

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	1
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
I. ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	5
A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	5
B. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	7
♦ “DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY”	12
♦ “THE BIRD IN THE HAND THEORY”	15
♦ “TAX PREFERENCE OR DIFFERENTIAL THEORY”	17
♦ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ	18
♦ Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ‘CLIENTELE EFFECT’	19
II. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	22
ΓΕΝΙΚΑ	22
A. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ – ΔΙΑΝΕΜΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	25
♦ ΧΡΟΝΟΣ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΗΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	25
♦ ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΠΟΥ ΚΑΘΙΕΡΩΣΕ Ο Ν. 2065/1995 ΓΙΑ ΤΙΣ Α.Ε ΚΑΙ ΕΠΕ	26
♦ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.....	27
B. ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ – ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΡΩΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	28
III. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ	30
A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	30
B. ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ	33
IV. Η ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	49
V. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	51
V. ΔΕΔΟΜΕΝΑ	54
VII. ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	55

<i>VIII.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</i>	<i>60</i>
<i>IX.ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</i>	<i>66</i>
<i>♦ ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</i>	<i>69</i>

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:

**«ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΜΕΛΕΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ
ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ
ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ»**

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην παρούσα εργασία θα αναφερθούμε στην έννοια της μερισματικής πολιτικής και συγκεκριμένα θα ερευνήσουμε τι συμβαίνει στις τιμές των μετοχών την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Η περίοδος που θα εξετάσουμε είναι τετραετής (2000-2003) και περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες, οι οποίες ανήκουν στον δείκτη μικρής και μεγάλης κεφαλαιοποίησης (FTSE/ASE20 και FTSE/ASE Small Cap 80). Το ελληνικό περιβάλλον παρέχει τις δυνατότητες για περαιτέρω μελέτη επί του θέματος μιας και στο ελληνικό Χρηματιστήριο τα μερίσματα είναι υποχρεωτικά, δεν φορολογούνται για τους μετόχους και υπόκεινται σε μικρά κόστη συναλλαγών.

Πιο συγκεκριμένα, η Ελληνική αγορά επιλέχτηκε διότι δεν εφαρμόζεται φορολογία ούτε στα μερίσματα αλλά ούτε και στα κεφαλαιακά κέρδη, καθώς επίσης και λόγω του ότι το Χρηματιστήριο των Αθηνών δεν συσχετίζεται με επιπλοκές στη δομή του όπως έχουν παρατηρηθεί σε ανάλογες μελέτες σε άλλες χώρες. Στο πρώτο μέρος της παρούσας εργασίας παραθέτουμε κάποιες θεωρίες μερισματικής πολιτικής, στο δεύτερο μέρος γίνεται αναφορά του νομικού πλαισίου, το τρίτο μέρος παρουσιάζει μέρος από τη διεθνή βιβλιογραφία, το τέταρτο μέρος παρουσιάζει τη διανομή μερίσματος στην Ελλάδα, το πέμπτο μέρος αναφέρεται στη μεθοδολογία, το έκτο μέρος παρουσιάζει τα δεδομένα της εργασίας, το έβδομο αναφέρει τα αποτελέσματα της έρευνας, στο όγδοο καταλήγουμε σε κάποια βασικά συμπεράσματα και καταδεικνύουμε τις δυνατότητες για περαιτέρω έρευνα πάνω στο συγκεκριμένο θέμα. Τέλος, το ένατο μέρος αναφέρει την βιβλιογραφία η οποία χρησιμοποιήθηκε για την δημιουργία της εργασίας.

I. ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μερισματική πολιτική είναι ένα από τα βασικότερα μέσα με τα οποία οι εταιρείες διανέμουν ένα ποσοστό των κερδών τους στους μετόχους τους. Η πολιτική μερισμάτων καθορίζει το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και επειδή μπορεί να έχει επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετοχών και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό ότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Κάθε κερδοφόρα επιχείρηση αντιμετωπίζει τα εξής διλήμματα:

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

Σύμφωνα με τη θεωρία, από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, πρέπει να ακολουθήσει αυτόματα η πολιτική μερισμάτων. Οι περισσότερες επιχειρήσεις ακολουθούν μια συγκεκριμένη πολιτική η οποία συνδυάζει τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές με τα προβλεπόμενα έξοδα και προσπαθούν να την τηρήσουν. Δηλαδή, στην ουσία τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών. Ωστόσο, η πολιτική αυτή μπορεί να διαφοροποιηθεί, συχνά επιφέροντας δυσαρέσκεια στους μετόχους οι οποίοι μπορεί να το εκλάβουν σαν αρνητικό σημάδι από την επιχείρηση και τελικά να έχει αρνητική επίπτωση στην τιμή της μετοχής. Είναι γεγονός πάντως ότι οι οικονομικές συνθήκες αλλάζουν κι έτσι κρίνεται αναγκαίο να αλλάζει και η μερισματική πολιτική. Ο τρόπος πάντως καθορισμού του

ποσοστού διανεμόμενου μερίσματος, το αν εμπεριέχει κι άλλες πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο αυτή αντιμετωπίζει τους μετόχους της, είναι θέματα τα οποία έχουν απασχολήσει τη διεθνή βιβλιογραφία σε σημαντικό βαθμό.

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

B. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Τι είναι λοιπόν η **μερισματική πολιτική**;

Θεωρητικά είναι η απόφαση μεταξύ του να διανείμει η επιχείρηση τα κέρδη ή να τα παρακρατήσει και να προβεί σε επανεπενδύσεις και περιλαμβάνει αποφάσεις όπως ποιο θα είναι το ύψος του μερίσματος, αν θα είναι σταθερό ή μεταβαλλόμενο, πόσο συχνά θα καταβάλλεται, αν θα πρέπει να είναι μετρητά ή επαναγορά μετοχών και αν θα πρέπει η επιχείρηση να ανακοινώσει τη μερισματική της πολιτική ή όχι. Οι αποφάσεις αυτές λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης και κατά συνέπεια το δίλημμα στη χάραξη μερισματικής πολιτικής είναι αν η επιχείρηση θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της από ίδια κεφάλαια, ή υψηλό μέρισμα, με αποτέλεσμα τη χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά. Ουσιαστικά, η μερισματική πολιτική αναφέρεται στις αποφάσεις της επιχείρησης όσον αφορά την κατανομή κερδών μεταξύ μερισμάτων που θα διανεμηθούν στους μετόχους και αποθεματικών που θα παραμείνουν στην εταιρεία.

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

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

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

Όπως αναφέραμε και στην εισαγωγή, βασικός προβληματισμός που τίθεται από πλευράς θεωρίας αλλά και πράξης σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι η απόφαση που πρέπει να παρθεί για το εάν θα διανεμηθεί μέρος των καθαρών κερδών με την μορφή μερίσματος ή θα παρακρατηθούν με την μορφή αποθεματικών. Είτε από την μία είτε από την άλλη πολιτική, το αποτέλεσμα που θα προκύψει θα είναι η αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Βέβαια στην περίπτωση που τα παρακρατηθέντα και μη διανεμηθέντα κέρδη μιας επιχείρησης επενδυθούν σε σχέδια αποδοτικά θα μεγιστοποιήσουν την αποδοτικότητα τους καθώς και την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της στο μέλλον, ενώ στην περίπτωση της διανομής των κερδών με την μορφή μερισμάτων θα έχουμε βραχυπρόθεσμη αύξηση της τιμής της μετοχής της. Όμως θα πρέπει να τονιστεί εδώ ότι εάν μια επιχείρηση διανείμει υψηλό μέρισμα σε μια χρήση και δεν προβεί στην διενέργεια πρόβλεψης για επάρκεια κεφαλαίων στην επόμενη χρήση θα οδηγηθεί σε δανεισμό αυξάνοντας έτσι τα χρηματοοικονομικά έξοδά της και μειώνοντας τα κέρδη της. Τα κέρδη που παρακρατούνται, επενδύονται γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα παρακρατηθέντα κέρδη που παρακρατήθηκαν στο παρελθόν έχουν κιόλας επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμη και αν μια επιχείρηση έχει προϋστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα μια αναπτυσσόμενη εταιρεία, ακόμα και αν είναι εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι

πιθανό η επιχείρηση να επιλέξει τη μη διανομή μερίσματος.

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

Πάντως κρίνεται σκόπιμο οι επιχειρήσεις να μπορέσουν να βρουν την κατάλληλη φόρμουλα που θα τους επιτρέψει να ισορροπήσουν ανάμεσα στην μερισματική και την επενδυτική πολιτική έτσι ώστε να προσδιοριστεί ο ιδανικός συνδυασμός που θα οδηγήσει στην επίτευξη του αντικειμενικού στόχου της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης που δεν είναι άλλος από την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων βάσει της αύξησης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής.

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

- Σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή. Η πολιτική του σταθερού ποσού χρημάτων ανά μετοχή, που ακολουθείται από τις περισσότερες επιχειρήσεις, είναι η πολιτική που αποδίδεται με την έννοια «πολιτική σταθερών μερισμάτων».
- Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Πολύ λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν αυτού του είδους την πολιτική. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής αυτής σημαίνει κατ' ανάγκη ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται.
- Χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο. Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δυο. Η

πολιτική αυτή προσφέρει μεν ευελιξία στην επιχείρηση, δημιουργεί όμως αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αν τα κέρδη της επιχείρησης είναι πολύ ασταθή, η πολιτική αυτή ίσως είναι η καλύτερη.

Πρέπει να σημειωθεί ότι το πόσο σταθερά πρέπει να είναι τα μερίσματα διαχρονικά καθώς και το ποσοστό των κερδών προς διάθεση στους μετόχους με την μορφή μερίσματος αποτελούν αποφάσεις σχετικές με το ύψος των μερισμάτων. Είναι πάντως λογικό να πιστεύει κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων συνεπάγεται πράγματι και υψηλότερες τιμές για τις μετοχές. Καταρχήν, είναι εύλογο ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα που είναι πιο σίγουρο ότι θα εισπράξουν, αφού τα κυμαινόμενα μερίσματα φέρουν κίνδυνο μεγαλύτερο από τα σταθερά. Έτσι, το ίδιο μέσο ύψος μερισμάτων που θα εισπραχτεί από μια εταιρεία που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων θα έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο από εκείνο που θα έχει στην περίπτωση μιας εταιρείας που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων. Με άλλα λόγια η επιχείρηση που διανέμει σταθερό μέρισμα θα έχει μικρότερη απαιτούμενη απόδοση, ή κόστος ίδιων κεφαλαίων, από εκείνη που τα μερίσματά της παρουσιάζουν διακυμάνσεις. Ακόμη, πολλοί μέτοχοι ζουν από εισοδήματα που αποκτούν με τη μορφή μερισμάτων. Οι μέτοχοι αυτοί βρίσκονται σε δύσκολη θέση από τις διακυμάνσεις των μερισμάτων και γι' αυτό θα προτιμήσουν μάλλον να πληρώσουν ένα πριμ για μια μετοχή με σχετικά εξασφαλισμένο ελάχιστο μέρισμα.

Στην πράξη ακολουθείται μια "ανορθόδοξη" πολιτική που αφορά στην πληρωμή υψηλών μερισμάτων ακόμα και στην περίπτωση που ακολουθούνται επενδυτικές ευκαιρίες με αρκετά μεγάλη αποδοτικότητα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το κόστος χρηματοδότησης που προκύπτει από την προσφυγή σε δανειακά κεφάλαια. Κάτι τέτοιο συμβαίνει συχνά γιατί αποτελεί επιχειρηματική παράδοση για τους επενδυτές η πληρωμή του μερίσματος, ενώ από την άλλη πλευρά η παρακράτηση και η μη διανομή των κερδών αρνητικό σημάδι που επιφέρει λόγους ανησυχίας για την πορεία της μετοχής και κατά συνέπεια και της επιχείρησης στο μέλλον. Ένας άλλος λόγος που ακολουθείται αυτή η πολιτική είναι το

ότι υπάρχει στο χρηματιστήριο η εντύπωση πως το υψηλό ποσοστό μερισμάτων οδηγεί στην αύξηση της τιμής των μετοχών. Τέλος, οι μέτοχοι είναι αυτοί που απαιτούν υψηλά μερίσματα ακόμη και από εκείνες τις επιχειρήσεις που έχουν επενδυτικές ευκαιρίες για επανεπένδυση των κερδών τους με αρκετά υψηλές αποδοτικότητες. Να αναφερθεί ότι είτε άμεσα είτε έμμεσα η μερισματική πολιτική που εφαρμόζεται από τις επιχειρήσεις είναι δυνατόν να επηρεάσει τις παραμέτρους που συνθέτουν τις πηγές χρηματοδότησης καθώς και την αποδοτικότητα των επενδύσεων.

Στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση βασικός στόχος που πρέπει να έχει στο νου της η διοίκηση, είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής της. Για να επιτευχθεί ο στόχος αυτός και να βρεθεί η βέλτιστη μερισματική πολιτική θα πρέπει να βρεθεί μια ισορροπία μεταξύ των μερισμάτων που διανέμονται σήμερα και της μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης. Υπάρχουν τρεις θεωρίες σχετικά με τις προτιμήσεις των επενδυτών για τη μερισματική πολιτική. Η πρώτη είναι η **"THE DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY"** των Modigliani-Miller (1961), η δεύτερη θεωρία είναι η **"THE BIRD IN THE HAND THEORY"** των Gordon & Lintner και τέλος **"THE TAX PREFERENCE THEORY"** των Litrenberger & Ramaswamy.

“DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY”**(Modigliani-Miller)**

Ξεχωριστή θέση στην βιβλιογραφία πάνω στο θέμα της μερισματικής πολιτικής έχει το πρωτοποριακό για την εποχή του άρθρο των Miller και Modigliani (1961)¹. Στο άρθρο τους οι Miller και Modigliani υποστήριξαν πως κάτω από κάποιες περιοριστικές συνθήκες όπως:

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

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

Σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani-Miller, 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 Merton Miller και Franco Modigliani (MM) ισχυρίζονται ότι η αξία της

¹ Miller, Merton and Franco Modigliani, “Dividend policy, Growth and the valuation of Shares”, Journal of Business 34, October 1961, pp.411-433.

επιχείρησης προσδιορίζεται μόνο από τη δυνατότητά της για κέρδη και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης, δεν εξαρτάται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και διανεμόμενα κέρδη αλλά από το εισόδημα που προκύπτει από την παραγωγή.

Οι MM κατέληξαν το 1961 πως η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων κάτω από συνθήκες τέλειων χρηματοδοτικών αγορών δεν επηρεάζει την αξία της. Παρόλα αυτά όμως οι χρηματοδοτικές αγορές δεν είναι τέλειες. Έτσι είναι συμφέρον της επιχείρησης να διανείμει χαμηλά μερίσματα προκειμένου να αποφύγει την άντληση μετοχικού κεφαλαίου στις κεφαλαιαγορές. Επίσης, από την μια πλευρά έχουμε την φορολόγηση των μερισμάτων, ενώ από την άλλη οι υπεραξίες είτε δεν φορολογούνται καθόλου είτε φορολογούνται συνήθως με συντελεστή χαμηλότερο από αυτό των μερισμάτων. Επομένως η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων οδηγεί σε χαμηλά μερίσματα.

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

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

πολύ μεγαλύτερο βαθμό απ' ότι οι επενδυτές. Επίσης στην πράξη είναι συνδεδεμένη και σε ένα βαθμό αλληλοσχετίζεται, η επενδυτική με την μερισματική πολιτική.

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

“THE BIRD IN THE HAND THEORY”**(Gordon & Lintner)**

Ο Lintner (1956) ήταν ένας από τους πρώτους, που προσπάθησαν να βρουν αν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να συσχετίζει τα κέρδη και το μέγεθος των μερισμάτων. Με την βοήθεια τόσο προσωπικών συνεντεύξεων όσο και λογιστικών μεγεθών κατέληξε πως αν η διοίκηση της εταιρείας διαπιστώσει πως το **επίπεδο των οριστικών κερδών έχει αυξηθεί** τότε σταδιακά αναπροσαρμόζει την **μερισματική απόδοση προς την ίδια κατεύθυνση** και πως όσο πιο συντηρητική είναι η επιχείρηση τόσο πιο αργά θα κινηθεί προς το ποσοστό «στόχο» της και επομένως τόσο μικρότερος θα είναι ο συντελεστής προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Κατά τον Lintner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και για το λόγο αυτό δεν προβαίνουν σε απότομες αλλαγές αυτής. Επίσης, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους σχετικά με τη μερισματική τους απόδοση και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις εταιρείες με σταθερή μερισματική πολιτική. Μάλιστα οι εταιρείες καθορίζουν πρώτα τη μερισματική πολιτική τους και στη συνέχεια προχωρούν στον υπόλοιπο οικονομικό σχεδιασμό τους. Το μοντέλο του Lintner είχε τεράστια απήχηση και χρησιμοποιήθηκε σαν βάση πάρα πολλών εργασιών. Τις υποθέσεις του εξέτασαν για παράδειγμα και οι Fama και Babiak (1968) και κατέληξαν πως με τη χρήση του ίδιου μοντέλου σε μεγαλύτερο δείγμα τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια, γεγονός που εδραίωσε ακόμα περισσότερο την αποτελεσματικότητα του μοντέλου.

Σύμφωνα με την θεωρία των **Gordon & Lintner** οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερο κίνδυνο από ότι τα προβλεπόμενα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη, επομένως προτιμούν τα μερίσματα. Αν κάτι τέτοιο ισχύει, οι επενδυτές θα αξιολογούν καλύτερα τις επιχειρήσεις που διανέμουν μεγάλο ποσοστό των κερδών, δηλαδή ένα ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια υψηλή τιμή P_0 .

Τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών γεγονός που έρχεται σε πλήρη αντίθεση με την θεωρία των MM. Εδώ η αξία της μετοχής μιας επιχείρησης αποτελεί **εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων προς διανομή** και καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων.

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

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

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

P₀ : η τρέχουσα αξία της μετοχής στο χρόνο 0

D₁: το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή την χρονική περίοδο 1

K_s: η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους

και τέλος **g** : ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Οι Gordon & Lintner υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα έχουν σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη μικρότερο κίνδυνο, δηλαδή είναι πιο σίγουρα για τους επενδυτές. Μάλιστα προτρέπουν τις επιχειρήσεις να κρατούν το payout ratio (δείκτη μερισμάτων /καθαρά κέρδη) υψηλό.

“TAX PREFERENCE OR DIFFERENTIAL THEORY”**(Litrenberger & Ramaswamy)**

Η θεωρία επιλογής φορολογίας των **Litrenberger & Ramaswamy**² βασίζεται στους **διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές** σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα με τους Litrenberger & Ramaswamy, τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη, τα οποία φορολογούνται σε χαμηλότερα ποσοστά από ότι τα μερίσματα: μέγιστο 28% έναντι 39,6%. Επίσης, οι φόροι επί των κεφαλαιακών κερδών μετατίθενται στο μέλλον, κάτι που μπορεί να οδηγήσει τους επενδυτές να επιλέγουν επιχειρήσεις με χαμηλό ποσοστό διανομής, δηλαδή ένα υψηλό ποσοστό διανομής έχει αποτέλεσμα μια χαμηλή τιμή P_0 . Έτσι, οι μέτοχοι προτιμούν την διανομή χαμηλού ποσοστού μερισμάτων από τα κέρδη της χρήσεως λόγω του ότι ο φορολογικός συντελεστής των μερισμάτων είναι υψηλότερος από τα κεφαλαιακά κέρδη.

Με βάση λοιπόν τα παραπάνω, οι ορθολογικοί επενδυτές πρέπει να προτιμούν εκείνες τις επιχειρήσεις που παρακρατούν κέρδη τα οποία και θα επανεπενδύσουν στις δραστηριότητες τους με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους τα επόμενα χρόνια κάτι που θα οδηγήσει μεσοπρόθεσμα και στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους.

