά μέσο όρο όσο και το συνολικό ποσό του μερίσματος, ενώ μετά την επιβολή του φόρου οι τιμές μειώνονταν λιγότερο.
<i>Poterba και Summers (1984)</i>	Η.Β.	16	Αλλαγές στους φορολογικούς νόμους	Οι φόροι αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα για την ισορροπία στην αγορά αξιογράφων.
<i>Booth και Johnston (1984)</i>	Καναδάς	144	Αλλαγές στους φορολογικούς νόμους	Υπάρχει η τάση οι επενδυτές να προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισματικών κερδών.
<i>Milonas, Travlos, Xiao και Tan (2002)</i>	Κίνα	353	Φορολογικό σύστημα	Στα μερίσματα που δε φορολογούνται φαίνεται ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος ανεξάρτητα με τη μερισματική απόδοση.
<i>Dutta, Jog, και Saadi (2005)</i>	Καναδάς	1407	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών και φορολογικό σύστημα	Η διαμόρφωση της τιμής επηρεάζεται ταυτόχρονα από τη φορολογία και τις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές.
<i>Kalay (1982)</i>	ΗΠΑ	2540 μερ.	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών	Ο δείκτης μεταβολής τιμής προς μερίσματα διαφέρει σημαντικά από τη μονάδα με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ευκαιρίες για arbitrage που μπορούν να τις εκμεταλλευτούν επενδυτές με μικρό κόστος συναλλαγών.

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΧΩΡΑ	ΔΕΙΓΜΑ	ΕΞΗΓΗΣΗ	ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
<i>Lakonishok και Vermaelen (1983)</i>	Καναδάς	321	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών	Ο όγκος εμπορικών συναλλαγών αυξήθηκε σημαντικά την προηγούμενη και την επόμενη μέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
<i>Kaproff και Walking (1990)</i>	ΗΠΑ	462	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών	Απέδειξαν ότι η απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ανάλογη του κόστους συναλλαγής.
<i>Michaely (1991)</i>	ΗΠΑ	43	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών	Η φορολογική αλλαγή δεν είχε καμία επίδραση στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές δεν ασκούν κάποια σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής.
<i>Menyah (1993)</i>	Η.Β.	20	Κερδοσκοπική τάση βραχυπρόθεσμων επενδυτών και φορολογικό σύστημα	Κάποιες φορές ενισχύεται το επιχειρήμα της επίδρασης του εκάστοτε φορολογικού καθεστώτος και επιπλέον υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι επιρροή ασκεί και η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.
<i>Bali και Hite (1998)</i>	ΗΠΑ	207499 μερ.	Μικροδομή της αγοράς	Καθώς οι τιμές των μετοχών δεσμεύονται από ένα ελάχιστο ρυθμό μεταβολής, ενώ τα μερίσματα είναι συνεχόμενα, η μεταβολή της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε θα είναι ίση με το μέρισμα, αλλά θα έχει ένα tick διαφορά από το ποσό του μερίσματος.
<i>Frank και Jagannathan (1998)</i>	Χονγκ - Κονγκ	1896 μερ.	Προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη	Είναι πολύ δύσκολο να δοθεί μία ερμηνεία για τη προφανή σχέση μεταξύ του ποσού του μερίσματος και της μέσης πτώσης της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
<i>Milonas & Travlos (2001)</i>	Ελλάδα	548 μερ.	(Προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη)	Το φαινόμενο που εμφανίζεται τις ημέρες αποκοπής μερισμάτων δεν μπορεί να αποδοθεί στην επίδραση της φορολογίας.

2.4. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.4.1. Διάθεση των καθαρών κερδών

Ο νόμος προβλέπει μία συγκεκριμένη διαδικασία διανομής κερδών, η οποία έχει ως βάση τα καθαρά κέρδη και αποσκοπεί στην επίτευξη ενός διπλού στόχου: *Πρώτον*, να ενισχύσει την κεφαλαιακή βάση της εταιρίας προς όφελος των εταιρικών πιστωτών, αλλά ενδεχομένως και των μετόχων - επιχειρηματιών, που συχνά ενδιαφέρονται για την συσσώρευση κερδών, πράγμα που επιτυγχάνεται με το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, και *δεύτερον*, να ικανοποιήσει την επιθυμία των μετόχων για διανομή κερδών, πράγμα που επιτυγχάνεται με την υποχρεωτική διανομή ενός ελάχιστου ποσοστού των εναπομείναντων (μετά την αφαίρεση για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού) καθαρών κερδών. Το υπόλοιπο των κερδών μετά τη διανομή του πρώτου μερίσματος διατίθεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο καταστατικό ή με τα οριζόμενα στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης. Μέρισμα δικαιούται κάθε μέτοχος κατά την ημερομηνία έγκρισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων από την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων ή οποτεδήποτε οριστεί απ' αυτή. Το διατιθέμενο για μέρισμα ποσό από τα κέρδη της χρήσεως, ρυθμίζεται από τον Κ.Ν. 2190/1920 και τον Α.Ν.148/1967 όπως κατωτέρω.

Τα καθαρά κέρδη διανέμονται με την παρακάτω σειρά:

- 1) Σχηματίζεται το τακτικό αποθεματικό. Η ανώνυμη εταιρεία υποχρεούται κάθε χρόνο να παρακρατεί τουλάχιστον το 5% των καθαρών κερδών, μετά τη φορολογία, για σχηματισμό τακτικού αποθεματικού. Η κράτηση αυτή παύει να είναι υποχρεωτική, μόλις το ύψος του σχηματισθέντος τακτικού αποθεματικού φθάσει στο 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου. Σκοπός του τακτικού αποθεματικού είναι να καλύψει, πριν από κάθε διανομή μερίσματος, το υπόλοιπο των λογιστικών ζημιών. Γι' αυτό, το τακτικό αποθεματικό δεν μπορεί να κεφαλαιοποιηθεί ή να διανεμηθεί στους μετόχους.
- 2) Διανέμεται το νόμιμο πρώτο μέρισμα. Στην ανώνυμη εταιρεία οι μέτοχοι λαμβάνουν ως μέρισμα το 6% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου υπό την προϋπόθεση ότι το ποσό που προκύπτει είναι μεγαλύτερο από το 35% των κερδών της χρήσεως μετά την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος και του τακτικού αποθεματικού. Διαφορετικά καταβάλλεται το δεύτερο ποσό εφόσον είναι μεγαλύτερο από το πρώτο ποσό (6% του καταβλημένου κεφαλαίου).

Το μέρισμα που προκύπτει βάσει της σχέσεως (Διανεμόμενα κέρδη-Τακτικό αποθεματικό) * 35% μπορεί να μη διανεμηθεί εάν η γενική συνέλευση με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου αποφασίσει αυτό. Στην περίπτωση αυτή στους μετόχους θα καταβληθεί ως διανεμόμενο μέρισμα το μικρότερο ποσό, δηλαδή: Καταβλημένο μετοχικό κεφάλαιο * 6% (άρθρο 3, παρ. 3 Α.Ν. 148/1967 όπως τροποποιημένο από το άρθρο 3, παρ. 18 του Ν 2753/1999 ισχύει).

Κεφαλαιοποίηση μη διανεμηθέντος μερίσματος: Εάν το μέρισμα που προκύπτει από τη σχέση: (Διανεμόμενα κέρδη-τακτικό αποθεματικό) * 35% είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο που προκύπτει από τη σχέση: (Καταβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο * 6%), τότε η γενική συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία τουλάχιστον 65% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να μη διανείμει μέρισμα το μεγαλύτερο ποσό (Διανεμόμενα κέρδη - τακτικό αποθεματικό) * 35%, αλλά το μικρότερο ποσό (Καταβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο * 6%). Στην περίπτωση αυτή, το μη διανεμόμενο μέρισμα μέχρι τουλάχιστον ποσοστό 35% επί των καθαρών διανεμόμενων κερδών (μείον το τακτικό αποθεματικό μείον το μέρισμα 6% επί του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου) μεταφέρεται στα βιβλία της ανώνυμης εταιρείας σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού προς κεφαλαιοποίηση. Το αποθεματικό αυτό η ανώνυμη εταιρεία υποχρεούται εντός τετραετίας από το χρόνο σχηματισμού του να το κεφαλαιοποιήσει, με έκδοση νέων μετόχων που παραδίδει δωρεάν στους δικαιούχους μετόχους (άρθρο 3, παρ. 2, Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιημένο από το άρθρο 3, παρ. 18 του Ν. 2753/1999 ισχύει).

3) Το υπόλοιπο των κερδών διατίθεται κατά την κρίση της Γενικής Συνέλευσης ανάλογα με την πολιτική της κάθε εταιρείας:

- για την καταβολή μερισμάτων
- για αμοιβή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου
- για πρόσθετη αμοιβή των Διευθυντών ή των άλλων υπαλλήλων της εταιρείας,
- για αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου, σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920,
- για την κάλυψη αφορολογήτων αποθεματικών,
- μεταφέρεται σε νέα χρήση,
- μετατρέπεται σε έκτακτο αποθεματικό.

Τα μερίσματα πρέπει να καταβληθούν στους μετόχους μέσα σε δύο μήνες από την απόφαση της γενικής συνέλευσης που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

2.4.2. Διαδικασία πληρωμής μερισμάτων

Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να δημοσιεύσει στις εφημερίδες, σύμφωνα με τα άρθρα 7β και 43β, παράγραφος 5, του Ν. 2190/20, όπως ισχύει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, εκτός από το προσάρτημα, είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης και να τις υποβάλει στη Γενική Συνέλευση μαζί με το προσάρτημα και με έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, όπως λεπτομερέστερα αναγράφεται στο άρθρο 43α (παρ. 3 εδαφ. α και β) του Κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920 όπως ισχύει καθώς και με λογοδοσία για τα πεπραγμένα κατά τη χρήση που έληξε και με έκθεση των ελεγκτών. Αντίγραφο των οικονομικών καταστάσεων με τις εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτών, υποβάλλονται από την εταιρία, στην αρμόδια εποπτική Αρχή είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης. Μέσα σε είκοσι ημέρες από την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων από την τακτική Γενική Συνέλευση, υποβάλλεται στην αρμόδια εποπτική Αρχή, επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της, καθώς και των ετησίων οικονομικών καταστάσεων που εγκρίθηκαν.

Η εταιρία αρχικά παίρνει απόφαση για τη διανομή του μερίσματος, δηλαδή η Τακτική Γενική Συνέλευση της ανώνυμης εταιρίας, αφού εγκρίνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, αποφασίζει το ύψος των κερδών που θα διανεμηθούν ως μέρισμα, μετά και από σχετική πρόταση του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της εταιρίας. Στη συνέχεια, η εταιρία οφείλει να αποστείλει άμεσα στο Χ.Α.Α. ανακοίνωση με την ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος, την ημέρα αποκοπής, την ημέρα πληρωμής καθώς και την πληρώτρια Τράπεζα, μέσω της οποίας θα γίνει η καταβολή του μερίσματος.

- Ως **ημέρα καταχώρησης** (holder-of-record date), καλείτε η ημέρα που η εταιρία κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών.
- Ως **ημέρα αποκοπής** (ex-dividend day) προσδιορίζεται η ημερομηνία της πρώτης συνεδρίασης που η μετοχή θα διαπραγματεύεται χωρίς το μέρισμα. Η ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποφασίζεται από το Δ.Σ. της ανώνυμης εταιρίας και ανακοινώνεται μέσω του τύπου. Δικαιούχοι του μερίσματος είναι όλοι οι μέτοχοι που είναι κάτοχοι μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας στο τέλος της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου που προηγείται της ημερομηνίας αποκοπής του. Το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως τέσσερις ημέρες πριν από την ημέρα καταχώρησης. Την τέταρτη μέρα πριν από την ημερομηνία αυτή το

δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημέρα που το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές, ονομάζεται ημέρα μη καταβολής μερίσματος.

- Ως **ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος** προσδιορίζεται η ημερομηνία της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης, με την εκκαθάριση των συναλλαγών της οποίας διαμορφώνεται το μετοχολόγιο των δικαιούχων.
- Ως **ημέρα πληρωμής** (*payment day*) δύναται να προσδιοριστεί οποιαδήποτε ημέρα εντός διαστήματος τριών εργασίμων ημερών από την αποστολή από το Κ.Α.Α (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών) του αρχείου προσδιορισμού δικαιούχων μερίσματος κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του Σ.Α.Τ. (Σύστημα Άυλων Τίτλων).

Η εταιρία οφείλει επίσης να συμπεριλάβει στη σχετική ανακοίνωση τη διαδικασία πληρωμής μερίσματος μέσω της πληρώτριας Τράπεζας στους δικαιούχους που δεν έχουν παράσχει ή έχουν ανακαλέσει την σχετική εξουσιοδότηση προς τους Χειριστές τους για την είσπραξη του μερίσματος κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του Σ.Α.Τ..

Η πληρωμή των μερισμάτων αρχίζει από την ημέρα που ορίζεται από την τακτική Γενική Συνέλευση ή με εξουσιοδότηση της από το Διοικητικό Συμβούλιο, μετά την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και μέσα σε προθεσμία δύο μηνών. Η πληρωμή γίνεται μέσω πιστωτικού ιδρύματος της επιλογής της εισηγμένης (Πληρώτρια Τράπεζα). Στη συνέχεια, στην πληρώτρια τράπεζα καταβάλλεται την ημέρα πληρωμής το σύνολο του καταβλητέου μερίσματος το οποίο διανέμεται στους δικαιούχους σύμφωνα με τα στοιχεία που θα παρέχει το Κ.Α.Α. (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών) κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του Σ.Α.Τ.. Η καταβολή και πληρωμή του μερίσματος γίνεται με σχετική έγγραφη συμφωνία μεταξύ της εισηγμένης και της πληρώτριας τράπεζας. Η εκδότρια οφείλει να διασφαλίζει ότι η κατάθεση των επιμέρους ποσών μερισμάτων από την πληρώτρια τράπεζα στους χειριστές του Σ.Α.Τ. που έχουν εξουσιοδοτηθεί από τους δικαιούχους θα ολοκληρώνεται εντός της ημέρας πληρωμής. Όσοι δεν ζητήσουν έγκαιρα την πληρωμή των μερισμάτων που τους ανήκουν, δεν μπορούν να έχουν απαίτηση για ολόκληρο το ποσό. Όσα μερίσματα δεν ζητήθηκαν μέσα σε μία πενταετία από τότε που έγιναν απαιτητά, παραγράφονται.

Οι μέτοχοι μετέχουν στα καθαρά κέρδη μετά από έγκριση της τακτικής Γενικής Συνέλευσης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Στη συνέχεια το ποσό

που εγκρίνεται να διανεμηθεί καταβάλλεται στους μετόχους μέσα σε δύο μήνες από την απόφαση της τακτικής Γενικής Συνέλευσης που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

2.4.3. Φορολογία μερισμάτων

Σύμφωνα με την ισχύουσα Νομοθεσία (Ν.2238/1994, άρθρο 109) οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες (πλην Τραπεζών) οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών βαρύνονται με φόρο 35% επί των φορολογητέων κερδών τους πριν από οποιαδήποτε διανομή. Έτσι, τα μερίσματα διανέμονται από τα ήδη φορολογηθέντα στο νομικό πρόσωπο κέρδη και επομένως *ο μέτοχος δεν έχει καμία φορολογική υποχρέωση επί του ποσού των μερισμάτων που εισπράττει*. Επιπλέον, τα κεφαλαιακά κέρδη, δηλαδή η θετική διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης μιας μετοχής και της τιμής αγοράς της δε φορολογούνται. Επιβάλλεται, όμως, φόρος επί των συναλλαγών κατά την πώληση, που ανέρχεται σε 0,3%.

Σχετικά με τους ξένους επενδυτές, αυτοί είναι ελεύθεροι να εισάγουν κεφάλαια για επενδύσεις σε χρεόγραφα και να επανεξάγουν τα κέρδη κεφαλαίου, τα μερίσματα και τους τόκους. Επίσης, μπορούν να εκπέσουν από τον φόρο που παρακρατήθηκε λόγω κατοχής χρεογράφων στην αλλοδαπή, υποβάλλοντας σχετική βεβαίωση στις φορολογικές αρχές της χώρας προέλευσής τους. Τέλος, σε αρκετές περιπτώσεις, η Ελλάδα έχει συνάψει διακρατικές συμφωνίες με σκοπό την αποφυγή της διπλής φορολόγησης. Σύμφωνα με αυτές, η φορολόγηση γίνεται στη χώρα που πραγματοποιήθηκε η επένδυση.

2.4.4. Πιθανές επιπτώσεις των θεωριών των μερισμάτων στην Ελληνική αγορά

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιτρέπει να εξετασθεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής μερισμάτων σε ένα περιβάλλον χωρίς φόρους και χωρίς επίδραση δομικών μικροοικονομικών χαρακτηριστικών που υπάρχουν σε άλλες αγορές. Θεωρώντας όλους τους υπόλοιπους παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών σταθερούς, θα περίμενε κανείς οι τιμές των μετοχών να μειώνονται την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά το ακριβές ποσό αυτού. Όμως, όπως θα δούμε και παρακάτω στην έρευνα μας, κάτι τέτοιο δεν παρατηρείται στην Ελληνική αγορά.

2.4.5. Προσαρμογή της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

Πριν το 2001

Σε συνθήκες τέλειων αγορών, χωρίς φόρους και έξοδα συναλλαγών, οι τιμές των μετοχών την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, μειώνονται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος που διανέμεται. Αυτό συμβαίνει διότι την τελευταία ημέρα πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($P_{t-1} = P_0 + D$), η αξία της μετοχής αποτελείται από δύο μέρη:

- Την τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής (P_0) και
- Το ποσό του πληρωτέου μερίσματος (D).

Επομένως, την ημέρα που αποκόπεται το μέρισμα, η τιμή της μετοχής προσαρμόζεται κατά το ποσό του μερίσματος.

Σύμφωνα με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.Α. και συγκεκριμένα με την Απόφαση 45/2000 στις 12/7/2000, παράγραφο 5 περί διανομής μερίσματος, προσδιορίζεται η μέθοδος προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α λόγω διανομής μερίσματος. Πριν το 2001, αυτό που ίσχυε στην περίπτωση διανομής μερίσματος, M , ήταν ότι η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής T_{π} , ισούται με

$$T_{\pi} = T_{\kappa} - M$$

Όπου,

T_{π} = η προσαρμοσμένη τιμή μετοχής (μετά την εταιρική πράξη),

T_{κ} = η τιμή κλεισίματος της μετοχής (πριν την εταιρική πράξη) και

M = πληρωτέο μέρισμα.

Μετά το 2001

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α., στις 30/3/2001, ύστερα από απόφασή του, ανακοίνωσε ότι στις περιπτώσεις διανομής μερίσματος από τις εισηγμένες εταιρίες δεν θα αναπροσαρμόζεται η τιμή της μετοχής, δηλαδή **το μέρισμα δεν θα αφαιρείται από την τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη της**

αποκοπής ημέρα, οπότε θα ισχύει $T_{\pi} = T_{\kappa}$. Σύμφωνα με την ανακοίνωση του Χ.Α στις 3/4/2001, αφήνεται στην ίδια την αγορά να αποφασίζει για την εξέλιξη της τιμής της μετοχής. Η τεχνική προσαρμογής της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής έχει ως εξής: η ημερομηνία αποκοπής μερίσματος ανακοινώνεται και με βάση τα ημερήσια όρια διακύμανσης που ισχύουν για κάθε μετοχή διαπραγματεύεται και κλείνει στα επίπεδα που προσδιορίζουν οι δυνάμεις της αγοράς.

Όπως επισημαίνεται στη σχετική ανακοίνωση του Χ.Α, στις 3/4/2001: «η πολιτική αυτή είναι χρήσιμη, ώστε να εμφυσήσει τον μακροπρόθεσμο ορίζοντα των επενδυτών στην κάθε εταιρία, να παραμένουν δηλαδή μέτοχοι σε αυτές για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα με τη λογική ότι το υψηλό μέρισμα αντανακλά την ευρωστία και την αναπτυξιακή πορεία της εταιρίας και αποτελεί ένδειξη ότι τα καλά αποτελέσματα θα συνεχιστούν».

Στη συνέχεια η ανακοίνωση αναφέρει ότι, στο παρελθόν η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιριών, λόγω και του ύψους των εναλλακτικών αποδόσεων δεν αποτελούσε πόλο έλξης των επενδυτών, δηλαδή η μειωμένη απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος οδηγούσε τους επενδυτές σε άλλες επενδύσεις με μεγαλύτερη απόδοση. Όμως με τις αποδόσεις που παρατηρούνται σήμερα σε τοποθετήσεις σταθερού εισοδήματος, η διανομή μερίσματος αποτελεί κίνητρο επένδυσης και παραμονής σε μία μετοχή, όπως ισχύει και σε άλλες ώριμες αγορές, καθώς μάλιστα τώρα οι μερισματικές αποδόσεις εισηγμένων εταιριών συχνά ξεπερνούν αποδόσεις σταθερού εισοδήματος.

Τέλος, με την απόφασή του αυτή το Χ.Α.Α. και η ελληνική αγορά μετοχών, όπως αναφέρεται στη συνέχεια της ανακοίνωσης, εναρμονίζεται με τα συμβαίνοντα και σε άλλα Χρηματιστήρια αναπτυγμένων αγορών, όπως είναι το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange), το Χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης (Deutsche Borse) και το Χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Stock Exchange).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΕΠΑΝΑΓΟΡΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

3.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΕΙΔΗ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Μία εναλλακτική λύση της διανομής μερισμάτων, είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών. Η επαναγορά ιδίων μετοχών, ως μέθοδος διανομής ταμειακών ρευστών στους μετόχους, έγινε ιδιαίτερα δημοφιλής τα τελευταία πέντε (5) χρόνια και σε πολλές χρηματιστηριακές αγορές ξεπέρασε σε συχνότητα ακόμη και την διανομή μερίσματος. Στην Ελλάδα σημείωσε ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία έξι χρόνια, στην περίοδο (2000-2006), μετά και την αναπροσαρμογή του νομικού πλαισίου στις σύγχρονες ανάγκες της αγοράς.

Υπάρχουν διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς ιδίων μετοχών. Οι περισσότερες από αυτές βρίσκονται στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών καθώς αποτελεί και την πιο εξελιγμένη μορφή αγοράς. Η πιο δημοφιλής μέθοδος είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market). Με τη συγκεκριμένη μέθοδο, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να ολοκληρώσουν τα προγράμματα που εξαγγέλλουν και κατά τους Stephens και Weisbach (1998), τα διοικητικά στελέχη μπορούν να πραγματοποιούν επαναγορά όταν υπάρχουν διαθέσιμα ταμειακά κεφάλαια. Οι εταιρείες στην Ελλάδα πραγματοποιούν την επαναγορά μόνο μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, εκμεταλλευόμενες την ευελιξία που τους προσφέρει..

Οι βασικές μέθοδοι επαναγοράς ιδίων μετοχών είναι:

◆ **FIXED - PRICE TENDER OFFERS (FPTs)**

Οι Fixed-price Tender Offers (FPTs) αποτελούν προσφορές αγοράς μετοχών σε σταθερή τιμή, όπου μία εταιρία προσφέρεται να αγοράσει ένα προκαθορισμένο ποσοστό από τις μετοχές της μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η σταθερή προσφερόμενη από την εταιρία τιμή είναι συνήθως υψηλότερη από την επικρατούσα αγοραία τιμή τη χρονική στιγμή της προσφοράς. Οι περισσότερες προσφορές αυτού του είδους υπερκαλύπτονται, που σημαίνει ότι προσφέρονται περισσότερες μετοχές απ' ότι ζητούνται, οπότε η εταιρία μπορεί να επαναγοράσει κατ' αναλογία από τον κάθε μέτοχο που είναι διατεθειμένος να τις πουλήσει. Από την άλλη πλευρά, η εταιρία μπορεί να επιλέξει να αγοράσει όλες τις μετοχές, δηλαδή περισσότερες από αυτές που είχε θέσει ως στόχο, στην ίδια προσφερόμενη τιμή. Αντιθέτως, στην περίπτωση που η προσφορά δεν καλυφθεί επαρκώς, η εταιρία μπορεί να την

διευρύνει με την προσδοκία ότι στο μέλλον θα καλυφθεί ή εναλλακτικά να την ακυρώσει αν αναφέρεται σε αυτή ένα ελάχιστο ποσοστό αποδοχής ή και να επαναγοράσει όποιο ποσοστό προσφερθεί.