Γενικά, σύμφωνα με την θεωρία των Litrenberger & Ramaswamy οι επενδυτές (μέτοχοι) θα πρέπει να αναζητούν μακροπρόθεσμα μετοχές με **υψηλά κεφαλαιακά κέρδη και χαμηλά μερίσματα** κυρίως σε εκείνες τις περιπτώσεις που δεν ρευστοποιούν άμεσα τα κέρδη τους (δεν πωλούν δηλαδή τις μετοχές τους) έτσι ώστε η μη πληρωμή του αντίστοιχου φόρου να αυξάνει την συνολική απόδοση καθιστώντας τις μετοχές αυτές πιο ελκυστικές από αυτές που παρέχουν υψηλή μερισματική απόδοση.

² Litzemberger, R. and K. Ramaswamy, “The Effect of Personal taxes and Dividends on Capital Asset Pricing”, Journal of Financial Economics, Vol.7, 1979, pp.163-195.

ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΘΕΩΡΙΩΝ

Οι παραπάνω θεωρητικές προσεγγίσεις που αναπτύχθηκαν στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης προκειμένου να ερμηνεύσουν την πολιτική μερισμάτων που ακολουθούν οι επιχειρήσεις οδηγούν τελικά σε **αντιφατικά αποτελέσματα και συμπεράσματα**. Ο εμπειρικός έλεγχος δεν έχει προσδιορίσει ποια θεωρία είναι, αν είναι, σωστή. Αυτό έχει παρατηρηθεί στην πράξη σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες που έχουν αποπειραθεί να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική επιχειρήσεων και κατέληξαν σε διαφορετικά αποτελέσματα. Για το λόγο αυτό απαιτείται από τα στελέχη που χρησιμοποιούν τις αναλύσεις να τις εφαρμόζουν με ορθή κρίση.

Θα πρέπει να πούμε εδώ πως για να είναι έγκυρος ο στατιστικός έλεγχος των υποθέσεων που βασίζεται σε κάποιο δείγμα πρέπει όλες οι παράμετροι εκτός της μερισματικής πολιτικής να είναι σταθερές αλλά και κοινές για ολόκληρο το δείγμα.

Έτσι, οι εμπειρικές έρευνες που έχουν αποπειραθεί να ερμηνεύσουν την πολιτική των επιχειρήσεων αναφορικά με τα μερίσματα τους έχουν αποτύχει με αποτέλεσμα οι ερευνητές να μην μπορούν να ερμηνεύσουν επαρκώς την επίπτωση που μπορεί να έχει η μερισματική πολιτική στην αξία της μετοχής τους.

H ENNOIA TOY ‘CLIENTELE EFFECT’.

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

επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη μερίσματα / κέρδη.

Τα μερίσματα μπορεί να περιλαμβάνουν πληροφορίες οι οποίες δεν ήταν πριν γνωστές στην αγορά ή μπορεί να χρησιμοποιηθούν σαν ένα σήμα από τη διοίκηση προς την αγορά για την αλλαγή των μελλοντικών προοπτικών της εταιρείας. Μία ενδιαφέρουσα μελέτη των **Grullon, Michaely και Swaminathan** (2000) συσχετίζει μελλοντικά κέρδη, τον κίνδυνο και τις μερισματικές αλλαγές. Συγκεκριμένα οι συγγραφείς υποθέτουν πως η αύξηση των μερισμάτων αντανακλά την μείωση του κινδύνου για την εταιρεία αλλά και τη συνεπαγόμενη μείωση των μελλοντικών κερδών. Οι επιπτώσεις της μείωσης του κινδύνου είναι σημαντικότερες από τις επιπτώσεις του περιορισμού των κερδών και για αυτό τον λόγο η αγορά αντιδρά θετικά. Μάλιστα έδειξαν πως οι εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα τους παρουσιάζουν μεγάλη μείωση του συστηματικού τους κινδύνου, ενώ οι εταιρείες που μειώνουν τα μερίσματα τους παρουσιάζουν μία αύξηση του συστηματικού τους κινδύνου.

Αξίζει να αναφερθεί πως στη περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη της χωρίς να διανεμίει 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 μέσου των κεφαλαιακών κερδών να εισπράξει το εισόδημα που δεν μοιράστηκε με την μορφή μερισμάτων. Σύμφωνα με τα παραπάνω θα διαμορφωθεί σταδιακά μια κατάσταση στην αγορά που οι μέτοχοι που επιθυμούν άμεση ρευστότητα θα επενδύσουν σε μετοχές με υψηλό δείκτη διανομής κερδών 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.

II. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

ΓΕΝΙΚΑ

Η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των κερδών μεταξύ καταβολών στους μετόχους και επανεπένδυσης στην επιχείρηση. Τα μεν παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μια από τις πιο σημαντικές πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μιας εταιρείας, τα δε μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι.

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

Διαδικασία καταβολής.

Η διαδικασία καταβολής των μερισμάτων έχει ως εξής:

1.ημερομηνία αναγγελίας (declaration date). Ουσιαστικά, η ημερομηνία ανακοίνωσης μετά από συνεδρίαση του Δ.Σ. μιας επιχείρησης, για την καταβολή μερίσματος για κάθε μετοχή σε συγκεκριμένη ημερομηνία.

2.ημερομηνία καταχώρησης (holder-of-record date). Η ημερομηνία που η επιχείρηση κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών.

3.ημερομηνία αποκοπής μερίσματος (ex-dividend date). Οι χρηματιστηριακές επιχειρήσεις έχουν καθιερώσει μια συμβατική διάταξη σύμφωνα με την οποία το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως τέσσερις μέρες πριν από την ημερομηνία καταχώρησης. Την τέταρτη ημέρα πριν από την ημερομηνία αυτή το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημερομηνία, που το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τη μετοχή, ονομάζεται ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος. Αν εξαιρεθούν τυχόν διακυμάνσεις στο Χρηματιστήριο, είναι εύλογο να περιμένει κανείς ότι κάτω από κανονικές συνθήκες η τιμή της μετοχής στην ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος θα μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος.

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

Η σημασία αυτών των ημερομηνιών

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

A. Φορολογία Μερισμάτων – Διανεμηθέντων Κερδών

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

Χρόνος κατάρτισης και δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων

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

Το σύστημα φορολογίας που καθιέρωσε ο Ν.2065/1995 για τις Α.Ε και ΕΠΕ³

Με το Ν.Δ. 3843/1958 επιβλήθηκε φορολογία στα εισοδήματα των νομικών προσώπων. Μέχρι τότε ίσχυε το σύστημα των καθαρών προσόδων του Ν.1640/1919. Έτσι, από το οικονομικό έτος 1959 τα εισοδήματα των ανωνύμων εταιρειών, των συνεταιρισμών και των αλλοδαπών επιχειρήσεων υπήχθησαν στη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων. Αντιθέτως, τα κέρδη των ΕΠΕ και των προσωπικών εταιρειών φορολογούντο μέχρι 29/6/1992 στο όνομα των δικαιούχων εταίρων.

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

Τα ανωτέρω ίσχυαν επί τριάντα πέντε έτη. Το έτος όμως 1992 έγινε με το Ν.2065/1992 μια βαθύτατη φορολογική αλλαγή στη χώρα μας. Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες του ήταν η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (Α.Ε., ΕΠΕ, προσωπικών εταιρειών κτλ.) με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών. Για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/6/1994 και μετά οι Α.Ε. με μετοχές ανώνυμες και μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, καθώς και οι

³ Αληφαντής, Στ.Γεώργιος, “Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης”, Εκδόσεις Πάμισος, 2002 και “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική”, Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

αλλοδαπές εταιρείες και οι οργανισμοί που αποβλέπουν στην απόκτηση οικονομικών ωφελημάτων, το άνω ποσοστό αυξήθηκε σε 40% ενώ για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/12/1997 και μετά, οι Α.Ε. με μετοχές ονομαστικές και μη εισηγμένες στο Χ.Α., επίσης το άνω ποσοστό αυξήθηκε σε 40%. Με την καταβολή του άνω φόρου εισοδήματος επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, τα άνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν κέρδη με τη μορφή μερισμάτων δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

Φορολογία Μερισμάτων και Κεφαλαιακών Κερδών

Σύμφωνα με το Ν.2065/1992, μετά την καταβολή του αναλογούντος φόρου από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσής της για τα διανεμόμενα κέρδη. Έτσι, η διανομή κερδών (υπό μορφή μερίσματος, προ μερίσματος, αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου ή στο προσωπικό, κλπ.) δεν υπόκειται σε περαιτέρω φορολόγηση και κατά συνέπεια, οι επενδυτές δε φορολογούνται για τα εισοδήματα που προκύπτουν από μερίσματα μετοχών.

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

B. Διάθεση Κερδών – Υπολογισμός πρώτου μερίσματος⁴

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

Καθαρό αποτέλεσμα χρήσης (κέρδος ή ζημία) χρήσεως

μείον: Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων

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

μείον: Φόρος εισοδήματος και λοιποί φόροι

Σύνολο «Α»

πλέον: Υπόλοιπο κερδών προηγούμενων χρήσεων

πλέον: Αποθεματικά προς διάθεση

Κέρδη προς διάθεση

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

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

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

καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο x 6%

Όμως, από το άρθρο 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιημένο με το άρθρο 1 του Ν.876/1979 ισχύει, οι Α.Ε. υποχρεούνται να διανείμουν το

⁴ Αληφαντής, Στ.Γεώργιος, “Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης”, Εκδόσεις Πάμισος, 2002 και “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική”, Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

άνω μέρισμα εφόσον τούτο είναι μεγαλύτερο από το μέρισμα που προκύπτει από το μαθηματικό τύπο:

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

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

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

Η διανομή κερδών δεν επιτρέπεται όταν:

- το αναπόσβεστο υπόλοιπο των εξόδων εγκατάστασης δεν καλύπτεται από προαιρετικά αποθεματικά και από το υπόλοιπο κερδών εις νέον ή
- το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών που απαγορεύεται η διανομή τους

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

III. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

A. Εισαγωγή

Μετά από 40 χρόνια έρευνας, ένα κομμάτι του χρηματοοικονομικού παζλ παραμένει άλυτο. Στις «τέλειες» αγορές κεφαλαίου οι τιμές των μετοχών την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος μειώνονται κατά το ποσό του μερίσματος που αποδίδεται. Παρόλο αυτά, διαφορετικές χρονικές περίοδοι, διαφορετικές χώρες και διαφορετικά εμπορικά και φορολογικά συστήματα, δεν υποστηρίζουν την προαναφερθείσα διαπίστωση. Απεναντίας, εμπειρικές έρευνες αποδεικνύουν ότι οι τιμές των μετοχών μειώνονται κατά ποσό που είναι μικρότερο από το πληρωτέο μέρισμα. Μια σειρά από αιτίες έχουν διατυπωθεί για να εξηγήσουν αυτή τη παράξενη συμπεριφορά της τιμής την ημερομηνία αποκοπής. Δυστυχώς, στα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιβάλλοντα η ύπαρξη παραγόντων όπως η επίδραση της φορολογίας και τα κόστη συναλλαγών δυσχεραίνουν την έρευνα για την τιμή της μετοχής, μιας και η επιρροή τους δεν μπορεί ολότελα να απομονωθεί. Είναι γεγονός πως στο παρελθόν έχουν γίνει αξιόλογες μελέτες από εμπειρικούς αναλυτές σχετικά με το ποια είναι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα που αποκόπτεται το δικαίωμα συμμετοχής. Μερικές από τις βασικότερες αυτές μελέτες συνοψίζονται στη συγκεκριμένη θεματική ενότητα και αφορούν χώρες με διαφορετικό φορολογικό σύστημα. Πιο συγκεκριμένα γίνεται μια ομαδοποίηση των εμπειρικών μελετών σε **χώρες στις οποίες δεν εφαρμόζεται φορολογική νομοθεσία** ούτε στα μερίσματα αλλά ούτε και στα κεφαλαιακά κέρδη (Χονγκ Κονγκ) και σε **χώρες όπου επιβάλλεται ο φορολογικός κώδικας** βρίσκοντας διαφορετική εφαρμογή στην καθεμιά (Ιαπωνία, Αγγλία, Καναδάς). Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά τα χαρακτηριστικά των αγορών στις χώρες που προαναφέρθηκαν.

Εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει δείχνουν ότι:

...στις ΗΠΑ:

- Υπάρχει θετική αλλά μη στατιστικά σημαντική σχέση ανάμεσα σε μεταβολές των μερισμάτων και των επακόλουθων κερδών των επιχειρήσεων.
- Οι αναλυτές αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους προς την ίδια κατεύθυνση με την απρόσμενη μεταβολή των μερισμάτων και η αναθεώρηση είναι τόσο πιο έντονη όσο πιο μεγάλη είναι η μεταβολή στα μερίσματα.
- Απρόσμενες μεταβολές στα μερίσματα ακολουθούνται από αυξομειώσεις στην τιμή της μετοχής προς την ίδια κατεύθυνση. Το φαινόμενο γίνεται πιο έντονο όταν πρόκειται για επαναδιανομή ή διακοπή.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ: Το παζλ γίνεται βαθύτερο.

...στην Γερμανία:

- Η φορολογική επιβάρυνση των μερισμάτων είναι ίση και για μερικούς επενδυτές μικρότερη από αυτή των κεφαλαιακών κερδών.
- Οι λογιστικοί κανόνες επιτρέπουν στους διευθυντές περισσότερη μυστικοπάθεια στην πληροφόρηση της αγοράς αναφορικά με το μέλλον της επιχείρησης.
- Οι τιμές των μετοχών αντιδρούν το ίδιο θετικά στην αναγγελία αύξησης του μερίσματος όπως και στις ΗΠΑ.

...στην Ιταλία:

- Κυριαρχεί η παραδοσιακή επιχείρηση με την οικογένεια των μεγαλομετόχων να διοικεί μια πυραμίδα εταιρειών.
- Οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν τα μερίσματα προς τα κάτω ταχύτερα.
- Οι εισηγμένες εταιρείες διανέμουν μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών τους σε σχέση με τις μη εισηγμένες.

...στην Ιαπωνία:

- Η πλειοψηφία των μετοχών εισηγμένων επιχειρήσεων ανήκουν σε άλλες επιχειρήσεις, σε τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα (οριζόντιες «συγγένειες»).
- Πολλές μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις δημιουργούν κάθετες «συγγένειες».
- Οι περισσότερες Ιαπωνικές επιχειρήσεις δεν είναι υποχρεωμένες να ανακοινώσουν το μέγεθος του μερίσματος πριν από την ημερομηνία αποκοπής.
- Επιχειρήσεις με μεγάλο ποσοστό μετόχων που συμμετέχουν στη διοίκηση και για τις οποίες η ασυμμετρία πληροφόρησης είναι μεγαλύτερη, κάνουν λιγότερο συχνές ανακοινώσεις.
- Η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος είναι θετική.
- Η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις μη μεταβολής του μερίσματος είναι αρνητική.

B. ΠΑΡΑΘΕΣΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑΣ

Elton και Gruber

Οι **Elton και Gruber**⁵ (1970) προσπάθησαν να εξηγήσουν γιατί η τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Ισχυρίζονται ότι επειδή τα μερίσματα υπόκεινται σε φορολογία, η τιμή της μετοχής θα πέσει μόνο κατά το ποσό του καθαρού μερίσματος, το οποίο είναι το ποσό που απομένει στους μετόχους μετά την αφαίρεση των φόρων. Η θεωρία των Elton και Gruber κινητοποίησε πολλούς μελετητές, παρόλο αυτά υπήρξαν διαφορετικές απόψεις σχετικά με το ότι την ημερομηνία αποκοπής η τιμή επηρεάζεται από φορολογικούς συντελεστές.

Kalay

Μια αντίθετη άποψη παρουσίασε ο **Kalay**⁶ (1982), ο οποίος ισχυρίστηκε ότι η μείωση της τιμής την ημερομηνία αποκοπής δεν εξαρτάται από τη φορολογία αλλά αν απουσιάζουν τα κόστη συναλλαγών οι επενδυτές που είναι αδιάφοροι για τη φορολογία θα εξοικονομήσουν κέρδος από τη διαφορά μεταξύ του πληρωτέου μερίσματος και της μείωσης της τιμής.

⁵ Elton, E. and M.Gruber, “Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect”, The Review of Economics and Statistics, Vol.52, 1970, pp.68-74.

⁶ Kalay, A., “The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect”, Journal of Finance, Vol.37, 1982, pp.1059-1070.

Bali και Hite

Οι Bali και Hite⁷ (1998) χρησιμοποιώντας τις μετοχές που διαπραγματεύονται στη Νέα Υόρκη και στο Αμερικάνικο χρηματιστήριο, επικεντρώθηκαν στις μεταβολές των τιμών που οφείλονται σε πολλαπλά tick, τα οποία συσχετίζονται με τη συνέχεια που υπάρχει στα μερίσματα. Για το λόγο αυτό η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής, δεν μπορεί να ισούται με το μέρισμα. Στο βαθμό που η αγορά συστηματικά δίνει μέρισμα κοντά στο ρυθμό μεταβολής των τιμών, οι συγγραφείς πιστεύουν ότι την ημέρα αποκοπής η τιμή μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος.

⁷ Bali, R. and G.L. Hite, “Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?” *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 1998, pp. 127-159.

Μελέτη της αγοράς του Χονγκ Κονγκ

Κάποια πιο πρόσφατα άρθρα δίνουν στήριξη στους ισχυρισμούς του Kalay, όπως αυτό των **Murray Frank και Ravi Jagannathan**⁸, οι οποίοι επέλεξαν την αγορά του Χονγκ-Κονγκ, όπου ούτε τα μερίσματα ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται, για να εξετάσουν τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα της αποκοπής. Στην αγορά αυτή και παρά τη μη ύπαρξη φορολογίας στα μερίσματα, οι τιμές των μετοχών μειώνονται ακριβώς κατά το ήμισυ του πληρωτέου μερίσματος την ημερομηνία αποκοπής. Σε συνθήκες τέλειων αγορών (Walrasian markets) χωρίς φόρους και έξοδα συναλλαγών, οι τιμές των μετοχών μειώνονται ακριβώς κατά το ποσό των μερισμάτων που διανέμονται σε κάθε μια μετοχή. Παρ' όλα αυτά είναι γνωστό πως οι τιμές των μετοχών δεν πέφτουν όσο το ύψος των μερισμάτων κατά μέσο όρο.

Στη συγκεκριμένη μελέτη έχει αποφευχθεί η πολυπλοκότητα που χαρακτηρίζει τον φορολογικό κώδικα όπως για παράδειγμα στην Αμερική και περιγράφεται μια αγορά στην οποία δεν εφαρμόζονται φόροι όπως αυτή του Χονγκ Κονγκ. Συγκεκριμένα στην έρευνα που έγινε για την περίοδο 1980-1993 παρατηρήθηκε πως οι τιμές των μετοχών μειώνονται λιγότερο από το μέγεθος του μερίσματος την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Για να εξηγηθεί το φαινόμενο αυτό, αναπτύχθηκε ένα μοντέλο που περιγράφει την συμπεριφορά των επενδυτών με βάση το οποίο υπάρχουν δυο τιμές στην αγορά, μια για αγορά (ask price) και μια για πώληση (bid price).