◆ **DUTCH AUCTIONS (DAs)**

Σε αυτή την περίπτωση επαναγοράς η εταιρία ανακοινώνει τον αριθμό των μετοχών που επιθυμεί να επαναγοράσει μέσα σε ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα και το εύρος των τιμών, στο οποίο οι μέτοχοι μπορεί να υποβάλλουν την προσφορά τους. Η προσφορά μπορεί να υπερκαλυφθεί στην περίπτωση που οι αναμενόμενες για την επαναγορά τιμές από τους μετόχους είναι χαμηλότερες από αυτές του ελάχιστου ορίου του εύρους των τιμών που έχει ορίσει η εταιρία. Παράλληλα, το γεγονός αυτό μπορεί να συμβεί και στην περίπτωση που ο αριθμός των μετοχών που αποφασίστηκε να επαναγοραστεί δεν διαιρείται απόλυτα με την τιμή που θα καθοριστεί.

◆ **TRANSFERABLE PUT RIGHTS (TPRs)**

Τα TPRs (Μεταβιβάσιμα Δικαιώματα Πώλησης) αντιπροσωπεύουν δικαιώματα που παραχωρούνται στους μετόχους ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν. Αν η τιμή του put (δικαιώματος πώλησης) εξασφαλίζει κάποιο κέρδος με βάση την επικρατούσα τιμή αγοράς, τότε τα TPRs θα έχουν αξία και θα αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Επειδή με την εξάσκηση των δικαιωμάτων από τους μετόχους αγοράζονται όλες οι μετοχές, η πιθανότητα της επαναγοράς κατ' αναλογία όπως στην περίπτωση των Fixed-price Tender Offers αποφεύγεται. Διαφορετικά, οι μέτοχοι δε θα γνώριζαν τι ποσοστό από τις προσφερόμενες μετοχές τους θα αγοράζόταν.

◆ **OPEN - MARKET REPURCHASES (OMRs)**

Στις επαναγορές ανοικτής αγοράς (OMRs), η επιχείρηση αγοράζει τις μετοχές της όπως οποιοσδήποτε άλλος επενδυτής, δηλαδή διαμέσω χρηματιστηριακών εταιριών. Με τη συγκεκριμένη μέθοδο, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να δημοσιοποιούν τις πράξεις επαναγοράς αλλά οι συναλλαγές που αφορούν στην

επαναγορά οφείλουν να είναι συμβατές με τους νόμους για την προστασία του επενδυτικού κοινού από χειραγώγηση και απάτη. Χρειάζεται μία εκτεταμένη χρονική περίοδος για να συγκεντρωθεί ένα σχετικά μεγάλο πακέτο μετοχών. Είναι απαραίτητη η αποκάλυψη των προθέσεων της εταιρείας. Χωρίς την κατάλληλη πληροφόρηση, ο πωλητής-μέτοχος ίσως υποστεί ζημία. Αυτός ο τύπος επαναγοράς είναι ο ευρύτερα χρησιμοποιούμενος παγκοσμίως και ο μόνος που εφαρμόζεται στην Ελλάδα από την εμφάνιση της επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις εταιρίες μέχρι σήμερα.

Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε αγορά ιδίων μετοχών για πολλούς λόγους. Η απόφαση για την επαναγορά μετοχών επηρεάζεται από τη διανομή κερδών της επιχείρησης, τις επενδύσεις, τη διάρθρωση κεφαλαίου, τις αποφάσεις των διοικήσεων και την πολιτική αποζημίωσης που ακολουθεί μία επιχείρηση. Οι περισσότερες έρευνες γι' αυτό το θέμα εστιάζουν την προσοχή τους σε έναν ή δύο λόγους. Ωστόσο, φαίνεται ότι επηρεάζεται και από τη θέση στην οποία βρίσκεται μία επιχείρηση, γιατί οι εταιρείες άλλοτε προβαίνουν σε επαναγορά για να αποφύγουν πιθανή υποτίμηση της τιμής της μετοχής τους ή για να διανείμουν επί πλέον κεφάλαια ή για να ελέγξουν την αξία της μετοχής, λόγω της παροχής των δικαιωμάτων μετοχών.

Υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία που καταγράφει τους λόγους που οδηγούν τις διοικήσεις των εταιρειών στην εφαρμογή προγραμμάτων επαναγοράς. Οι υποθέσεις που έχουν καταγραφεί είναι πολλές και μερικές από αυτές είναι: η υπόθεση της σηματοδότησης πληροφοριών (information signaling hypothesis), η υπόθεση της προσωπικής φορολόγησης (personal taxation hypothesis), η υπόθεση της μόχλευσης (leverage hypothesis) αλλά και η υπόθεση απαλλοτρίωσης της αξίας των κατόχων ομολόγων (bondholder expropriation hypothesis). Ο Jensen (1986) αναφέρει ότι οι επιχειρήσεις επαναγοράζουν τις μετοχές τους για να διανείμουν τις επιπλέον ταμιακές τους ροές. Οι Stephens και Weisbach (1998) βρίσκουν μία θετική σχέση μεταξύ επαναγορών και ταμειακών ροών. Έδειξαν δε ότι είναι αρνητικά συσχετισμένες με προγενέστερες αποδόσεις, υποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν η αξία της τιμής των μετοχών τους είναι υποτιμημένη. Με την άποψη αυτή συμφωνούν και ο Vermaelen (1981), ο Persons (1997) και οι D/Emello και Shroff (2000). Οι Bagwell και Shoven (1988) ερεύνησαν την επίδραση των επαναγορών στην μόχλευση, ενώ οι Fenn και Liang (1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές

χρησιμοποιούνται για να εξουδετερωθεί κάπως η μείωση που παρατηρείται στις τιμές των μετοχών, μετά την παροχή των δικαιωμάτων.

Οι περισσότερες έρευνες ασχολούνται με την μέτρηση της επίδρασης που έχουν οι διαφορετικές μέθοδοι επαναγοράς στις τιμές των μετοχών, όπως και με την σύγκριση μεταξύ της διανομής μερίσματος και της επαναγοράς μετοχών, ως μεθόδων διανομής κερδών στους μετόχους.

3.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ

Οι διάφορες μελέτες που έχουν δημοσιευθεί κατά καιρούς και αφορούν τις μη-φυσιολογικές αποδόσεις (abnormal returns) των επαναγορών μετοχών βασίζονται σε κάποιες υποθέσεις που πολλές φορές είναι κοινές. Οι υποθέσεις αυτές αποτελούν τα κίνητρα και τους λόγους που μία εταιρία μπορεί να προβεί στην επαναγορά. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι ευρύτερα χρησιμοποιούμενες υποθέσεις, καθώς και η ανάλυσή τους.

Μία από τις υποθέσεις που συναντά κανείς πολύ συχνά στην βιβλιογραφία είναι η **Traditional Signaling Hypothesis** (TSH - Παραδοσιακή Υπόθεση Σήμανσης). Η υπόθεση αυτή βασίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ της αγοράς και της διοίκησης μίας εταιρίας. Αν, σύμφωνα με την κρίση της διοίκησης, η μετοχή της εταιρίας είναι υποτιμημένη, μπορεί να προβεί σε επαναγορά μετοχών. Η ανακοίνωση της αγοράς ιδίων μετοχών λειτουργεί ως «σήμα» (signal) στην λιγότερο πληροφορημένη αγορά. Αν η αγορά αντιδράσει αποτελεσματικά, οι τιμές θα προσαρμοστούν αμέσως και αμερόληπτα, με αποτέλεσμα η καινούρια τιμή ισορροπίας να αντικατοπτρίζει πλήρως την «αληθινή αξία» της νέας πληροφόρησης και να μην επέλθει μεταφορά του πλούτου μεταξύ των μακροχρόνιων μετόχων της και αυτών που θα πουλήσουν μετοχές στην εταιρία.

Όταν η διοίκηση μίας εταιρίας ερωτάται γιατί επαναγοράζει μετοχές, ο πιο συνήθης λόγος είναι η υποτίμηση και το γεγονός ότι θεωρεί τις μετοχές της μία καλή επένδυση. Οι επαναγορές δεν παρουσιάζουν μόνο μια ελαστικότητα για την επιχείρηση στο να διανείμει τα επιπλέον μετρητά, αλλά και το πότε θα πραγματοποιήσει τη διανομή. Αυτή η ελαστικότητα για τον ακριβή χρόνο που πρέπει να γίνει μια επαναγορά είναι ωφέλιμη, γιατί οι επιχειρήσεις μπορούν να περιμένουν για την επαναγορά μέχρι να υποτιμηθεί η τιμή της μετοχής τους. Γι' αυτό και μια

διαφορετική διατύπωση της συγκεκριμένης υπόθεσης είναι η υπόθεση της υποτίμησης (Undervaluation Hypothesis).

Μία δεύτερη υπόθεση είναι η **Underreaction Hypothesis** (UH), σύμφωνα με την οποία η αγορά αντιδρά με σκεπτικισμό στην ανακοίνωση επαναγοράς, με αποτέλεσμα οι τιμές να προσαρμόζονται σταδιακά κατά το πέρασμα του χρόνου. Υπάρχουν μελέτες στις οποίες παρατηρείται ότι οι τιμές παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα για τουλάχιστον δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση για επαναγορά.

Άλλη μία υπόθεση που συναντά κανείς πολύ συχνά στις διάφορες μελέτες είναι η **Free Cash Flow Hypothesis** (Υπόθεση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών) και βασίζεται στην Agency Theory. Χαρακτηριστικό της είναι το γεγονός ότι η εταιρία χρησιμοποιεί τα μετρητά της, προκειμένου να επαναγοράσει μετοχές, επομένως αυτά μεταβιβάζονται στους μετόχους της. Με αυτό τον τρόπο, η διοίκηση έχει στη διάθεσή της μικρότερο πλεόνασμα σε χρηματικές ροές για να ξοδέψει αναποτελεσματικά σε πολυτέλειες για την ίδια ή σε επενδύσεις χωρίς αξία.

Δύο ακόμα σημαντικές υποθέσεις είναι αυτές που έχουν να κάνουν με τη φορολόγηση των επαναγορών μετοχών. Για τις εταιρίες υπάρχει ένα προφανές κίνητρο, για να ακολουθήσουν αυτή τη στρατηγική, αφού τα κεφαλαιακά κέρδη που προέρχονται από την επαναγορά μετοχών φορολογούνται με πολύ χαμηλότερο συντελεστή από το κανονικό εισόδημα, στο οποίο ενσωματώνονται οι εισροές από τα μερίσματα. Παρόλο που η πράξη φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στις ΗΠΑ μειώνει σημαντικά το σχετικό φορολογικό όφελος στα κεφαλαιακά κέρδη, η υπάρχουσα διαφορά ανάμεσα στον υψηλότερο συντελεστή φορολόγησης του κανονικού εισοδήματος και των κεφαλαιακών κερδών είναι μεγάλη και θετική. Παράλληλα, οι επαναγορές μετοχών από τις εταιρίες δίνουν τη δυνατότητα στον επενδυτή να αναβάλει την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών και επομένως την πληρωμή του φόρου.

Η **Expropriation Hypothesis** (Υπόθεση της Απαλλοτρίωσης), που βασίζεται στην Agency Theory, αναφέρεται στο κίνητρο μίας χρεωμένης εταιρίας να προβεί σε ενέργειες που θα μεταβιβάσουν αξία από τους πιστωτές της στους μετόχους της. Μέσω της επαναγοράς μειώνεται το ενεργητικό της εταιρίας αλλά και το μετοχικό της κεφάλαιο, με αποτέλεσμα να μειώνεται και η αξία του χρέους της. Αυτό οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι ζημιές των ομολογιούχων αποτελούν τα κέρδη των μετόχων.

Υπάρχουν δύο ακόμα υποθέσεις οι οποίες σχετίζονται με την ανάπτυξη κυρίως στις εταιρίες των ΗΠΑ των δικαιωμάτων μετοχών (employee / executive

stock options) που προσφέρονται στους εργαζομένους ή στη διοίκηση και αυτές είναι η **Option Funding Hypothesis** (Υπόθεση Χρηματοδότησης) και η **Substitution Hypothesis** (Υπόθεση Υποκατάστασης). Η πρώτη υπόθεση προβλέπει ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται με σκοπό τη χρηματοδότηση της εξάσκησης των employee stock options. Άρα, η απόφαση από μια εταιρία για επαναγορά θα πρέπει να σχετίζεται με δικαιώματα που εξασκήθηκαν πρόσφατα ή που πρόκειται να εξασκηθούν στο κοντινό μέλλον.

Η δεύτερη υπόθεση (Υπόθεση Υποκατάστασης) προβλέπει ότι τα executive stock options προσφέρουν διαφορετικά κίνητρα από τα employee stock options. Ενώ τα δεύτερα παρέχουν στην εταιρία κίνητρα για επαναγορά μετοχών με σκοπό την αποφυγή της διάχυσης των κερδών από την εξάσκησή τους, τα πρώτα προσφέρουν κίνητρα για να μην διανεμηθεί μέρισμα, αφού η διανομή μερίσματος μειώνει την αξία των δικαιωμάτων που έχει στα χέρια της η διοίκηση είτε αυτά πρόκειται να εξασκηθούν είτε αυτά δεν πρόκειται να εξασκηθούν. Αρκετοί ερευνητές θεωρούν ότι τα μερίσματα και τα προγράμματα επαναγορών είναι τέλεια υποκατάστατα, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι μπορεί να μην είναι τέλεια.

3.3. ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Στη συνέχεια παρατίθενται οι σημαντικότερες μελέτες στο θέμα της επαναγοράς των μετοχών ως μία από τις επικρατέστερες μορφές πολιτικής, με την οποία μεταβιβάζεται πλούτος από την εταιρία στους μετόχους της και που χρησιμοποιείται ευρέως τα τελευταία χρόνια.

Ο *Vermaelen (1981)* παρατήρησε ότι η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών έχει μεγαλύτερη θετική επίδραση από την ανακοίνωση μερίσματος. Επιπλέον, οι εταιρείες προχώρησαν σε επαναγορά μετοχών σε περιόδους που ήθελαν να ελέγξουν την αύξηση των μερισμάτων.

Οι *Ofer και Thakor (1987)* παρατήρησαν ότι η αγορά αντιδρά πιο ευνοϊκά σε προγράμματα επαναγοράς μετοχών σε σχέση με την ανακοίνωση διανομής μερισμάτων. Επίσης, διαπίστωσαν πως όταν μία εταιρεία πληρώνει μερίσματα δεν χρησιμοποιεί ποτέ εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.

Οι *Comment & Jarrell (1991)* στην έρευνά τους που βασίζεται στην Signaling Hypothesis μελετούν τρία είδη επαναγορών κοινών μετοχών που ανακοινώθηκαν από εταιρίες των ΗΠΑ στο διάστημα 1984-1989. Συγκεκριμένα,

εξετάστηκαν 165 self-tender offers, εκ των οποίων 72 ήταν Dutch Auction Offers (DAs) και οι υπόλοιπες 93 ήταν Fixed Price Tender Offers (FPTs) και 1.197 Open Market Repurchases (OMRs). Καθένα από τα τρία είδη επαναγορών καταλήγουν σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στο διάστημα ανακοίνωσης της επαναγοράς. Το event window για αυτή τη μελέτη αποτελεί το διάστημα (-1,+1). Οι FPTs παρουσιάζουν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 11%, οι DAs ίσες με περίπου 8% και τέλος οι OMRs ίσες με 2,3%.

Το γεγονός ότι οι DAs σημειώνουν μικρότερες θετικές αποδόσεις στις τιμές των μετοχών τους από ότι οι FPTs είναι σύμφωνο με την υπόθεση που βασίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση (Signaling Hypothesis) και λέει ότι οι DAs είναι λιγότερο αποτελεσματικές από τις FPTs ως σήματα υποτιμημένης τιμής της μετοχής, γιατί συνήθως θέτουν τον προσωπικό πλούτο της διοίκησης σε μικρότερο κίνδυνο. Επίσης, οι DAs θέτουν το premium της επαναγοράς σε περίπου το ένα τρίτο αυτού που πληρώνεται στην περίπτωση μίας FPTs. Σύμφωνα με την θεωρία της ορθολογικής επιλογής, οι DAs χρησιμοποιούνται πιο συχνά από μεγάλες εταιρίες, που έχουν σχετικά χαμηλότερη ζήτηση για την επίδειξη (signal) υποτίμησης της τιμής της μετοχής τους.

Από την άλλη πλευρά, οι ανακοινώσεις για μεγάλα προγράμματα επαναγοράς μετοχών μέσω των OMRs, που δεν προσφέρουν κανένα premium πάνω από την χρηματιστηριακή τιμή, μπορούν να σηματοδοτήσουν υποτίμηση της τιμής της μετοχής σχεδόν το ίδιο αποτελεσματικά με τις DAs. Παράλληλα, όσο χειρότερες ήταν οι πρόσφατες αποδόσεις των μετοχών των εταιριών σε σχέση με την αγορά, τόσο υψηλότερες εμφανίζονται αυτές μετά την ανακοίνωση των OMRs όπως και των άλλων δύο ειδών επαναγορών, γεγονός συμβατό με την signaling theory.

Οι *Vafeas και Joy (1995)* εξέτασαν τις πηγές χρηματοδότησης και τα οφέλη για την εικόνα της εταιρείας από την επαναγορά ιδίων μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, κατέληξαν στο συμπέρασμα πως πολλά από τα κέρδη τα οποία χρηματοδοτούν την επαναγορά ιδίων μετοχών προέρχονται από την μείωση του agency cost της εταιρείας. Πρακτικά αυτό σημαίνει πως από τη στιγμή που η εταιρεία αποφασίζει να επιστρέψει κέρδη στους μετόχους της με την επαναγορά ιδίων μετοχών, δεν αποδίδει μόνο μέρισμα στους μετόχους, αλλά μειώνει και την πιθανότητα να γίνει λανθασμένη χρησιμοποίηση των συγκεκριμένων κεφαλαίων σε μη αποδοτικές επενδύσεις, βελτιώνοντας έτσι ουσιαστικά την διαχείριση και αποδοτικότητα των διαθέσιμων κεφαλαίων της εταιρείας.

Οι *Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995)* μελετούν σε ένα δείγμα 1.239 OMRs τις βραχυχρόνιες αποδόσεις, που αφορούν κυρίως την περίοδο της ανακοίνωσης, και τις μακροχρόνιες αποδόσεις που έπονται της ανακοίνωσης θέτοντας ως βασικές υποθέσεις τους αυτές της σήμανσης (Signaling Hypothesis) και της αντίδρασης των επενδυτών (Underreaction Hypothesis). Εξέτασαν κατά πόσο είναι μία επένδυση σωστή, όταν με βάση την θεωρία της υποτίμησης της μετοχής, τα διευθυντικά στελέχη προβαίνουν σε επαναγορά ιδίων μετοχών. Με βάση την έρευνα τους βρήκαν ότι υπάρχει αρχικά μια μικρή αντίδραση της αγοράς, της τάξεως του 3,5%, γεγονός που υποδεικνύει ότι η αγορά αρχικά υποαντιδρά, ενώ η υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα τετραετίας ξεπερνά το 15%. Ερεύνησαν και απέδειξαν ότι ένας επενδυτής μπορεί να αποκομίσει κέρδος αγοράζοντας και διακρατώντας στο χαρτοφυλάκιο του εταιρείες που προβαίνουν σε επαναγορά. Επομένως μακροπρόθεσμα ισχύει η θεωρία της υποτίμησης. Ακόμη, το μέγεθος των εταιριών επηρεάζει την αντίδραση της αγοράς, αφού αυτές με το μικρότερο μέγεθος παρουσιάζουν κατά μέσο όρο τις μεγαλύτερες θετικές έκτακτες αποδόσεις. Τέλος, η έρευνα δεν εντοπίζει σημαντικές διαφορές στις έκτακτες αποδόσεις των εταιριών με βάση την κατάταξη λογιστικής προς χρηματιστηριακή αξία.

Επιπλέον, οι *Ikenberry και Vermaelen*, την επόμενη χρονιά (*1996*), στηριζόμενοι στην λειτουργία του συγκεκριμένου τρόπου επαναγοράς, ο οποίος δεν δεσμεύει τις εταιρείες να ολοκληρώσουν το πρόγραμμα που έχουν εξαγγείλει, εξέτασαν κατά πόσο η παροχή αυτής της ευελιξίας είναι παράγοντας που οδηγεί τελικά στην αύξηση της τιμής της μετοχής κατά την ημέρα της ανακοίνωσης. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε η έρευνα είναι πως η φύση του προγράμματος παρέχει την δυνατότητα στις διοικήσεις των εταιριών να κινηθούν με τέτοιο τρόπο στην υλοποίηση της επαναγοράς ώστε να ωφελήσουν τους μακροπρόθεσμους μετόχους - επενδυτές τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αξιολογεί θετικά η χρηματιστηριακή αγορά την ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς.

Οι *Stephens & Weisbach (1998)* υιοθετούν στην μελέτη τους την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης που πηγάζει από την Signaling Hypothesis ή την υπόθεση της υποτίμησης (the Asymmetric Information or «Undervalued Equity Hypothesis») και ερευνούν 450 OMRs ανακοινώσεις για το διάστημα 1981-1990. Για τον υπολογισμό των μη-φυσιολογικών αποδόσεων χρησιμοποιούν ένα event window τριών ημερών ξεκινώντας από την ημέρα πριν την ανακοίνωση και τελειώνοντας την

ημέρα μετά από αυτήν. Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η CAR για το event-window των τριών ημερών ισούται με 2,69% και είναι στατιστικά σημαντική.

Σύμφωνα με τους Stephens & Weisbach, στις επαναγορές ιδίων μετοχών που πραγματοποιούνται μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, οι εταιρείες δεν είναι υποχρεωμένες να ολοκληρώσουν τα προγράμματα που εξαγγέλλουν. Αυτό τους δίνει τη δυνατότητα να προσαρμόζουν το ποσοστό επαναγοράς ανάλογα με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και εξυπηρετεί σημαντικά, τις εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν αστάθεια στις ταμειακές τους ροές. Τα διοικητικά στελέχη εκμεταλλεύονται την ευελιξία που τους παρέχει η επαναγορά μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς και το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό κάνει την μέθοδο αυτή ιδιαίτερα δημοφιλή.

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τα ευρήματα της συγκεκριμένης έρευνας, πολλές εταιρείες πραγματοποίησαν το 74%-82% της επαναγοράς, άλλες διεύρυναν το χρονικό ορίζοντα της, ενώ άλλες υπερέκρασαν την προβλεπόμενη ποσότητα επαναγοράς (57% από τις εταιρίες αγόρασαν περισσότερες από αυτές που είχαν αρχικά αποφασίσει), γεγονός που καταδεικνύει την πλήρη εκμετάλλευση της ευελιξίας που παρέχεται από την συγκεκριμένη μέθοδο.

Τέλος, βρήκαν ότι οι αναμενόμενες και μη χρηματικές ροές σχετίζονται θετικά με τις επαναγορές, που σημαίνει ότι οι εταιρίες προσαρμόζουν τις αποφάσεις τους σχετικά με την επαναγορά στην οικονομική τους κατάσταση. Ακόμη, ότι οι επαναγορές μετοχών σχετίζονται αρνητικά με την απόδοση των μετοχών των εταιριών πριν την ανακοίνωση και αυτό αποτελεί μια διαπίστωση σύμφωνη με τα επιχειρήματα περί ασύμμετρης πληροφόρησης.

Οι *Lie και McConnell (1998)* εξέτασαν κατά πόσο η αύξηση των αποδόσεων των εταιριών με την μέθοδο της εξαγοράς σε προκαθορισμένη τιμή είναι μεγαλύτερη από ότι στην περίπτωση της μεθόδου επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς. Η μέθοδος της επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς έκανε την εμφάνιση της το 1981 και από τότε κυριάρχησε ως μέθοδος επαναγοράς ιδίων μετοχών. Κατά συνέπεια η σύγκριση των δύο μεθόδων ξεκινά το 1981 και τελειώνει το 1994. Τα αποτελέσματα της έρευνας δεν έδειξαν διαφορά στις υπεραποδόσεις των μετοχών των εταιριών, καθώς αυτά κυμάνθηκαν στα επίπεδα του 8% και με τις δύο μεθόδους. Επίσης, δεν παρουσιάστηκε διαφορά ούτε στα κέρδη που σημείωσαν οι εταιρείες για την ίδια περίοδο.

Παρόλα αυτά, παρατηρήθηκε πως η επαναγορά ιδίων μετοχών οδήγησε τις εταιρείες, άσχετα από την μέθοδο που ακολούθησαν, στην πραγματοποίηση υπεραποδόσεων σε σχέση με τον αντίστοιχο δείκτη του κλάδου τους κατά την ίδια χρονική περίοδο, γεγονός που ενισχύει την αποτελεσματικότητα που έχουν και οι δύο μέθοδοι ως στρατηγικές στήριξης της τιμής των μετοχών.

Ο *McNally (1998)* συνέκρινε τις αποδόσεις μετοχών με τις μεθόδους επαναγοράς ιδίων μέσω της ανοικτής διαπραγμάτευσης και της προκαθορισμένης τιμής και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι οι οποίοι διατηρούν τις μετοχές τους κερδίζουν το ίδιο ποσοστό και με τις δύο μεθόδους ενώ παράλληλα αυτοί που δεν τις διατηρούν μακροπρόθεσμα έχουν καλύτερες αποδόσεις μέσω της μεθόδου της προκαθορισμένης τιμής.

Οι *Best & Hodges (1998)* συγκρίνοντας τις επιπτώσεις της επαναγοράς ιδίων μετοχών με τις προσδοκίες και εκτιμήσεις των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη των εταιρειών κατέληξαν στο συμπέρασμα πως στην περίπτωση της μεθόδου της προκαθορισμένης τιμής το αποτέλεσμα επηρεάζει θετικά τόσο τα βραχυπρόθεσμα όσο και τα μακροπρόθεσμα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας. Αντίθετα, στην περίπτωση της μεθόδου επαναγοράς μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, η θετική επίδραση εμφανίζεται μόνο για τις βραχυπρόθεσμες προβλέψεις των μελλοντικών κερδών.

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

Στο δείγμα των *Liang και Sharpe (1999)* συμπεριελήφθησαν 150 επιχειρήσεις από τον S&P 500 από τα έτη 1994-1997, που προέβησαν σε επαναγορές μετοχών αντί πληρωμής μερισμάτων. Εκτίμησαν τις συνέπειες των επαναγορών στην μείωση των μετοχών που κατέχουν ιδιώτες και τις συνέπειες της άσκησης των δικαιωμάτων πώλησης στις αποσύρσεις μετοχών (share retirements) για τις μεγάλες εταιρείες του S&P 500.

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

Οι *Grullon & Michaely (2000)* θεμελιώνουν την μελέτη τους στην Υπόθεση της Υποκατάστασης της διανομής μερισμάτων από τις επαναγορές μετοχών, που στηρίζεται κυρίως στην διαφορετική αντιμετώπιση που έχουν οι δύο αυτές στρατηγικές στην φορολόγησή τους. Όσον αφορά τις έκτακτες σωρευτικές αποδόσεις των τιμών των μετοχών που προέρχονται από την απόφαση των εταιριών για επαναγορά, οι Grullon & Michaely εξετάζουν ένα δείγμα 3.070 εταιριών που ανακοίνωσαν ότι θα προβούν σε OMRs στο διάστημα 1980-1994. Υπολογίζουν ότι για την περίοδο (-1 ημέρα, +1 ημέρα) οι CAR φτάνουν το 2,81% με επίπεδο σημαντικότητας 1%.

Παράλληλα, προκειμένου να λάβουν υπόψη τους την επίδραση της φορολόγησης στην αντίδραση της αγοράς, διαχωρίζουν τις εταιρίες του δείγματος σε δύο κατηγορίες: σε αυτές που ανακοίνωσαν την επαναγορά πριν και μετά την πράξη φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986. Στην πρώτη περίπτωση οι CAR φτάνουν το 3,51% με επίπεδο σημαντικότητας 1%, ενώ στη δεύτερη φτάνουν το 2,63% με επίπεδο σημαντικότητας 1%, γεγονός που αποδεικνύει τον ρόλο της φορολόγησης στην αντίδραση της αγοράς εν όψει μιας επαναγοράς, αφού με την αύξηση του συντελεστή για τα κεφαλαιακά κέρδη μειώθηκαν οι έκτακτες αποδόσεις.

Τέλος, έδειξαν ότι οι εταιρείες υποκαθιστούν με επαναγορές τα μερίσματα. Ο μέσος όρος πληρωμής μέσω επαναγορών αυξήθηκε έναντι των μερισμάτων. Την περίοδο 1990- 1998 οι εταιρείες που προέβησαν σε επαναγορά ανέρχονταν στο 2,56%, ενώ στην περίοδο 1972-1980 ήταν 19,35%. Οι δαπάνες για τα προγράμματα επαναγοράς αυξήθηκαν από 4,8% στο 1980, σε 50,1% στο 1998. Ενώ οι δαπάνες για τα προγράμματα αυξάνονταν κατά μέσο όρο 28,3% ετησίως κατά την περίοδο 1980-1998, τα μερίσματα είχαν αντίστοιχη αύξηση 7,5%.

Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στην αναγγελία μείωσης των μερισμάτων, αλλά αν οι μέτοχοι πειστούν ότι υποκαθιστώνται με επαναγορές τότε η αντίδραση θα είναι λιγότερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες εταιρείες απ' ό,τι στις υπόλοιπες.

Οι *Guay και Harford (2000)* κατέληξαν ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών χρησιμοποιήθηκε ως μέθοδος απόδοσης κερδών στους μετόχους, επιτρέποντας στις διοικήσεις των εταιρειών να διανείμουν ταμειακές ροές αντικαθιστώντας εν μέρει τα μερίσματα. Επίσης, διαπίστωσαν πως η αύξηση του μερίσματος είχε μεγαλύτερο θετικό αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής σε σχέση με την ανακοίνωση επαναγοράς.

Οι *Murali, Jagannathan, Stephens και Weisbach (2000)* διαπίστωσαν πως η πληρωμή μερισμάτων πραγματοποιείται περισσότερο από εταιρείες με μεγαλύτερες ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες, ακολουθώντας ουσιαστικά τα καλά αποτελέσματα της εταιρείας. Αντίθετα, η στρατηγική της επαναγοράς ιδίων μετοχών χρησιμοποιείται από εταιρείες με προσωρινή έλλειψη ταμειακών εισροών από λειτουργικές δραστηριότητες, απόρροια της κακής πορείας της συγκεκριμένης αγοράς στην οποία δραστηριοποιούνται.

Η *Dittmar (2000)* βρήκε ότι οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν είναι εν δυνάμει υποτιμημένες σε σχέση με το δείκτη λογιστική/αγοραία αξία αλλά και για να είναι σε πλεονεκτικότερη θέση στην περίπτωση της υποτίμησης. Αυτό θεωρείται από την συγγραφέα ότι είναι και το ισχυρότερο κίνητρο για επαναγορές (κατά την περίοδο του δείγματος).

Με τις επαναγορές διανέμουν τα επί πλέον κεφάλαια. Οι επαναγοράζουσες εταιρείες δεν έχουν υψηλό δείκτη πληρωμών (διανομής μερισμάτων). Επίσης, έδειξε ότι τα μερίσματα δεν αντικαθίστανται από τις επαναγορές, αλλά ούτε και τα φορολογικά οφέλη είναι η αιτία για να προβούν σε επαναγορά. Οι μεγαλύτερες εταιρείες φαίνεται ότι προβαίνουν περισσότερο σε επαναγορές. Η χρήση των δικαιωμάτων μετοχών μπορεί να αυξήσει το ποσοστό των εταιρειών που προτιμούν

την επαναγορά από τα μερίσματα, από την στιγμή που η επαναγορά δεν θα εξουδετερώνει την μείωση της τιμής της μετοχής.

Οι *D' Mello & Shroff (2000)* βασίζουν την μελέτη τους στην υπόθεση της υποτίμησης (Undervaluation Hypothesis), σύμφωνα με την οποία η διοίκηση μιας εταιρίας πιστεύει ότι είναι υποτιμημένη σχετικά με την εσωτερική πληροφόρηση που έχουν γι' αυτήν και προσπαθούν να μεταδώσουν αυτή την πληροφορία που ενδεχομένως της αυξήσει την αξία προβαίνοντας σε αγορά των ιδίων μετοχών της.

Παράλληλα, συμπεραίνουν ότι ένα σημαντικό μέρος των εταιριών που αποφασίζουν να επαναγοράσουν μετοχές τους είναι σημαντικά υποτιμημένες, γεγονός που επιβεβαιώνει την διαπίστωση ότι η διοίκηση θα προχωρήσει σε μία επαναγορά μόνο όταν παρατηρείται έντονη υποτίμηση της εταιρίας.

Οι *Feen και Liang (2001)* εξέτασαν τις πολιτικές απόδοσης κερδών στους μετόχους και έφτασαν στο συμπέρασμα πως η αύξηση των stock options για την αμοιβή των υψηλόβαθμων στελεχών των εταιριών εξηγεί σε σημαντικό βαθμό την αύξηση της επαναγοράς ιδίων μετοχών σε βάρος της διανομής μερισμάτων. Σε παλαιότερη έρευνα που δημοσίευσαν (1997) έδειξαν ότι οι επαναγορές είναι ένα καταπληκτικό μέσο για να διανεμηθούν ταμειακές ροές. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να διανεμηθούν αμέσως, ενώ άλλες μέθοδοι π.χ. όπως αύξηση μερίσματος προκαλεί και δέσμευση για διανομή και στο μέλλον. Εταιρείες με χαμηλά χρηματοοικονομικά κόστη θα προβούν σε επαναγορά. Οι επαναγορές είναι αρνητικά συνδεδεμένες με τον λόγο λογιστική/αγοραία αξία, αρνητικά με την μόχλευση, θετικά με το μέγεθος της εταιρίας και θετικά συνδεδεμένες με τις καθαρές λειτουργικές χρηματικές ροές. Οι επιχειρήσεις δεν συμπεριφέρονται στις επαναγορές και στα μερίσματα σαν υποκατάστατα. Χρησιμοποιούν τις επαναγορές για να διανείμουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές, ενώ φαίνεται ότι υποκαθιστούν τα μερίσματα για να αυξήσουν την αξία των δικαιωμάτων τους.

Η *Kahle (2002)* στηρίζει την μελέτη της σε τέσσερις από τις υποθέσεις που αναλύθηκαν προηγουμένως και αυτές είναι η Signaling Hypothesis, η Underreaction Hypothesis, η Option Funding Hypothesis και η Substitution Hypothesis. Εξετάζει επαναγορές μετοχών μέσω της αγοράς (OMRs) για το χρονικό διάστημα 1993-1996 και το δείγμα της αποτελείται από 712 εταιρίες που ανακοίνωσαν ότι θα προβούν σε επαναγορά μετοχών μέσα σε αυτό το διάστημα. Οι εταιρίες αυτές ανακοίνωσαν κατά μέσο όρο ότι θα επαναγοράσουν 6,4% του μετοχικού τους κεφαλαίου. Η Kahle κατέληξε ότι η αθροιστική μη-φυσιολογική απόδοση των μετοχών ανέρχεται σε

1,61% χωρίς να παρέχεται το επίπεδο εμπιστοσύνης (significance level). Για το διάστημα πριν την ανακοίνωση της επαναγοράς (pre-event period) (-43 ημέρες, -4 ημέρες) η αθροιστική μη-φυσιολογική απόδοση των μετοχών (CAR) ανέρχεται σε -3,64%.

Από την μελέτη της Kahle αποδεικνύεται ότι η ποσότητα των μετοχών που πραγματικά επαναγοράζει η εταιρία συσχετίζεται θετικά με το μέγεθός της καθώς και με το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αρχικά ανακοίνωσε ότι πρόκειται να επαναγοράσει. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δείχνουν ακόμα ότι τα δικαιώματα που παρέχονται από την εταιρία στους εργαζομένους και στη διοίκηση επηρεάζουν την απόφαση για επαναγορά αλλά και τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν.

Τέλος, παρατηρείται ότι η απόδοση των μετοχών την περίοδο της ανακοίνωσης της επαναγοράς είναι χαμηλότερη στη δεκαετία του '90 απ' ό τι ήταν σε προηγούμενες περιόδους. Αυτό οφείλεται στο ότι στη δεκαετία του '90 κάποιες εταιρίες προχωρούν στην επαναγορά με σκοπό τη χρηματοδότηση της εξάσκησης των employee stock options και όχι για να σηματοδοτήσουν την υποτίμηση της τιμής της μετοχής ή για να επιστρέψουν διαθέσιμες χρηματικές ροές (free cash flows) στους μετόχους. Οι εταιρίες, λοιπόν, που ενεργούν με αυτό το κίνητρο θα έχουν λιγότερο θετικές αποδόσεις κατά την περίοδο ανακοίνωσης της επαναγοράς από αυτές που λειτουργούν με βάση τα άλλα κίνητρα.

Συμπερασματικά, η Kahle κατέληξε στο ότι οι εταιρίες προβαίνουν σε επαναγορές περισσότερων μετοχών, όταν αυξάνονται οι ελεύθερες χρηματικές ροές τους. Παράλληλα, οι επαναγορές είναι ανάλογες του μεγέθους τους, των μικρών ευκαιριών για ανάπτυξη (ο λόγος χρηματιστηριακή προς λογιστική τους αξία είναι μικρός) και του γεγονότος ότι η μετοχή τους είναι υποτιμημένη.

Οι *Liljebloom & Pasternack (2002)* ερεύνησαν τις μεταβλητές που επηρεάζουν την απόφαση των επιχειρήσεων μεταξύ της επαναγοράς μετοχών ή της καταβολής μερισμάτων και βρήκαν ότι οι επαναγορές συνδέονται περισσότερο με σταθερά εισοδήματα παρά με έκτακτα, ενώ επιχειρήσεις με μεγάλα προγράμματα παροχής δικαιωμάτων φαίνεται να είναι περισσότερο ευαίσθητες στις επαναγορές. Στη Φινλανδία σπουδαίο ρόλο για τις επαναγορές παίζει και η φορολογία. Οι ξένοι επενδυτές φαίνεται ότι προτιμούν περισσότερο τις επαναγορές από τα μερίσματα τα οποία έχουν και μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή.

Τα **βασικά συμπεράσματα** που προκύπτουν από την ανωτέρω βιβλιογραφία είναι:

- 1) Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις επαναγοράς μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς για ένα event window (-1,+1) κυμαίνονται ανάμεσα στο 2,3% και το 3,42% (2,9% κατά μέσο όρο) και είναι στατιστικά σημαντικές.
- 2) Η επαναγορά μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει ευελιξία στις διοικήσεις των επιχειρήσεων δίνοντας τη δυνατότητα να προσαρμόζουν το ποσοστό επαναγοράς ανάλογα με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής..
- 3) Οι επιχειρήσεις προχωρούν σε επαναγορές κατά κύριο λόγο επειδή είναι έντονα υποτιμημένες.
- 4) Όλο και περισσότερο οι επαναγορές χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατο των μερισμάτων χωρίς όμως να αποτελούν τέλειο υποκατάστατο τους.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά οι μελέτες που αναφέρθηκαν με τα κύρια πορίσματα τους.

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ΔΕΙΓΜΑ	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
<i>Comment & Jarrell (1991)</i>	1984-89	1362 επαν.	signaling	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για (-1,+1) στις OMRs είναι 2,3%. Οι ανακοινώσεις για μεγάλα προγράμματα επαναγοράς μετοχών μέσω των OMRs, που δεν προσφέρουν κανένα premium πάνω από την χρηματιστηριακή τιμή, μπορούν να σηματοδοτήσουν υποτίμηση της τιμής της μετοχής σχεδόν το ίδιο αποτελεσματικά με τις DAs.
<i>Vafeas και Joy (1995)</i>	1984-91	351 επιχ.	free cash flow	Πολλά από τα κέρδη τα οποία χρηματοδοτούν την επαναγορά ιδίων μετοχών προέρχονται από την μείωση του agency cost της εταιρείας.
<i>Feen και Liang (1997)</i>	1984-95	7154 επιχ.	free cash flow	Οι επαναγορές έχουν θετική σχέση με ελεύθερες ταμιακές ροές και αύξηση δικαιωμάτων μετοχών και αρνητική σχέση με χρηματοοικονομικά κόστη.
<i>Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995)</i>	1980-90	1239 επαν.	signaling, underreaction	Ένας επενδυτής μπορεί να αποκομίσει κέρδος αγοράζοντας και διακρατώντας στο χαρτοφυλάκιο του εταιρείες που προβαίνουν σε επαναγορά.
<i>Ikenberry και Vermaelen (1996)</i>	1980-90	892 επαν.	signaling, underreaction	Η φύση του προγράμματος επαναγοράς μέσω χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει την δυνατότητα στις διοικήσεις των εταιρειών να κινηθούν με τέτοιο τρόπο στην υλοποίηση της επαναγοράς ώστε να ωφελήσουν τους μακροπρόθεσμους μετόχους τους.
<i>Stephens & Weisbach (1998)</i>	1981-90	450 επαν.	asymmetric information (signaling)	Η επαναγορά μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει ευελιξία στα διοικητικά στελέχη δίνοντας τους τη δυνατότητα να προσαρμόζουν το ποσοστό επαναγοράς ανάλογα με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.
<i>Lie και McConnell (1998)</i>	1981-94	207 επαν.	underreaction	Η επαναγορά ιδίων μετοχών οδήγησε τις εταιρείες, άσχετα από την μέθοδο που ακολούθησαν, στην πραγματοποίηση υπεραποδόσεων.
<i>McNally (1998)</i>	1983-90	700 επαν.	signaling, underreaction και option funding	Οι μέτοχοι που διατηρούν τις μετοχές του μακροπρόθεσμα κερδίζουν το ίδιο ποσοστό με τη μέθοδο επαναγοράς ιδίων μέσω της ανοιχτής διαπραγμάτευσης και της προκαθορισμένης τιμής.

ΕΡΕΥΝΗΤΗΣ	ΕΤΟΣ	ΔΕΙΓΜΑ	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	ΒΑΣΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ
<i>D' Mello & Shroff (2000)</i>	1970-89	291 επαν.	undervaluation	Σημαντικό μέρος των εταιριών που αποφασίζουν να επαναγοράσουν μετοχές τους είναι σημαντικά υποτιμημένες, γεγονός που επιβεβαιώνει την διαπίστωση ότι η διοίκηση θα προχωρήσει σε μία επαναγορά μόνο όταν παρατηρείται έντονη υποτίμηση της εταιρίας.
<i>Liang και Sharpe (1999)</i>	1994-97	150 επειχ.	substitution, option funding	Οι επαναγορές μείωσαν τις μετοχές που κατέχουν ιδιώτες κατά 2%, αλλά λόγω της άσκησης των δικαιωμάτων μόνο οι μισές από αυτές αποσύρθηκαν από την κυκλοφορία.
<i>Jagannathan, Stephens και Weisbach (2000)</i>	1985-96	1638 επαν.	free cash flow	Επιχειρήσεις με υψηλές ταμιακές ροές αυξάνουν τα μερίσματα ενώ αυτές που είναι αβέβαιες ως προς τις ταμιακές τους ροές χρησιμοποιήσουν περισσότερο τις επαναγορές.
<i>Grullon & Michaely (2000)</i>	1972-98	3070 επαν.	substitution	Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν αρνητικά στην αναγγελία μείωσης των μερισμάτων, αλλά αν οι μέτοχοι πειστούν ότι υποκαθιστώνται με επαναγορές τότε η αντίδραση θα είναι λιγότερο αρνητική για τις επαναγοράζουσες εταιρείες απ' ό,τι στις υπόλοιπες.
<i>Dittmar (2000)</i>	1977-96	όλες 1977-96	undervaluation	Οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε επαναγορές όταν είναι εν δυνάμει υποτιμημένες σε σχέση με το δείκτη λογιστική/αγοραία αξία αλλά και για να είναι σε πλεονεκτικότερη θέση στην περίπτωση της υποτίμησης.
<i>Feen και Liang (2001)</i>	1993-97	1108 επαν.	signaling, substitution	Η επιλογή ανάμεσα στη διανομή μερίσματος και την επαναγορά εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και τα κίνητρα της διοίκησης.
<i>Kahle (2002)</i>	1993-96	712 επαν.	signaling, underreaction, substitution και option funding	Οι εταιρίες προβαίνουν σε επαναγορές περισσότερων μετοχών, όταν αυξάνονται οι ελεύθερες χρηματικές ροές τους. Ακόμα, τα δικαιώματα που παρέχονται από την εταιρία στους εργαζομένους και στη διοίκηση επηρεάζουν την απόφαση για επαναγορά αλλά και τον αριθμό των μετοχών που θα αγοραστούν.
<i>Liljeblom & Pasternack (2002)</i>	1996-01	592 επιχ.	personal taxation	Οι επαναγορές σχετίζονται με σταθερά εισοδήματα και με την φορολογία.

3.4. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.4.1. Νομοθεσία

Στην Ελλάδα το νομικό πλαίσιο για την αγορά ιδίων μετοχών από την εταιρεία δημιουργήθηκε με τον νόμο 2190/1920, στα άρθρα 15β και 16. Έκτοτε, οι ανάγκες εκσυγχρονισμού ώστε να υιοθετηθούν τα διεθνή πρότυπα και πρακτικές, και το αυξανόμενο μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς, τόσο σε αριθμό εταιρειών όσο και σε όγκο συναλλαγών, οδήγησαν στην τροποποίηση ορισμένων διατάξεων μέσω του άρθρου 6 παρ. 3-11 του Ν. 2892/2001.

3.4.2. Προϋποθέσεις για την αγορά ιδίων μετοχών

Με βάση το ισχύον νομικό πλαίσιο οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μπορούν, με απόφαση της γενικής συνέλευσης, να αποκτούν δικές τους μετοχές μέσω του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών μέχρι το 10% του συνόλου των μετοχών τους εφόσον συντρέχουν αθροιστικά οι παρακάτω λόγοι (ή κάποιοι εξ αυτών):

- Εάν σε διάστημα έξι μηνών από την εισαγωγή της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι σημαντικά χαμηλότερη από την τιμή που αντιστοιχεί στα δεδομένα της αγοράς και στην οικονομική κατάσταση και προοπτικές της εταιρείας και η εταιρεία επιθυμεί να στηρίξει την μετοχή της.
- Εάν οι αποκτήσεις ιδίων μετοχών έγιναν με σκοπό τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, που αποφασίσθηκε από τη γενική συνέλευση σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του καταστατικού.
- Όταν οι αποκτήσεις ιδίων μετοχών έγιναν μετά από καθολική μεταβίβαση περιουσίας. Αποκτήσεις μετοχών, που έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς και προέρχονται από αναγκαστική εκτέλεση που έγινε για την πληρωμή απαιτήσεων της ίδιας της εταιρείας.
- Αποκτήσεις που διενεργήθηκαν από ανώνυμες τραπεζικές εταιρείες μετοχών τους, αλλά κατ' εντολή τρίτων.
- Αποκτήσεις από χαριστική αιτία εφόσον έχουν αποπληρωθεί ολοσχερώς. Αποκτήσεις με σκοπό τη διανομή των μετοχών στο προσωπικό της εταιρείας ή

στο προσωπικό εταιρείας που είναι συνδεδεμένη με αυτή. Η διανομή των μετοχών αυτών πρέπει να πραγματοποιείται μέσα σε προθεσμία δώδεκα (12) μηνών από την απόκτηση τους, μετά την πάροδο της οποίας οι μετοχές πρέπει να ακυρώνονται αμέσως.

- Οι νέες αυτές μετοχές της εταιρείας υπολογίζονται για το σχηματισμό απαρτίας, δεν έχουν όμως δικαίωμα ψήφου στη γενική συνέλευση.

3.4.3. Διαδικασία αγοράς ιδίων μετοχών

Η διαδικασία για την υλοποίηση προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών έχει ως κατωτέρω: Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας προτείνει στην γενική συνέλευση των μετόχων την αγορά ιδίων μετοχών, αιτιολογώντας τους λόγους για τους οποίους προχωρά σε αυτήν. Η γενική συνέλευση λαμβάνει την σχετική απόφαση, η οποία γνωστοποιείται αμέσως μετά τη λήψη της στο διοικητικό συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Στην απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων ορίζονται κυρίως τα εξής:

1. Ο ανώτατος αριθμός μετοχών που θα αγοραστούν.
2. Η ανώτατη και κατώτατη τιμή στην οποία επιτρέπεται να διενεργηθούν οι αγορές.
3. Το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο θα γίνουν οι αγορές και το οποίο δεν μπορεί να υπερβαίνει τους δώδεκα (12) μήνες από την ημερομηνία λήψης της απόφασης της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

Η απόφαση της γενικής συνέλευσης της εταιρείας για αγορά ιδίων μετοχών δημοσιεύεται τουλάχιστον δέκα (10) ημέρες πριν την έναρξη των αγορών σε δύο τουλάχιστον ημερήσιες εφημερίδες, μία πολιτική και μία οικονομική, καθώς και στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η ανακοίνωση πρέπει να περιλαμβάνει τους βασικούς όρους της συναλλαγής. Ενδεικτικά αναφέρονται ο ανώτατος αριθμός των μετοχών που θα αγοραστούν, η ανώτατη και κατώτατη τιμή και το συνολικό χρονικό διάστημα κατά το οποίο θα γίνουν οι αγορές. Η ανακοίνωση αυτή πρέπει να επαναλαμβάνεται κάθε φορά για κάθε επί μέρους διάστημα κατά το οποίο η εταιρεία εφαρμόζει την απόφαση για αγορά δικών της μετοχών.