Βασικός σκοπός της μελέτης των Murray Frank και Ravi Jagannathan ήταν να περιγράψουν τη συμπεριφορά των επενδυτών γύρω από τις ex-dividend μέρες. Η αγορά του Χονγκ Κονγκ κρίθηκε κατάλληλη στη συγκεκριμένη κατεύθυνση λόγω του γεγονότος ότι αποτελεί ένα απλό επενδυτικό περιβάλλον και αυτό γιατί δεν εφαρμόζεται φορολογία ούτε

⁸ "Why do stock prices drop by less than the value of the dividend? Evidence from a country without taxes", Murray Frank, Ravi Jagannathan - Journal of Financial Economics, 1998

στα μερίσματα αλλά ούτε και στα κεφαλαιακά κέρδη σε προσωπικό επίπεδο. Παρόλο αυτά, τόσο σε προσωπικό όσο και σε εταιρικό επίπεδο οι φόροι είναι λιγότερο πολύπλοκοι σε σχέση με άλλες χώρες. Έτσι, δημιουργήθηκε ένα μοντέλο που ερμηνεύει τις συναλλαγές στην αγορά του Χονγκ Κονγκ γύρω από τις ημερομηνίες αποκοπής που στηρίζεται σε τέσσερις κατηγορίες επενδυτών: buyers, sellers, market makers και noise traders. Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν για τις τιμές των μετοχών, μερισμάτων και ex-dividend ημερών για την περίοδο Ιανουάριος 1980 μέχρι και Δεκέμβριο 1993 συλλέχτηκαν από το Hong Kong University of Science & Technology. Πρέπει να αναφερθεί πως εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ τυπικά πληρώνουν μέρισμα δυο φορές το χρόνο και η ιδέα πάνω στην οποία στηρίχτηκε η μελέτη ήταν ότι γενικά οι επενδυτές δεν δίνουν ιδιαίτερη σημασία στα μικρά μερίσματα ενώ συγκεντρώνουν την προσοχή τους στα μεγάλα μερίσματα.

Αξίζει να αναφερθεί πως οι τιμές μετοχών την ημερομηνία αποκοπής στην Αμερική αλλά και οπουδήποτε αλλού, ουσιαστικά ερμηνεύονται ότι μπορούν να αντικατοπτρίσουν τους φόρους. Κάτι τέτοιο όμως έχει παρατηρηθεί και στην αγορά του Χονγκ Κονγκ παρά το γεγονός ότι δεν εφαρμόζονται σχετικοί φόροι για τον μέσο επενδυτή. Όμως ακόμη και σε ένα απλό επενδυτικό περιβάλλον όπως η αγορά του Χονγκ Κονγκ είναι δύσκολο να παρατηρηθεί η σχέση ανάμεσα στο ύψος του μερίσματος και της μέσης ex-dividend μείωσης της τιμής. Αυτή η δυσκολία έγκειται σε δυο παράγοντες. Πρώτον, εξαιτίας του γεγονότος ότι υπάρχει η τάση από την πλευρά των επενδυτών να τοποθετούν περισσότερες εντολές αγοράς όταν η μετοχή πηγαίνει ex-dividend και περισσότερες εντολές πώλησης όταν η μετοχή διαπραγματεύεται cum-dividend. Τέλος, ο δεύτερος παράγοντας είναι πως ούτε η πιθανότητα με βάση την οποία λαμβάνουν χώρα τα παραπάνω αλλά ούτε και το bid-ask spread αποτελούν διαθέσιμα δεδομένα.

Μελέτη της αγοράς της Ιαπωνίας

Μια περιεκτική εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος στην Ιαπωνία αποτελεί η μελέτη των **Kato και Loewenstein**⁹. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή, βρέθηκε πως οι τιμές των μετοχών αυξάνονται κατά τις ημέρες αποκοπής και πως η φορολογία αποτελεί έναν δευτερεύον παράγοντα χωρίς ουσιαστική σημασία. Οι Kato και Loewenstein εξήγησαν ότι παρά το γεγονός ότι υπάρχει ένας αρκετά μεγάλος όγκος θεωρητικών αλλά και εμπειρικών ερευνών αναφορικά με την μερισματική πολιτική στις ΗΠΑ αλλά και στις άλλες αγορές, αυτή η πολύ σημαντική χρηματοοικονομική απόφαση καθώς και η αντίδραση των αγορών όπως αντικατοπτρίζεται από τις τιμές των μετοχών δεν είναι αρκετά κατανοητή.

Τα θεωρητικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί σχετικά με την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής ισχυρίζονται πως ο φορολογικός κώδικας αναφορικά με τα μερίσματα δίνει το κίνητρο για διαπραγμάτευση μετοχών καθώς επίσης προσδιορίζει τις τιμές εκείνης της ημέρας. Αυτά τα μοντέλα διαφέρουν όμως που και που στις υποθέσεις τους σχετικά με τον μέσο επενδυτή και τις τιμές που δίνει στην αγορά. Ο μέσος επενδυτής μπορεί να είναι μακροπρόθεσμος επενδυτής με προτίμηση στα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων ή βραχυπρόθεσμος επενδυτής με την ίδια φορολογική μεταχείριση μερισμάτων αλλά και κεφαλαιακών κερδών ενώ τέλος, ο μέσος επενδυτής μπορεί να προτιμά τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη και να είναι ιδιαίτερα ενεργητικός σχετικά με την συλλογή μερισμάτων. Στην ουσία όλα αυτά τα μοντέλα διαφέρουν στις προβλέψεις τους σχετικά με τις τιμές των μετοχών αλλά και στον όγκο συναλλαγών κατά τις μέρες αποκοπής. Σύμφωνα με την μελέτη των Kato και Loewenstein η εξέταση των τιμών των μετοχών καθώς και ο όγκος συναλλαγών γύρω από τις ex-dividend μέρες στην Ιαπωνία

⁹ "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: "The case of Japan", Kiyoski Kato and Uri Loewenstein, The Review of Financial Studies, 1995

μπορεί να ρίξει περισσότερο φως σε αυτά τα θέματα διότι το επιχειρησιακό καθεστώς της διαφέρει σημαντικά από αυτό των ΗΠΑ. Πρώτα απ' όλα ο φορολογικός κώδικας είναι διαφορετικός και επιπρόσθετα οι Ιάπωνες επενδυτές δεν έχουν διαφορετική φορολογική μεταχείριση για βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Η μελέτη των Kato και Loewenstein έδειξε πως σε αντίθεση με τις ΗΠΑ οι βασικές διαπραγματεύσεις γύρω από την ημερομηνία αποκοπής δεν επηρεάζονται από τον συσχετισμό της μερισματικής πολιτικής και των φορολογικών αποτελεσμάτων. Μάλιστα θα πρέπει να αναφερθεί πως στην πραγματικότητα οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν στις μέρες αποκοπής του μερίσματος ενώ τα μη κανονικά κέρδη διαπιστώθηκε πως ξεπέρασαν τα έξοδα συναλλαγών για μεσαίου μεγέθους συναλλαγές, υποδηλώνοντας μια επενδυτική συναλλαγή την οποία μπορεί να εκμεταλλευθεί και ένας μικρός επενδυτής. Το δείγμα των Kato και Loewenstein περιλαμβάνει 1203 επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Τόκιο τον Ιανουάριο του 1992 και αφορά στο διάστημα από 1η Ιανουαρίου 1981 έως και 31 Ιουλίου 1991. Τα δεδομένα συλλέχθηκαν από το Quick Research Institute και περιλαμβάνουν ημερήσιες τιμές κλεισίματος, ημερήσιο όγκο συναλλαγών και εξαμηνιαία στοιχεία για ατομικά αξιόγραφα. Επίσης πήραν τιμές από δυο δείκτες τον Nikkei Stock Average (Nikkei) και τον Tokyo Stock Exchange Price Index (TOPIX). Στην ουσία αυτό που οι Kato και Loewenstein έκαναν ήταν, κάνοντας νέες υποθέσεις, να δοθεί περισσότερο φως σε μικρές λεπτομέρειες περιγράφοντας με πιο κατανοητό τρόπο την συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από τις μέρες αποκοπής του μερίσματος στην Ιαπωνία. Τέλος, κατάφεραν να δώσουν επιπλέον εξηγήσεις σε παλιούς προβληματισμούς.

Οι Kato και Loewenstein, ακολουθώντας τους Elton και Gruber (1970), υπολόγισαν τον δείκτη μείωση τιμής προς μέρισμα την ημέρα αποκοπής αγνοώντας το κόστος συναλλαγών. Μια δεύτερη προσέγγιση τους που βοηθά στην στατιστική ανάλυση, βασίζεται στη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων στις ex-dividend μέρες και των αποδόσεων των υπολοίπων ημερών. Μάλιστα χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς για τον υπολογισμό της επιπλέον απόδοσης στις ex-dividend μέρες παίρνοντας

την παλινδρόμηση αυτών των αποδόσεων σε σχέση με διάφορες άλλες μεταβλητές.

Στην μελέτη τους εκτίμησαν φαινόμενα όπως η επίδραση της φορολογίας στη μερισματική πολιτική, την επίδραση του τέλους της οικονομικής περιόδου καθώς και τον όγκο συναλλαγών την ημέρα πριν από την πληρωμή του μερίσματος. Με τον παράλληλο έλεγχο των διαφόρων μεταβλητών μπόρεσαν να φωτίσουν εκείνες τις μεταβλητές που επηρεάζουν τις παραμέτρους τιμολόγησης των μετοχών μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Τα αποτελέσματα που πήραν ήταν σύμφωνα με την αρχική ανάλυση για καθένα από τα θέματα που μελέτησαν. Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τα μη κανονικά κέρδη (abnormal returns) που αφορούν σε θέματα φορολογίας.

Τελικά, οι Kato και Loewenstein βρήκαν πως ο παράγοντας φορολογία που σχετίζεται με τα μερίσματα είναι ικανός να εξηγήσει την συμπεριφορά των τιμών την ημερομηνία αποκοπής αλλά φαίνεται πως είναι δευτερεύουσας σημασίας. Μπόρεσαν να εξάγουν διάφορα συμπεράσματα μέσα από την μελέτη τους για συγκεκριμένες μακροοικονομικές επιδράσεις αλλά και εναλλακτικές επιδράσεις όπως το end-of-the-year effect. Αξίζει να αναφερθεί πως οι τελευταίες μέρες του οικονομικού έτους χαρακτηρίζονται από σημαντική αρνητική επιπλέον απόδοση. Επιπλέον, ο όγκος συναλλαγών ήταν μεγαλύτερος κατά την αλλαγή του οικονομικού έτους γεγονός που οφείλεται κυρίως στην περίοδο πριν την φορολογική αλλαγή του 1988. Κλείνοντας θα πρέπει να τονιστεί πως η Ιαπωνία αποτελεί το τέλειο οικονομικό περιβάλλον για δραστηριότητες που έχουν να κάνουν με ειδικούς χειρισμούς των τιμών των μετοχών εξαιτίας της μοναδικής βιομηχανικής δομής που την χαρακτηρίζει.

Από την άλλη πλευρά, η εφαρμογή της equilibrium asset pricing theory στην ανάλυση του προβλήματος των Elton και Gruber (1970) έδειξε πως ο δείκτης μεταβολής της τιμής προς μερίσματα τις μέρες αποκοπής αντικατοπτρίζει το ποσοστό φορολογίας των διαφόρων επενδυτών που διαπραγματεύονται εκείνες τις μέρες. Η επίδραση αυτή του φόρου αποτέλεσε την βάση της πρότασής τους για το ότι μπορεί να προκύψει

ένα μέσο ποσοστό φορολογικής επιβάρυνσης των επενδυτών από τον δείκτη μεταβολής της τιμής προς μερίσματα στις μέρες αποκοπής. Αντίθετοι ισχυρισμοί έχουν διατυπωθεί για τα παραπάνω σε μελέτες των Kalay (1992), Lakonishok και VaemaIen (1983) και άλλων που τόνισαν πως σε μέρες αποκοπής ο δείκτης μεταβολής προς μερίσματα διαφέρει σημαντικά από την μονάδα με αποτέλεσμα να δημιουργούνται ευκαιρίες για arbitrage που μπορούν να τις εκμεταλλευτούν επενδυτές με μικρό κόστος συναλλαγών.

Μελέτη της αγοράς της Αγγλίας

Η μελέτη του **Kojo Menyah**¹⁰ γέμισε το κενό που άφησαν οι προηγούμενες έρευνες εφαρμόζοντας μεθοδολογίες των Elton και Gruber καθώς και του Kalay προκειμένου να προσδιοριστεί η τιμολόγηση στις μέρες αποκοπής του μερίσματος.

Προκειμένου να διερευνηθεί εάν ο παράγοντας φορολογία υπάρχει και επηρεάζει τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής, ο Kojo Menyah χρησιμοποίησε ημερήσια διακλαδικά δεδομένα αλλά και δεδομένα χρονολογικών σειρών. 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 ex-dividend μεγάλων επιχειρήσεων οι οποίες προήλθαν και αυτές από το Stock Exchange Daily Official. Μια από τις προσεγγίσεις προκειμένου να γίνει ο έλεγχος των υποθέσεων κάνει χρήση των δεδομένων χρονολογικών σειρών για 20 μεγάλες επιχειρήσεις της Αγγλίας για την περίοδο 1955-1984 για 980 ex-dividend ημέρες.

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 χαρτοφυλάκιά τους ανάλογα με τις διάφορες φορολογικές επιβαρύνσεις των μερισμάτων αλλά και των κεφαλαιακών κερδών. Η υπόθεση αυτή ορίζει πως οι επενδυτές με υψηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση ενώ οι

¹⁰ "Ex-Dividend Equity Pricing under UK-TAX Regimes", Kojo Menyah, The Journal of Business Finance & Accounting, 20(1), January 1993

επενδυτές με χαμηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

Ένα κρίσιμο ερώτημα χωρίς να έχει δοθεί ουσιαστική απάντηση για τον Menyah ήταν εάν σαν γενική έννοια η υπόθεση short-term trading έχει προέλθει από τα Αγγλικά δεδομένα. Όπως μάλιστα διατυπώθηκε από τον Kalay (1982) και άλλους, ο δείκτης μεταβολής της τιμής προς μερίσματα δεν πρέπει να εμφανίζει σημαντικές αποκλίσεις από την μονάδα όταν ένας arbitrageur κινείται προς την διαμόρφωση μιας τιμής που δεν εμφανίζει κέρδη. Όμως από την άλλη πλευρά, η διακλαδική ανάλυση του Menyah εμφανίζει που και που σημαντικές αποκλίσεις από την μονάδα γεγονός που δεν συμφωνεί με την υπόθεση του Kalay (1982). Επίσης στην ανάλυση του Menyah τα δεδομένα χρονολογικών σειρών αντιπροσωπεύουν μεγάλες εμπορικές επιχειρήσεις και χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να διαπιστωθεί αν υπάρχουν ή όχι ενδείξεις για short-term trading.

Συνοψίζοντας, η μελέτη του Kojō Menyah έκανε έλεγχο των κυριότερων υποθέσεων της τιμολόγησης των μετοχών στην αγορά της Αγγλίας κατά τις ημέρες ex-dividend. 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 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 ex-dividend ημέρες κυρίως πριν την εισαγωγή της νομοθεσίας του 1970 (anti-avoidance legislation). Μέχρι τότε, όπως προέκυψε και μέσα από τα δεδομένα του Menyah, η εφαρμογή της ήταν περιορισμένη.

Επίσης, η μελέτη των **Poterba και Summers**¹¹ εξετάζει τα αποτελέσματα της φορολογίας των μερισμάτων σε σχέση με την αποτίμηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών.

Τα Βρετανικά δεδομένα μπορούν να προσφέρουν μεγάλη βοήθεια σε ζητήματα σχετικά με την φορολογία των μερισμάτων και κυρίως λόγω

¹¹ "New Evidence that taxes affect the valuation of Dividends", James M.Poterba and Lawrence H.Summers, The Journal of Finance

του γεγονότος ότι πραγματοποιήθηκαν ριζικές αλλαγές και πολλαπλές ανακατατάξεις όσο αφορά την μερισματική πολιτική και την φορολογική μεταχείριση στην Αγγλία τα τελευταία 30 χρόνια. 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 αξιόγραφων και δίνουν βάθος στο ερώτημα γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα.

Η μελέτη των Poterba και Summers ξεκινά με το πώς μπορούν να επηρεάσουν τους επενδυτές τα διαφορετικά συστήματα φορολογίας των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Μεταξύ του 1965 και 1973 το φορολογικό καθεστώς της Βρετανίας ήταν παρόμοιο με αυτό των Ηνωμένων Πολιτειών και οι επενδυτές αντιμετώπιζαν φορολογία τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη. Συγκεκριμένα οι περίοδοι έχουν ως κάτωθι:

1955-1965 δεν φορολογούνται τα κεφαλαιακά κέρδη,

1965-1973 μεγαλύτερη η φορολόγηση των μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών,

1973-1981 μεγαλύτερη η φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών έναντι των μερισμάτων.

Ο πιο σωστός έλεγχος για να διαπιστωθεί η επίδραση της φορολογίας των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών είναι η σύγκριση της κίνησης των τιμών των μετοχών και των πληρωμών των μερισμάτων στις μέρες αποκοπής. Πολλές μελέτες έχουν δείξει πως γενικά οι τιμές των μετοχών μειώνονται στις μέρες αποκοπής αλλά λιγότερο από το ποσό του μερίσματος.

Προκειμένου να εκτιμηθεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών ως προς τα μερίσματα χρησιμοποιήθηκαν από τους Poterba και Summers ημερήσια δεδομένα των τιμών των μετοχών και των μερισμάτων 16 μεγάλων επιχειρήσεων της Αγγλίας. Τα δεδομένα αυτά περιλαμβάνουν αποδόσεις για 633 ex-days και 616 non-ex-days.

Τα ευρήματα φανερώνουν πως οι αλλαγές που παρατηρήθηκαν στη φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών ανάμεσα στις δυο πρώτες φορολογικές περιόδους δεν επηρεάζουν σημαντικά τις κινήσεις των τιμών των μετοχών τις ημέρες αποκοπής του δικαιώματος συμμετοχής. Καθώς οι ημερήσιες κινήσεις των τιμών των μετοχών είναι ικανές να περιγράψουν πλήρως την τιμολόγηση των μερισμάτων μπορεί να δεχθούν και αρνητικές επιδράσεις από φορολογικές κινήσεις arbitrage αλλά και από άλλους σχετικούς παράγοντες γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος. Εάν ο παράγοντας φορολογία παίζει έναν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην εκτίμηση των μερισμάτων τότε μπορεί να επεκταθεί το φαινόμενο αυτό και σε ένα μεγαλύτερο δείγμα όπως είναι οι μηνιαίες αποδόσεις αξιόγραφων που χρησιμοποίησαν οι Poterba και Summers για την περίοδο 1955-81.

Τα αποτελέσματα επαλήθευσαν τα ευρήματα των ημερήσιων δεδομένων και στήριξαν την υπόθεση ότι οι φόροι επηρεάζουν την σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μερισμάτων και των αποδόσεων των αξιόγραφων. Τελικά, τα αποτελέσματα της μελέτης των Poterba και Summers φανερώνουν τον σημαντικό ρόλο που παίζει η φορολογία στη διαμόρφωση της σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των μερισμάτων και της απόδοσης της αγοράς.

Χρησιμοποιώντας ημερήσια αλλά και μηνιαία δεδομένα Βρετανικών αξιόγραφων αποφάνθηκαν πως οι αλλαγές στη φορολογική μεταχείριση έχει σημαντική επίδραση στη συμπεριφορά των επενδυτών. Έτσι, τα ευρήματά τους ότι δηλαδή η εκτίμηση των μερισμάτων αλλάζει στη διάρκεια των διαφόρων φορολογικών περιόδων αποτελεί ισχυρή ένδειξη πως οι φόροι έχουν άμεση σχέση με την θετική συσχέτιση που παρατηρήθηκε μεταξύ των αποδόσεων των μερισμάτων και αυτών της αγοράς αξιόγραφων. Με βάση μερικές απλές υποθέσεις, η μείωση της τιμής στις μέρες αποκοπής αλλά και το αντίστοιχο μέρισμα μπορούν να χρησιμοποιηθούν προκειμένου να υπολογισθεί το μέσο ποσοστό φορολογίας.