Την επόμενη ημέρα από τη λήξη του επί μέρους χρονικού διαστήματος συναλλαγών, η εταιρεία υποχρεούται να υποβάλλει στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δήλωση, στην οποία θα αναφέρεται ο ακριβής αριθμός μετοχών που αποκτήθηκαν, η μέση τιμή κτήσης τους, το σύνολο των ιδίων μετοχών που κατέχει η εταιρεία και το ποσοστό του μετοχικού κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει το παραπάνω σύνολο.

Στην συνέχεια, η δήλωση αυτή δημοσιεύεται στο Ημερήσιο Δελτίο Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

3.4.4. Χαρακτηριστικά και ιδιότητες των αγοραζόμενων μετοχών, διαχειριστικές υποχρεώσεις και ενέργειες κατά την διάρκεια και μετά την αγορά τους

Οι αγοραζόμενες μετοχές πρέπει να είναι πλήρως εξοφλημένες και να προέρχονται από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Εάν δεν συμβαίνει αυτό τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κηρύσσει την ακυρότητα των μετοχών.

Η απόκτηση από την εταιρεία ιδίων μετοχών, δεν πρέπει να επιφέρει τη μείωση του καθαρού ενεργητικού κάτω από ένα ορισμένο ποσό.

Το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας υποχρεούται να συγκεντρώνει στοιχεία και να καταρτίζει πλήρη κατάλογο μετόχων από τους οποίους προήλθαν οι αποκτηθείσες μετοχές. Ο κατάλογος αυτός ανακοινώνεται στους μετόχους στην πρώτη γενική συνέλευση που ακολουθεί την περίοδο των αγορών.

Αν οι αποκτηθείσες μετοχές δεν πωληθούν εντός τριετίας από την ημερομηνία αποκτήσεως των μετοχών ή δεν διανεμηθούν στο σύνολο τους ή εν μέρει στους απασχολούμενους στην εταιρεία, ακυρώνονται με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων. Η απόφαση ακυρώσεως γνωστοποιείται στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και στην αρμόδια Διεύθυνση του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας. Η εταιρεία δύναται να ζητήσει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παράταση της τριετούς προθεσμίας μέχρι και 2 έτη για ειδικούς λόγους.

Η πώληση των μετοχών διενεργείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που λαμβάνεται με απόλυτη πλειοψηφία του συνολικού αριθμού των μελών του. Η απόφαση ορίζει κατώτερη τιμή πώλησεως, μέγιστο αριθμό μετοχών και χρόνο διαθέσεως αυτών στην αγορά. Η απόφαση γνωστοποιείται άμεσα στο

Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δημοσιεύεται σε δύο (2) τουλάχιστον πανελλαδικής κυκλοφορίας ημερήσιες εφημερίδες.

3.4.5. Επίλογος – συμπεράσματα

Οι εταιρείες στην Ελλάδα πραγματοποιούν την επαναγορά μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, εκμεταλλευόμενες την ευελιξία που τους προσφέρει. Το νομικό πλαίσιο είναι αρκετά συγκεκριμένο στις διατάξεις του και ο κύριος στόχος του είναι η εξασφάλιση ουσιαστικών λόγων και στόχων για την πραγματοποίηση αυτών των προγραμμάτων. Ο πιο ουσιαστικός λόγος ύπαρξης του είναι η παροχή δυνατότητας στις εταιρείες να στηρίζουν χρηματιστηριακά τις μετοχές τους και αυτός είναι και ο πλέον συνήθης λόγος για τον οποίο πραγματοποιούνται αυτά τα προγράμματα στην χώρα μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα μη αναμενόμενα ή υπερβολικά κέρδη από τις μετοχές, τα οποία μπορούν να προκληθούν από διάφορες αιτίες, έχουν αποτελέσει σημαντικό αντικείμενο της έρευνας στον τομέα των χρηματοοικονομικών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα των ερευνών, η απόδοση της αγοράς επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την απόδοση της μετοχής. Μακροπρόθεσμα, οι πιο επικίνδυνες μετοχές απαιτείται να αποφέρουν υψηλότερες αποδόσεις ιδιαίτερα στις περιπτώσεις των "risk averse" επενδυτών (που αποστρέφονται τον κίνδυνο). Έτσι, η αναμενόμενη απόδοση μιας μετοχής σε μια περίοδο σχετίζεται άμεσα με την απόδοση της αγοράς κατά την περίοδο εκείνη, λαμβάνοντας υπόψη και τον κίνδυνο της μετοχής. Η πραγματική απόδοση της μετοχής θα επηρεασθεί και από άλλους παράγοντες, αλλά προσπάθειες να μοντελοποιηθούν οι αποδόσεις χρησιμοποιώντας παράγοντες εκτός από την απόδοση αγοράς δεν οδήγησαν σε ουσιαστικά συμπεράσματα. Τα υπερβάλλοντα κέρδη ουσιαστικά είναι τα πραγματικά μείον τα αναμενόμενα.

Αρκετές έρευνες που αφορούν υπερβάλλοντα κέρδη εξετάζουν τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, με βάση την οποία οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλη την υπάρχουσα πληροφόρηση, δημοσιοποιημένη και μη. Με αυτόν τον τρόπο, δεν είναι δυνατόν να επιτευχθούν αποδόσεις μεγαλύτερες ή μικρότερες από τις αναμενόμενες, παρά μόνο τυχαία. Πιο συχνές είναι οι εμπειρικές μελέτες που εκτιμούν τα υπερβάλλοντα κέρδη κατά την διάρκεια και γύρω από τη στιγμή πραγματοποίησης ενός γεγονότος που σχετίζεται με τη μετοχή.

4.2. ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ (EVENT STUDY)

Στη συγκεκριμένη έρευνα χρησιμοποιείται η μέθοδος της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study analysis) που είναι ευρέως διαδεδομένη και χρησιμοποιήθηκε στις περισσότερες από τις μελέτες που αναφέρθηκαν και νωρίτερα. Θα ήταν χρήσιμο λοιπόν να αναφερθούν τα βασικότερα στάδια αυτής της μεθόδου, ώστε να γίνει αντιληπτή η διαδικασία που ακολουθήθηκε για την πραγματοποίηση της έρευνας.

Τα στάδια αυτά συνοψίζονται ως εξής:

- **Προσδιορισμός του φαινομένου**

Το αρχικό βήμα για την ανάλυση ενός επιχειρηματικού γεγονότος αποτελεί ο προσδιορισμός του γεγονότος και της περιόδου για τη διάρκεια της οποίας θα εξεταστούν οι χρηματιστηριακές τιμές των διαφόρων εταιρειών, δηλαδή της περιόδου παρατήρησης (event window). Σε πολλές περιπτώσεις, η περίοδος παρατήρησης εντοπίζεται στο διάστημα που προηγείται και έπεται της ανακοίνωσης μίας εταιρείας για πραγματοποίηση του φαινομένου ενδιαφέροντος. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη οι επιδράσεις της ανακοίνωσης στην τιμή των μετοχών πριν και μετά το κλείσιμο της χρηματαγοράς τη συγκεκριμένη μέρα. Έτσι, και στη συγκεκριμένη έρευνα το ενδιαφέρον εντοπίζεται λίγο πριν και λίγο μετά το χρονικό σημείο το οποίο εξετάζεται.

- **Κριτήρια επιλογής**

Αφού προσδιοριστεί το φαινόμενο και η χρονική περίοδος που θα εξεταστεί, αποφασίζονται τα κριτήρια με βάση τα οποία θα πραγματοποιηθεί η επιλογή των εταιρειών του δείγματος.

- **Κανονικές και έκτακτες αποδόσεις**

Για να εκτιμηθεί η επίδραση του φαινομένου, απαιτείται ένα μέτρο της έκτακτης απόδοσης. Η έκτακτη απόδοση ορίζεται ως η πραγματική απόδοση της μετοχής κατά τη διάρκεια της περιόδου παρατήρησης (event window) μείον την αναμενόμενη απόδοση, δηλαδή την απόδοση που θα πραγματοποιούταν αν το εξεταζόμενο γεγονός δε λάμβανε χώρα, για το ίδιο χρονικό διάστημα.

- **Διαδικασία εκτίμησης**

Εφόσον επιλεγθεί το μοντέλο με βάση το οποίο θα προσδιορισθεί η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών, θα πρέπει να ορισθεί η περίοδος εκτίμησης

(estimation period). Πρακτικά, για ημερήσιες μελέτες η περίοδος εκτίμησης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 100 και 300 ημερών. Συνήθως, επιλέγεται η περίοδος πριν από την περίοδο παρατήρησης (event window) και γενικότερα, δεν θα πρέπει να χρησιμοποιείται ως περίοδος εκτίμησης ένα χρονικό διάστημα στο οποίο περιλαμβάνεται και η περίοδος παρατήρησης.

- **Διαδικασία ελέγχου**

Με βάση τα προηγούμενα, υπολογίζονται οι έκτακτες αποδόσεις και στη συνέχεια απαιτείται η πραγματοποίηση του ελέγχου αυτών. Ο έλεγχος πραγματοποιείται με το τεστ σημαντικότητας t-test. Θεμελιώδης υπόθεση είναι η μηδενική (Null Hypothesis), στην οποία θεωρείται ότι οι έκτακτες αποδόσεις που θα προκύψουν θα είναι μηδενικές.

- **Ερμηνείες και συμπεράσματα**

Τέλος, μετά την πραγματοποίηση των υπολογισμών και εφόσον οι έλεγχοι που έχουν προηγηθεί έχουν διασφαλίσει τη στατιστική σημαντικότητα, εκτιμάται το αποτέλεσμα της έρευνας και παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που έχουν προκύψει.

4.3. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία βασίζεται στην «Ανάλυση Επιχειρηματικών Γεγονότων» (Event Study Methodology), όπως περιγράφεται από τους Brown & Warner (1980,1985).

Σαν πρώτο βήμα για τον υπολογισμό των έκτακτων αποδόσεων είναι ο καθορισμός της περιόδου εκτίμησης (estimation period) και της περιόδου παρατήρησης (observation period or event window). Σαν περίοδο εκτίμησης παίρνουμε το διάστημα (-230 ημέρες, -6 ημέρες) που αντιστοιχεί σε 225 παρατηρήσεις, ενώ σαν περίοδο παρατήρησης εξετάζουμε τρεις διαφορετικές περιόδους - event windows: α) ημέρα 0, β) (-2 ημέρες, +2 ημέρες) και γ) (-5 ημέρες, +5 ημέρες). Ως ημερομηνία 0 θέτουμε την ημέρα απόφασης της Γενικής Συνέλευσης της κάθε εταιρίας να προβεί σε επαναγορά μετοχών. Ενώ για την αποκοπή

μερισμάτων ως ημερομηνία 0 θέτουμε την ημέρα κατά την οποία γίνεται η αποκοπή του μερίσματος.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιούμε τρία υποδείγματα, προκειμένου να υπολογίσουμε την ημερήσια αναμενόμενη απόδοση (\hat{R}_{jt}) κάθε εταιρίας στο event window. Τα υποδείγματα αυτά είναι: α) το mean adjusted return model, β) το market model και γ) το market adjusted return model και αποτελούν τις πιο παραδοσιακές μεθοδολογίες event study όσον αφορά τον υπολογισμό μη κανονικών αποδόσεων (abnormal returns). Πρώτο βήμα για κάθε μέθοδο αποτελεί ο υπολογισμός των

$$R_{jt} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

ημερήσιων αποδόσεων κάθε εταιρίας και για τις δύο περιόδους (estimation & observation period) με τη χρησιμοποίηση του φυσικού λογαρίθμου, ώστε οι αποδόσεις να ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Όπου:

R_{jt} : η ημερήσια απόδοση των εταιριών $j = 1, 2, \dots, n$ για τις ημέρες $t = -230, -229, \dots, +5$.

P_t : η τιμή της μετοχής την ημέρα t

P_{t-1} : η τιμή της μετοχής την ημέρα $t-1$

Η πρώτη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης των μετοχών είναι η προσαρμοσμένη ως προς τον μέσο (**mean adjusted return method**). Υπολογίζουμε τον μέσο όρο των ημερήσιων αποδόσεων στην περίοδο εκτίμησης (estimation period) για κάθε εταιρία και υποθέτουμε ότι η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε μετοχή στα event windows θα ισούται με την μέση ημερήσια απόδοση της μετοχής στην περίοδο εκτίμησης (estimation period).

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-230}^{-6} R_{jt}}{225}$$

Η δεύτερη μέθοδος υπολογισμού της αναμενόμενης απόδοσης είναι το υπόδειγμα της αγοράς (**market model method**):

$$R_{jt} = a_j + b_j \times R_{mt} + e_{jt}$$

Με βάση την παραπάνω εξίσωση τρέχουμε μία παλινδρόμηση, προκειμένου να προσδιορίσουμε τα a_j και b_j . Ως R_{jt} θέτουμε τις ημερήσιες αποδόσεις κάθε εταιρίας στο estimation period και ως R_{mt} τις ημερήσιες αποδόσεις του δείκτη της αγοράς, δηλαδή του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α.. Ο συντελεστής b_j είναι ένα μέτρο κινδύνου, που αναφέρεται στην ευαισθησία της κάθε εταιρίας j στις μεταβολές της αγοράς, ενώ ο συντελεστής a_j μετράει την μέση απόδοση της περιόδου εκτίμησης που δεν ερμηνεύεται από τις μεταβολές της αγοράς, αλλά, στη συγκεκριμένη περίπτωση, είτε από την ανακοίνωση της απόφασης για επαναγορά είτε από την αποκοπή του μερίσματος. Ο όρος ϵ_{jt} αποτελεί το στατιστικό λάθος (statistical error) και ισχύει ότι $\Sigma \epsilon_{jt} = 0$. Η παλινδρόμηση μας δίνει τις εκτιμήσεις των a_j και b_j , δηλαδή τους εκτιμητές \hat{a}_j και \hat{b}_j . Η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση κάθε εταιρίας δίνεται από το υπόδειγμα της αγοράς για κάθε ημέρα των event windows με τη χρησιμοποίηση αυτών των εκτιμητών:

$$\hat{R}_{jt} = \hat{a}_j + \hat{b}_j \times R_{mt}$$

όπου τώρα το R_{mt} αποτελεί την απόδοση του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. για κάθε μέρα των event windows. Το υπόδειγμα αυτό λαμβάνει υπόψη του τόσο τον κίνδυνο που συνδέεται με την αγορά (beta) όσο και τις μέσες αποδόσεις και γι' αυτό χρησιμοποιείται ευρέως.

Η τρίτη μέθοδος, που είναι και η απλούστερη, είναι αυτή των προσαρμοσμένων στην αγορά αποδόσεων (**market adjusted model**). Η ημερήσια αναμενόμενη απόδοση για κάθε εταιρία στα διάφορα event windows ισοδυναμεί με την απόδοση του δείκτη της αγοράς για τη συγκεκριμένη ημέρα. Δηλαδή,

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Αυτή η μέθοδος μπορεί να θεωρηθεί ως μία προσέγγιση του υποδείγματος της αγοράς, όπου $a_j = 0$ και $b_j = 1$ για όλες τις εταιρίες.

Αφού υπολογίσουμε με τις παραπάνω τρεις μεθόδους τις αναμενόμενες αποδόσεις για όλα τα event windows, προχωράμε στον προσδιορισμό των καταλοίπων (residuals) για κάθε ημέρα και εταιρία:

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

όπου

R_{jt} : η πραγματική ημερήσια απόδοση για κάθε εταιρία στα event windows

\hat{R}_{jt} : η αναμενόμενη ημερήσια απόδοση για κάθε εταιρία στα event windows

Τα κατάλοιπα αντιπροσωπεύουν την υπερβάλλουσα - έκτακτη απόδοση, δηλαδή εκείνο το μέρος της απόδοσης που δεν είναι αναμενόμενο και γι' αυτό το λόγο αποτελούν μια εκτίμηση της μεταβολής της αξίας της εταιρίας, που προκαλείται από το γεγονός της επαναγοράς ή της αποκοπής του μερίσματος.

Στη συνέχεια, βρίσκουμε τον ημερήσιο μέσο όρο των καταλοίπων για όλες της εταιρείες, ώστε να έχουμε το μέσο κατάλοιπο (Average Residual) για κάθε ημέρα των event windows:

$$AR_t = \frac{\sum_t r_{jt}}{N}$$

όπου N: ο αριθμός των εταιριών του δείγματος.

Το τελικό βήμα είναι να συγκεντρώσουμε τα μέσα κατάλοιπα (AR_t) για κάθε ημέρα σε όλα τα event windows, για να προσδιορίσουμε τις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns) ή τα σωρευτικά μέσα κατάλοιπα (Cumulative Average Residuals):

$$CAR = \sum_{t=0} (AR_t) , \quad CAR = \sum_{t=-2}^{t=+2} (AR_t) , \quad CAR = \sum_{t=-5}^{t=+5} (AR_t)$$

Τα CAR αντιπροσωπεύουν τη μέση επίδραση της ανακοίνωσης της επαναγοράς για όλες τις υπό εξέταση εταιρίες και για τα τρία event windows.

Το επόμενο βήμα είναι ο έλεγχος των στατιστικών μας υποθέσεων, που είναι πολύ σημαντικός, γιατί με βάση αυτόν προσδιορίζουμε την αξιοπιστία των παραπάνω αποτελεσμάτων μας. Σκοπός μας είναι να ελέγξουμε αν η μέση ημερήσια έκτακτη απόδοση και η σωρευτική μέση έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντικές με τη βοήθεια του στατιστικού συντελεστή t (t-statistics).

Οι στατιστικές υποθέσεις μας είναι οι εξής:

$$H_0 : AR = 0 \quad H_1 : AR \neq 0$$

$$H_0 : CAR = 0 \quad H_1 : CAR \neq 0$$

Παράλληλα, υποθέτουμε συσχέτιση των καταλοίπων μεταξύ των επιχειρήσεων του δείγματος (dependence assumption) λόγω του clustering effect, δηλαδή του γεγονότος ότι μπορεί κάποιες επαναγορές εταιριών ή κάποιες αποκοπές μερισμάτων να

πραγματοποιήθηκαν την ίδια ημέρα και αυτό να επηρεάζει τις εμφανιζόμενες έκτακτες αποδόσεις τους.

Για τον υπολογισμό του t-stat. των μέσων καταλοίπων διαιρούμε τα μέσα κατάλοιπα της observation period με το standard error που έχουν κατά το estimation period :

$$t_{AR} = \frac{AR_t}{S(AR_t)}$$

όπου το standard error $S(AR_t)$ υπολογίζεται ως εξής:

$$S(AR_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-230}^{-6} [(AR_t - \overline{AR_t})]^2}{T-1}}$$

όπου $t = -230, \dots, -6$ (estimation period),

$T = 225$

και $\overline{AR_t} = \sum_{t=-230}^{-6} \frac{AR_t}{T}$, ο μέσος όρος των AR όλων των επιχειρήσεων του

δείγματος καθ' όλη την περίοδο εκτίμησης (estimation period).

Για τον έλεγχο στατιστικής σημαντικότητας της σωρευτικής μέσης έκτακτης απόδοσης υπολογίζουμε το t-stat. των CAR, ως τον λόγο των CAR της observation period με το standard error τους :

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} \times S(AR_t)}$$

όπου $T =$ ο συνολικός αριθμός των χρονικών σημείων της περιόδου παρατήρησης (observation period).

Εάν τα t-stat. είναι μεγαλύτερα ή ίσα από μία κριτική τιμή σύμφωνα με το αντίστοιχο επίπεδο σημαντικότητας, τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση H_0 και άρα τα AR και τα CAR είναι στατιστικώς σημαντικά, άρα οι μετοχές παρουσιάζουν έκτακτες αποδόσεις στα event windows.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Α. ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

5.1. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

5.1.1. Γενικά

Για να μελετηθεί η συμπεριφορά της τιμής των μετοχών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση τις εταιρείες που έχουν μοιράσει μέρισμα κατά τη χρονική περίοδο 1997 – 2006. Όλες οι μετοχές² που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου μπορούν να αποτελέσουν το δείγμα μας. Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει επιχειρήσεις που ικανοποιούν τα παρακάτω κριτήρια:

- 1) Να έχουν αποδώσει μέρισμα μόνο σε μετρητά,
- 2) Οι τιμές συναλλαγής τους να είναι διαθέσιμες γύρω από την ημερομηνία αποκοπής για συγκεκριμένο διάστημα που ξεκινάει 5 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και καταλήγει 5 ημέρες μετά από αυτή.
- 3) Να μην έχει γίνει διάσπαση μετοχών κατά το εξεταζόμενο διάστημα.
- 4) Οι μετοχές να είναι καταγεγραμμένες στο Χ.Α.Α. τουλάχιστον ένα χρόνο πριν την ημερομηνία αποκοπής. Η προϋπόθεση αυτή είναι απαραίτητη για να αποφευχθεί η περίπτωση εισηγμένης που δίνει πρώτη φορά μέρισμα και πιθανόν οι αποδόσεις της να είναι επηρεασμένες από την πρόσφατη εισαγωγή.
- 5) Οι τιμές να είναι διαθέσιμες στις βάσεις δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν.
- 6) Τα μερίσματα να μην αποτελούν σωρευτικά μερίσματα των προηγούμενων ετών.
- 7) Τα μερίσματα να αποτελούν διανομή κερδών και όχι άλλες αποφάσεις της επιχείρησης όπως, για παράδειγμα, επιστροφή κεφαλαίου.

Όλα τα δεδομένα έχουν αντληθεί από τη βάση δεδομένων της Thomson DataStream και διασταυρώθηκαν με τη βάση δεδομένων της Finance Database of

² Οι προνομιούχες μετοχές δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα λόγω του μικρού αριθμού των παρατηρήσεων τους.

Effect Corporation και τα ημερήσια δελτία τύπου που ανακοινώνονται στο Χ.Α.Α. Τα δεδομένα που έχουμε συλλέξει αφορούν:

- 1) Τις ημερομηνίες αποκοπής των μερισμάτων που διένειμε κάθε εταιρεία μέσα στο διάστημα 1/1/1997 με 31/12/2006 και το αντίστοιχο ποσό αυτών.
- 2) Τις τιμές των μετοχών για το διάστημα 1/1/1997 – 31/12/2006.
- 3) Τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου για το διάστημα 1/1/1997 – 31/12/2006.

Εδώ θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι τιμές, κατά συνέπεια τα δεδομένα, τα οποία συλλέξαμε και μελετήσαμε διεξοδικά είναι αναπροσαρμοσμένα για αυξήσεις κεφαλαίου με μετρητά ή με διανομή δωρεάν μετοχών, μερισμάτων, κ.λπ., δηλαδή οι τιμές τους ενσωματώνουν μόνο τις πραγματικές αλλαγές στην χρηματιστηριακή τους τιμή. Ο συνολικό αριθμός του δείγματος μας αποτελείται από 1.773 παρατηρήσεις, οι οποίες έχουν το ίδιο ειδικό βάρος στη μελέτη μας.

5.1.2. Υποθέσεις προς έλεγχο

Θα εξετάσουμε αν το γεγονός της αποκοπής του μερίσματος μπορεί να ασκήσει κάποια επίδραση στην τιμή των μετοχών και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων. Θα ελέγξουμε κατά πόσο τα αποτελέσματα για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, με τις όποιες διαφορές έχει από τις αντίστοιχες του εξωτερικού, προσομοιάζουν με τα αποτελέσματα παρόμοιων ερευνών που έχουν πραγματοποιηθεί για αγορές του εξωτερικού. Παράλληλα, θα γίνει διαχωρισμός του δείγματος σε δύο περιόδους με βάση τη νομοθετική αλλαγή στον τρόπο αποκοπής του μερίσματος που έγινε το 2001, για να καταγράψουμε τις διαφορές τους, εάν υπάρχουν, και να προσπαθήσουμε να εξηγήσουμε το λόγο δημιουργίας τους. Τέλος, θα εξετάσουμε αν το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ισχύει στην ελληνική αγορά.

5.1.3. Διαχωρισμός δείγματος

Το δείγμα το οποίο συλλέξαμε θα χωριστεί σε δύο υποομάδες. Ο διαχωρισμός του δείγματος μας θα γίνει με βάση τη νομοθετική αλλαγή στον τρόπο αποκοπής του μερίσματος που έγινε το 2001. Το δείγμα μας θα χωριστεί με βάση δύο βασικούς κανόνες που ορίζει η νομοθετική αυτή αλλαγή και οι οποίοι είναι:

- Η εκ νομοθεσίας μείωση της τιμής της μετοχής κατά ποσό ίσο με το μέρισμα που μοιράζει η εταιρεία, την ημέρα της αποκοπής του, και κατά την έναρξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α. και
- Η ελεύθερη διαπραγμάτευση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και ο καθορισμός της τιμής της μετοχής από την αγορά.

5.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

5.2.1. Υπολογισμός των AARs & CAARs για το σύνολο του δείγματος

Στη μελέτη μας, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, χρησιμοποιήθηκαν τρία υποδείγματα υπολογισμού των έκτακτων αποδόσεων (AR) και των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων (CAR). Όμως, επειδή τα αποτελέσματα τους είναι παρόμοια, εδώ θα γίνει ανάλυση μόνο με το υπόδειγμα της αγοράς (market model) η οποία υπερτερεί σε στατιστική σημαντικότητα των υποδειγμάτων market adjusted return και mean adjusted return, χωρίς ωστόσο η διαφορά να είναι σημαντική εφόσον το ποσοστό απόρριψης είναι παρόμοιο σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις.

Σύμφωνα με το μοντέλο της αγοράς, θεωρούμε ότι η απόδοση της τιμής μιας μετοχής είναι συνάρτηση της απόδοσης του δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και δύο συντελεστών, του α και του β (beta της μετοχής). Προκειμένου να υπολογίσουμε την αναμενόμενη απόδοση κάθε μετοχής για κάθε ημέρα των περιόδων παρατήρησης και εκτίμησης, τρέχουμε μια παλινδρόμηση με τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις του δείγματος για τις συγκεκριμένες περιόδους, ώστε να εκτιμηθούν τα α και β . Με την αντικατάσταση στην εξίσωση των συντελεστών αυτών και λαμβάνοντας υπόψη τις αποδόσεις του Χ.Α.Α., προκύπτει η αναμενόμενη απόδοση κάθε εταιρείας του δείγματος, ώστε στη συνέχεια να υπολογισθούν οι παρακάτω έκτακτες αποδόσεις:

- Περίοδος παρατήρησης (observation period) (-5 ημέρες, +5 ημέρες)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-5	0,06%	0,50533
-4	-0,01%	-0,04094
-3	0,15%	1,15205
-2	0,17%	1,37129
-1	0,21%	1,63310
0	-1,13%	-8,82148
1	-0,19%	-1,51507
2	-0,15%	-1,13885
3	-0,13%	-1,04797
4	-0,01%	-0,09015
5	0,02%	0,18134
AAAR	-0,09%	

Για αυτό το διάστημα προκύπτει ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές πριν την αποκοπή του μερίσματος και γίνονται αρνητικές από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μετά. Οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι γενικά μικρές και μόνο την ημέρα της αποκοπής είναι μεγάλη και αρνητική της τάξης του 1,13%. Μάλιστα, η ημερομηνία αποκοπής είναι στατιστικά σημαντική σε ποσοστό 1%, το οποίο αποδεικνύει ότι η πτώση της τιμής της μετοχής οφείλεται στην αποκοπή του μερίσματος.

Από την άλλη πλευρά, στη συνέχεια παρατίθεται ο πίνακας που εμφανίζει τη σωρευτική έκτακτη απόδοση για το συγκεκριμένο διάστημα μαζί με τον υπολογισμό του συντελεστή t-statistic.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,06%	0,17526
-4	0,06%	0,16106
-3	0,21%	0,56062
-2	0,38%	1,03622
-1	0,59%	1,60262
0	-0,54%	-1,45688
1	-0,73%	-1,98234
2	-0,87%	-2,37732
3	-1,01%	-2,74078
4	-1,02%	-2,77204
5	-1,00%	-2,70915

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα, η σωρευτική έκτακτη απόδοση του δείγματος για το διάστημα (-5 μέρες, +5 μέρες) ανέρχεται στο -1% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, γεγονός που αποδεικνύει ότι το γεγονός της αποκοπής μερίσματος μπορεί να επηρεάσει τους μετόχους, ώστε να στραφούν σε πώληση της συγκεκριμένης μετοχής μετά την αποκοπή του μερίσματος.

Συγκεκριμένα, φαίνεται με βάση τον πίνακα ότι για το διάστημα (-5 ημέρες, -1 ημέρα) οι σωρευτικές αποδόσεις είναι θετικές και μη στατιστικά σημαντικές, ενώ κατά τη διάρκεια των επόμενων ημερών γίνονται αρνητικές. Στη συνέχεια, ακολουθεί ένα διάγραμμα που απεικονίζει τη μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος για κάθε μια μέρα του συγκεκριμένου διαστήματος, όπου και πάλι φαίνεται ότι την ημερομηνία αποκοπής υπάρχει σημαντική αρνητική επίδραση στην τιμή και κατ' επέκταση στην απόδοση των μετόχων.



- Περίοδος παρατήρησης (observation period) (-2 ημέρες, +2 ημέρες)

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-2	0,17%	1,37129
-1	0,21%	1,63310
0	-1,13%	-8,82148
1	-0,19%	-1,51507
2	-0,15%	-1,13885
AAAR	-0,22%	

Για το διάστημα παρατήρησης (-2 ημέρες, +2 ημέρες), οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος είναι μόλις αρνητικές με ποσοστό που φτάνει

το 0,22%. Ενώ την ημέρα (0) οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι σημαντικά αρνητικές, γεγονός που συμπίπτει με τα αποτελέσματα της προηγούμενης περιόδου.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-2	0,17%	0,32410
-1	0,38%	0,71009
0	-0,74%	-1,37486
1	-0,94%	-1,73294
2	-1,08%	-2,00211

Η σωρευτική έκτακτη απόδοση εμφανίζεται αρνητική πάλι για το διάστημα από την ημερομηνία αποκοπής και μετά, δηλαδή το διάστημα (0 ημέρα, +2 ημέρες). Ο συντελεστής στατιστικής σημαντικότητας υπερβαίνει την απαιτούμενη τιμή, ώστε η αρνητική αυτή απόδοση να αποδοθεί στο γεγονός της αποκοπής του μερίσματος. Στο σχεδιάγραμμα της μέσης έκτακτης απόδοσης για τη συγκεκριμένη περίοδο παρατήρησης που ακολουθεί, γίνεται εμφανής η διακύμανση των αποδόσεων και το μεγάλο αρνητικό ποσοστό της ημέρας (0).



- **Περίοδος παρατήρησης (observation period) (0 ημέρα)**

Εδώ, εξετάζεται η μέση έκτακτη απόδοση που παράλληλα αποτελεί και τη σωρευτική έκτακτη απόδοση για τη συγκεκριμένη ημέρα. Όπως φάνηκε και από τις προηγούμενες περιόδους παρατήρησης, η μόνη στατιστικά σημαντική ημέρα είναι η

ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με τον πίνακα που ακολουθεί, η μέση έκτακτη απόδοση είναι σημαντικά αρνητική και ανέρχεται στο -1,13%.

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
0	-1,13%	-8,82148

5.2.2. Διαχωρισμός του δείγματος λόγω νομοθετικής αλλαγής

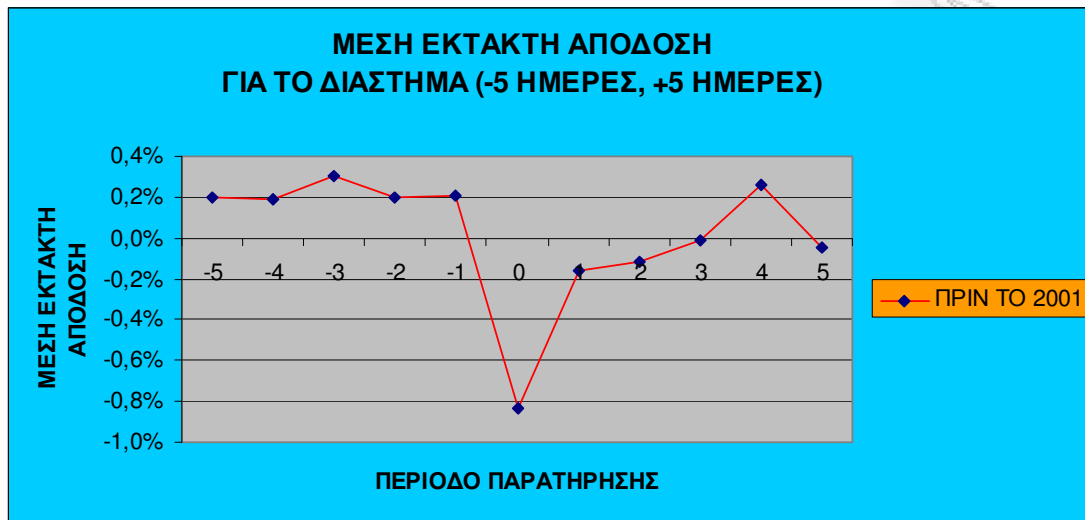
Λόγω της αλλαγής του θεσμικού πλαισίου σχετικά με τον τρόπο αποκοπής του μερίσματος στο Χ.Α.Α. έγινε διαχωρισμός του δείγματος σε επιμέρους υποομάδες. Το επιμέρους δείγμα των μετοχών που έδωσαν μέρισμα πριν το 2001 είναι 637 παρατηρήσεις ενώ αυτό που έδωσαν μέρισμα μετά το 2001 είναι 1136 παρατηρήσεις. Παρακάτω θα μελετηθεί μόνο η περίοδος παρατήρησης (-5 ημέρες, +5 ημέρες) με το υπόδειγμα market model.

Πριν το 2001

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-5	0,20%	1,04643
-4	0,19%	0,98759
-3	0,30%	1,58175
-2	0,20%	1,05239
-1	0,21%	1,06844
0	-0,83%	-4,33926
1	-0,16%	-0,84208
2	-0,12%	-0,61482
3	-0,01%	-0,07078
4	0,26%	1,35872
5	-0,05%	-0,23792
AAAR	0,02%	

Παρατηρούμε ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι θετικές, ενώ τις άλλες μέρες είναι αρνητικές και μάλιστα για την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% και φτάνει το -0,83%. Η μέση έκτακτη απόδοση για το σύνολο του

δείγματος είναι μόλις θετική και ανέρχεται στο ποσοστό 0,02%. Η πορεία της εμφανίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα:



Όσον αφορά τη σωρευτική έκτακτη απόδοση του δείγματος για αυτό το διάστημα, εμφανίζεται σχεδόν σε όλες τις ημέρες θετική. Ωστόσο στατιστικά σημαντικές είναι μόνο οι μέρες (-3, -2 και -1). Αυτό δείχνει ότι η θετική έκτακτη απόδοση αυτών των ημερών οφείλεται στο γεγονός της αποκοπής του μερίσματος. Η συνολική σωρευτική έκτακτη απόδοση φτάνει το 0,19%, όπως φαίνεται και στον ακόλουθο πίνακα:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,20%	0,61924
-4	0,39%	1,20367
-3	0,69%	2,13969
-2	0,90%	2,76246
-1	1,10%	3,39473
0	0,27%	0,82690
1	0,11%	0,32859
2	-0,01%	-0,03524
3	-0,02%	-0,07712
4	0,24%	0,72692
5	0,19%	0,58613

Μετά το 2001

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-5	-0,01%	-0,10043
-4	-0,12%	-0,83820
-3	0,06%	0,40549
-2	0,16%	1,13801
-1	0,21%	1,50119
0	-1,29%	-9,23915
1	-0,21%	-1,51039
2	-0,16%	-1,14966
3	-0,20%	-1,44856
4	-0,17%	-1,20175
5	0,06%	0,44810
AAAR	-0,15%	

Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα, οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι αρνητικές για όλες σχεδόν τις ημέρες της περιόδου παρατήρησης και φτάνουν κατά μέσο όρο το -0,15%. Η μεγαλύτερη αρνητική απόδοση παρατηρείται την ημέρα της αποκοπής και είναι η μόνη στατιστικά σημαντική ημέρα σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Στο διάγραμμα που ακολουθεί αποτυπώνεται η πορεία της μέσης έκτακτης απόδοσης για το διάστημα αυτών των 11 ημερών :



Οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις διαμορφώνονται ως εξής:

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,01%	-0,03464
-4	-0,13%	-0,32376
-3	-0,07%	-0,18389
-2	0,08%	0,20863
-1	0,29%	0,72643
0	-1,00%	-2,46038
1	-1,21%	-2,98134
2	-1,37%	-3,37789
3	-1,57%	-3,87753
4	-1,74%	-4,29204
5	-1,68%	-4,13748

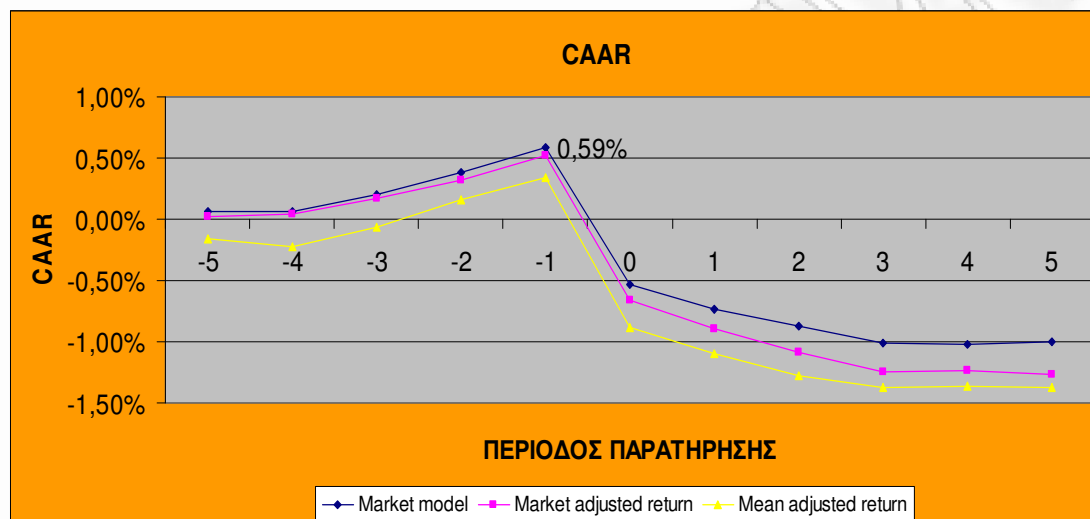
Σε αντίθεση με το δείγμα της υποομάδας πριν το 2001, εδώ υπολογίζεται αρνητική σωρευτική έκτακτη απόδοση ίση με -1,68%, που σύμφωνα με τον συντελεστή t-statistic είναι και στατιστικά σημαντική σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%. Συνεπώς, αποδεικνύεται ότι η αποκοπή του μερίσματος έχει αρνητική επίδραση για τις τιμές των μετοχών στο δείγμα της υποομάδας μετά το 2001.

5.2.3. Ανάλυση αποτελεσμάτων

Στον ακόλουθο πίνακα εμφανίζονται οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις για κάθε υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε και για κάθε διάστημα παρατήρησης (event window) συγκεντρωτικά για το συνολικό δείγμα:

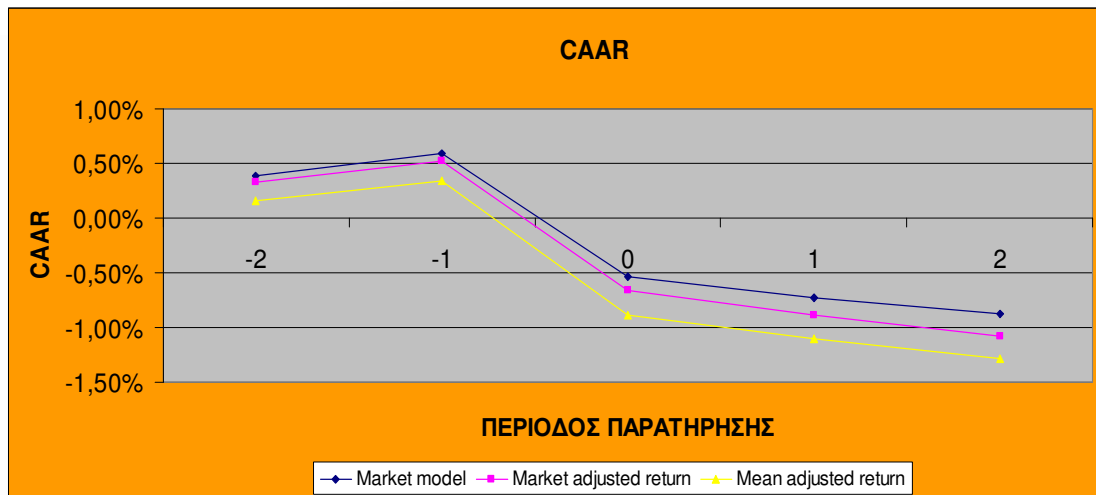
METHOD	ESTIMATION PERIOD	CAAR	t-stat. (CAAR)
Mean Adjusted Return	(-5, +5)	-1,37%	-3,487778
Market Adjusted Return	(-5, +5)	-1,26%	-3,323339
Market Model	(-5, +5)	-1,00%	-2,709148
Mean Adjusted Return	(-2, +2)	-1,21%	-2,077046
Market Adjusted Return	(-2, +2)	-1,25%	-2,265588
Market Model	(-2, +2)	-1,08%	-2,002106
Mean Adjusted Return	0	-1,22%	-6,554500
Market Adjusted Return	0	-1,18%	-8,475057
Market Model	0	-1,13%	-8,821481

Όπως φαίνεται από τον πίνακα, τα τρία υποδείγματα υπολογισμού των έκτακτων αποδόσεων συγκλίνουν στα αποτελέσματα που δίνουν, αφού και για τις τρεις περιόδους παρατήρησης παρουσιάζουν σχετικά όμοια ποσοστά σωρευτικών έκτακτων αποδόσεων. Συγκεκριμένα, για την περίοδο (-5 ημέρες, +5 ημέρες) από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, οι τρεις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις ακολουθούν την πορεία που διαφαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



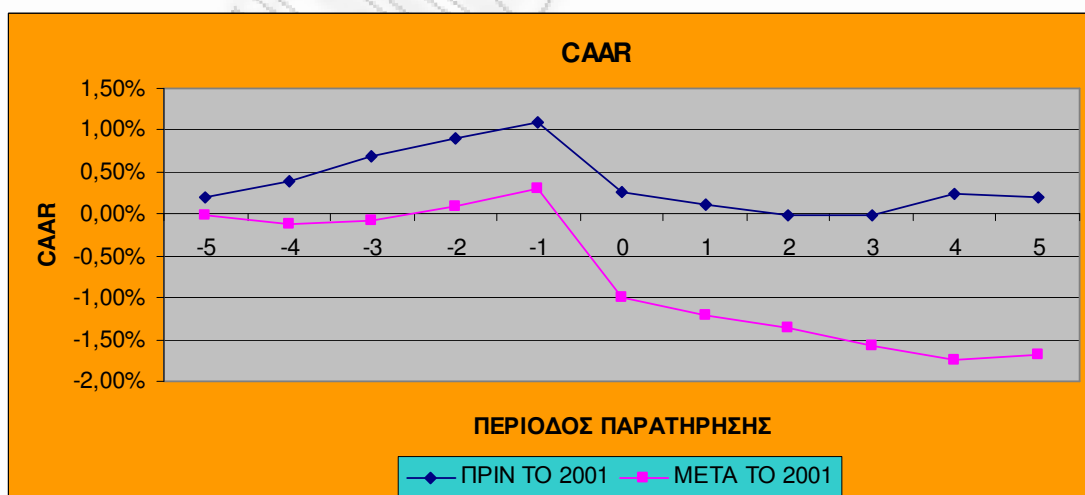
Από το διάγραμμα γίνεται και πάλι αντιληπτή αυτή η κοινή πορεία των αποδόσεων των τριών υποδειγμάτων. Συγκεκριμένα, για τις πέντε ημέρες πριν την αποκοπή του μερίσματος, οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές και την ημέρα (-1) φτάνουν στο υψηλότερο ποσοστό. Από την ημέρα ανακοίνωσης και μετά, οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις μειώνονται και γίνονται αρνητικές. Και οι τρεις μέθοδοι δίνουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδο 1%, άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αποκοπή του μερίσματος των εταιριών του δείγματος, κινητοποιεί τους επενδυτές να πουλήσουν τις μετοχές τους.

Όσον αφορά την περίοδο παρατήρησης (-2 ημέρες, +2 ημέρες) και πάλι προκύπτουν συναφή αποτελέσματα και για τα τρία υποδείγματα. Μόνο που τώρα τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 5%. Η πορεία τους απεικονίζεται στο ακόλουθο διάγραμμα:



Επιπρόσθετα, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, τα αποτελέσματα των τριών υποδειγμάτων συγκλίνουν και μάλιστα παρουσιάζουν μία αρνητική έκτακτη απόδοση. Τα αποτελέσματα αυτά είναι στατιστικά σημαντικά και δείχνουν ότι την ημέρα που αποκόπτεται το μέρισμα οι μέτοχοι πουλάνε τις μετοχές τους λόγω αυτού του γεγονότος.

Τέλος, με το διαχωρισμό του δείγματος λόγω της νομοθετικής αλλαγής του 2001, προέκυψε ότι υπήρχε διαφορετική αντίδραση των μετόχων πριν το 2001 σε σχέση με τους μετόχους μετά το 2001 στο γεγονός της αποκοπής μερίσματος. Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η σωρευτική έκτακτη απόδοση των δύο υποσυνόλων του δείγματος:



Παρατηρούμε ότι η έκτακτη σωρευτική απόδοση είναι θετική σε όλη την περίοδο παρατήρησης για το υποσύνολο πριν το 2001 και μάλιστα την ημέρα (-1)

φτάνει να είναι θετική σε ποσοστό περίπου 1%. Αντίθετα, το υποσύνολο μετά το 2001 έχει αρνητική έκτακτη απόδοση σε όλη την περίοδο παρατήρησης εκτός από τις ημέρες (-1 και -2), και η συνολική αρνητική έκτακτη απόδοση φτάνει το -1,68%. Συμπεραίνουμε ότι η νομοθεσία που υπήρχε πριν το 2001, με την αφαίρεση του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος, δεν επέτρεπε στις μετοχές να έχουν αρνητικές έκτακτες αποδόσεις όπως μετά την νομοθεσία του 2001 όπου οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονταν με βάση τους νόμους της αγοράς (ζήτηση και προσφορά).

5.2.4. Εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

Εφόσον αποδείχθηκε ότι η ημερομηνία της αποκοπής του μερίσματος είναι η μόνη στατιστικά σημαντική ημέρα, ερευνήσαμε ποια είναι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών κατά τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος στο δείγμα που έχουμε για το Χ.Α.Α.

Σύμφωνα με τη θεωρία, σε συνθήκες τέλειων αγορών όπου δεν επικρατούν φόροι και έξοδα συναλλαγών, οι τιμές των μετοχών μειώνονται ακριβώς κατά το ποσό των μερισμάτων που διανέμονται σε κάθε μια μετοχή. Όμως οι μελέτες που έχουν γίνει στο παρελθόν διεθνώς, έχουν δείξει πως οι τιμές των μετοχών τελικά δεν μειώνονται όσο το ύψος των μερισμάτων που διανέμεται. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μας επιτρέπει να εξετάσουμε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών κατά τις ημέρες αποκοπής σε ένα περιβάλλον χωρίς επιπρόσθετη φορολογία στα μερίσματα και χωρίς την επίδραση μικροοικονομικών παραγόντων που εφαρμόζονται σε άλλες κύριες αγορές. Θα περίμενε κανείς ότι στο Χ.Α.Α. οι τιμές των μετοχών πέφτουν κατά ένα ποσό που ισούται με το πληρωτέο μέρισμα, ωστόσο όπως θα δούμε παρακάτω αυτό δεν συμβαίνει.

Για το συνολικό δείγμα, το μέσο μέρισμα που δόθηκε από τις επιχειρήσεις είναι 0,151€ ενώ η αντίστοιχη μέση μείωση στην τιμή της μετοχής την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος είναι 0,097€, αποδεικνύοντας ότι η μείωση είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Η πτώση του τιμής αποτελεί το 64,2% του ποσού του μερίσματος. Η μέση μερισματική απόδοση είναι 2,154% ενώ η μέση πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής είναι -1,387%. Τα ευρήματα αυτά συγκλίνουν με τα αποτελέσματα της μελέτης των Frank και Jagannathan (1998) για την αγορά του

Hong-Kong, όπου όπως και στην Ελλάδα δεν φορολογούνται ούτε τα μερίσματα ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη, με τη διαφορά ότι αυτοί απέδωσαν την ιδιομορφία αυτή της τιμής στην επίδραση περιθωρίου στην τιμή προσφοράς και ζήτησης της μετοχής (bid-ask spread), που δεν υπάρχει όμως στην Ελλάδα. Επιπλέον, τα αποτελέσματά μας είναι σύμφωνα και με την έρευνα των Μυλωνά και Τραυλού (2001) για την Ελλάδα για την περίοδο 1994-1999, που ομοίως βρήκαν ότι η τιμή μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος.