Μελέτη της αγοράς του Καναδά

Η μελέτη των **Booth και Johnston**¹² προχωρά την ανάλυση για τον Καναδά όπου η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων αλλά και των κεφαλαιακών κερδών είναι διαφορετική από αυτή που ισχύει στις ΗΠΑ. Σκοπός της μελέτης τους ήταν να δείξουν εάν είναι εφικτό να προσδιοριστεί το ποσοστό φορολογίας του μέσου επενδυτή στον Καναδά. Οι Booth και Johnston προχώρησαν τις ήδη υπάρχουσες έρευνες εξετάζοντας:

- 1) τον δείκτη τιμών προς μερίσματα για τις τέσσερις περιόδους: 1970-1971, 1972-1976, 1977 και τέλος 1978-1980,
- 2) προεκτείνανε την ανάλυση των Elton και Gruber με δεδομένα του Καναδά σε μια ημερήσια περιεκτική βάση,
- 3)έκαναν διάκριση της υπόθεσης φορολογίας του φαινομένου πελατείας σε πραγματοποιήσιμα και μη πραγματοποιήσιμα κεφαλαιακά κέρδη και
- 4)έλεγξαν την φορολογία των μερισμάτων και του φαινομένου της πελατείας σε επίπεδο Καναδά.

Ο Καναδάς από φορολογικής άποψης βρίσκεται ανάμεσα στο φορολογικό καθεστώς της Ευρώπης όπου εφαρμόζεται ένα ολοκληρωμένο φορολογικό σύστημα για τα εισοδήματα που προέρχονται από επενδύσεις, και σε αυτό της Αμερικής που επιβάλλει ουσιαστικά διπλή φορολογία στα εισοδήματα που προέρχονται από μερίσματα. Το κίνητρο σύμφωνα με το οποίο έγινε αναφορά από τους Booth και Johnson σε λεπτομέρειες που αφορούν τις επιχειρήσεις του Καναδά ήταν για να ξεκαθαριστεί το γεγονός πως δεν υπάρχει κάποια ομοιότητα με την αγορά του NYSE. Μάλιστα ο φορολογικός κώδικας που εφαρμόζεται στον Καναδά είναι τελείως διαφορετικός από αυτόν του NYSE, όπως επίσης και η λειτουργία του TSE είναι διαφορετική από του NYSE. Υπολόγισαν τον δείκτη ex-dividend ορίζοντας σαν αριθμητή την μεταβολή της τιμής των μετοχών και παρονομαστή το μέρισμα ανά μετοχή για ένα δείγμα 144 επιχειρήσεων του TSE, για την

¹² “The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects”, L.D.Booth and D.J.Johnston, The Journal of Finance

χρονική περίοδο 1970 έως και 1980.

Δεδομένα που αφορούν τιμές αλλά και όγκο συναλλαγών συλλέχθηκαν από τις ημερήσιες ανακοινώσεις του TSE ενώ δεδομένα που αφορούν τα μερίσματα των μετοχών συλλέχθηκαν από το Financial Post Information Card. Πιο συγκεκριμένα εξέτασαν την υπόθεση ότι ο δείκτης μεταβολής της τιμής προς το μέρισμα τις ημέρες αποκοπής είναι μηδέν ή μονάδα. Μάλιστα για την υπόθεση ότι ο δείκτης είναι ίσος με το μηδέν, απορρίπτεται σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1 % για όλα τα έτη εκτός από το 1979. Επίσης, η υπόθεση ότι ο δείκτης είναι ίσος με τη μονάδα απορρίπτεται για όλα τα έτη στο 5% επίπεδο εμπιστοσύνης και στο 1% για το έτος 1980. Τα πορίσματα αυτά των Booth-Johnston φανερώνουν το γεγονός ότι δεν είναι έγκυρη (δεν βρίσκει εφαρμογή) η υπόθεση Short term trading.

Σύμφωνα με τη μελέτη των Booth και Johnston προέκυψαν τα παρακάτω συμπεράσματα: ο ex-dividend day price ratio είναι σημαντικά διαφορετικός από το μηδέν ή την μονάδα. Το φαινόμενο αυτό έχει την βάση του στο ότι υπάρχει η τάση από τους επενδυτές να προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισματικών κερδών, η συσχέτιση που μπορεί να υπάρχει μεταξύ του δείκτη ex-dividend day price και των διαφόρων φορολογικών συνθηκών αφορά το μέσο επενδυτή που έχει αρκετά χαμηλό προσωπικό ποσοστό φορολογίας στα κεφαλαιακά κέρδη, η υπόθεση για βραχυπρόθεσμες συναλλαγές (short-term trading hypothesis) απέτυχε να εξηγήσει την συμπεριφορά του δείκτη ex-dividend day price αναφορικά με τις διαφορετικές φορολογικές περιόδους εκτός και εάν γίνουν συγκεκριμένες υποθέσεις, τα δεδομένα κατάργησαν τα πραγματοποιηθέντα φορολογικά οφέλη των κεφαλαιακών κερδών από τις δυο βασικές υποθέσεις (tax-clientele και short-term trading hypothesis), ο ex-dividend day price ratio δεν παρουσιάζει αρκετές ενδείξεις προκειμένου να στηρίξει την υπόθεση tax-clienteles. Ίσως το γεγονός αυτό σημαίνει πως οι διαπραγματεύσεις που λαμβάνουν χώρα τις ημέρες προ του μερίσματος να αφορούν "υγιείς" και σωστά σκεπτόμενους επενδυτές, υπάρχει τέλος ένδειξη πως οι καταχωρημένες μετοχές στο TSE διαφέρουν από αυτές που δεν είναι καταχωρημένες. Μια εξήγηση γι' αυτό είναι η υπόθεση της

Εθνικότητας, βάσει της οποίας για τις μη καταχωρημένες μετοχές στο TSE ο προσδιορισμός των τιμών γίνεται από Αμερικανούς επενδυτές και αντίστοιχα για τις καταχωρημένες μετοχές στο TSE από Καναδούς.

Μελέτη της αγοράς της Κίνας

Η μελέτη των **Μυλωνά, Τραυλού, Xiao και Tan**¹³ έριξε φως στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής στην αγορά της Κίνας, όπου τα μερίσματα μπορεί είτε να φορολογούνται είτε όχι. Τα δεδομένα που συλλέχτηκαν καλύπτουν την περίοδο από Ιανουάριο 1996 μέχρι Δεκέμβριο 1998 και όλη η πληροφόρηση σχετικά με τις ex-dates και cum-dates αντλήθηκαν από το Annual Report of Chinese Listed Companies ενώ στοιχεία για τις ημερήσιες τιμές των μετοχών και των δεικτών πάρθηκαν από το DataStream.

Το συνολικό δείγμα των 353 μερισμάτων χωρίστηκε σε δυο μέρη: το φορολογητέο δείγμα (297 μερίσματα) και το μη φορολογήσιμο (56 μερίσματα). Τα αποτελέσματα της έρευνας για τα μερίσματα που δεν υπόκεινται σε φορολόγηση δείχνουν ότι η τιμή μειώνεται την ημέρα αποκοπής κατά ένα ποσό που ισοδυναμεί με το μέρισμα ανεξάρτητα από τη μερισματική απόδοση. Για το δείγμα των μερισμάτων που φορολογούνται, οι τιμές των μετοχών με μικρή μερισματική απόδοση μειώνονται ανάλογα με το πληρωτέο μέρισμα. Για τις μετοχές με μεγάλη μερισματική απόδοση, η προσαρμογή της τιμής εξαρτάται από την κλίμακα της φορολογίας στο εισόδημα από μέρισμα. Συγκεκριμένα, όταν ο φορολογικός συντελεστής κινείται σε ένα ποσοστό της τάξεως του 20%, η μείωση στην τιμή θα είναι μεγαλύτερη από το προσαρμοσμένο στη φορολογία μέρισμα. Από την άλλη, όταν ο φορολογικός συντελεστής μειώνεται σε 10%, 5% και 0% η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά ποσό που είναι συμβατό με την επίδραση της φορολογίας στα μερίσματα.

¹³ “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market” by Nikolaos Milonas, Nikolaos Travlos, Jason Zezhong Xiao and Cunkai Tan, April 2002.

IV. Η ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά παρά τις αναμφισβήτητες ποσοτικές και ποιοτικές προόδους είναι ακόμα μικρή συγκρινόμενη με άλλες αναπτυγμένες αγορές του εξωτερικού. Κομβικό σημείο της πορείας του ΧΑ ήταν το 1986, όπου με μια σειρά θεσμικών προσαρμογών, απελευθερώθηκε η κίνηση κεφαλαίων για επενδύσεις σε τίτλους. Η δεκαετία του 1990 πέρα από τις υπερβολές που εμφανίστηκαν στην αρχή της, έδωσε μια άλλη ποιοτική και ποσοτική διάσταση στο θεσμό, με αποτέλεσμα το ΧΑ από αναδυόμενη αγορά να έχει όλες τις προϋποθέσεις για το χαρακτηρισμό της ως ώριμης. Ο ρυθμός εισαγωγής στο ΧΑ εντάθηκε μετά το 1994, έπειτα από μια πολύ καλή χρηματιστηριακή χρονιά όπου εισήχθησαν 47 εταιρείες¹⁴. Σήμερα, οι μεγαλύτερες εταιρείες συναλλάσσονται στην Κύρια Αγορά, ενώ οι μικρότερες από το 1990 στην Παράλληλη, η οποία τα τελευταία έτη έχει επιδείξει ιδιαίτερα δυναμική παρουσία, τροφοδοτώντας σιγά – σιγά σημαντικές εταιρείες στην κύρια αγορά.

Οι συναλλαγές στο ΧΑ εκτελούνται ηλεκτρονικά. Η εγκατάσταση και λειτουργία του Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών από το καλοκαίρι του 1992 είχε ως αποτέλεσμα τη διασταύρωση εντολών αγοράς και πώλησης με διαφάνεια και ταχύτητα. Οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται μέσα σε τρεις ημέρες από την ημερομηνία συναλλαγής. Έτσι, αν αγοραστεί μια μετοχή σήμερα, μπορεί να πουληθεί μόνο τρεις ημέρες κατόπιν. Από τη στιγμή που μια εταιρεία έχει πραγματοποιήσει κέρδη, διανέμει μέρισμα με ελάχιστο το 35% των κερδών μετά τη φορολογία, πληρωτέα μια φορά το χρόνο (συνήθως μεταξύ Απρίλιο και Ιούλιο) μετά από Γενική Συνέλευση των μετόχων. Το ελληνικό φορολογικό σύστημα δεν θέτει προσωπικούς φόρους επί των μερισμάτων. Τα εταιρικά μερίσματα καθορίζονται μετά την αφαίρεση

¹⁴ Φίλιππος Νικόλαος, “ Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον”, Μάρτιος 2000

των εταιρικών φόρων από τα κέρδη προ φόρων.

Η ελληνική αγορά επιτρέπει την έρευνα κατά την ημέρα της αποκοπής σε ένα περιβάλλον δίχως φορολογία και χωρίς πολυπλοκότητες στη δομή της κεφαλαιαγοράς, όπως έχουν συναντηθεί σε σχετικές αναλύσεις άλλων αγορών.

Κατά την ημερομηνία αποκοπής στο Χρηματιστήριο Αθηνών ενώ θα περίμενε κανείς τη μείωση της τιμής κατά ένα ποσό που να ισοδυναμεί με το διανεμόμενο μέρισμα, τελικά η μείωση στην τιμή είναι ίση με ποσό μικρότερο του πληρωθέντος μερίσματος. Η αιτιολογία για τη συμπεριφορά αυτή βασίζεται όπως και στην αγορά του Χονγκ Κονγκ που αναλύθηκε παραπάνω, στη μη ύπαρξη φορολογίας τόσο στα μερίσματα όσο και στα κεφαλαιακά κέρδη.

Σε γενικές γραμμές οι διοικήσεις των εταιριών πρέπει να διατηρούν διαχρονικά σταθερότητα στη μερισματική ροή προς τους μετόχους επιδιώκοντας να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι από διακυμάνσεις στα διαθέσιμα μερίσματα. Μια εταιρία η οποία παρουσιάζει κάποια έτη μεμονωμένα κέρδη χωρίς όμως παράλληλα να μειώνει και τα διανεμόμενα μερίσματα προς τους μετόχους της, δημιουργεί ένα κλίμα ασφάλειας προς τους τελευταίους που λειτουργεί ως ασπίδα στη μείωση της τιμής της μετοχής.

Το πληροφοριακό περιεχόμενο αυτής της πολιτικής συνίσταται στο ότι στο μέλλον η διοίκηση της εταιρίας προβλέπει ανάκαμψη η οποία και θα εξουδετερώσει τις αρνητικές συνέπειες από τη μείωση των κερδών στο παρόν.

Είναι γεγονός πάντως πως οι επενδυτές στη πλειοψηφία τους προτιμούν μια εταιρία που μοιράζει σταθερό μέρισμα διαχρονικά από μια άλλη με βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των μερισμάτων της ανεξαρτήτως εάν μακροπρόθεσμα και οι δυο παρουσιάζουν το ίδιο (μέσο) δείκτη διανομής κερδών και την ίδια αυξητική πορεία στα κέρδη προ φόρων. Η εξήγηση προκύπτει από το γεγονός ότι οι επενδυτές προσδοκούν σε σταθερό σίγουρο ετήσιο εισόδημα από τις μετοχές τους αποφεύγοντας τη διαδικασία και το κόστος πώλησης αυτών για την είσπραξη κεφαλαιακών κερδών.

V. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στην παρούσα εργασία σκοπός μας είναι να εξετάσουμε το μέγεθος και την κατεύθυνση της μεταβολής στην τιμή μιας μετοχής την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος. Ο μέτοχος που επιλέγει να πουλήσει τη μετοχή του την τελευταία ημέρα στην ουσία ρευστοποιεί τη συνολική αξία της μετοχής συμπεριλαμβανομένου του μερίσματος. Στην περίπτωση αυτή, δε χρειάζεται να περιμένει μέχρι να πληρωθεί το μέρισμα. Για κάποιον άλλον επενδυτή που διαλέγει να κρατήσει τη μετοχή την τελευταία ημέρα, η αξία του μετοχής (share value P_{-1}) θα αποτελείται από δυο μέρη: την τιμή του μετοχής την ημερομηνία αποκοπής (P_0) συν το ποσό του πληρωτέου μερίσματος (D):

$$P_{-1} = P_0 + D \quad (2)$$

Αφαιρώντας και από τα δυο μέλη της εξίσωσης το P_0 και διαιρώντας με D θα έχουμε:

$$(P_{-1} - P_0) / D = (P_0 + D - P_0) / D = 1 \quad (3)$$

που σημαίνει ότι η μεταβολή στην τιμή της μετοχής σε όρους μερίσματος ισούται με τη μονάδα. Η μεταβολή αυτή της τιμής καλείται **raw price ratio RPR** και είναι προσαρμοσμένη για την κίνηση της αγοράς μετοχών από την ημέρα -1 μέχρι τη μέρα 0, προεξοφλώντας την τιμή της ημερομηνίας αποκοπής με την ημερήσια απόδοση της αγοράς.

Ο υπολογισμός της προσαρμοσμένης μεταβολής στην τιμή αγοράς γίνεται ως εξής:

$$\text{market – adjusted price ratio MAPR} = \frac{[P_{-1} - (P_0) / (1 + R_m)]}{D} \quad (4)$$

όπου R_m η απόδοση του δείκτη της αγοράς.

Υπολογίζουμε επίσης, το **raw price drop ratio RPD**:

$$\text{RPD} = (P_{-1} - P_0) / P_{-1} \quad (5)$$

το **market adjusted price drop ratio MAPD**:

$$\text{MAPD} = \frac{[P_{-1} - (P_0) / (1 + R_m)]}{P_{-1}} \quad (6)$$

το **dividend yield**:

$$d = D / P_{-1} \quad (7)$$

το **ex-dividend day return R_0** :

$$R_0 = \frac{P_0 - P_{-1} + D}{P_{-1}} \quad (8)$$

Στο σημείο αυτό πρέπει να αναφέρουμε ότι στην πράξη όλες οι συναλλαγές στην Ελλάδα απαιτούν 3 ημέρες προκειμένου να υλοποιηθούν. Ως εκ τούτου, η πραγματική απόδοση θα πρέπει να αντανακλά το χρόνο που απαιτείται για αυτή την εκκαθάριση (3 days valeur). Από τη στιγμή που ο επενδυτής δεν μπορεί να πραγματοποιήσει πώληση την ημέρα της αποκοπής, θα πρέπει να έχει δώσει εντολή οπωσδήποτε τρεις μέρες νωρίτερα. Επομένως στην περίπτωση αυτή θα υπολογίσουμε την απόδοση των 3 ημερών:

$$R_0^{3\text{-day}} = \frac{P_0 - P_{-3} + D}{P_{-3}} \quad (9)$$

και τέλος, το **market adjusted ex-dividend day abnormal return MAAR**:

$$MAAR = R_0 - R_m \quad (10)$$

Η μεθοδολογία που εφαρμόζουμε προσπαθεί να εξετάσει τις παρακάτω υποθέσεις:

- Εάν το mean RPR (raw price ratio) και το MAPR (market-adjusted price ratio) ισοδυναμούν με τη μονάδα.
- Αν το mean RPD (raw price drop) και το MAPD (market-adjusted price drop) ισούται με το dividend yield.
- Τέλος, εξετάζουμε την υπόθεση ότι το daily mean MAAR (market-adjusted abnormal return) ισούται με μηδέν.

VI. ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Η χρονική περίοδος που μελετήθηκε είναι το διάστημα 2000-2003, αφορά τις μετοχές¹⁵ που απαρτίζουν τον δείκτη FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Small Cap 80 και τα κριτήρια επιλογής των μετοχών τα ακόλουθα:

- 1) να έχουν αποδώσει μέρισμα μόνο σε μετρητά,
- 2) οι τιμές συναλλαγής τους να είναι διαθέσιμες γύρω από την ημερομηνία αποκοπής,
- 3) να μην έχει γίνει διάσπαση της μετοχής ή επαναγορά μετοχών κατά το εξεταζόμενο διάστημα και τέλος,
- 4) οι μετοχές να είναι καταγεγραμμένες στο ΧΑ τουλάχιστον ένα χρόνο πριν την ημερομηνία αποκοπής.

Όλα τα δεδομένα έχουν αντληθεί από το Finance Database of Effect Corporation και έχουν διασταυρωθεί με τα ημερήσια δελτία τύπου που ανακοινώνονται στο Χ.Α. Τα δεδομένα που έχουμε συλλέξει αφορούν:

- 1) Τις ημερομηνίες αποκοπής των μερισμάτων για κάθε μια μετοχή για το διάστημα από 01/01/2000 μέχρι 31/12/2003 και το διανεμηθέν μέρισμα.
- 2) Τις τιμές των μετοχών για 1, 3 ημέρες πριν την ημερομηνία αποκοπής καθώς και τις τιμές την ίδια ημέρα.
- 3) Τις τιμές του Γ.Δ. για 1, 3 ημέρες πριν την ημερομηνία αποκοπής της κάθε μετοχής.

¹⁵ Οι προνομιούχες μετοχές δεν συμπεριλαμβάνονται στο δείγμα λόγω του μικρού αριθμού των παρατηρήσεων τους.

VII. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Οι πίνακες 1 και 2 αποτυπώνουν την περιγραφική στατιστική που εφαρμόστηκε σε δείγμα N=282 μερισμάτων. Το μέσο μέρισμα **-mean dividend-** (median) είναι €0,18276 (0,1) και η αντίστοιχη μείωση στην τιμή **-price drop-** (median) την ημερομηνία αποκοπής €0,10145 (0,06), αποδεικνύοντας ότι η μείωση στην τιμή είναι μικρότερη από το μέρισμα. Η μέση μερισματική απόδοση **-mean dividend yield-** (median) είναι 0,02386 (0,02068). Ο δείκτης καθαρής τιμής **-raw price ratio-** (median) έχει μέση αξία 0,49014 (0,59545) και το **market adjusted price ratio** (median) είναι 0,51223 (0,59346), το οποίο είναι μικρότερο από τη μονάδα. Ο δείκτης της καθαρής μείωσης της τιμής **raw price drop ratio** είναι ίσος με 0,00737 (0,013245), ενώ το **market adjusted price drop ratio** ισούται με 0,00766 (0,013242), το οποίο είναι μικρότερο από τη μερισματική απόδοση.

Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τις θεωρητικές και παρατηρούμενες τιμές για το μέσο και ενδιάμεσο (mean and median) των Raw Price Ratio (RPR), Market-Adjusted Price Ratio (MAPR), Raw Price Drop Ratio (RPD) και Market-Adjusted Price Drop Ratio (MAPD).

Όπως δείχνει και ο πίνακας 3, ο μέσος (median) Raw Price Ratio για το σύνολο του δείγματος είναι 0,371 (0,629). Το αντίστοιχο t-statistic (p-value) είναι -2,85 (0,00) που δείχνει ότι η διαφορά του μέσου από την αντίστοιχη θεωρητική τιμή του 1,00 (1,00) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,95. Ο μέσος (median) Market-Adjusted Price Ratio είναι 0,612 (0,748). Το αντίστοιχο t-statistic (p-value) είναι -2,24 (0,03), στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,95.

Μέχρις στιγμής τα αποτελέσματα ενισχύουν την άποψη ότι την ημερομηνία αποκοπής η τιμή μειώνεται κατά ποσό μικρότερο του διανεμόμενου μερίσματος. Τα ευρήματα αυτά συγκλίνουν με τα

αποτελέσματα της μελέτης του Γραμματικού (1989) για την περίοδο μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1984 καθώς επίσης και με τα ευρήματα των Frank και Jagannathan (1998) για την αγορά του Χονγκ Κονγκ, όπου όπως και στην Ελλάδα δεν φορολογούνται ούτε τα μερίσματα ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη, όπως και με την μελέτη των Bali και Hite (1998).

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι τα αποτελέσματα από τη μεθοδολογία που εφαρμόσαμε είναι συμβατά με τα ευρήματα μελετών σε χώρες όπου τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο από τα κεφαλαιακά κέρδη αλλά και χωρών όπου δεν εφαρμόζεται φορολογία ούτε στα μερίσματα αλλά ούτε και στα κεφαλαιακά κέρδη, και αποδεικνύουν ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα της αποκοπής μειώνεται με ποσό μικρότερο από το ίδιο το μέρισμα.

Η συμπεριφορά αυτή στην τιμή της μετοχής μπορεί επίσης να αναλυθεί συγκρίνοντας το Raw Price Drop Ratio και το Market-Adjusted Price Drop Ratio με τις θεωρητικές τιμές τους.

Όπως δείχνει και ο πίνακας 3 ο μέσος (median) Raw Price Drop Ratio για το σύνολο του δείγματος είναι 0,009 (0,010) ενώ ο μέσος (median) Market-Adjusted Price Drop Ratio είναι 0,011 (0,013). Το αντίστοιχο t-statistic (p-value) και για τους δυο είναι -3,42 (0,0), στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 0,95.

Πίνακας 1.***Descriptive statistics******Entire sample, number of observations = 282******ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΤΗΚΕ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20 ΚΑΙ FTSE/ASE Small Cap 80 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΠΟ 01/01/2000 ΜΕΧΡΙ 31/12/2003.***

<i>Variable</i>	<i>Dividend Yield (d)</i>	<i>Dividend (D)</i>	<i>PriceDrop= P₋₁-P₀</i>	<i>Raw ratio price RPR= (P₋₁-P₀)/D</i>
Mean	0,0238	0,1827	0,1014	0,4901
Standard Error	0,0011	0,0140	0,0269	0,2640
Median	0,0206	0,1	0,06	0,5954
Mode	0,0133	0,05	0,08	0
Standard Deviation	0,0195	0,2351	0,4526	4,4341
Sample Variance	0,0004	0,0553	0,2049	19,6617
Kurtosis	39,5793	8,9437	44,6880	33,0499
Skewness	4,5663	2,8551	-2,6569	-2,0410
Range	0,2213	1,39	7,43	65,3333
Minimum	0,0008	0,01	-4,54	-37,3333
Maximum	0,2222	1,4	2,89	28
Sum	6,7309	51,54	28,61	138,2208
Count	282	282	282	282
Largest(1)	0,2222	1,4	2,89	28
Smallest(1)	0,0008	0,01	-4,54	-37,3333
Confidence Level(95,0%)	0,0023	0,0275	0,0530	0,5197

Πίνακας 2.

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΣΤΗΚΕ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20 ΚΑΙ FTSE/ASE Small Cap 80 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΑΠΟ 01/01/2000 ΜΕΧΡΙ 31/12/2003.

<i>Variable</i>	<i>Raw price drop ratio RPD=(P₋₁-P₀)/P₋₁</i>	<i>Market-adjusted price ratio MAPR</i>	<i>Market-adjusted price drop ratio MAPD</i>
Mean	0,0073	0,5122	0,0076
Standard Error	0,0038	0,2619	0,0037
Median	0,0132	0,5934	0,0132
Mode	0	0	0
Standard Deviation	0,0638	4,3989	0,0635
Sample Variance	0,0040	19,3505	0,0040
Kurtosis	129,4586	31,6659	129,2378
Skewness	-9,5414	-1,8284	-9,5139
Range	1,0500	64,0389	1,0453
Minimum	-0,8730	-36,0560	-0,8688
Maximum	0,1769	27,9829	0,1765
Sum	2,0802	144,4506	2,1601
Count	282	282	282
Largest(1)	0,1769	27,9829	0,17657
Smallest(1)	-0,8730	-36,0560	-0,8688
Confidence Level(95,0%)	0,0074	0,5156	0,0074

D: το ποσό του μερίσματος σε ευρώ

d: μερισματική απόδοση η οποία είναι ο λόγος του μερίσματος *D* επί της τιμής *P₋₁* όπου *P₋₁* η τιμή την τελευταία ημέρα συναλλαγής πριν την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος

P₀: η τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος

RPR: raw price ratio = $(P_{-1}-P_0)/D$

MAPR: market-adjusted price ratio = $[P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/D$ όπου *R_m* η ημερήσια απόδοση του Γ.Δ.

RPD: raw price drop ratio = $(P_{-1}-P_0)/P_{-1}$

MAPD: market-adjusted price drop ratio = $[P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/P_{-1}$

Πίνακας 3.*Entire sample, number of observations = 282****ΘΕΩΡΗΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΤΗΡΟΥΜΕΝΕΣ ΤΙΜΕΣ ΓΙΑ ΜΕΣΟ ΚΑΙ ΕΝΔΙΑΜΕΣΟ (MEAN AND MEDIAN) ΤΩΝ RAW PRICE RATIO (RPR), MARKET-ADJUSTED PRICE RATIO (MAPR), RAW PRICE DROP RATIO (RPD) ΚΑΙ MARKET-ADJUSTED PRICE DROP RATIO (MAPD).***

<i>Theoretical values</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>		
Raw Price Ratio (RPR)	1.000	1.000		
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1.00	1.000		
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0.019	0.019		
Market-Adjusted Price Drop Ratio(MAPD)	0.019	0.019		
<i>Observed values</i>	<i>Mean</i>	<i>(t)</i>	<i>Median</i>	<i>(p-value)</i>
Raw Price Ratio (RPR)	0,371	-(2,85)	0,629	(0,00)
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	0,612	-(2,24)	0,748	(0,03)
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,009	-(3,42)	0,010	(0,00)
Market-Adjusted Price Drop Ratio(MAPD)	0,011	-(3,42)	0,013	(0,00)
Dividend Yield	0,017	(34,94)	0,017	(0,00)

Όλα τα δεδομένα για τις τιμές των μετοχών των δεικτών που ανήκουν στον FTSE20 και FTSE80 έχουν προέλθει από το Χρηματιστήριο Αθηνών για την περίοδο από 01/01/2000 μέχρι 31/12/2003.

VIII. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το βασικό αντικείμενο έρευνας της παρούσας εργασίας ήταν η **συμπεριφορά των τιμών των μετοχών κατά τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος** για εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αναλύθηκε το θεσμικό πλαίσιο και το φορολογικό καθεστώς που ισχύει στη χώρα μας πριν και μετά την αλλαγή του φορολογικού κώδικα, αλλά έγιναν ωστόσο και αναφορές στο φορολογικό καθεστώς άλλων χωρών (σύμφωνα με τις εμπειρικές μελέτες). Επίσης έγινε εκτενής αναφορά σε μελέτες που έχουν παρουσιαστεί διεθνώς (σε Ευρώπη και ΗΠΑ), οι οποίες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών μειώνονται και μάλιστα σε επίπεδο μικρότερο από αυτό των μερισμάτων.

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. Δεν ισχύει λοιπόν η συνθήκη της τέλειας αγοράς όπου η μείωση της τιμής της μετοχής ισούται με το μέρισμα που διανέμεται. Με βάσει τα αποτελέσματα, διαφαίνεται ότι η μείωση των τιμών των μετοχών είναι αυστηρά μικρότερη από το μέγεθος του μερίσματος χωρίς ωστόσο να εξαιρούνται και οι περιπτώσεις με βάσει τις οποίες οι τιμές μειώνονται αλλά σε ποσοστό μεγαλύτερο από αυτό των μερισμάτων.

Η ελληνική αγορά επιλέχτηκε με το κριτήριο ότι επιτρέπει την εξέταση της συμπεριφοράς της τιμής κατά την ημέρα αποκοπής λόγω της μη επίδρασης φορολογικών παραγόντων και της μη ύπαρξης επιπλοκών στη μικροδομή της όπως έχουν συναντηθεί σε άλλες κεφαλαιαγορές σε προγενέστερες μελέτες. Στο Χρηματιστήριο Αθηνών θα περίμενε κανείς την πτώση των τιμών των μετοχών κατά ποσό που να ισοδυναμεί με το μέρισμα, ωστόσο η εμπειρική έρευνα αποδεικνύει ότι κατά την

ημερομηνία αποκοπής υπάρχει μείωση αλλά μικρότερη από το διανεμηθέν μέρισμα. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας είναι συμβατά με προηγούμενες μελέτες και στην ουσία όμοια με αυτά που εξακριβώθηκαν στην αγορά του Χονγκ Κονγκ, όπου δεν υφίσταται φορολογία ούτε στα μερίσματα αλλά ούτε και στα κεφαλαιακά κέρδη. Η ερμηνεία για τη συμπεριφορά αυτή στην αγορά του Χονγκ Κονγκ έγκειται στο γεγονός ότι την τελευταία ημέρα πριν την αποκοπή (cum day) οι περισσότεροι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους για να αποφύγουν την «ενόχληση του μαζέματος» του μερίσματος. Την ημερομηνία αποκοπής οι επενδυτές αγοράζουν πάλι τις μετοχές (at the asked price). Από τη στιγμή που το περιθώριο ανάμεσα στην τιμή bid και asked είναι θετική, η απόδοση την ημερομηνία αποκοπής ισοδυναμεί με μια συνιστώσα κεφαλαιακού κέρδους η οποία αντισταθμίζει μερικώς την πτώση στην τιμή της μετοχής.

Ωστόσο στο ελληνικό Χρηματιστήριο όπου δεν υφίστανται market makers και οι συναλλαγές εκτελούνται ηλεκτρονικά, δεν υπάρχει περιθώριο bid – asked. Οπότε τα ευρήματα της μελέτης στο ΧΑ δεν μπορούν να αποδοθούν σε αυτόν τον παράγοντα.

Μια άλλη ερμηνεία για τη θετική μη κανονική απόδοση την ημερομηνία αποκοπής συσχετίζεται με το μέγεθος του μερίσματος σε σχέση με το ρυθμό μεταβολής των τιμών (tick size). Αυτό σημαίνει ότι στο βαθμό που η αγορά συστηματικά μειώνει το μέρισμα τριγύρω στο κοντινότερο tick, η πτώση στην τιμή κατά την ημερομηνία αποκοπής δεν μπορεί να ισούται με το ποσό του μερίσματος. Απεναντίας, θα είναι μικρότερο του μερίσματος δείχνοντας μια θετική μη κανονική απόδοση. Παρόλο που αυτή η εξήγηση είναι έγκυρη για μετοχές με μικρά ticks και μικρά μερίσματα όπως συμβαίνει στις μετοχές του NYSE (New York Stock Exchange), ωστόσο δεν είναι ικανή να αποδώσει το λόγο της μείωσης της τιμής την ημερομηνία αποκοπής σε χρηματιστήρια όπως των Αθηνών, όπου δίνονται μεγάλα ετήσια μερίσματα και μικρά ticks.

Η κυριότερη επιπλοκή στα ευρήματα της έρευνας αυτής είναι ότι η συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής δεν αποδίδεται σε φορολογικούς παράγοντες. Με αυτή την έννοια, η μελέτη αυτή έρχεται να προστεθεί στη βιβλιογραφία που δε στηρίζει την επιρροή της

φορολογίας στα μερίσματα. Ακόμη, συμπεραίνουμε ότι η επίδραση παραγόντων μικροδομής που αναφέρονται σε προηγούμενες μελέτες, μπορεί να μην είναι οι καθοριστικοί παράγοντες. Με τον τρόπο αυτό η παρούσα εργασία συνεισφέρει στο να επαναπροσδιοριστεί η σχετική με το θέμα βιβλιογραφία και να αναζητηθούν ενδεχόμενοι παράγοντες που να εξηγούν εκτενέστερα τη συμπεριφορά αυτή στην τιμή της μετοχής. Όπως είπαμε και στην αρχή το παζλ είναι ακόμη ζωντανό και καλεί για εκτενέστερη έρευνα.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Μετά από 20 χρόνια συρρίκνωσης, το μέρισμα φαίνεται να επιστρέφει. Επιχειρήσεις, όπως η Microsoft, η Federal Express και η Viacom, έχουν αρχίσει να επιστρέφουν χρήματα για πρώτη φορά. Άλλες εταιρείες, όπως η BP, η οποία ανακοίνωσε πρόσφατα ενίσχυση του μερίσματος κατά 26%, έχουν αυξήσει κατά πολύ το ύψος της μερισματικής απόδοσης προς τους μετόχους τους. Για τους οικονομολόγους, αυτό αποτελεί ένα ενδιαφέρον αίνιγμα. Ο **Franco Modigliani και ο Merton Miller** έδειξαν πριν από 40 χρόνια ότι η αξία μιας επιχείρησης θα έπρεπε να καθορίζεται από τις επενδυτικές και οργανικές αποφάσεις και όχι από τις οικονομικές ή τις μερισματικές αποφάσεις. Οπότε, γιατί τα μερίσματα ήταν εκτός «μόδας» τις δεκαετίες του '80 και του '90; Και γιατί επιστρέφουν τώρα στο επίκεντρο; Σε μια έκθεση που δημοσιοποιήθηκε το 2000, ο Gene Fama και ο Ken French διαπίστωσαν πως το ποσοστό των αμερικανικών επιχειρήσεων που καταβάλλουν μέρισμα είχε μειωθεί από 66,5% το 1978 σε μόλις 20,8% το 1999. Μια εξήγηση γι' αυτό είναι ότι κατά τη διάρκεια της εν λόγω περιόδου υπήρξε σημαντική ενίσχυση των εισαγωγών μικρότερων εταιριών στις χρηματιστηριακές αγορές. Από τη στιγμή που οι «μικροί» παρήγαν ελάχιστα ή και καθόλου κέρδη και, υποθετικά, είχαν ισχυρές αναπτυξιακές προοπτικές, είχε νόημα για τις διοικήσεις η επανεπένδυση των χρημάτων αντί για την επιστροφή τους στους μετόχους.

Όμως, οι καθηγητές Fama και French ανακάλυψαν ότι δεν ήταν μόνο αυτό. Κατά το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, ακόμη και οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έγιναν διστακτικές στην αποπληρωμή μερίσματος.

Η προφανής εξήγηση είναι η φορολογία. Έως το 2003, τα μερίσματα φορολογούνταν στα χέρια των μετόχων σε υψηλότερο ποσοστό από τα κεφαλαιακά κέρδη. Εάν είναι σωστές οι υποθέσεις των καθηγητών Modigliani και Miller, η καταβολή μερίσματος ήταν ένας σίγουρος

τρόπος καταστροφής αξίας για τους μετόχους. Όμως, χρειάστηκε μια εικοσαετία για να το καταλάβουν τα στελέχη. Εάν τα μερίσματα δεν είχαν νόημα οικονομικά, γιατί καταβάλλονταν εξαρχής; Άλλωστε, οι αμερικανικές εταιρίες μπορούσαν να προχωρούν σε επαναγορές ιδίων μετοχών από το 1982, γεγονός που τους έδινε τη δυνατότητα να επιστρέφουν χρήματα στους μετόχους με πιο αποδοτική, φορολογικά, μέθοδο.

Ο **Malcolm Baker** από το Πανεπιστήμιο του Harvard και ο **Jeffrey Wurgler** από το Πανεπιστήμιο της Νέας Υόρκης προσπάθησαν να βρουν μια εξήγηση. Σε εργασία τους που δημοσιοποιήθηκε το 2002, εξέτασαν τη συμπεριφορά των αμερικανικών εταιριών από τη δεκαετία του '60. Διαπίστωσαν ότι ένα μεγάλο ποσοστό των εισηγμένων εταιριών κατέβαλε μέρισμα την πρώτη δεκαετία που καλύπτεται από την εργασία, το ποσοστό αυτό μειώθηκε στις αρχές της δεκαετίας του '70 και έγιναν δημοφιλή στο δεύτερο μισό της δεκαετίας, για να ξεκινήσουν τη μακροχρόνια συρρίκνωσή τους από το 1978. Οι ερευνητές εξέτασαν μια σειρά παραγόντων που θα μπορούσαν να εξηγήσουν την τάση. Ο Michael Jensen υποστήριξε ότι τα μερίσματα επιβάλλουν αυστηρή πειθαρχία στα στελέχη, αναγκάζοντάς τους να επικεντρώνονται στις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι οικονομολόγοι επισημαίνουν επίσης ότι το μέρισμα μπορεί να λειτουργεί ως μηχανισμός μετάδοσης πληροφοριών: μια αυξημένη μερισματική πληρωμή ενδέχεται να αποτελεί οίονό ότι η διοίκηση προσδοκά καλά αποτελέσματα στο μέλλον. Ως εκ τούτου, η εξαφάνιση του μερίσματος από το 1978 έως το 1999 ενδέχεται να είναι αποτέλεσμα καλύτερης εταιρικής διακυβέρνησης (που επέβαλε άλλες μορφές πειθαρχίας στις διοικήσεις) ή καλύτερου επιπέδου διαφάνειας (που μείωσε την ανάγκη για οίονους). Άλλοι πιθανοί παράγοντες που εξετάζονται από τους καθηγητές Wurgler και Baker είναι η διάδοση των stock options ως μορφής αποζημίωσης των στελεχών, κάτι που ενδέχεται να ενθάρρυνε τους managers να ενισχύουν την τιμή της μετοχής, αλλά και οι μεταβολές του επενδυτικού κλίματος, που επηρεάζουν την όρεξη των επενδυτών για "ασφαλείς" μετοχές με καλό μέρισμα. Ωστόσο, οι καθηγητές συμπεραίνουν ότι κανείς από τους ανωτέρω παράγοντες δεν

είναι ικανοποιητικός από μόνος του και οι μεταβολές στις μερισματικές πληρωμές οφείλονται σε μια πολύπλοκη αλληλεπίδραση δυνάμεων. Οπότε, σε τι οφείλεται η αυξημένη προθυμία για αποπληρωμή μερισμάτων τα τελευταία χρόνια; Πάλι η φορολογία είναι πιθανότατα μέρος της εξήγησης. Το Μάιο του 2003, το ποσοστό φορολόγησης των μερισμάτων μειώθηκε, σε σχέση με το ποσοστό φορολόγησης των κεφαλαιακών κερδών. Όμως, μια εργασία των καθηγητών Brandon Julio και Dave Ikenberry παρατηρεί ότι η επανεμφάνιση των μερισμάτων χρονολογείται από το τρίτο τρίμηνο του 2001, πολύ πριν εμφανιστούν οι φορολογικές ελαφρύνσεις στα μερίσματα. Οι καθηγητές Julio και Ikenberry συμπεραίνουν ότι ο καθοριστικός παράγοντας είναι η «ωρίμανση». Η σωρεία νέων εταιριών που έσπευσε στις χρηματιστηριακές αγορές κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '90 έχει μεγαλώσει και έχει αρκετά κέρδη ώστε να καταβάλλει μέρισμα. Οι παράγοντες των σημάτων προς την αγορά και της εταιρικής διακυβέρνησης ενδέχεται να διαδραματίζουν επίσης κάποιο ρόλο. Στον απόηχο των εταιρικών σκανδάλων του 2001 και του 2002, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να δείξουν ότι είναι ισχυρές. Ενώ τα κέρδη επιδέχονται χειραγώγηση, τα μερίσματα είναι ρευστό.

IX. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αληφαντής, Στ.Γεώργιος, “Λογιστικές Εργασίες Τέλους Χρήσης”, Εκδόσεις Πάμισος, 2002.

Αληφαντής, Στ.Γεώργιος, “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις: Νομοθεσία και Πρακτική”, Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

Bali, R. and G.L. Hite, “Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?” *Journal of Financial Economics*, Vol.53, 1998, pp. 127-159.

Barclay, M., “Dividends, Taxes and Common Stock Prices: the Ex-dividend Day Behavior of Common Stock Prices before the Income Tax”, *Journal of Financial Economics*, Vol.19, 1987, pp. 31-44.

Booth, L.D. and D.J. Johnston, “The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax changes and Clientele effects”, *Journal of Finance*, June 1984, pp.457-476.

Boyd, J. and Jagannathan, R., “Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks”, *Review of Financial Studies*, Vol.7, 1994, pp.1994.

Brealey, A.Richard and Stewart C.Myers, “Principles of Corporate Finance”, 7th edition, chapter 16, pp.433-455, 2003.

Brigham, F.Eugene and Michael C.Ehrhardt, “Financial Management: Theory and Practise”, 10th edition, chapter 18, pp.698-726, 2002.

Brigham, F.Eugene and Fred J.Weston, “Βασικές αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής”, 6^η έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση, κεφ.17, σελ.523-545, 1986.

Elton, E. and M.Gruber, “Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol.52, 1970, pp.68-74.

Fama, Eugene and Merton Miller, “Dividend policy: An Empirical Analysis”, *American Statistical Assn., Journal* 63, December 1968.

Frank, M. and R.Jagannathan, “Why Do Stock Prices drop by less than the Value of the Dividend? Evidence from a country without Taxes”, *Journal of Business*, Vol.62, 1989, pp.157-173.

Grammatikos, T., “Dividend Stripping, Risk Exposure, and the Effect of the 1984 Tax Reform Act on the Ex-dividend Day Behavior”, *Journal of Business*, Vol.62, 1989, pp.157-173.

Gordon, H.Roger and David F. Bradford, “Taxation and the stock market valuation of capital gains and dividends : Theory and empirical results”, *Journal of Public Economics*, Volume 14, Issue 2, October 1980, Pages 109-136.

Kalay, A., “The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect”, *Journal of Finance*, Vol.37, 1982, pp.1059-1070.

Kato, Kiyoski and Ury Loewenstein, “The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: the case of Japan”, *The Review of Financial Studies*, 1995.

Litzenberger, R. and K. Ramaswamy, “The Effect of Personal taxes and Dividends on Capital Asset Pricing”, *Journal of Financial Economics*, Vol.7, 1979, pp.163-195.

Miller, Merton and Franco Modigliani, “Dividend policy, Growth and the valuation of Shares”, *Journal of Business* 34, October 1961, pp.411-433.

Miller, Merton and Myron Scholes, “Dividends and Taxes: some Empirical Evidence”, Journal of Political Economy 90, December 1982, pp.1118-1141.

Milonas, Nikolaos, Travlos Nickolaos, Jason Zezhong Xiao and Cunkai Tan, “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market”, April 2002.

Milonas, Nikolaos and Travlos Nickolaos, “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange”, June 2001.

Poterba, James and Lawrence Summers, “New Evidence that Taxes Affect the valuation of Dividends”, Journal of Finance, Vol.39, 1984, pp.1397-1415.

Simon London: “Η αναγέννηση του μερίσματος”, The Financial Times Ltd.

Φίλιππας, Δ.Νικόλαος, “Αμοιβαία κεφάλαια και Χρηματιστηριακό περιβάλλον”, κεφ. 6 και 7, Globus Invest, Μάρτιος 2000.

Πληροφορίες αντλήθηκαν ακόμη μέσω Internet από τα sites:

www.imerisia.gr

www.naftemporiki.gr

www.ase.gr

www.euro2day.gr

www.stockrally.gr

www.ssrn.com

www.sciencedirect.com

▪ **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

Close 0: η τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής (P_0)

Close 1: η τιμή της μετοχής μια ημέρα πριν την αποκοπή (P_{-1})

Close 3: η τιμή της μετοχής τρεις ημέρες πριν την αποκοπή (P_{-3})

Index close 0: το κλείσιμο του δείκτη την ημερομηνία αποκοπής

Index close 1: το κλείσιμο του δείκτη μια ημέρα πριν την αποκοπή

Index close 3: το κλείσιμο του δείκτη τρεις ημέρες πριν την αποκοπή

Price Drop = $close1 - close 0$

RPR: raw price ratio = $(P_{-1}-P_0)/D$

MAPR: market-adjusted price ratio = $[P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/D$ όπου R_m η ημερήσια απόδοση του Γ.Δ.

RPD: raw price drop ratio = $(P_{-1}-P_0)/P_{-1}$

MAPD: market-adjusted price drop ratio = $[P_{-1}-(P_0)/(1+R_m)]/P_{-1}$

R_0^{3-day} : ex – dividend day return = $P_0 - P_{-3} + D / P_{-3}$

MAAR : market adjusted ex-dividend day abnormal return = $R_0 - R_m$

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

Symbol	Μετοχή	Ημ/νια Αποκοπή	Index	Close 0	Close 1	Close 3	Ετος	Μέρι- σμα	Index Close0	Index Close1	Index Close3	Dividend Yield	Price Drop	RPR	RPD	Rm	MAPR	MAPD	Ro 3-day	MAAR
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	14/7/2000	FTAse80	6,68	6,49	6,7	1999	0,12	4006,41	3926,73	3953,51	0,018489985	-0,19	-1,58333	-0,02928	0,020291693	-1,55184	-0,02869	0,014925373	-0,00536632
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	16/7/2001	FTAse80	3,1	3,26	3,28	2000	0,07	2314,08	2422,7	2435,65	0,021472393	0,16	2,285714	0,04908	-0,04483428	2,393003	0,051383	-0,033536585	0,01129769
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	3,12	3,2	3,06	2001	0,08	2218,98	2237,86	2205,06	0,025	0,08	1	0,025	-0,00843663	1,008508	0,025213	0,045751634	0,054188265
ΑΕΓΕΚ	ΑΕΓΕΚ (ΚΟ)	27/6/2003	FTAse80	1,59	1,64	1,64	2002	0,05	1901,48	1906,45	1881,27	0,030487805	0,05	1	0,030488	-0,00260694	1,002614	0,030567	1,10007E-16	0,00260694
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.(ΚΟ)	24/7/2000	FTAse80	7,09	7,23	7,33	1999	0,15	4041,82	4054,21	4044,13	0,020746888	0,14	0,933333	0,019364	-0,00305608	0,936194	0,019423	-0,012278308	0,009222226
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.(ΚΟ)	3/7/2001	FTAse80	4,5	4,7	5,04	2000	0,13	2682,8	2735,66	2697,81	0,027659574	0,2	1,538462	0,042553	-0,01932258	1,568774	0,043392	-0,081349206	-0,06202663
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.(ΚΟ)	8/7/2002	FTAse80	3,88	3,96	3,88	2001	0,13	2201,84	2197,87	2164,41	0,032828283	0,08	0,615385	0,020202	0,001806294	0,614275	0,020166	0,033505155	0,03169886
ΑΘΗΝΑ	ΑΘΗΝΑ Α.Τ.Ε.(ΚΟ)	18/8/2003	FTAse80	3,56	3,36	3,2	2002	0,05	2243,67	2190,81	2135,2	0,014880952	-0,2	-4	-0,05952	0,024128062	-3,90576	-0,05812	0,128125	0,103996938
ΑΛΚΟ	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	1,42	1,45	1,46	2001	0,02	2218,98	2237,86	2205,06	0,013793103	0,03	1,5	0,02069	-0,00843663	1,512763	0,020866	-0,01369863	0,005261999
ΑΛΚΟ	ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ (ΚΟ)	1/7/2003	FTAse80	1,16	1,17	1,14	2002	0,02	1867,79	1892,04	1906,45	0,017094017	0,01	0,5	0,008547	-0,01281685	0,506492	0,008658	0,035087719	0,047904573
ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	24/7/2000	FTAse80	9,66	9,61	10,02	1999	0,05	4041,82	4054,21	4044,13	0,005202914	-0,05	-1	-0,0052	-0,00305608	-1,00307	-0,00522	-0,030938124	0,027882041
ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	18/6/2001	FTAse80	4,18	4,02	4,16	2000	0,07	2843,4	2859,66	2899,32	0,017412935	-0,16	-2,28571	-0,0398	-0,00568599	-2,29879	-0,04003	0,021634615	0,027320606
ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	25/6/2002	FTAse80	5,52	5,8	5,56	2001	0,02	2242,88	2198,55	2193,43	0,003448276	0,28	14	0,048276	0,020163289	13,72329	0,047322	-0,003597122	0,023760412
ΑΛΜΥ	ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ (ΚΟ)	17/6/2003	FTAse80	3,82	3,74	3,78	2002	0,05	1954,96	1910,6	1896,58	0,013368984	-0,08	-1,6	-0,02139	0,023217837	-1,56369	-0,02091	0,023809524	0,000591686
ΑΛΤΕΚ	ΑΛΤΕΚ (ΚΟ)	4/7/2000	FTAse80	12,94	13,4	13,24	1999	0,35	3978,98	4020,29	4071,4	0,026119403	0,46	1,314286	0,034328	-0,01027538	1,327931	0,034685	0,003776435	0,014051813
ΑΛΤΕΚ	ΑΛΤΕΚ (ΚΟ)	25/6/2001	FTAse80	4,12	4,46	4,32	2000	0,15	2702,2	2786,39	2806,65	0,033632287	0,34	2,266667	0,076233	-0,03021472	2,337287	0,078608	-0,011574074	0,018640648
ΑΛΦΑ	ALPHA BANK (ΚΟ)	29/3/2000	FTAse20	44,45	45,21	45,88	1999	1,29	4754,29	4664,01	4685,17	0,02853351	0,76	0,589147	0,01681	0,019356734	0,57796	0,016491	-0,003051439	0,022408172
ΑΛΦΑ	ALPHA BANK (ΚΟ)	21/3/2001	FTAse20	30,02	30,1	29,19	2000	0,91	3073,5	3108,39	3125,67	0,030232558	0,08	0,087912	0,002658	-0,01122446	0,08891	0,002688	0,059609455	0,070833916
ΑΛΦΑ	ALPHA BANK (ΚΟ)	3/4/2002	FTAse20	16,54	17,46	18,04	2001	0,91	2201,33	2213,17	2282,21	0,052119129	0,92	1,010989	0,052692	-0,00534979	1,016427	0,052975	-0,0327051	0,027355307
ΑΛΦΑ	ALPHA BANK (ΚΟ)	9/5/2003	FTAse20	12,74	13,64	13,76	2002	0,4	1712,71	1749,95	1768,27	0,029325513	0,9	2,25	0,065982	-0,02128061	2,298922	0,067417	-0,04505814	0,023777532
ΑΣΤΑΚ	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	23/3/2000	FTAse80	24,93	26,88	29,73	1999	0,15	4650,77	4723,15	4849,07	0,005580357	1,95	13	0,072545	-0,01532452	13,20232	0,073674	-0,156407669	-0,14108315

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΑΣΤΑΚ	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	16/3/2001	FTAse80	12,36	12,4	13,56	2000	0,16	3125,67	3135,93	3231,03	0,012903226	0,04	0,25	0,003226	-0,00327176	0,250821	0,003236	-0,076696165	0,073424408	-
ΑΣΤΑΚ	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	20/3/2002	FTAse80	6,86	6,96	6,9	2001	0,2	2342,64	2358,08	2386,33	0,028735632	0,1	0,5	0,014368	-0,0065477	0,503295	0,014463	0,023188406	0,029736106	-
ΑΣΤΑΚ	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ (ΚΟ)	21/3/2003	FTAse80	4,12	4,14	4,16	2002	0,2	1570,39	1538,89	1538,15	0,048309179	0,02	0,1	0,004831	0,020469299	0,097994	0,004734	0,038461538	0,017992239	-
ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ(ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	16,3	16,33	16,63	1999	0,03	4020,29	4054,41	4098,09	0,00183711	0,03	1	0,001837	-0,00841553	1,008487	0,001853	-0,018039687	-0,00962416	-
ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ(ΚΟ)	26/6/2001	FTAse80	5,64	5,58	5,84	2000	0,06	2638,27	2702,2	2799,76	0,010752688	-0,06	-1	-0,01075	-0,0236585	-1,02423	-0,01101	-0,023972603	0,000314102	-
ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ(ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	5,16	5,14	5,4	2001	0,06	2218,98	2237,86	2205,06	0,011673152	-0,02	-0,33333	-0,00389	-0,00843663	-0,33617	-0,00392	-0,033333333	0,024896702	-
ΑΤΕΚ	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΕ(ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	3,56	3,4	3,64	2002	0,06	1892,04	1901,48	1906,51	0,017647059	-0,16	-2,66667	-0,04706	-0,00496455	-2,67997	-0,04729	-0,005494505	0,000529952	-
ΑΤΕΡΜ	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ Α,Ε, (ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	6,62	6,76	6,79	1999	0,04	4020,29	4054,41	4098,09	0,00591716	0,14	3,5	0,02071	-0,00841553	3,529704	0,020886	-0,019145803	0,010730275	-
ΑΤΕΡΜ	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ Α,Ε, (ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	2,49	2,57	2,59	2000	0,15	2735,66	2741,18	2698,19	0,058365759	0,08	0,533333	0,031128	-0,00201373	0,534409	0,031191	0,019305019	0,021318751	-
ΑΤΕΡΜ	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ Α,Ε, (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	2,5	2,5	2,49	2001	0,06	2218,98	2237,86	2205,06	0,024	0	0	0	-0,00843663	0	0	0,02811245	0,036549081	-
ΑΤΕΡΜ	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ Α,Ε, (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	1,47	1,55	1,5	2002	0,05	1892,04	1901,48	1906,51	0,032258065	0,08	1,6	0,051613	-0,00496455	1,607983	0,05187	0,013333333	0,018297887	-
ΑΤΛΑ	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	29/6/2001	FTAse80	2,11	2,08	2,02	2000	0,07	2741,18	2697,81	2638,27	0,033653846	-0,03	-0,42857	-0,01442	0,016076002	-0,42179	-0,01419	0,079207921	0,063131918	-
ΑΤΛΑ	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	1/7/2002	FTAse80	1,56	1,54	1,56	2001	0,04	2218,98	2237,86	2205,06	0,025974026	-0,02	-0,5	-0,01299	-0,00843663	-0,50425	-0,0131	0,025641026	0,034077657	-
ΑΤΛΑ	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	30/6/2003	FTAse80	1,32	1,39	1,41	2002	0,03	1892,04	1901,48	1906,51	0,021582734	0,07	2,333333	0,05036	-0,00496455	2,344975	0,050611	-0,042553191	0,037588638	-
ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙΚΑ GROUP	25/5/2000	FTAse80	11,43	10,46	11,4	1999	0,09	4560,84	4551,12	4691,93	0,008604207	-0,97	-10,7778	-0,09273	0,002135738	-10,7548	-0,09254	0,010526316	0,008390578	-
ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙΚΑ GROUP	1/8/2002	FTAse80	1,23	1,24	1,26	2001	0,06	2124,29	2115,39	2115,66	0,048387097	0,01	0,166667	0,008065	0,004207262	0,165968	0,008031	0,023809524	0,019602262	-
ΑΤΤΙΚ	ΑΤΤΙΚΑ GROUP	21/7/2003	FTAse80	1,09	1,03	0,97	2002	0,03	2073,01	2085,49	2085,41	0,029126214	-0,06	-2	-0,05825	-0,00598421	-2,01204	-0,0586	0,154639175	0,16062338	-
ΑΧΟΝ	ΑΧΟΝ Α,Ε, ΣΥΜΜ,(ΚΟ)	30/6/2000	FTAse80	8,72	8,73	9,1	1999	0,03	4054,41	4071,4	4173,35	0,003436426	0,01	0,333333	0,001145	-0,00417301	0,33473	0,00115	-0,038461538	0,034288527	-
ΑΧΟΝ	ΑΧΟΝ Α,Ε, ΣΥΜΜ,(ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	3,74	3,42	3,14	2000	0,05	2735,66	2741,18	2698,19	0,014619883	-0,32	-6,4	-0,09357	-0,00201373	-6,41291	-0,09376	0,207006369	0,209020101	-
ΑΧΟΝ	ΑΧΟΝ Α,Ε,	1/7/2002	FTAse80	3,18	3,4	3,5	2001	0,06	2218,98	2237,86	2205,06	0,017647059	0,22	3,666667	0,064706	-0,00843663	3,697864	0,065256	-0,074285714	-	-