Ο διαχωρισμός του δείγματος με βάση την αλλαγή του θεσμικού πλαισίου σχετικά με τον τρόπο αποκοπής μερίσματος στο Χ.Α.Α. οδήγησε σε αρκετά πιο τροποποιημένα συμπεράσματα. Πριν το 2001, η μέση πτώση της τιμής ήταν 0,106€ ενώ το αντίστοιχο μέρισμα 0,133€. Συνεπώς η πτώση της τιμής αποτελεί το 79,3% του ποσού του μερίσματος. Μετά το 2001, η μέση πτώση της τιμής ήταν 0,093€ ενώ το αντίστοιχο μέρισμα 0,163€. Συνεπώς η πτώση της τιμής αποτελεί το 56,9% του ποσού του μερίσματος. Συμπεραίνουμε, ότι πριν το 2001 οι τιμές των μετοχών μειώνονταν περίπου κατά το ποσό του μερίσματος ενώ μετά το 2001 κατά ποσό αρκετά μικρότερο από αυτό.

Στον παρακάτω πίνακα συνογίζονται τα ανωτέρω:

	ΜΕΣΟ ΜΕΡΙΣΜΑ	ΜΕΣΗ ΜΕΙΩΣΗ ΤΙΜΗΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΙΜΗΣ ΩΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΜΕΡΙΣΜΑ
1997-2006	0,151	-0,097	64,24%
1997-2000	0,133	-0,106	79,30%
2001-2006	0,163	-0,093	56,88%

B. ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

5.3. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

5.3.1. Γενικά

Η εξέταση της αντίδρασης της τιμής θα γίνει για την ημερομηνία ανακοίνωσης των προγραμμάτων επαναγοράς ιδίων μετοχών, η οποία θεωρείται η ημέρα (0) στα πλαίσια της στατιστικής ανάλυσης. Πιο αναλυτικά, είναι η μέρα της πρώτης δημόσιας ανακοίνωσης της επαναγοράς ιδίων μετοχών, δηλαδή, η ημερομηνία απόφασης της Γενικής Συνέλευσης. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να διευκρινιστεί πως επιλέχθηκε η συγκεκριμένη ημερομηνία, καθώς είναι πρακτικά η πρώτη ημέρα κατά την οποία γίνεται γνωστή η πρόθεση της επαναγοράς στον κύριο όγκο των επενδυτών. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με τα ισχύοντα σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, στις οποίες, πρώτη ημέρα γνωστοποίησης της πρόθεσης για επαναγορά μετοχών είναι η ημέρα που λαμβάνει την απόφαση το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας. Η διαφοροποίηση στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δημιουργείται γιατί η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου δεν δημοσιεύεται άμεσα αλλά μετά από διάστημα 6-8 ημερών.

Η εξεταζόμενη περίοδος είναι το διάστημα από την 1/1/2000 έως την 31/12/2006³. Κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο παρατηρήθηκαν 417 ανακοινώσεις πρόθεσης επαναγοράς ιδίων μετοχών από ελληνικές εταιρείες, οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Απαραίτητη προϋπόθεση, προκειμένου να συμπεριληφθούν οι εταιρείες αυτές στο δείγμα αποτέλεσε η απουσία προηγούμενης ανακοίνωσης αντίστοιχης πρόθεσης των εταιρειών κατά τη διάρκεια της περιόδου εκτίμησης (estimation period) και παρατήρησης (observation period).

Η συλλογή του δείγματος αυτού αποδείχθηκε πολύ χρονοβόρα, καθώς δεν βρέθηκε σε καμία βάση δεδομένων, διαδικτυακό τόπο (ιστοσελίδα) ή το ίδιο το Χ.Α.Α. να υπάρχουν συλλεγμένες οι ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών των

³ Έγινε προσπάθεια να βρεθούν στοιχεία από το 1997 έτσι ώστε να υπάρχει κοινή χρονική περίοδο με τη μελέτη που έγινε για την αποκοπή μερισμάτων, ωστόσο τα στοιχεία αυτά δεν μπόρεσαν να βρεθούν παρά μόνο σε έντυπη μορφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών η οποία δεν επιτρεπόταν να αντιγραφεί.

εταιρειών στην Ελλάδα. Η μόνη λύση, την οποία και ακολούθησα, ήταν να διαβάσω ένα προς ένα τα Ημερήσια Δελτία Τιμών (ΗΔΤ) του Χ.Α.Α. για όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

Στον πίνακα 5 που υπάρχει στο παράρτημα, παρουσιάζονται οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στο δείγμα, η ημερομηνία απόφασης της πρόθεσης επαναγοράς ιδίων μετοχών, το ποσοστό που πρόκειται να επαναγορασθεί και το ποσοστό πραγματοποίησης της επαναγοράς. Η ημερομηνία απόφασης της Γενικής Συνέλευσης αντιπροσωπεύει την ημερομηνία που πραγματοποιήθηκε η Γενική Συνέλευση και κατ' επέκταση λήφθηκε η απόφαση για τη διενέργεια της επαναγοράς.

Το ποσοστό επί του συνολικού αριθμού των μετοχών που ανακοίνωσαν οι εταιρείες ότι θα επαναγοράσουν είναι κατά μέσο όρο 8,18%, ενώ το ποσοστό πραγματοποίησης φτάνει μόλις το 2,09%. Σε αντίθεση με την έρευνα των Stephens, Weisbach (1998) όπου οι εταιρείες πραγματοποίησαν το 74-82% των επαναγορών που ανακοίνωσαν, στην Ελλάδα οι εταιρείες πραγματοποίησαν το 27,5%. Επίσης, από τα στοιχεία που υπάρχουν για το δείγμα μας, το 26,32% δεν πραγματοποίησε καθόλου την επαναγορά που είχε ανακοινώσει. Ωστόσο, στην έρευνα μας, δεν μας ενδιαφέρει αν και κατά ποιο ποσοστό πραγματοποιήθηκε η επαναγορά αλλά μόνο η ανακοίνωση της πρόθεσης επαναγοράς για να εξετάσουμε την αντίδραση της τιμής των μετοχών γύρω από αυτή.

Οι εταιρείες που αποτελούν το δείγμα, εντάσσονται σε διαφορετικούς κλάδους, με αποτέλεσμα να μην επηρεάζεται η έρευνα από τυχόν εξωγενείς παράγοντες που μπορεί να έπαιξαν κάποιο ρόλο, είτε θετικό είτε αρνητικό, στην εξέλιξη της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιρειών κάποιων συγκεκριμένων κλάδων.

5.3.2. Υποθέσεις προς έλεγχο

Σκοπός μας είναι να μελετήσουμε το κατά πόσο η απόφαση μιας εταιρείας να ανακοινώσει την πρόθεση της να επαναγοράσει μετοχές μπορεί να ασκήσει κάποια επίδραση στην τιμή των μετοχών και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων. Θα ελέγξουμε αν τα αποτελέσματα μας ταυτίζονται με αυτά των εμπειρικών ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας, όπου παρατηρείται αύξηση της τιμής των μετοχών και του πλούτου των μετόχων.

5.4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

5.4.1. Υπολογισμός των AARs και CAARs

Στη μελέτη μας, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, χρησιμοποιήθηκαν τρία υποδείγματα υπολογισμού των έκτακτων αποδόσεων (AR) και των αθροιστικών έκτακτων αποδόσεων (CAR). Όμως, επειδή τα αποτελέσματα τους είναι παρόμοια, εδώ θα γίνει ανάλυση μόνο με το υπόδειγμα market model.

- **Περίοδος παρατήρησης (observation period) (-5 ημέρες, +5 ημέρες)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-5	0,08%	0,55359
-4	0,18%	1,21179
-3	0,10%	0,64251
-2	0,03%	0,17075
-1	0,19%	1,26474
0	0,41%	2,73074
1	0,01%	0,05745
2	0,07%	0,45619
3	0,00%	0,01581
4	-0,07%	-0,48925
5	-0,03%	-0,18980
AAAR	0,09%	

Γι' αυτό το διάστημα προκύπτει ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος είναι σε γενικές γραμμές θετικές, γεγονός που αποδεικνύει ότι η ανακοίνωση πρόθεσης μιας εταιρείας να προχωρήσει σε αγορά ιδίων μετοχών της, δεν αφήνει αδιάφορη τη χρηματιστηριακή αγορά, αφού αντιδρά σε αυτό το γεγονός ενισχύοντας τις συγκεκριμένες μετοχές, αν και αυτή η αντίδραση απεικονίζεται σε ένα πολύ χαμηλό ποσοστό του 0,09%. Επίσης, αυτό το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό μόνο την ημέρα 0 και σε επίπεδο 1% με θετική έκτακτη απόδοση 0,41%.

Σε παρόμοια συμπεράσματα έχουν καταλήξει και άλλες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε αγορές του εξωτερικού. Στην αμερικάνικη αγορά, οι μελέτες των Comment και Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995), απέδειξαν ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική υπερβάλλουσα απόδοση της τιμής της

μετοχής, την ημέρα της ανακοίνωσης από την εταιρεία του προγράμματος επαναγοράς.

Στη συνέχεια, ακολουθεί ένα διάγραμμα που απεικονίζει τη μέση έκτακτη απόδοση του δείγματος για κάθε μία μέρα του συγκεκριμένου διαστήματος, όπου και πάλι φαίνεται η θετική επίδραση της ανακοίνωσης των επαναγορών στην τιμή και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων.



Στη συνέχεια, παρατίθεται ο πίνακας που εμφανίζει την σωρευτική έκτακτη απόδοση για το συγκεκριμένο διάστημα μαζί με τον υπολογισμό του συντελεστή t-statistic.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,08%	0,688948
-4	0,27%	2,197718
-3	0,36%	2,997786
-2	0,39%	3,210150
-1	0,58%	4,784769
0	0,99%	8,184236
1	1,00%	8,255764
2	1,07%	8,823714
3	1,07%	8,843386
4	1,00%	8,234281
5	0,97%	7,998047

Η σωρευτική έκτακτη απόδοση του δείγματος για το διάστημα (-5 ημέρες, +5 ημέρες) ανέρχεται στο 0,97% σε επίπεδο σημαντικότητας 1%, γεγονός που αποδεικνύει ότι πράγματι το γεγονός της ανακοίνωσης επαναγοράς μετοχών μπορεί

να επηρεάσει τους μετόχους ώστε να στραφούν στην αγορά της συγκεκριμένης μετοχής και να αυξήσουν τον πλούτο τους. Το παραπάνω συμπέρασμα συγκλίνει με τις έρευνες τις βιβλιογραφίας που παρουσιάζουν μια μέση σωρευτική απόδοση 2%, όσον αφορά στις επαναγορές «ανοικτής αγοράς» (open market repurchases).

- **Περίοδος παρατήρησης (observation period) (-2 ημέρες, +2 ημέρες)**

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-2	0,03%	0,170751
-1	0,19%	1,264749
0	0,41%	2,730742
1	0,01%	0,057459
2	0,07%	0,456195
AAAR	0,14%	

Για το διάστημα παρατήρησης (-2 ημέρες, +2 ημέρες), οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για το σύνολο του δείγματος είναι μόλις θετικές με ποσοστό που φτάνει το 0,14%. Ενώ την ημέρα (0) η μέση έκτακτη απόδοση είναι σημαντικά θετική, γεγονός που συμπίπτει με τα αποτελέσματα της προηγούμενης περιόδου.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-2	0,03%	0,15385
-1	0,22%	1,29468
0	0,63%	3,75763
1	0,64%	3,80945
2	0,71%	4,22094

Η σωρευτική έκτακτη απόδοση εμφανίζεται θετική πάλι για όλο το διάστημα. Ο συντελεστής στατιστικής σημαντικότητας υπερβαίνει την απαιτούμενη τιμή, ώστε η θετική αυτή απόδοση να αποδοθεί στο γεγονός της ανακοίνωσης επαναγοράς. Στο σχεδιάγραμμα της μέσης έκτακτης απόδοσης για τη συγκεκριμένη περίοδο παρατήρησης που ακολουθεί, γίνεται εμφανής η διακύμανση των αποδόσεων και το μεγάλο θετικό ποσοστό της ημέρας (0).



- **Περίοδος παρατήρησης (observation period) (0 ημέρα)**

Εδώ, εξετάζεται η μέση έκτακτη απόδοση που παράλληλα αποτελεί και τη σωρευτική έκτακτη απόδοση για τη συγκεκριμένη ημέρα. Όπως φάνηκε και από τις προηγούμενες περιόδους παρατήρησης, η μόνη στατιστικά σημαντική ημέρα είναι η ημέρα απόφασης της Γενικής Συνέλευσης για επαναγορά ιδίων μετοχών. Σύμφωνα με τον πίνακα που ακολουθεί, η μέση έκτακτη απόδοση είναι θετική και ανέρχεται στο 0,41%.

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
0	0,41%	2,73074

- **Περίοδος παρατήρησης (observation period) (-10 ημέρες, +5 ημέρες)**

Επειδή όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου δεν δημοσιεύεται στην Ελλάδα αλλά προηγείται της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης περίπου 6-8 ημέρες, μελετήσαμε μια περίοδο παρατήρησης μεγαλύτερη από 10 ημέρες έτσι ώστε να λάβουμε υπόψη μας και την ημερομηνία απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου. Έτσι, παρακάτω παρουσιάζονται οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για ένα διάστημα (-10 ημέρες, +5 ημέρες):

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
-10	0,13%	0,86317
-9	0,14%	0,91419
-8	0,14%	0,91414
-7	0,11%	0,70822
-6	0,29%	1,89243
-5	0,08%	0,55359
-4	0,18%	1,21179
-3	0,10%	0,64251
-2	0,03%	0,17075
-1	0,19%	1,26474
0	0,41%	2,73074
1	0,01%	0,05745
2	0,07%	0,45619
3	0,00%	0,01581
4	-0,07%	-0,48925
5	-0,03%	-0,18980
AAAR	0,11%	

Παρατηρούμε ότι σημειώθηκε μια υπερβάλλουσα θετική αντίδραση της τιμής κατά την ημέρα (-6) της τάξεως του 0,29% η οποία είναι στατιστικά σημαντική με επίπεδο σημαντικότητας 10%. Η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του διοικητικού συμβουλίου για επαναγορά ιδίων μετοχών, οπότε πιθανότατα να υπάρχει διαρροή πληροφόρησης, παρά το γεγονός πως η εταιρεία δεν έχει προχωρήσει σε δημοσιοποίηση της απόφασης. Επομένως, το γεγονός ότι δεν ανακοινώνεται η απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου την ημέρα που πραγματοποιείται μπορεί να προσφέρει κέρδη σε αυτούς που έχουν εσωτερική πληροφόρηση σε βάρος των υπολοίπων μετόχων που δεν έχουν. Τα παραπάνω στοιχεία αποτελούν φυσικά ένδειξη αγοράς που δεν είναι πλήρως αποτελεσματική.

Παρακάτω παρατίθεται ένα διάγραμμα με τις μέσες έκτακτες αποδόσεις για την περίοδο παρατήρησης (-10 ημέρες, +10 μέρες):



Στη συνέχεια, παρατίθεται ο πίνακας που εμφανίζει την σωρευτική έκτακτη απόδοση για το συγκεκριμένο διάστημα μαζί με τον υπολογισμό του συντελεστή t-statistic.

EVENT WINDOW	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,13%	1,07451
-9	0,27%	2,21253
-8	0,41%	3,35049
-7	0,51%	4,23212
-6	0,80%	6,58789
-5	0,88%	7,27702
-4	1,07%	8,78552
-3	1,16%	9,58535
-2	1,19%	9,79791
-1	1,38%	11,37232
0	1,79%	14,77166
1	1,80%	14,84319
2	1,87%	15,41108
3	1,87%	15,43076
4	1,80%	14,82172
5	1,77%	14,58545

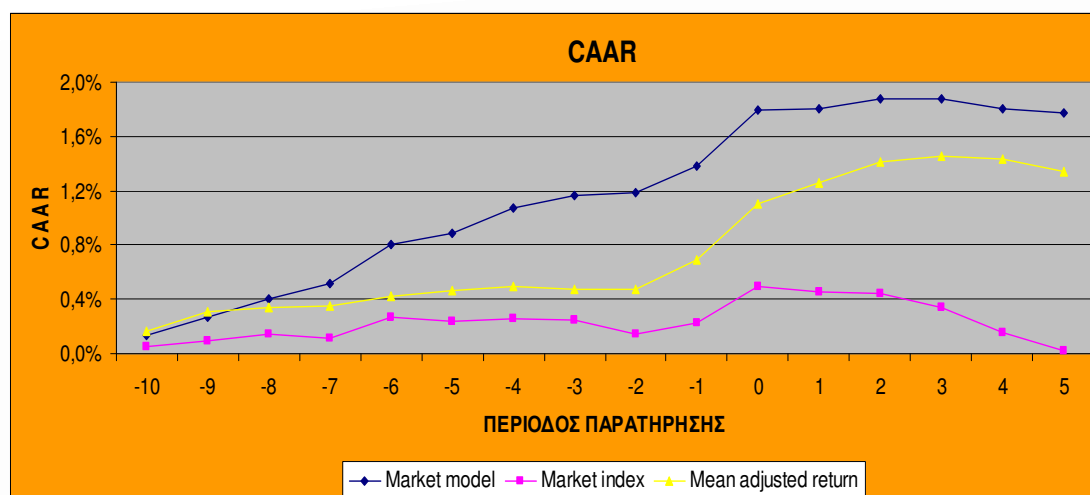
Παρατηρούμε ότι η σωρευτική έκτακτη απόδοση για την περίοδο παρατήρησης (-10 ημέρες, +5 ημέρες) είναι ακόμα μεγαλύτερη από ότι την περίοδο παρατήρησης (-5 ημέρες, +5 ημέρες) και φτάνει στο 1,77%. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μέρες που προστέθηκαν σε αυτή την περίοδο παρατήρησης έχουν όλες θετικές μέσες έκτακτες αποδόσεις.

5.4.2. Ανάλυση αποτελεσμάτων

Στον ακόλουθο πίνακα εμφανίζονται οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις για κάθε μια μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε και για κάθε διάστημα παρατήρησης (event window) συγκεντρωτικά:

METHOD	ESTIMATION PERIOD	CAAR	t-stat. (CAAR)
Mean Adjusted Return	(-10, +5)	1,34%	11,02044
Market Adjusted Return	(-10, +5)	0,02%	0,14248
Market Model	(-10, +5)	1,77%	14,58545
Mean Adjusted Return	(-5, +5)	0,92%	7,54898
Market Adjusted Return	(-5, +5)	-0,25%	-2,21553
Market Model	(-5, +5)	0,97%	7,99805
Mean Adjusted Return	(-2, +2)	0,93%	6,16961
Market Adjusted Return	(-2, +2)	0,20%	1,37105
Market Model	(-2, +2)	0,71%	4,22094
Mean Adjusted Return	0	0,42%	1,92207
Market Adjusted Return	0	0,27%	1,68754
Market Model	0	0,41%	2,73074

Όπως φαίνεται από τον πίνακα, τα δύο υποδείγματα υπολογισμού των εκτάκτων αποδόσεων, mean adjusted return και market model, συγκλίνουν στα αποτελέσματα που δίνουν, αφού και για τις τρεις περιόδους παρατήρησης παρουσιάζουν σχετικά όμοια ποσοστά εκτάκτων αποδόσεων. Αντίθετα, το υπόδειγμα market adjusted return έχει διαφορετικά αποτελέσματα τα οποία όμως δεν είναι τόσο στατιστικά σημαντικά. Συγκεκριμένα, για την περίοδο (-5 ημέρες, +5 ημέρες) από την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, οι τρεις σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις ακολουθούν την πορεία που διαφαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



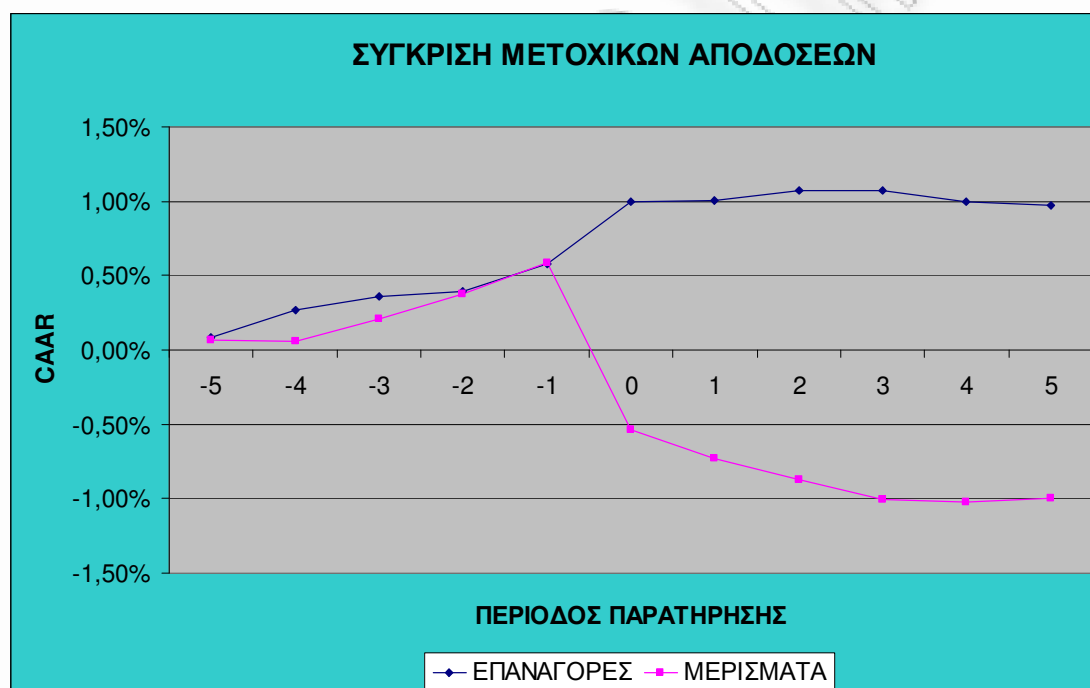
Από το διάγραμμα γίνεται αντιληπτή η πορεία των αποδόσεων των τριών υποδειγμάτων. Συγκεκριμένα, και για τις δεκαπέντε ημέρες της περιόδου παρατήρησης, οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις είναι θετικές. Ωστόσο, με το υπόδειγμα mean adjusted return η συνολική σωρευτική απόδοση φτάνει σχεδόν στο μηδέν, χωρίς να είναι στατιστικά σημαντική. Τα άλλα δύο υποδείγματα δίνουν στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδο 1% και μέση σωρευτική απόδοση περίπου 1,5%. Άρα καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών από τις εταιρείες, αυξάνει τις τιμές των μετοχών και τον πλούτο των μετόχων.

Τα προαναφερθέντα συμπεράσματα ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με αυτά των εμπειρικών ερευνών της διεθνούς βιβλιογραφίας. Υπάρχει μια σημαντική άνοδος της τιμής της μετοχής την ημέρα ανακοίνωσης της επαναγοράς και θετική αντίδραση τις πρώτες μέρες μετά την ανακοίνωση. Επομένως και η ελληνική αγορά, παρόλο που πιθανόν να μην είναι πλήρως αποτελεσματική, είναι συμβατή με τις θεωρίες της διεθνούς βιβλιογραφίας και μπορεί να υποκρύπτει διάφορες αιτίες όσον αφορά την αντίδραση της. Πιθανόν η υπερβάλλουσα απόδοση να σηματοδοτεί μία μελλοντική άνοδο στην τιμή της μετοχής, ή ότι οι διοικήσεις των εταιρειών διανέμουν ταμειακές ροές στους μετόχους, ή ότι μειώνουν τα agency costs, ή ακόμα ότι οι εταιρείες αυξάνουν τον βαθμό της εξωτερικής τους μόχλευσης προσανατολιζόμενες προς μια ιδανικότερη κεφαλαιακή διάρθρωση.