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

	ΣΥΜΜ,(ΚΟ)																				0,065849083
AXON	AXON A.E, ΣΥΜΜ,(ΚΟ)	1/7/2003	FTAse80	3,26	3,34	3,3	2002	0,06	1867,79	1892,04	1906,45	0,017964072	0,08	1,333333	0,023952	-0,01281685	1,350644	0,024263	0,006060606	0,01887746	-
BETEP	VETERIN ABEE (KO)	10/7/2000	FTAse80	7,62	7,42	7,97	1999	0,08	3916,42	3914,03	4026,18	0,010781671	-0,2	-2,5	-0,02695	0,000610624	-2,49847	-0,02694	-0,033877039	0,034487663	-
BETEP	VETERIN ABEE (KO)	9/7/2001	FTAse80	4,06	4,26	4,26	2000	0,05	2545,01	2651,18	2648,42	0,011737089	0,2	4	0,046948	-0,04004632	4,166868	0,048907	-0,035211268	0,004835051	-
BETEP	VETERIN ABEE (KO)	15/7/2002	FTAse80	3,8	3,74	3,86	2001	0,05	2146,71	2137,4	2162,29	0,013368984	-0,06	-1,2	-0,01604	0,004355759	-1,1948	-0,01597	-0,002590674	0,006946433	-
BETEP	VETERIN ABEE (KO)	15/7/2003	FTAse80	2,47	2,3	2,16	2002	0,03	2078,12	2041,99	1990,98	0,013043478	-0,17	-5,66667	-0,07391	0,017693524	-5,56815	-0,07263	0,157407407	0,139713883	-
BIOT	BIOTEP A,E, (KO)	29/6/2000	FTAse80	5,37	5,32	5,02	1999	0,06	4071,4	4098,09	4041,37	0,011278195	-0,05	-0,83333	-0,0094	-0,00651279	-0,8388	-0,00946	0,081673307	0,088186097	-
BIOT	BIOTEP A,E, (KO)	2/7/2001	FTAse80	1,94	1,98	2,06	2000	0,04	2735,66	2741,18	2698,19	0,02020202	0,04	1	0,020202	-0,00201373	1,002018	0,020243	-0,038834951	-0,03682122	-
BIOT	BIOTEP A,E, (KO)	1/7/2003	FTAse80	1,41	1,44	1,43	2002	0,03	1867,79	1892,04	1906,45	0,020833333	0,03	1	0,020833	-0,01281685	1,012983	0,021104	0,006993007	0,019809861	-
BIOXK	BIOXALKO (KA)	28/6/2000	FTAse20	12,34	12,49	12	1999	0,05	4098,09	4173,35	4145,76	0,004003203	0,15	3	0,01201	-0,01803347	3,055094	0,01223	0,0325	0,050533474	-
BIOXK	BIOXALKO (KA)	13/7/2001	FTAse20	9,08	9,38	9,66	2000	0,07	2422,7	2506,02	2507,18	0,007462687	0,3	4,285714	0,031983	-0,03324794	4,433106	0,033083	-0,052795031	0,019547092	-
BIOXK	BIOXALKO (KA)	19/7/2002	FTAse20	6,74	6,92	6,56	2001	0,09	2123,51	2153,81	2124,21	0,01300578	0,18	2	0,026012	-0,01406809	2,028538	0,026383	0,041158537	0,05522663	-
BIOXK	BIOXALKO (KA)	7/7/2003	FTAse20	4,6	4,38	4,38	2002	0,1	2015,66	1946,7	1945,97	0,02283105	-0,22	-2,2	-0,05023	0,035424051	-2,12473	-0,04851	0,073059361	0,03763531	-
BYTE	BYTE COMPUTER AE (KO)	22/6/2000	FTAse80	13,6	13,39	14,12	1999	0,07	4193,1	4254,8	4369,16	0,005227782	-0,21	-3	-0,01568	-0,01450127	-3,04414	-0,01591	-0,031869688	0,017368419	-
BYTE	BYTE COMPUTER AE (KO)	29/6/2001	FTAse80	3	3,04	2,9	2000	0,04	2741,18	2697,81	2638,27	0,013157895	0,04	1	0,013158	0,016076002	0,984178	0,01295	0,048275862	0,03219986	-
BYTE	BYTE COMPUTER AE (KO)	27/6/2002	FTAse80	4,6	4,58	4,62	2001	0,07	2229,81	2205,06	2198,55	0,015283843	-0,02	-0,28571	-0,00437	0,011224184	-0,28254	-0,00432	0,010822511	0,000401674	-
BYTE	BYTE COMPUTER AE (KO)	27/6/2003	FTAse80	3,88	3,88	3,98	2002	0,08	1901,48	1906,45	1881,27	0,020618557	0	0	0	-0,00260694	0	0	-0,005025126	0,002418186	-
ΓΙΟΥΝ	UNISYSTEM A,E, (KO)	5/7/2000	FTAse80	15,84	15,68	16,26	1999	0,47	4026,18	3978,98	4054,41	0,02997449	-0,16	-0,34043	-0,0102	0,011862337	-0,33643	-0,01008	0,003075031	0,008787306	-
ΓΙΟΥΝ	UNISYSTEM A,E, (KO)	30/3/2001	FTAse80	7,58	7,78	7,84	2000	0,2	3044,55	3013,42	3057,89	0,025706941	0,2	1	0,025707	0,010330455	0,989775	0,025444	-0,007653061	0,017983516	-
ΓΙΟΥΝ	UNISYSTEM A,E, (KO)	31/5/2002	FTAse80	4,76	4,72	4,74	2001	0,12	2297,56	2263,24	2302,83	0,025423729	-0,04	-0,33333	-0,00847	0,015164101	-0,32835	-0,00835	0,029535865	0,014371764	-
ΓΙΟΥΝ	UNISYSTEM A,E, (KO)	17/6/2003	FTAse80	2,39	2,27	2,29	2002	0,1	1954,96	1910,6	1896,58	0,044052863	-0,12	-1,2	-0,05286	0,023217837	-1,17277	-0,05166	0,087336245	0,064118407	-
ΔΑΙΟΣ	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (KO)	4/7/2000	FTAse80	11,11	11,59	13,08	1999	0,11	3978,98	4020,29	4071,4	0,00949094	0,48	4,363636	0,041415	-0,01027538	4,40894	0,041845	-0,142201835	0,131926457	-

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΔΑΙΟΣ	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	3/7/2001	FTAse80	3,88	4	3,96	2000	0,05	2682,8	2735,66	2697,81	0,0125	0,12	2,4	0,03	-0,01932258	2,447288	0,030591	-0,007575758	0,011746819
ΔΑΙΟΣ	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	3/7/2002	FTAse80	3,18	3,2	3,28	2001	0,03	2164,41	2180,69	2237,86	0,009375	0,02	0,666667	0,00625	-0,00746553	0,671681	0,006297	-0,021341463	0,013875936
ΔΑΙΟΣ	ΔΑΪΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ (ΚΟ)	2/7/2003	FTAse80	3,3	3,14	3,06	2002	0,02	1945,97	1867,79	1901,48	0,006369427	-0,16	-8	-0,05096	0,041856954	-7,6786	-0,04891	0,08496732	0,043110366
ΔΕΗ	ΔΕΗ Α.Ε.	5/6/2003	FTAse20	14,32	14,52	13,8	2002	0,5	1832,08	1839,69	1768,85	0,034435262	0,2	0,4	0,013774	-0,00413657	0,401661	0,013831	0,073913043	0,07804961
ΕΒΕΡ	EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	29/12/2000	FTAse80	4,15	4,06	4,23	2000	0,03	3388,86	3377,34	3397,9	0,007389163	-0,09	-3	-0,02217	0,003410968	-2,9898	-0,02209	-0,011820331	0,015231299
ΕΒΕΡ	EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	2/1/2002	FTAse80	3,02	2,94	2,87	2001	0,04	2627,28	2591,56	2583,03	0,013605442	-0,08	-2	-0,02721	0,013783204	-1,97281	-0,02684	0,066202091	0,052418887
ΕΒΕΡ	EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	24/12/2002	FTAse80	2,92	2,87	2,71	2002	0,05	1765,16	1767,88	1800,46	0,017421603	-0,05	-1	-0,01742	-0,00153857	-1,00154	-0,01745	0,095940959	0,097479525
ΕΒΕΡ	EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	18/12/2003	FTAse80	3,2	3,18	3,18	2003	0,05	2187,81	2182,74	2201,76	0,01572327	-0,02	-0,4	-0,00629	0,002322769	-0,39907	-0,00627	0,022012579	0,01968981
ΕΔΡΙΠ	EURODRIP ΑΒΕΓΕ (ΚΟ)	26/6/2001	FTAse80	4,18	4,2	4,24	2000	0,05	2638,27	2702,2	2799,76	0,011904762	0,02	0,4	0,004762	-0,0236585	0,409693	0,004877	-0,002358491	0,02130001
ΕΔΡΙΠ	EURODRIP ΑΒΕΓΕ (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	2,67	2,81	2,8	2002	0,02	1892,04	1901,48	1906,51	0,007117438	0,14	7	0,049822	-0,00496455	7,034925	0,050071	-0,039285714	-0,03432116
ΕΕΕΚ	COCA COLA Η,Β,Σ, (ΚΟ)	21/4/2000	FTAse20	17,93	18,03	16,23	1999	0,25	4395,16	4314,11	3951,85	0,013865779	0,1	0,4	0,005546	0,018787189	0,392624	0,005444	0,120147874	0,101360685
ΕΛΓΕΚ	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	11/7/2000	FTAse80	11,3	11,18	11,81	1999	0,09	3953,51	3916,42	3968,83	0,008050089	-0,12	-1,33333	-0,01073	0,009470384	-1,32082	-0,01063	-0,035563082	0,045033466
ΕΛΓΕΚ	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	26/6/2001	FTAse80	2,96	3	3,18	2000	0,08	2638,27	2702,2	2799,76	0,026666667	0,04	0,5	0,013333	-0,0236585	0,512116	0,013656	-0,044025157	0,020366657
ΕΛΓΕΚ	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	28/6/2002	FTAse80	2,94	2,96	3	2001	0,07	2237,86	2229,81	2242,88	0,023648649	0,02	0,285714	0,006757	0,003610173	0,284687	0,006732	0,003333333	-0,00027684
ΕΛΓΕΚ	ΕΛΓΕΚΑ ΑΕ (ΚΟ)	24/6/2003	FTAse80	5,3	5,36	5,02	2002	0,06	1881,27	1887,62	1911,7	0,01119403	0,06	1	0,011194	-0,00336402	1,003375	0,011232	0,067729084	0,071093108
ΕΛΜΕΚ	ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	16/8/2000	FTAse80	4,15	4,5	4,13	1999	0,09	3750,84	3806,64	3675,56	0,02	0,35	3,888889	0,077778	-0,0146586	3,946743	0,078935	0,026634383	0,041292979
ΕΛΜΕΚ	ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	20/8/2001	FTAse80	1,9	1,98	1,95	2000	0,09	2687,05	2693,17	2690,46	0,045454545	0,08	0,888889	0,040404	-0,00227242	0,890913	0,040496	0,020512821	0,022785236
ΕΛΜΕΚ	ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	5/8/2002	FTAse80	1,33	1,39	1,39	2001	0,05	2087,52	2105,27	2115,39	0,035971223	0,06	1,2	0,043165	-0,00843122	1,210203	0,043532	-0,007194245	0,001236978
ΕΛΜΕΚ	ΕΛΜΕΚ ΣΠΟΡΤ (ΚΟ)	4/8/2003	FTAse80	2,09	2,09	1,91	2002	0,06	2190,9	2175,19	2146,77	0,028708134	0	0	0	0,007222358	0	0	0,12565445	0,118432093
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	5/7/2000	FTAse20	11,45	11,44	11,6	1999	0,16	4026,18	3978,98	4054,41	0,013986014	-0,01	-0,0625	-0,00087	0,011862337	-0,06177	-0,00086	0,000862069	0,011000268
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	6/6/2001	FTAse20	7,93	8,25	8,83	2000	0,21	2902,83	2910,55	3088,66	0,025454545	0,32	1,52381	0,038788	-0,00265242	1,527862	0,038891	-0,078142695	0,075490276
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	17/6/2002	FTAse20	5,92	6,06	6,24	2001	0,12	2220,1	2225	2291,84	0,01980198	0,14	1,166667	0,023102	-0,00220225	1,169242	0,023153	-0,032051282	0,029849035

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	22/4/2003	FTAse20	5,2	5,26	5,2	2002	0,15	1641,09	1633,06	1629,04	0,02851711	0,06	0,4	0,011407	0,004917149	0,398043	0,011351	0,028846154	0,023929004
ΕΛΠΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΚΟ)	22/4/2003	FTAse20	9,74	5,2	5,2	2002	0,15	1641,09	1633,06	1629,04	0,028846154	-4,54	-30,2667	-0,87308	0,004917149	-30,1186	-0,8688	0,901923077	0,897005928
ΕΛΤΕΧ	ΕΛ, ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	20/7/2000	FTAse20	11,2	11,23	11,25	1999	0,21	4063,05	4044,13	4081,52	0,018699911	0,03	0,142857	0,002671	0,004678386	0,142192	0,002659	0,014222222	0,009543837
ΕΛΤΕΧ	ΕΛ, ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	9/7/2001	FTAse20	5,98	6,34	6,26	2000	0,09	2545,01	2651,18	2648,42	0,014195584	0,36	4	0,056782	-0,04004632	4,166868	0,059151	-0,030351438	0,009694881
ΕΛΤΕΧ	ΕΛ, ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	16/5/2002	FTAse20	6,24	6,32	6,26	2001	0,12	2351,36	2346,55	2325,04	0,018987342	0,08	0,666667	0,012658	0,002049818	0,665303	0,012632	0,015974441	0,013924623
ΕΛΤΕΧ	ΕΛ, ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ	23/6/2003	FTAse20	5,06	5,18	5,56	2002	0,13	1887,62	1905,83	1950,44	0,025096525	0,12	0,923077	0,023166	-0,00955489	0,931982	0,02339	-0,066546763	-0,05699187
ΕΜΠ	EMPORIKI BANK (ΚΟ)	15/6/2000	FTAse20	50,54	51,83	52,3	1999	0,88	4393,08	4366,61	4379,32	0,016978584	1,29	1,465909	0,024889	0,006061911	1,457076	0,024739	-0,016826004	0,022887915
ΕΜΠ	EMPORIKI BANK (ΚΟ)	29/5/2001	FTAse20	51,88	54,77	53,57	2000	1,32	3132,41	3201,83	3181,99	0,024100785	2,89	2,189394	0,052766	-0,02168135	2,237915	0,053936	-0,006906851	0,0147745
ΕΜΠ	EMPORIKI BANK (ΚΟ)	31/5/2002	FTAse20	24,96	25,84	26,22	2001	1,4	2297,56	2263,24	2302,83	0,054179567	0,88	0,628571	0,034056	0,015164101	0,619182	0,033547	0,005339436	0,009824665
ΕΜΠ	EMPORIKI BANK (ΚΟ)	29/4/2003	FTAse20	12,48	12,48	11,44	2002	0,4	1665,28	1663,77	1641,09	0,032051282	0	0	0,000907577	0	0	0,125874126	0,124966549	
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	31/3/2000	FTAse20	46,81	46,83	46,41	1999	1,17	4793,47	4782,04	4664,01	0,024983985	0,02	0,017094	0,000427	0,002390193	0,017053	0,000426	0,033828916	0,031438723
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	11/4/2001	FTAse20	36,53	36,79	36,02	2000	1,09	3087,04	3073,88	3054,64	0,029627616	0,26	0,238532	0,007067	0,004281234	0,237515	0,007037	0,044419767	0,040138533
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	25/4/2002	FTAse20	18,37	19,02	18,47	2001	1,1	2206,42	2216,8	2204,43	0,057833859	0,65	0,590909	0,034175	-0,00468243	0,593689	0,034335	0,054141852	0,058824277
ΕΤΕ	ΕΘΝΙΚΗ (ΚΟ)	12/5/2003	FTAse20	11,57	12,25	12,85	2002	0,45	1704,88	1712,71	1781,95	0,036734694	0,68	1,511111	0,05551	-0,0045717	1,518051	0,055765	-0,06459144	0,060019738
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ (Κ)	20/6/2000	FTAse80	4,78	4,94	4,98	1999	0,19	4304,4	4369,16	4366,61	0,038461538	0,16	0,842105	0,032389	-0,01482207	0,854775	0,032876	-0,002008032	0,012814039
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ (Κ)	5/7/2001	FTAse80	2,65	2,66	2,68	2000	0,08	2654,18	2648,42	2735,66	0,030075188	0,01	0,125	0,003759	0,002174882	0,124729	0,003751	0,018656716	0,016481835
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ (Κ)	8/7/2002	FTAse80	2,26	2,26	2,27	2001	0,08	2201,84	2197,87	2164,41	0,03539823	0	0	0,001806294	0	0	0,030837004	0,02903071	
ΕΤΕΜ	ΕΤΕΜ (Κ)	3/7/2003	FTAse80	1,92	1,98	1,98	2002	0,09	1952,13	1945,97	1892,04	0,045454545	0,06	0,666667	0,030303	0,003165516	0,664563	0,030207	0,015151515	0,011985999
ΕΥΡΩΒ	EUROBANK ERGASIAS (ΚΟ)	26/5/2000	FTAse20	22,84	22,45	23,06	1999	0,29	4596,7	4560,84	4672,23	0,012917595	-0,39	-1,34483	-0,01737	0,007862587	-1,33434	-0,01724	0,003035559	0,004827027
ΕΥΡΩΒ	EUROBANK ERGASIAS (ΚΟ)	16/5/2001	FTAse20	16,45	16,69	16,89	2000	0,53	3039,61	3022,52	3120,39	0,031755542	0,24	0,45283	0,01438	0,005654222	0,450284	0,014299	0,005328597	0,000325626
ΕΥΡΩΒ	EUROBANK ERGASIAS (ΚΟ)	23/4/2002	FTAse20	12,56	12,94	13,08	2001	0,53	2200,18	2204,43	2203,27	0,040958269	0,38	0,716981	0,029366	-0,00192794	0,718366	0,029423	0,000764526	0,002692462

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΕΥΡΩΒ	EUROBANK ERGASIAS (KO)	20/5/2003	FTAse20	11,61	11,91	11,65	2002	0,47	1732,42	1734,94	1733,28	0,039462636	0,3	0,638298	0,025189	-0,0014525	0,639226	0,025226	0,036909871	0,038362371
ΗΛΕΑΘ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (KO)	10/11/2000	FTAse80	7,1	7,08	6,86	2000	0,21	3618,91	3636,99	3669,93	0,029661017	-0,02	-0,09524	-0,00282	-0,00497114	-0,09571	-0,00284	0,065597668	0,070568811
ΗΛΕΑΘ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (KO)	12/12/2001	FTAse80	5	5,12	5,26	2001	0,13	2605,3	2645,38	2704,12	0,025390625	0,12	0,923077	0,023438	-0,01515094	0,937278	0,023798	-0,024714829	0,009563886
ΗΛΕΑΘ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (KO)	18/12/2002	FTAse80	3,08	3,16	3,1	2002	0,1	1823,21	1825,89	1820,41	0,03164557	0,08	0,8	0,025316	-0,00146778	0,801176	0,025354	0,025806452	0,027274229
ΗΛΕΑΘ	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ (KO)	31/12/2003	FTAse80	3,66	3,88	3,68	2003	0,31	2263,58	2252,98	2209,45	0,079896907	0,22	0,709677	0,056701	0,00470488	0,706354	0,056436	0,078804348	0,074099468
HYATT	HYATT REGENCY (KO)	24/4/2000	FTAse20	11,42	12,16	10,89	1999	0,11	4362,79	4395,16	4257,85	0,009046053	0,74	6,727273	0,060855	-0,00736492	6,777186	0,061307	0,058769513	0,066134433
HYATT	HYATT REGENCY (KO)	4/7/2001	FTAse20	5,26	4,82	4,9	2000	0,15	2648,42	2682,8	2741,18	0,031120332	-0,44	-2,93333	-0,09129	-0,01281497	-2,97141	-0,09247	0,104081633	0,116896602
HYATT	HYATT REGENCY (KO)	3/7/2002	FTAse20	6,56	6,6	6,48	2001	0,18	2164,41	2180,69	2237,86	0,027272727	0,04	0,222222	0,006061	-0,00746553	0,223894	0,006106	0,040123457	0,047588984
HYATT	HYATT REGENCY (KO)	2/7/2003	FTAse20	7,66	7,82	8,06	2002	0,3	1945,97	1867,79	1901,48	0,038363171	0,16	0,533333	0,02046	0,041856954	0,511906	0,019638	-0,012406948	0,054263902
IATP	IATPIKO KENTPO (KO)	3/7/2000	FTAse80	13,07	13,63	14,32	1999	0,09	4020,29	4054,41	4098,09	0,006603081	0,56	6,222222	0,041086	-0,00841553	6,27503	0,041435	-0,081005587	0,072590059
IATP	IATPIKO KENTPO (KO)	2/7/2001	FTAse80	4	4,14	4,12	2000	0,1	2735,66	2741,18	2698,19	0,024154589	0,14	1,4	0,033816	-0,00201373	1,402825	0,033885	-0,004854369	0,002840638
IATP	IATPIKO KENTPO (KO)	1/7/2002	FTAse80	3,02	3,02	3,02	2001	0,07	2218,98	2237,86	2205,06	0,023178808	0	0	0	-0,00843663	0	0	0,023178808	0,031615439
IATP	IATPIKO KENTPO (KO)	1/7/2003	FTAse80	1,81	1,79	1,92	2002	0,04	1867,79	1892,04	1906,45	0,022346369	-0,02	-0,5	-0,01117	-0,01281685	-0,50649	-0,01132	-0,036458333	-0,02364148
INTKA	INTRAKOM (KO)	29/6/2000	FTAse20	33,45	34	33,77	1999	0,35	4071,4	4098,09	4041,37	0,010294118	0,55	1,571429	0,016176	-0,00651279	1,58173	0,016283	0,000888362	0,007401153
INTKA	INTRAKOM (KO)	2/7/2001	FTAse20	16,72	17,01	16,64	2000	0,38	2735,66	2741,18	2698,19	0,0223398	0,29	0,763158	0,017049	-0,00201373	0,764698	0,017083	0,027644231	0,029657962
INTKA	INTRAKOM (KO)	27/5/2002	FTAse20	9,58	10,1	10,2	2001	0,42	2298,42	2329,59	2367,07	0,041584158	0,52	1,238095	0,051485	-0,01338004	1,254886	0,052183	-0,019607843	0,006227806
INTKA	INTRAKOM (KO)	1/7/2003	FTAse20	5,52	5,76	5,74	2002	0,2	1867,79	1892,04	1906,45	0,034722222	0,24	1,2	0,041667	-0,01281685	1,21558	0,042208	-0,003484321	0,009332533
INFO	INFORMER A,E,	30/6/2000	FTAse80	13,42	13,44	14,63	1999	0,04	4054,41	4071,4	4173,35	0,00297619	0,02	0,5	0,001488	-0,00417301	0,502095	0,001494	-0,079972659	0,075799647
INFO	INFORMER A,E,	6/7/2001	FTAse80	6,76	6,76	6,76	2000	0,08	2651,18	2654,18	2682,8	0,01183432	0	0	0	-0,00113029	0	0	0,01183432	0,012964612
INFO	INFORMER A,E,	5/7/2002	FTAse80	6,18	6,28	6,22	2001	0,09	2197,87	2193,72	2180,69	0,01433121	0,1	1,111111	0,015924	0,001891764	1,109013	0,015894	0,008038585	0,006146821