Γ. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

5.5. ΓΕΝΙΚΑ

Εφόσον αναλύσαμε και τις δύο εναλλακτικές μερισματικές πολιτικές στην Ελλάδα, εδώ θα τις συγκρίνουμε να δούμε αν τελικά αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων και ποια έχει καλύτερη μερισματική απόδοση για τους μετόχους. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται οι σωρευτικές έκτακτες αποδόσεις της ανακοίνωσης επαναγοράς μετοχών και της αποκοπής μερίσματος με τη μέθοδο market model για την περίοδο παρατήρησης (-5 ημέρες, +5 ημέρες):

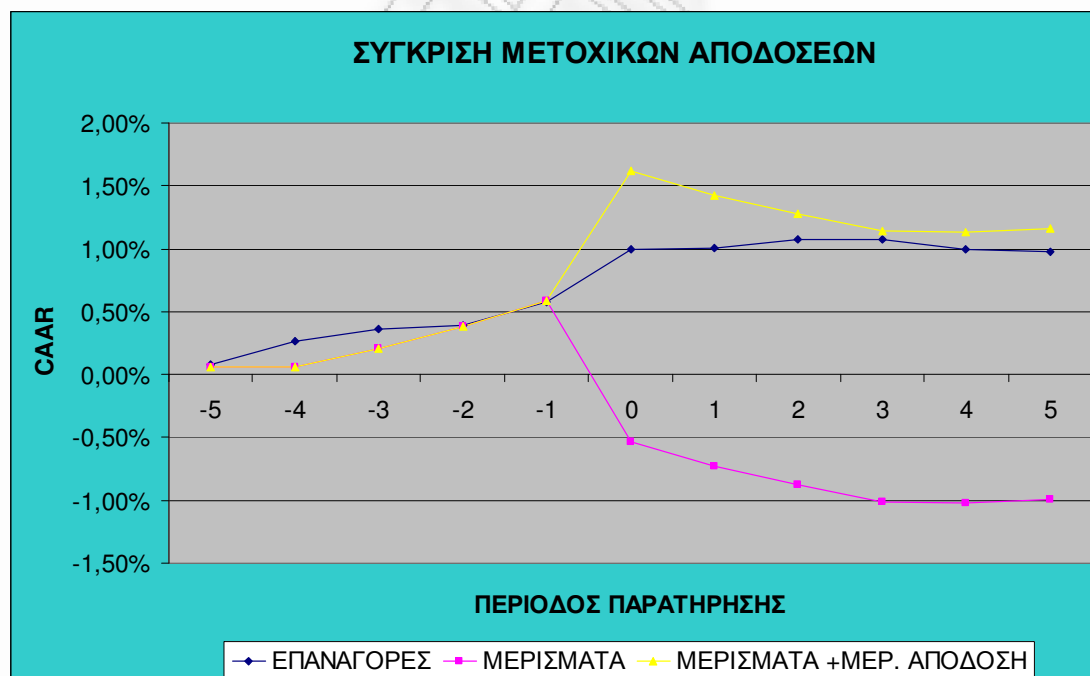


Παρατηρούμε ότι η ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών έχει θετικές σωρευτικές αποδόσεις ενώ το γεγονός της αποκοπής μερίσματος καταλήγει με αρνητικές σωρευτικές αποδόσεις. Συνεπώς, η ανακοίνωση επαναγοράς ιδίων μετοχών αυξάνει τον πλούτο των μετόχων ενώ η αποκοπή του μερίσματος τον μειώνει.

5.6. ΜΙΑ ΑΛΛΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Στα ανωτέρω μπορεί να δείξουμε ότι το γεγονός της αποκοπής του μερίσματος έχει αρνητικές σωρευτικές αποδόσεις χωρίς ωστόσο να συνυπολογίσουμε για τους μετόχους την μερισματική απόδοση που λαμβάνουν την ημέρα της αποκοπής. Ένας επενδυτής που αποφασίζει να πουλήσει την ημέρα ακριβώς πριν την αποκοπή του μερίσματος, στην ουσία ρευστοποιεί ολόκληρη την αξία της μετοχής συμπεριλαμβανομένου και του μερίσματος. Αντιθέτως, για τον επενδυτή που αποφασίζει να μην πουλήσει πριν την αποκοπή του μερίσματος και να περιμένει να λάβει το μέρισμα πρώτα, υποθέτοντας ότι όλες οι επιδράσεις που οφείλονται σε μη συστηματικούς παράγοντες της αγοράς καθώς και οι επιδράσεις της φορολογίας είναι μηδενικές, η αξία της μετοχής εκείνη την ημέρα θα ισούται με την τιμή της ημέρας αποκοπής του μερίσματος συν το ποσό του πληρωτέου μερίσματος.

Για αυτό το λόγο προσθέσαμε στην σωρευτική έκτακτη απόδοση της ημέρας αποκοπής των μερισμάτων και την μέση μερισματική απόδοση του δείγματος. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται τα νέα αποτελέσματα:



Παρατηρούμε ότι η σωρευτική έκτακτη απόδοση του γεγονότος της αποκοπής μερίσματος έγινε θετική τώρα και συγκρίσιμη με την αντίστοιχη του γεγονότος της ανακοίνωσης επαναγοράς. Μάλιστα, φαίνεται ότι η συνολική σωρευτική έκτακτη

απόδοση είναι μεγαλύτερη από την σωρευτική έκτακτη απόδοση της επαναγοράς ιδίων μετοχών, αν και ακολουθούν περίπου την ίδια γραμμή σε όλη την περίοδο παρατήρησης. Συνεπώς, καταλήγουμε ότι και οι δύο μερισματικές πολιτικές αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων, όμως επειδή οι διαφορές είναι αρκετά μικρές, οι μέτοχοι είναι αδιάφοροι για τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση.

Ωστόσο, σωστό θα ήταν να υπολογίζαμε και τις μερισματικές αποδόσεις των επαναγορών για να είναι συγκρίσιμα αυτά τα στοιχεία, τα οποία φαίνονται έτσι ότι αλλάζουν δραματικά τις αποδόσεις των μερισμάτων. Όμως, οι μερισματικές αποδόσεις των επαναγορών δεν μπορούν να υπολογιστούν γιατί δεν έχουμε τα πλήρη στοιχεία τους. Επομένως, η σύγκριση αυτή έχει περιορισμένη σημασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1. ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη συγκεκριμένη μελέτη αναλύσαμε το κατά πόσο η απόφαση μιας εταιρείας να ανακοινώσει την πρόθεση της να επαναγοράσει μετοχές ή να διανείμει μέρισμα μπορεί να ασκήσει κάποια επίδραση βραχυπρόθεσμα στην τιμή των μετοχών και κατ' επέκταση στον πλούτο των μετόχων.

Πιο συγκεκριμένα, η έρευνα αυτή εξετάζει ξεχωριστά την απόδοση των μετοχών κατά την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος και την απόδοση των μετοχών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης της επαναγοράς, και στο τέλος γίνεται σύγκριση των μεταξύ τους αποδόσεων.

Μελετήσαμε τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Αρχικά, συμπαιρένουμε ότι δημιουργείται μια αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση της τάξεως του 1% για το διάστημα (-5 ημέρες, +5 ημέρες). Η μόνη στατιστικά σημαντική ημέρα, είναι η μέρα ανακοίνωσης της αποκοπής μερίσματος με σημαντικά αρνητική μέση έκτακτη απόδοση της τάξης του 1,13%. Το γεγονός αυτό αποδεικνύει ότι η πτώση της τιμής οφείλεται στην αποκοπή του μερίσματος.

Ύστερα, αναλύσαμε τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών μόνο για την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το Χ.Α.Α. πρόκειται για μία αγορά που δεν επιβάλλει φορολόγηση στα μερίσματα και στα κεφαλαιακά κέρδη και επιπλέον το μέγεθος του tick size είναι σχετικά χαμηλό και δεν επηρεάζει την προσαρμογή της τιμής. Ένα άλλο ενδιαφέρον χαρακτηριστικό γνώρισμα της ελληνικής αγοράς είναι η υποχρεωτική διανομή ενός ελάχιστου ποσοστού μερίσματος στους μετόχους. Λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά αυτά θα περίμενε κανείς, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής να μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Τα αποτελέσματα μας όμως δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Σε αυτή τη διαπίστωση έχουν καταλήξει όλες σχεδόν οι μελέτες σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής που αφορούν ξένες χώρες.

Επίσης, εξετάσαμε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής πριν και μετά το 2001, λόγω της αλλαγής του θεσμικού πλαισίου σχετικά με τον τρόπο αποκοπής του

μερίσματος στο Χ.Α.Α.. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, πριν το 2001 η πτώση της τιμής των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής είναι σχεδόν ίση με το πληρωτέο μέρισμα, ενώ μετά το 2001 είναι μικρότερη από το πληρωτέο μέρισμα. Φαίνεται, ότι οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές στο Χ.Α.Α. επωφελούνται από το συνδυασμό της μικρότερης πτώσης της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και της απαλλαγής των μερισμάτων από τη φορολογία.

Στην Ελλάδα, όπως και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, η επαναγορά ιδίων μετοχών σημείωσε ιδιαίτερη άνθηση τα τελευταία πέντε χρόνια. Η μέθοδος που ακολουθείται είναι η επαναγορά ιδίων μετοχών μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς (open market repurchase), γεγονός που προσδίδει μεγαλύτερη ευελιξία στις εταιρείες ως προς τον χρόνο και το ποσοστό ολοκλήρωσης των προγραμμάτων.

Μελετήσαμε τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών στο βραχυχρόνιο διάστημα γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης επαναγοράς ιδίων μετοχών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) και παρατηρήσαμε μία υπερβάλλουσα θετική αντίδραση της τιμής. Συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε μια υπερβάλλουσα θετική αντίδραση της τιμής κατά την ημέρα (-6) της τάξεως του 0,29%, η οποία είναι στατιστικά σημαντική. Η συγκεκριμένη ημέρα ταυτίζεται σε αρκετές περιπτώσεις με την ημερομηνία της απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου για επαναγορά ιδίων μετοχών. Οπότε πιθανότατα το γεγονός αυτό να υποδεικνύει μια διαρροή της πληροφορίας. Ακόμα βρέθηκαν στοιχεία στατιστικά σημαντικής θετικής αντίδρασης την ημέρα ανακοίνωσης της επαναγοράς, της τάξεως του 0,41%.

Σε παρόμοια συμπεράσματα έχουν καταλήξει και άλλες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε αγορές του εξωτερικού. Στην αμερικάνικη αγορά, οι μελέτες των Comment και Jarrell (1991), Ikenberry, Lakonishok και Vermaelen (1995), απέδειξαν ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική υπερβάλλουσα απόδοση της τιμής της μετοχής, την ημέρα της ανακοίνωσης από την εταιρεία του προγράμματος επαναγοράς.

Επομένως και η ελληνική αγορά, είναι συμβατή με την θεωρία των διεθνών βιβλιογραφιών που υποστηρίζουν ότι η επαναγορά ιδίων μετοχών είναι μια στρατηγική χρηματοδότησης του επενδυτικού κοινού από τις διοικήσεις των εταιρειών, οι οποίες δικαιολογημένα αποσκοπούν στην άνοδο των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών τους.

Στη σύγκριση που έγινε προέκυψε ότι το γεγονός της ανακοίνωσης της επαναγοράς αυξάνει την τιμή της μετοχής ενώ το γεγονός της αποκοπής του

μερίσματος μειώνει την τιμή της μετοχής βραχυπρόθεσμα. Όμως, κάναμε και μια άλλη προσέγγιση έτσι ώστε τα δύο δείγματα να είναι συγκρίσιμα. Προσθέσαμε στην σωρευτική έκτακτη απόδοση της ημέρας αποκοπής των μερισμάτων και την μέση μερισματική απόδοση που λαμβάνουν οι μέτοχοι που κρατούν τις μετοχές μετά την ημέρα της αποκοπής. Ωστόσο, σωστό θα ήταν να υπολογίζαμε και τις μερισματικές αποδόσεις των επαναγορών για να είναι συγκρίσιμα αυτά τα στοιχεία, τα οποία φαίνονται έτσι ότι αλλάζουν δραματικά τις αποδόσεις των μερισμάτων. Όμως, οι μερισματικές αποδόσεις των επαναγορών δεν μπορούν να υπολογιστούν γιατί δεν έχουμε τα πλήρη στοιχεία τους. Επομένως, η σύγκριση αυτή έχει περιορισμένη σημασία. Ολοκληρώνοντας, καταλήγουμε ότι η ανακοίνωση επαναγοράς αυξάνει τον πλούτο των μετόχων ενώ η αποκοπή του μερίσματος τον μειώνει.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Αληφαντής, Γ.Σ., 2006, Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσεως, Εκδόσεις Πάμισος.
- 2) Bagwell, L.S. and J.B. Shoven, 1989, Cash distributions to shareholders, *Journal of Economic Perspectives* 3, (3), p. 129-140.
- 3) Bali, R., and G. L. Hite, 1998, Ex-dividend day stock price behavior: Discreteness or tax-induced clientele?, *Journal of Financial Economics* 47, p. 127-159.
- 4) Barclay, M.J., 1987, Dividends, taxes, and common stock prices: The ex-dividend day behavior of common stock prices before the income tax, *Journal of Financial Economics* 13, p. 31-44.
- 5) Best, Hodges, 1998, The effect of self tender offers on earnings expectations, *The Journal of Financial Research*, 21, (2), p. 123-129.
- 6) Booth, L.D., and D. J. Johnson, 1984, The ex-dividend day behavior of Canadian stock prices: Tax changes and clientele effects, *Journal of Finance* 39, p. 457-476.
- 7) Brav, A., Graham J.R., Harvey, C.R. and Michaely, R., 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics* 77, p. 483-527.
- 8) Brown, Warner, 1985, Using daily stock returns, *Journal of Financial Economics* 14, p. 3-31.
- 9) Comment, Jarrell, 1991, The relative signaling power of dutch auction and fixed-price self tender offers and open market share repurchases, *Journal of Finance* 46, p. 1243-1271.
- 10) DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D., 2004, Are dividends disappearing? Dividend concentration and consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics* 72, p. 425-456.
- 11) Dittmar, 2000, Why firms repurchase stocks, *Journal of Business* 73, No. 3.

- 12) D' Mello, 2000, Ranjan & Pervin K. Shroff, Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: an empirical investigation, *Journal of Finance* 55, 5, p. 2399-2424.
- 13) Dutta, S., V. Jog, and S. Saadi, 2005, Re-examination of the ex-dividend day behavior of Canadian stock prices, Carleton University Working Paper.
- 14) Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, 1970, Marginal stockholder tax rates and the clientele effect, *Review of Economics and Statistics* 52, p. 68-74.
- 15) Fama Eugene, Keneth R. French, 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics* 60, p. 3-43.
- 16) Fenn, Liang, 1997, Good news and bad news about share repurchases, Milken instit. and Federal Reserve System, Washington.
- 17) Fenn, Liang, 2001, Corporate payout policy and managerial stock incentives, *Journal of Financial Economics*, 60, p. 45-72.
- 18) Frank, Murray, and Ravi Jagannathan, 1998, Why do stock prices drop by less than the value of the dividend? Evidence from a country without taxes, *Journal of Financial Economics* 47, p. 161-188.
- 19) Grullon, Michaelly, 2000, Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis, Uni. of Rice & uni. of Cornell, Working Paper.
- 20) Guay, Wayne, Harford, 2000, «The cash flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases», *Journal of Financial Economics*, p.385-415.
- 21) Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1995, Market underreaction to open market Share Repurchase, *Journal of Financial Economics*, σελ.181-208.
- 22) Ikenberry, Vermaelen, 1996, The option to repurchase stock, *Financial Management*, 25, (4), p. 9-24.
- 23) Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach, 2000, Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics* 57, p. 355-384.
- 24) Julio, B., Ikenberry, D.L., 2004, Reappearing dividends, *Journal of Applied Corporate Finance* 16, 4, p. 89-100.

- 25) Kahle, 2002, When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options, *Journal of Financial Economics*, 00, p. 1-45.
- 26) Kalay, A., 1982, The ex-dividend day behavior of stock prices: A re-examination of the clientele effect, *Journal of Finance* 37, p. 1059-1070.
- 27) Kaproff, J. M., and R. A. Walking, 1990, Dividend capture in NASDAQ stocks, *Journal of Financial Economics* 28, p. 39-66.
- 28) Lakonishok, J., and T. Vermaelen, 1983, Tax reform and ex-dividend day behavior, *Journal of Finance* 38, p. 1157-1179.
- 29) Liang, Sharpe, 1999, Share repurchases and employee stock options and their implications for S&P 500 share retirements and expected returns, Federal Reserve Board-Washington Working Paper.
- 30) Lie & Mc Connell, 1998, «Earnings signals in fixed price and dutch auction self tender offers», *Journal of Financial Economics* 49,p.161-186
- 31) Liljeblom, Pasternack, 2002, Share repurchases, dividends and executive options: Empirical evidence from Finland, *Swedish Sc. Of Economics & Business Adm, Working Paper*.
- 32) Lintner, J., 1962, Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, p. 243-269.
- 33) Litzenberger, R and Ramaswamy, K., 1979, The effect of personal taxes and dividends on capital asset pricing, *Journal of Financial Economics* 7, p. 163-195.
- 34) McNally William, 1998, Who wins in large stock buybacks - Those who sell or those who hold?, *Journal of applied Corporate Finance*, 11, (1), p. 78-89.
- 35) Menyah, Kojo, 1993, Ex-dividend equity pricing under U.K. tax regimes, *Journal of Business Finance and Accounting* 20, p. 61-82.
- 36) Michaely, R., 1991, Ex-dividend day stock price behavior: The case of the 1986 tax reform act, *Journal of Finance* 46, p. 845-860.
- 37) Miller, M., and F. Modigliani, 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, p. 411-433.

- 38) Milonas, N. and N. Travlos, 2001, The ex-dividend day stock price behaviour in the Athens Stock Exchange, Working paper series, Cardiff University Business School.
- 39) Milonas, N., C. Tan, N. Travlos, and J. Xiao, 2002, The ex-dividend day stock price behavior in the Chinese stock market, Working paper series, Cardiff University Business School.
- 40) Ofer, Thakor, 1987, A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends, Journal of Finance 2, p. 365-389.
- 41) Persons, 1997, Heterogeneous shareholders and signaling with share repurchases, Journal of Corporate Finance 3, p. 221-249.
- 42) Poterba, J.M., and L.H. Summers, 1984, New evidence that taxes affect the valuation of dividends, Journal of Finance 39, p.1397-1415.
- 43) Stephens, Weisbach, 1998, Actual share reacquisition's in open market repurchase programs, The Journal of Finance, p. 313-331.
- 44) Vafeas Nikos, Maurice Joy, 1995, Open market share repurchases and the free cash flow hypothesis, Economic Letters 48, p. 405-410.
- 45) Vermaelen, 1981, Common stock repurchases and market signaling: empirical study, Journal of Finance Economics, p. 139-183.
- 46) Weston, Mitchell, Muluerin, 2001, Takeovers, restructuring & corporate governance, Ch.18, p. 84-524.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

- www.ase.gr
- www.imerisia.gr
- www.euro2day.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.enet.gr
- www.pressreleases.gr
- www.investopedia.com
- www.hcmc.gr

- www.ssrn.com
- www.sciencedirect.com
- www.jstor.org
- www.et.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Market adjusted return method για δεδομένα αποκοπής μερισμάτων				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	0,02%	0,136377	0,02%	0,049946
-4	0,03%	0,183303	0,04%	0,117078
-3	0,13%	0,910416	0,17%	0,450504
-2	0,15%	1,102449	0,32%	0,85426
-1	0,19%	1,401997	0,52%	1,367721
0	-1,18%	-8,475057	-0,66%	-1,736145
1	-0,23%	-1,679319	-0,89%	-2,351171
2	-0,19%	-1,372695	-1,08%	-2,853901
3	-0,17%	-1,187744	-1,25%	-3,288895
4	0,01%	0,081421	-1,24%	-3,259075
5	-0,02%	-0,175472	-1,26%	-3,323339
AAAR	-0,11%			

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-2	0,15%	1,102449	0,15%	0,27689513
-1	0,19%	1,401997	0,35%	0,62897849
0	-1,18%	-8,475057	-0,83%	-1,49924614
1	-0,23%	-1,679319	-1,06%	-1,92091476
2	-0,19%	-1,372695	-1,25%	-2,26558775
AAAR	-0,25%			

EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)
0	-1,18%	-8,475057

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Mean adjusted return method για δεδομένα αποκοπής μερισμάτων				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-5	-0,16%	-0,833198	-0,16%	-0,395151
-4	-0,07%	-0,361025	-0,22%	-0,56637
-3	0,15%	0,824883	-0,07%	-0,175162
-2	0,23%	1,221403	0,16%	0,404098
-1	0,18%	0,958573	0,34%	0,858708
0	-1,22%	-6,5545	-0,88%	-2,249815
1	-0,21%	-1,150642	-1,10%	-2,795516

2	-0,18%	-0,977027	-1,28%	-3,258879
3	-0,09%	-0,465028	-1,37%	-3,479422
4	0,01%	0,039928	-1,36%	-3,460486
5	-0,01%	-0,057547	-1,37%	-3,487778
AAAR	-0,12%			
EVENT WINDOW				
AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)	
-2	0,23%	1,221403	0,23%	0,39024953
-1	0,18%	0,958573	0,41%	0,69651914
0	-1,22%	-6,5545	-0,82%	-1,39732297
1	-0,21%	-1,150642	-1,03%	-1,76494934
2	-0,18%	-0,977027	-1,21%	-2,07704613
AAAR	-0,24%			
EVENT WINDOW				
AAR	t-stat. (AAR)			
0	-1,22%	-6,5545		

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Market adjusted return method για δεδομένα επαναγοράς μετοχών				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,05%	0,306488	0,05%	0,4354475
-9	0,05%	0,289127	0,10%	0,8468519
-8	0,05%	0,300455	0,14%	1,2742851
-7	-0,03%	-0,188268	0,11%	1,0062489
-6	0,15%	0,950681	0,26%	2,3580062
-5	-0,03%	-0,199223	0,23%	2,0748317
-4	0,03%	0,171132	0,26%	2,3179343
-3	-0,02%	-0,108089	0,24%	2,1638803
-2	-0,10%	-0,643916	0,14%	1,2484610
-1	0,08%	0,531333	0,23%	2,0035929
0	0,27%	1,687544	0,49%	4,4025614
1	-0,04%	-0,239504	0,46%	4,0623959
2	-0,01%	-0,090476	0,44%	3,9341659
3	-0,10%	-0,63468	0,34%	3,0321039
4	-0,19%	-1,183918	0,15%	1,3490859
5	-0,14%	-0,848413	0,02%	0,1424777
AAAR	0,00%			
EVENT WINDOW				
AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)	
-2	-0,10%	-0,643916	-0,10%	-0,7089758
-1	0,08%	0,531333	-0,02%	-0,1241397
0	0,27%	1,687544	0,25%	1,7338183

1	-0,04%	-0,239504	0,21%	1,4703662
2	-0,01%	-0,090476	0,20%	1,3710544
AAAR	0,04%			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,27%	1,687544		

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Mean adjusted return method για δεδομένα επαναγοράς μετοχών				
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-10	0,17%	0,770766	0,17%	1,3761044
-9	0,14%	0,658441	0,31%	2,5518690
-8	0,03%	0,117779	0,34%	2,7620615
-7	0,01%	0,062204	0,35%	2,8729053
-6	0,07%	0,335203	0,42%	3,4714614
-5	0,04%	0,185789	0,46%	3,8031716
-4	0,04%	0,166507	0,50%	4,1003970
-3	-0,03%	-0,115146	0,47%	3,8951308
-2	0,00%	0,001445	0,47%	3,8977089
-1	0,21%	0,98329	0,69%	5,6531452
0	0,42%	1,922071	1,11%	9,0851955
1	0,15%	0,673002	1,25%	10,2872342
2	0,16%	0,713206	1,41%	11,5607055
3	0,05%	0,218958	1,46%	11,9515323
4	-0,02%	-0,109643	1,43%	11,7561189
5	-0,09%	-0,411972	1,34%	11,0204449
AAAR	0,08%			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)	CAAR	t-stat. (CAAR)
-2	0,00%	0,001445	0,00%	0,0020750
-1	0,21%	0,98329	0,21%	1,4149323
0	0,42%	1,922071	0,63%	4,1772070
1	0,15%	0,673002	0,78%	5,1446639
2	0,16%	0,713206	0,93%	6,1696132
AAAR	0,19%			
EVENT WINDOW	AAR	t-stat. (AAR)		
0	0,42%	1,922071		

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

	ΕΤΑΙΡΙΑ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΑΠΟΦΑΣΗΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΤΧΝ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΠΡΑΓΜΑΤΟΠΟΙΗΣΗΣ
1	ΙΝΤΡΑΣΟΦΤ Α.Ε.	22/6/1999		
2	ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	23/9/1999		
3	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε	29/11/1999		
4	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε	28/2/2000	10%	
5	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α..Ε.Β.Ε	7/4/2000		
6	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROΒΑΝΚ Α.Ε	24/5/2000		
7	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε	29/5/2000	10%	6,25%
8	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	2/6/2000	10%	
9	ΜΑΧΙΜ Κ.Μ. ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	9/6/2000	10%	
10	ΑΘΗΝΑ ΑΕΤΒ & ΤΕ	16/6/2000	10%	2,86%
11	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.	16/6/2000	10%	
12	FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	23/6/2000		
13	ΟΤΕ Α.Ε	29/6/2000		
14	ΔΟΛ Α.Ε.	29/6/2000	10%	
15	ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α	30/6/2000	10%	
16	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ Α.Ε.Β.Ε	14/7/2000		
17	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε	22/9/2000		
18	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	23/9/2000		
19	ΒΕΡΝΙΚΟΣ ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	20/10/2000	10%	
20	ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.	24/10/2000	10%	
21	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	24/11/2000		
22	ΑΥΤΟHELLAS ΑΤΕΕ	30/11/2000	5%	0,68%
23	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	13/12/2000	10%	
24	ΓΕΝΙΚΩΝ ΑΠΟΘΗΚΩΝ Α.Ε.	13/12/2000	10%	
25	ΝΕΩΡΙΟΝ ΝΑΥΠΗΓΕΙΩΝ ΣΥΡΟΥ	13/12/2000		
26	Α. ΚΑΜΠΑΣ Α.Ο.Β.Ε.Κ.Τ.Ε.	18/12/2000		
27	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	21/12/2000	10%	
28	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	21/12/2000	10%	2,26%
29	EVEREST Α.Ε.	28/12/2000	10%	
30	INFO QUEST ΑΕΒΕ	29/12/2000	10%	
31	ΑΛΦΑ ΑΛΦΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε	6/1/2001	10%	
32	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	13/2/2001	4,62%	
33	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	16/2/2001	10%	5,25%
34	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	19/2/2001	5%	
35	Κ.Ι. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ Η ΠΑΝΑΓΙΑ Α.Ε.	22/2/2001	5%	0,49%
36	VETERIN Α.Β.Ε.Ε.	23/2/2001	10%	
37	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε.	23/2/2001	5%	2,51%
38	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ Α.Β.Ε.Ε.	27/2/2001	1,50%	0,56%
39	ΒΥΤΕ COMPUTER Α.Β.Ε.Ε.	28/2/2001	10%	
40	RIDENCO Α.Ε.	7/3/2001		
41	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	16/3/2001	6%	
42	ΜΑΧΙΜ - Κ.Μ. ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.	23/3/2001	10%	
43	ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.Ε.	2/4/2001	10%	
44	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	4/4/2001	10%	7,61%
45	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	6/4/2001	10%	2,71%
46	ΑΓ. ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ Α.Ε.	9/4/2001	10%	

47	ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	10/4/2001	10%	5,18%
48	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	11/4/2001	10%	
49	INTERINVEST Δ.Ε.Α.Ε.Ε.Χ.	19/4/2001	10%	5,15%
50	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε.	19/4/2001		
51	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΗΡΙΑ Κ. ΔΟΥΔΟΣ Α.Ε.	20/4/2001	10%	
52	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	25/4/2001	10%	1,72%
53	FANCO Α.Ε.	30/4/2001	10%	
54	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε.	30/4/2001	10%	0%
55	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	4/5/2001	10%	
56	DATAMEDIA Α.Ε.	17/5/2001		0%
57	ΑΝΕ ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	25/5/2001	10%	
58	Ν. ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ Α.Ε.	28/5/2001	10%	
59	ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1/6/2001	10%	
60	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	5/6/2001	10%	
61	ΑΕΕ ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΜΑΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	6/6/2001	10%	
62	ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Ε.Γ.Α	11/6/2001	10%	1,98%
63	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	13/6/2001	5%	
64	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε	13/6/2001	10%	3,88%
65	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε	15/6/2001	10%	
66	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε	15/6/2001	10%	
67	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε	18/6/2001	10%	0%
68	ALBIO ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε	19/6/2001	10%	
69	Μ. & Α. ΚΑΡΑΤΖΗ Α.Ε	22/6/2001		
70	CHIPITA INTERNATIONAL S.A.	25/6/2001	10%	0%
71	EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.	25/6/2001	5%	
72	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ.	26/6/2001	10%	
73	LOGICDIS Α.Ε.	26/6/2001	10%	0,428
74	SATO Α.Ε.	26/6/2001	10%	1,21%
75	PC SYSTEMS Α.Ε.	26/6/2001	10%	0,56%
76	ALPHA TRUST ΩΡΙΩΝ Α.Ε.Ε.Χ	26/6/2001	10%	9,19%
77	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε	27/6/2001		0%
78	ΑΦΟΙ Ι. & Β ΛΑΔΕΝΗΣ ΜΙΝΕΡΒΑ ΑΕ	27/6/2001		
79	ΚΡΕΚΑ Α.Ε	27/6/2001	10%	
80	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	28/6/2001	3%	
81	ΕΥΔΑΠ Α.Ε	28/6/2001	10%	
82	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε	28/6/2001	10%	
83	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε	28/6/2001	10%	2,99%
84	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	28/6/2001	10%	
85	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.Ε.Ε	28/6/2001	10%	0%
86	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε	29/6/2001	10%	
87	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε	29/6/2001	10%	
88	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	29/6/2001	5%	
89	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΕΒΕ	29/6/2001	10%	
90	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε	29/6/2001	10%	1,57%
91	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	29/6/2001	10%	6,95%
92	ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε.	29/6/2001	10%	6,46%
93	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	29/6/2001	10%	
94	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2001	7%	0,99%
95	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2001	10%	
96	SPIDER ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Α.Ε.	30/6/2001	5%	
97	Ο. ΔΑΡΙΓΚ & ΣΙΑ ΑΒΝΕ	30/6/2001	10%	
98	ΜΟΧΛΟΣ Α.Ε.	30/6/2001	10%	0%

99	ΚΟΥΜΠΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	2/7/2001	10%	
100	ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ	13/7/2001	10%	
101	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	23/7/2001	10%	
102	ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΣ ΛΟΥΛΗ Α.Ε.	23/7/2001	10%	4,37%
103	ALPHA TRUST ASSET MANAGER FUND Α.Ε.Ε.Χ	24/7/2001	10%	4,54%
104	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	25/7/2001	10%	10%
105	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ Α.Β.Ε.Ε.	26/7/2001	5%	
106	ALPHA ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε.Ε.Χ.	7/8/2001	10%	2,16%
107	Ο.Τ.Ε. Α.Ε	4/9/2001	10%	
108	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε.	12/9/2001	10%	7,39%
109	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	14/9/2001		3,47%
110	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΕΕΧ	24/9/2001	10%	1,30%
111	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε.	18/10/2001	10%	
112	Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε.	5/11/2001	5%	
113	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ	8/11/2001		
114	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε	16/11/2001	5%	
115	ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	19/11/2001	10%	2,37%
116	ΙΚΤΙΝΟΣ - ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	30/11/2001	5%	0%
117	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε	7/12/2001	10%	2,73%
118	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε.	7/12/2001	10%	
119	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.	7/12/2001	5%	0,59%
120	CPI Α.Ε.	20/12/2001	10%	
121	DOMUS Α.Ε.Ε.Χ.	3/1/2002	10%	8,92%
122	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	31/1/2002	10%	1,59%
123	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	22/2/2002	10%	3,26%
124	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	15/3/2002	5%	0,16%
125	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	19/3/2002	10%	1,80%
126	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΕΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε	22/3/2002	9,68%	1,54%
127	ΛΑΒΙΡΗΑΡΜ Α.Ε.	23/4/2002	10%	
128	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	25/4/2002	7%	
129	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	15/5/2002	10%	
130	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	20/5/2002	5%	
131	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ	24/5/2002	10%	4,59%
132	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	6/6/2002	7%	3,10%
133	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ.	6/6/2002		
134	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	7/6/2002		
135	MARFIN CLASSIC Α.Ε.Ε.Χ.	12/6/2002	10%	
136	ΑΕΕ ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	12/6/2002	9,64%	
137	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	17/6/2002	10%	5,31%
138	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε	19/6/2002	5%	
139	ALBIO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	19/6/2002	10%	
140	ARROW Α.Ε.Ε.Χ.	26/6/2002	10%	
141	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε	27/6/2002	3%	0,99%
142	PLIAS Α.Ε.Β.Ε.	28/6/2002	10%	
143	SATO Α.Ε	28/6/2002	8,33%	0
144	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε	28/6/2002	5%	0,00%
145	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	28/6/2002	9,44%	
146	ΣΕΛΜΑΝ Α.Ε	28/6/2002	10%	7,50%
147	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε	28/6/2002	3,05%	1,08%
148	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	28/6/2002	10%	
149	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε	28/6/2002	10%	0

150	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘ/ΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	29/6/2002	8,42%	0
151	FORTHNET Α.Ε.	29/6/2002	3%	
152	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	9/7/2002	7%	
153	LOGICDIS Α.Ε.	11/7/2002	10%	
154	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	30/7/2002	5,34%	1,54%
155	ΝΤΕΣΠΕΚ Α.Ε.	27/8/2002	1,18%	0,65%
156	QUALITY AND RELIABILITY Α.Ε.	3/9/2002	10%	
157	ASPIS BANK Α.Τ.Ε.	4/9/2002		
158	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	4/9/2002	10%	0,19%
159	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	3/10/2002		0
160	ΟΤΕ Α.Ε.	17/10/2002	7,30%	2,80%
161	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	25/10/2002	10%	
162	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	14/11/2002	5%	0,16%
163	INFORMER Α.Ε.	15/11/2002		0,59%
164	ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε.	15/11/2002	10%	0
165	Ν. ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε. SPIDER	15/11/2002	5%	
166	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	15/11/2002		
167	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	15/11/2002	10%	1,21%
168	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε.	15/11/2002	5%	
169	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	25/11/2002	10%	0,57%
170	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ Α.Ε.	5/12/2002	10%	
171	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.	9/12/2002	10%	0,66%
172	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	31/12/2002	8,41%	4,77%
173	ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.	15/1/2003	10%	
174	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	30/1/2003	7%	1,51%
175	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	31/1/2003	7%	2,01%
176	ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε.	4/2/2003	8%	8%
177	EUROMEDICA Α.Ε.	6/2/2003	10%	0,75%
178	ΜΠΑΛΑΦΑΣ Α.Ε.	7/2/2003	10%	7,63%
179	ΚΩΝ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	7/2/2003	10%	3,48%
180	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	7/2/2003	5%	2,96%
181	CPI Α.Ε.	13/2/2003	5%	
182	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ & ΥΙΟΣ Α.Ε.	14/2/2003	4,75%	
183	ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	17/2/2003	5,33%	1,57%
184	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	19/2/2003	1%	0,18%
185	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	14/3/2003	10%	
186	ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε.	14/3/2003	10%	0
187	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΕΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	14/3/2003	8,45%	
188	Π.Γ. ΝΙΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	17/3/2003	10,00%	
189	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	17/3/2003	5%	0,93%
190	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ ΑΕΕ	28/3/2003	10%	2,79%
191	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	31/3/2003	10%	0,27%
192	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	31/3/2003	6,90%	0,53%
193	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	31/3/2003	10%	
194	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	2/4/2003	10%	0
195	VETERIN Α.Β.Ε.Ε.	4/4/2003	10%	
196	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	4/4/2003	10%	2,89%
197	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	7/4/2003	10%	
198	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	16/4/2003	10%	4,63%
199	ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.	22/4/2003	10%	
200	INFORM Π. ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	7/5/2003	5%	

201	NOTOS COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	15/5/2003	4,36%	
202	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	19/5/2003	7%	0%
203	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ Α.Ε	21/5/2003		
204	AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε.	22/5/2003	5%	0
205	INFO - QUEST Α.Ε.Β.Ε	30/5/2003	10%	
206	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ	6/6/2003	10%	
207	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ ΑΕΒΕ	6/6/2003	7%	
208	ALBIO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	11/6/2003	9,58%	1,25%
209	Α.Ε.Ε. ΑΡΓΥΡΟΜΕΤ/ΑΤΩΝ & ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ	11/6/2003	7,81%	
210	Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	13/6/2003	10%	
211	ΔΙΕΚΑΤ Α.Τ.Ε.	25/6/2003	10%	0
212	ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε	25/6/2003	2,70%	2,70%
213	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	25/6/2003	10%	
214	ΜΕΤΑΛΛΝΙΑ ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ	26/6/2003	10%	0
215	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚ/ΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε	26/6/2003	8,43%	0
216	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.	26/6/2003	5,00%	
217	PC SYSTEMS Α.Ε.	27/6/2003	8,13%	0,88%
218	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	27/6/2003	5,00%	
219	ΑΝΕΚ Α.Ε.	29/6/2003	5%	0,51%
220	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε	30/6/2003	10%	
221	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	30/6/2003	10%	0,79%
222	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΕΒΕ	30/6/2003	5,52%	
223	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε.	30/6/2003	10%	1,69%
224	FORTHNET Α.Ε	30/6/2003	3%	0
225	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	30/6/2003	2%	
226	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	1/7/2003	10%	
227	ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΧΙΟΥ Α.Ε.	3/7/2003		
228	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ & ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ Α.Ε.	4/7/2003	10%	0
229	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	29/10/2003	7,30%	3,43%
230	ΟΤΕ Α.Ε.	3/12/2003	10%	
231	MARFIN FINANCIAL GROUP ΑΕ	6/12/2003	10%	0
232	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε.	15/12/2003	2%	
233	ΡΛΙΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	18/12/2003	10%	
234	QUALITY & RELIABILITY Α.Ε.	29/12/2003		
235	ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	5/1/2004	5%	0,35%
236	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	8/1/2004	3,64%	3,64%
237	ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε	5/3/2004	10%	
238	ALPHA BANK Α.Ε.	30/3/2004	3%	
239	ΥΑΛCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε.	31/3/2004	1,51%	1,27%
240	F.H.L. Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε	3/4/2004	5%	
241	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	5/4/2004	10%	0,12%
242	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.	5/4/2004	10%	0,31%
243	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	7/4/2004	10%	2,70%
244	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	7/4/2004	10%	4,32%
245	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ Α.Ε.	7/4/2004	8%	0,99%
246	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	19/4/2004	10%	
247	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	28/4/2004	10%	
248	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	28/4/2004	10%	0,00%
249	ΜΕΤΑΛΛΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ Χ. ΡΟΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	29/4/2004	10%	
250	FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	17/5/2004	2%	
251	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.	17/5/2004	5%	

252	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	18/5/2004	5%	0,50%
253	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε.	18/5/2004	5,70%	1,29%
254	ΑΝΕΚ Α.Ε.	23/5/2004	4,49%	2,19%
255	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	24/5/2004	10%	
256	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΑΕΒΕ	26/5/2004	4,36%	
257	ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	1/6/2004	1%	0,01%
258	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	2/6/2004	6,37%	0,00%
259	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	2/6/2004	7,71%	
260	ΓΑΛΛΕΪΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.	7/6/2004	10%	0,61%
261	CHIPITA INTERNATIONAL Α.Ε.	9/6/2004	5%	0,69%
262	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ ΑΒΕΕ	11/6/2004	4,80%	
263	ALBIO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	11/6/2004	8,33%	
264	ΑΛΜΑ ΑΤΕΡΜΩΝ Α.Ε.	19/6/2004	10,00%	
265	FLEXORACK ΑΕΒΕΠ	22/6/2004	6,00%	0
266	INFORM Π.ΛΥΚΟΣ Α.Ε.	23/6/2004		0
267	ΕΔΡΑΣΗ - Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	24/6/2004	8,00%	6,76%
268	SATO Α.Ε.	25/6/2004		
269	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	25/6/2004	10,00%	
270	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	25/6/2004	7,42%	
271	INTRAMET Α.Ε.	25/6/2004	10,00%	5,04%
272	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.	26/6/2004	9,77%	
273	ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε.	28/6/2004		
274	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	28/6/2004	10%	0,31%
275	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε	28/6/2004		
276	ΑΕΓΕΚ Α.Ε.	29/6/2004	7,11%	
277	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2004	4,93%	0
278	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	29/6/2004	2%	0,005%
279	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	29/6/2004	10%	
280	PLIAS Α.Β.Ε.Ε.	30/6/2004	10%	0
281	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.	30/6/2004	10%	
282	ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	30/6/2004	5%	0
283	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.	30/6/2004	6%	6%
284	ΖΗΝΩΝ Α.Ε.	30/6/2004	5%	
285	FORTHnet Α.Ε.	30/6/2004	1,50%	0
286	ΡΕΒΟΪΛ Α.Ε.Ε.Π.	19/7/2004	10,00%	0
287	PROFILE Α.Ε.Β.Ε.	19/7/2004	3,80%	2,22%
288	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Η/Υ Α.Ε.Β.Ε.	22/7/2004	10%	
289	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	22/7/2004	7,47%	0,91%
290	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΨΥΧΡΕΪΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	6/8/2004	10%	0
291	ΒΑΛΚΑΝ ΕΞΠΟΡΤ Α.Ε.	18/8/2004	7,45%	3,13%
292	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	24/8/2004	10%	
293	ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.	1/9/2004	4,13%	
294	ΟΛΠ Α.Ε.	27/10/2004		
295	ΑΧΩΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	15/11/2004	10%	
296	Κ.ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	15/11/2004	10%	2,73%
297	Π. ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε	30/11/2004	5,09%	5,08%
298	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	20/12/2004	5%	
299	Χ. ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ Α.Ε.	17/1/2005	10%	
300	F.G. EUROPE Α.Ε.	8/2/2005	10%	3,28%
301	MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε.	17/2/2005	10%	0
302	ARROW Α.Ε.Ε.Χ	17/2/2005	10%	
303	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ ΑΕΕΧ	2/3/2005	10%	9,86%

304	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	4/3/2005	10%	1,15%
305	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH Α.Ε	28/3/2005	10%	5,30%
306	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	31/3/2005	10%	
307	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS Α.Ε	5/4/2005	5%	0,61%
308	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	7/4/2005	10%	1,02%
309	ΒΙΟΤΕΡ Α.Ε	13/4/2005		
310	ΑΝΕΚ Α.Ε.	17/4/2005	3,39%	0,28%
311	ΑΛΡΗΑ ΒΑΝΚ Α.Ε.	19/4/2005	3%	2,88%
312	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	20/4/2005	10%	
313	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε	22/4/2005	10%	
314	AS COMPANY Α.Ε.	27/4/2005	2%	0,43%
315	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε	12/5/2005	10%	0,42%
316	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε	12/5/2005	5%	2,61%
317	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	12/5/2005	10%	
318	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε	17/5/2005	5%	
319	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε	23/5/2005	10%	
320	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α	23/5/2005		
321	ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε	25/5/2005		0
322	ΕΛΙΝΟΪΛ Α.Ε	27/5/2005	10%	0
323	ΠΡΟΟΔΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΕ	27/5/2005	10%	
324	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	27/5/2005	5,11%	0,00%
325	SPRIDER Α.Ε.Β.Ε.	31/5/2005		
326	ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.	31/5/2005	1%	0
327	SPIDER ΜΕΤ/ΝΙΑ Ν. ΠΙΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ ΑΕ	1/6/2005	5%	0,09%
328	Logismos Α.Ε.	2/6/2005		0
329	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	10/6/2005	10%	0
330	ΑΛΒΙΟ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	13/6/2005	8,33%	
331	ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε.	14/6/2005	6,46%	
332	Μ.Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	14/6/2005	6,18%	0
333	ΚΕΚΡΟΨ Α.Ε.	22/6/2005	5,00%	0
334	ΔΙΟΛΚΟΣ Α.Ε.Ε.Χ.	23/6/2005	10%	
335	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	24/6/2005	10%	0
336	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	24/6/2005	10%	2,31%
337	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	24/6/2005	10%	0,58%
338	ΕΔΡΑΣΗ Χ. ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	27/6/2005	3%	0,40%
339	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	27/6/2005	10%	0,37%
340	ΗΠΤΕCH SNT Α.Ε.	28/6/2005	10%	
341	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	28/6/2005	2%	0,79%
342	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚ/ΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.	28/6/2005	10%	
343	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ Α.Ε.Γ.Α.	28/6/2005	5%	1,10%
344	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε.	29/6/2005	10%	0,79%
345	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	29/6/2005	7,20%	
346	INTRACOM Α.Ε.	30/6/2005	10%	0,28%
347	ΑΡΤΟΒΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε.	30/6/2005	10%	0,00%
348	FORTHnet ΑΕ	30/6/2005	1,50%	0
349	ΖΗΝΩΝ Α.Ε.	30/6/2005	5%	
350	ALSINCO ΑΕ	30/6/2005		
351	ΚΡΕΚΑ Α.Ε.	30/6/2005	10%	
352	Ι. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	30/6/2005	10%	
353	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	19/7/2005	3,6%	
354	QUALITY & RELIABILITY Α.Ε.	20/7/2005	10%	
355	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε.	28/7/2005	0,50%	

356	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.	28/7/2005		
357	CPI Α.Ε.	28/9/2005	5%	
358	Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	4/11/2005	10%	1,57%
359	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	20/1/2006	10%	
360	FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε.	10/3/2006	10%	
361	ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ.	31/3/2006	10%	
362	ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROΒΑΝΚ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.	3/4/2006	5%	
363	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	11/4/2006	7,16%	
364	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	12/4/2006	10%	
365	MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε.	13/4/2006	10%	
366	ALPHA BANK Α.Ε.	18/4/2006	3%	
367	ΕΛΤΡΑΚ Α.Ε.	27/4/2006	10%	
368	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	27/4/2006	10%	
369	ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε.	4/5/2006	10%	
370	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ ΙΝΦΟΤΕΧ Α.Ε.	8/5/2006		
371	ΥΙΟΙ Χ. ΚΑΤΣΕΛΗ Α.Β.Ε.Ε.	11/5/2006		
372	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε	16/5/2006	4,95%	
373	Α.Ε.Τ. ΤΙΤΑΝ	23/5/2006	10%	
374	ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.	23/5/2006	4%	
375	F.G. EUROPE Α.Ε.	25/5/2006		
376	ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε.	31/5/2006	10%	
377	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	1/6/2006	10%	
378	ΠΕΡΣΕΥΣ Α.Β.Ε.Ε.	2/6/2006	10%	
379	ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.	14/6/2006	10%	
380	Logismos Α.Ε.	14/6/2006	10%	
381	ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε.	21/6/2006	10%	
382	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ Α.Ε.	21/6/2006	9,49%	
383	ΝΟΤΟΣ ΣΟΜ ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	21/6/2006	8,44%	2,13%
384	ΒΙΟΚΑΡΠΕΤ Α.Ε.	21/6/2006	8,33%	
385	SATO Α.Ε.	21/6/2006	10%	
386	ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε.	23/6/2006	10%	
387	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.	23/6/2006	10%	
388	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε.	26/6/2006	10%	
389	Χ.Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	27/6/2006	10%	
390	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	28/6/2006	10%	
391	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε.	28/6/2006	10%	
392	ΕΔΡΑΣΗ Χ.ΨΑΛΛΙΔΑΣ Α.Τ.Ε.	28/6/2006	3,19%	
393	ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	29/6/2006	10%	
394	ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΣΕΛΟΝΤΑ Α.Ε.Γ.Ε.	29/6/2006	10%	
395	CYCLON ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.	29/6/2006	2%	
396	ΕΡΙΟΥΡΓΙΑ ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ Α.Ε.	30/6/2006	6%	
397	EUROMEDICA Α.Ε.	30/6/2006	10%	
398	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.	30/6/2006	7,45%	
399	FORTHnet Α.Ε.	30/6/2006		
400	UNIBRAIN Α.Ε	30/6/2006	10%	
401	ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε.	30/6/2006		
402	ΔΙΑΣ Α.Ε.Ε.Χ.	30/6/2006	10%	
403	Ι.ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ & ΥΙΟΣ HOLDING Α.Ε.	30/6/2006	10%	
404	ΛΑΝΑΚΑΜ Α.Ε.	30/6/2006		
405	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε.	5/7/2006	9,63%	
406	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.	18/7/2006	10%	

407	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ Α.Τ.Ε.Ν.Ε.	9/10/2006	10%	
408	ALPHA TRUST ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ.	11/10/2006	10%	
409	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε.	19/10/2006	10%	
410	PROFILE Α.Ε.	25/10/2006	3%	
411	ΠΡΟΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	24/11/2006	10%	
412	ΑΙΟΛΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ.	5/12/2006	10%	
413	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣ/ΡΓΙΑ Α.Ε.Β.Ε.	16/12/2006	9,33%	
414	VIVARTIA Α.Β.Ε.Ε.	19/12/2006	10%	
415	EVEREST Α.Ε.	21/12/2006		
416	CPI Α.Ε.	29/12/2006	5%	
417	INFORMER Α.Ε.	15/1/2007		
	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΕΠΑΝΑΓΟΡΩΝ		8,18%	
	ΠΟΣΟΣΤΟ ΜΤΧΝ ΠΟΥ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣΤΗΚΑΝ			2,09%