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

INΦO	INFORMER A,E,	7/7/2003	FTAse80	3,42	3,3	3,3	2002	0,12	2015,66	1946,7	1945,97	0,036363636	-0,12	-1	-0,03636	0,035424051	-0,96579	-0,03512	0,072727273	0,037303222
ΠΠ	ΠΠΡΟΤΙΚΙ A,E,	18/8/2003	FTAse80	2,56	2,52	2,48	2002	0,08	2243,67	2190,81	2135,2	0,031746032	-0,04	-0,5	-0,01587	0,024128062	-0,48822	-0,0155	0,064516129	0,040388067
ΚΑΕ	Κ,Α,Ε, (ΚΟ)	6/7/2000	FTAse20	14,1	14,42	14,01	1999	0,35	3968,83	4026,18	4020,29	0,024271845	0,32	0,914286	0,022191	-0,01424427	0,927497	0,022512	0,031406138	0,04565041
ΚΑΕ	Κ,Α,Ε, (ΚΟ)	4/7/2001	FTAse20	13,1	13,46	14,04	2000	0,18	2648,42	2682,8	2741,18	0,013372957	0,36	2	0,026746	-0,01281497	2,025963	0,027093	-0,054131054	0,041316085
ΚΑΕ	Κ,Α,Ε, (ΚΟ)	6/6/2002	FTAse20	7,32	7,24	7,26	2001	0,11	2319,68	2290,92	2279,5	0,01519337	-0,08	-0,72727	-0,01105	0,012553908	-0,71826	-0,01091	0,023415978	0,010862069
ΚΑΕ	Κ,Α,Ε, (ΚΟ)	25/6/2003	FTAse20	11,02	11,22	10,96	2002	0,4	1906,51	1881,27	1905,83	0,035650624	0,2	0,5	0,017825	0,013416469	0,493381	0,017589	0,041970803	0,028554334
ΚΑΘΗ	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ (ΚΟ)	22/6/2000	FTAse80	18,05	18,4	19,55	1999	0,15	4193,1	4254,8	4369,16	0,008152174	0,35	2,333333	0,019022	-0,01450127	2,367668	0,019302	-0,069053708	0,054552439
ΚΑΘΗ	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ (ΚΟ)	21/6/2001	FTAse80	6,9	6,64	6,54	2000	0,15	2799,76	2806,65	2843,4	0,022590361	-0,26	-1,73333	-0,03916	-0,00245488	-1,7376	-0,03925	0,077981651	0,080436535
ΚΑΘΗ	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	4,62	4,72	4,96	2001	0,15	2218,98	2237,86	2205,06	0,031779661	0,1	0,666667	0,021186	-0,00843663	0,672339	0,021367	-0,038306452	-0,02986982
ΚΑΘΗ	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΑΕ (ΚΟ)	19/6/2003	FTAse80	4,3	4,3	4,14	2002	0,1	1911,7	1950,44	1910,6	0,023255814	0	0	0	-0,01986218	0	0	0,062801932	0,082664117
ΚΑΛΣΚ	ΚΑΛ,ΣΙΜΟΣ (Κ)	20/7/2001	FTAse80	2,82	3,06	2,8	2000	0,08	2507,28	2588,12	2346,12	0,026143791	0,24	3	0,078431	-0,03123503	3,096726	0,08096	0,035714286	0,066949313
ΚΑΛΣΚ	ΚΑΛ,ΣΙΜΟΣ (Κ)	19/7/2002	FTAse80	2,85	2,89	2,86	2001	0,05	2123,51	2153,81	2124,21	0,017301038	0,04	0,8	0,013841	-0,01406809	0,811415	0,014038	0,013986014	0,028054107
ΚΑΛΣΚ	ΚΑΛ,ΣΙΜΟΣ (Κ)	18/7/2003	FTAse80	3,56	3,52	3,62	2002	0,1	2085,49	2063,78	2078,12	0,028409091	-0,04	-0,4	-0,01136	0,010519532	-0,39584	-0,01125	0,011049724	0,000530192
ΚΑΡΔ	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	10/7/2000	FTAse80	10,52	10,8	11,12	1999	0,01	3916,42	3914,03	4026,18	0,000925926	0,28	28	0,025926	0,000610624	27,98291	0,02591	-0,053057554	0,053668178
ΚΑΡΔ	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	10/7/2001	FTAse80	5,74	5,9	6,06	2000	0,04	2507,18	2545,01	2654,18	0,006779661	0,16	4	0,027119	-0,01486438	4,060355	0,027528	-0,04620462	0,031340239
ΚΑΡΔ	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	3,72	3,84	3,78	2001	0,04	2218,98	2237,86	2205,06	0,010416667	0,12	3	0,03125	-0,00843663	3,025525	0,031516	-0,005291005	0,003145626
ΚΑΡΔ	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	2,93	2,97	2,98	2002	0,02	1892,04	1901,48	1906,51	0,006734007	0,04	2	0,013468	-0,00496455	2,009979	0,013535	-0,010067114	-0,00510256
ΚΑΤΣΚ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)	5/7/2000	FTAse80	4,32	4,12	4,21	1999	0,1	4026,18	3978,98	4054,41	0,024271845	-0,2	-2	-0,04854	0,011862337	-1,97655	-0,04797	0,049881235	0,038018899
ΚΑΤΣΚ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)	18/6/2001	FTAse80	2,36	2,34	2,3	2000	0,15	2843,4	2859,66	2899,32	0,064102564	-0,02	-0,13333	-0,00855	-0,00568599	-0,1341	-0,0086	0,091304348	0,096990338
ΚΑΤΣΚ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)	7/6/2002	FTAse80	2,71	2,72	2,7	2001	0,09	2295,93	2319,68	2258,29	0,033088235	0,01	0,111111	0,003676	-0,01023848	0,11226	0,003715	0,037037037	0,047275518
ΚΑΤΣΚ	ΚΑΤΣΕΛΗΣ (ΚΟ)	17/6/2003	FTAse80	2,54	2,51	2,52	2002	0,05	1954,96	1910,6	1896,58	0,019920319	-0,03	-0,6	-0,01195	0,023217837	-0,58639	-0,01168	0,027777778	0,00455994
ΚΛΕΜ	KLEEMANN HELLAS	4/7/2000	FTAse80	11,78	11,94	12,18	1999	0,14	3978,98	4020,29	4071,4	0,011725293	0,16	1,142857	0,0134	-0,01027538	1,154722	0,013539	-0,02134647	0,011071091
ΚΛΕΜ	KLEEMANN HELLAS	27/6/2001	FTAse80	6,38	6,3	6,76	2000	0,2	2698,19	2638,27	2786,39	0,031746032	-0,08	-0,4	-0,0127	0,022711853	-0,39112	-0,01242	-0,026627219	0,049339072

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΚΛΕΜ	KLEEMANN HELLAS	28/5/2002	FTAse80	5,86	6,08	6,4	2001	0,2	2302,83	2298,42	2346,2	0,032894737	0,22	1,1	0,036184	0,001918709	1,097893	0,036115	-0,053125	0,055043709	-
ΚΛΕΜ	KLEEMANN HELLAS	19/6/2003	FTAse80	4,44	4,74	4,38	2002	0,2	1911,7	1950,44	1910,6	0,042194093	0,3	1,5	0,063291	-0,01986218	1,530397	0,064574	0,059360731	0,079222916	-
ΚΟΡΑ	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (ΚΟ)	29/6/2000	FTAse80	18,54	18,58	17,87	1999	0,15	4071,4	4098,09	4041,37	0,008073197	0,04	0,266667	0,002153	-0,00651279	0,268415	0,002167	0,045886961	0,052399751	-
ΚΟΡΑ	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (ΚΟ)	29/6/2001	FTAse80	4,36	4,38	4,31	2000	0,26	2741,18	2697,81	2638,27	0,059360731	0,02	0,076923	0,004566	0,016076002	0,075706	0,004494	0,071925754	0,055849752	-
ΚΟΡΑ	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	2,44	2,48	2,54	2001	0,06	2218,98	2237,86	2205,06	0,024193548	0,04	0,666667	0,016129	-0,00843663	0,672339	0,016266	-0,015748031	-0,0073114	-
ΚΟΣΜΟ	COSMOTE (ΚΟ)	13/6/2001	FTAse20	10,58	10,4	10,52	2000	0,05	2899,32	2887,92	2961,05	0,004807692	-0,18	-3,6	-0,01731	0,003947478	-3,58584	-0,01724	0,010456274	0,006508796	-
ΚΟΣΜΟ	COSMOTE (ΚΟ)	12/6/2002	FTAse20	10,3	10,42	10,36	2001	0,15	2291,84	2304,51	2295,93	0,014395393	0,12	0,8	0,011516	-0,00549791	0,804423	0,01158	0,008687259	0,014185174	-
ΚΟΣΜΟ	COSMOTE (ΚΟ)	4/6/2003	FTAse20	9,3	9,36	9,16	2002	0,35	1839,69	1779,98	1707,54	0,037393162	0,06	0,171429	0,00641	0,033545321	0,165865	0,006202	0,05349345	0,019948129	-
ΚΟΥΕΣ	INFO QUEST AEBE (ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	14,45	14,96	15,42	1999	0,09	4020,29	4054,41	4098,09	0,006016043	0,51	5,666667	0,034091	-0,00841553	5,714759	0,03438	-0,057068742	0,048653214	-
ΚΟΥΕΣ	INFO QUEST AEBE (ΚΟ)	25/6/2001	FTAse80	5,4	5,6	5,52	2000	0,15	2702,2	2786,39	2806,65	0,026785714	0,2	1,333333	0,035714	-0,03021472	1,374875	0,036827	0,005434783	0,035649505	-
ΛΑΒΙ	LAVIPHARM (ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	6,37	6,53	6,72	1999	0,05	4020,29	4054,41	4098,09	0,007656968	0,16	3,2	0,024502	-0,00841553	3,227158	0,02471	-0,044642857	0,036227329	-
ΛΑΒΙ	LAVIPHARM (ΚΟ)	21/6/2001	FTAse80	3,18	3,1	3,2	2000	0,06	2799,76	2806,65	2843,4	0,019354839	-0,08	-1,33333	-0,02581	-0,00245488	-1,33661	-0,02587	0,0125	0,014954884	-
ΛΑΒΙ	LAVIPHARM (ΚΟ)	27/6/2002	FTAse80	2,03	2,03	2,03	2001	0,06	2229,81	2205,06	2198,55	0,02955665	0	0	0,011224184	0	0	0,02955665	0,018332466	-	
ΛΑΒΙ	LAVIPHARM (ΚΟ)	20/6/2003	FTAse80	1,55	1,61	1,6	2002	0,04	1905,83	1911,7	1954,96	0,02484472	0,06	1,5	0,037267	-0,00307057	1,50462	0,037382	-0,00625	0,003179435	-
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	13,39	13,73	13,63	1999	0,07	4020,29	4054,41	4098,09	0,005098325	0,34	4,857143	0,024763	-0,00841553	4,898365	0,024973	-0,012472487	0,004056959	-
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)	18/6/2001	FTAse80	7,99	8,01	8,17	2000	0,15	2843,4	2859,66	2899,32	0,018726592	0,02	0,133333	0,002497	-0,00568599	0,134096	0,002511	-0,003671971	0,00201402	-
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)	10/6/2002	FTAse80	6,79	7,66	8,03	2001	0,07	2305,85	2295,93	2290,92	0,009138381	0,87	12,42857	0,113577	0,004320689	12,3751	0,113088	-0,145703611	0,150024301	-
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	4,6	4,68	4,76	2002	0,02	1892,04	1901,48	1906,51	0,004273504	0,08	4	0,017094	-0,00496455	4,019957	0,017179	-0,029411765	0,024447211	-
ΛΥΚ	INFORM Π,ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	12/4/2000	FTAse80	33,94	34,43	34,63	1999	0,26	4877,91	4916,25	4934,81	0,007551554	0,49	1,884615	0,014232	-0,00779863	1,899428	0,014344	-0,012416979	0,004618352	-
ΛΥΚ	INFORM Π,ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	11/4/2001	FTAse80	19,84	20,48	20,32	2000	0,4	3087,04	3073,88	3054,64	0,01953125	0,64	1,6	0,03125	0,004281234	1,593179	0,031117	-0,003937008	0,008218242	-
ΛΥΚ	INFORM Π,ΛΥΚΟΣ	18/6/2002	FTAse80	7,67	7,91	7,87	2001	0,27	2214,94	2220,1	2277,55	0,034134008	0,24	0,888889	0,030341	-0,00232422	0,89096	0,030412	0,008894536	0,011218756	-

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

	(ΚΟ)																				
ΛΥΚ	INFORM Π,ΛΥΚΟΣ (ΚΟ)	8/5/2003	FTAse80	4,42	4,88	4,88	2002	0,21	1749,95	1781,95	1751,87	0,043032787	0,46	2,190476	0,094262	-0,01795786	2,230532	0,095986	-0,051229508	0,033271653	-
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	12/6/2000	FTAse80	7,2	7,36	7,15	1999	0,15	4379,32	4436,45	4348,85	0,020380435	0,16	1,066667	0,021739	-0,01287741	1,080582	0,0222023	0,027972028	0,040849441	-
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	2,03	2,11	2,18	2000	0,07	2735,66	2741,18	2698,19	0,033175355	0,08	1,142857	0,037915	-0,00201373	1,145163	0,037991	-0,036697248	0,034683516	-
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	20/6/2002	FTAse80	1,94	2,01	2,02	2001	0,1	2179,63	2193,43	2220,1	0,049751244	0,07	0,7	0,034826	-0,00629152	0,704432	0,035046	0,00990099	0,016192506	-
ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	1,95	2,03	1,96	2002	0,03	1892,04	1901,48	1906,51	0,014778325	0,08	2,666667	0,039409	-0,00496455	2,679972	0,039605	0,010204082	0,015168636	-
ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΪΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	29/5/2000	FTAse80	13,81	13,77	13,56	1999	0,29	4593,95	4596,7	4551,12	0,021060276	-0,04	-0,13793	-0,0029	-0,00059826	-0,13801	-0,00291	0,039823009	0,040421264	-
ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΪΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ (ΚΟ)	25/6/2001	FTAse80	3,5	3,66	3,8	2000	0,09	2702,2	2786,39	2806,65	0,024590164	0,16	1,777778	0,043716	-0,03021472	1,833166	0,045078	-0,055263158	0,025048436	-
ΜΟΗ	MOTOR OIL HELLAS (ΚΟ)	3/6/2002	FTAse20	8,26	8,5	8,52	2001	0,53	2279,5	2297,56	2298,79	0,062352941	0,24	0,45283	0,028235	-0,00786051	0,456418	0,028459	0,031690141	0,039550654	-
ΜΟΗ	MOTOR OIL HELLAS (ΚΟ)	2/6/2003	FTAse20	6,88	7	6,84	2002	0,3	1768,85	1707,54	1708,08	0,042857143	0,12	0,4	0,017143	0,035905455	0,386136	0,016549	0,049707602	0,013802148	-
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	3/7/2000	FTAse80	6,24	6,32	6,24	1999	0,05	4020,29	4054,41	4098,09	0,007911392	0,08	1,6	0,012658	-0,00841553	1,613579	0,012766	0,008012821	0,016428348	-
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	3/7/2001	FTAse80	1,98	2,03	2,05	2000	0,02	2682,8	2735,66	2697,81	0,009852217	0,05	2,5	0,024631	-0,01932258	2,549258	0,025116	-0,024390244	0,005067667	-
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	1,66	1,67	1,66	2001	0,02	2218,98	2237,86	2205,06	0,011976048	0,01	0,5	0,005988	-0,00843663	0,504254	0,006039	0,012048193	0,020484824	-
ΜΟΧΛ	ΜΟΧΛΟΣ (ΚΟ)	1/7/2003	FTAse80	0,82	0,81	0,83	2002	0,02	1867,79	1892,04	1906,45	0,024691358	-0,01	-0,5	-0,01235	-0,01281685	-0,50649	-0,01251	0,012048193	0,024865047	-
ΜΠΕΛΑ	JUMBO Α,Ε,Ε,(ΚΟ)	19/12/2000	FTAse80	2,45	2,48	2,5	2000	0,04	3462,48	3529,69	3588,84	0,016129032	0,03	0,75	0,012097	-0,01904133	0,764558	0,012332	-0,004	0,015041332	-
ΜΠΕΛΑ	JUMBO Α,Ε,Ε,(ΚΟ)	15/10/2001	FTAse80	2,71	2,75	2,72	2001	0,07	2262,29	2260,1	2237,1	0,025454545	0,04	0,571429	0,014545	0,000968984	0,570875	0,014531	0,022058824	0,02108984	-
ΜΠΕΛΑ	JUMBO Α,Ε,Ε,(ΚΟ)	15/11/2002	FTAse80	3,1	3,16	3,16	2002	0,1	1830,54	1809,94	1828,23	0,03164557	0,06	0,6	0,018987	0,011381593	0,593248	0,018774	0,012658228	0,001276635	-
ΜΠΕΛΑ	JUMBO Α,Ε,Ε,(ΚΟ)	18/12/2003	FTAse80	4,48	4,52	4,6	2003	0,12	2187,81	2182,74	2201,76	0,026548673	0,04	0,333333	0,00885	0,002322769	0,332561	0,008829	1,68947E-16	0,002322769	-
ΜΠΕΝΚ	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ (ΚΟ)	24/7/2000	FTAse80	8,74	8,98	9,29	1999	0,19	4041,82	4054,21	4044,13	0,021158129	0,24	1,263158	0,026726	-0,00305608	1,26703	0,026808	-0,038751346	0,035695263	-
ΜΠΕΝΚ	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ (ΚΟ)	24/7/2001	FTAse80	6,6	6,56	6,54	2000	0,22	2615,93	2592	2588,12	0,033536585	-0,04	-0,18182	-0,0061	0,009232253	-0,18015	-0,00604	0,042813456	0,033581203	-
ΜΠΕΝΚ	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	7,49	7,47	7,32	2001	0,21	2218,98	2237,86	2205,06	0,02811245	-0,02	-0,09524	-0,00268	-0,00843663	-0,09605	-0,0027	0,051912568	0,0603492	-
ΜΠΕΝΚ	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	5,6	5,74	5,72	2002	0,2	1892,04	1901,48	1906,51	0,034843206	0,14	0,7	0,02439	-0,00496455	0,703493	0,024512	0,013986014	0,018950568	-
ΜΠΣΤΚ	ΜΠ,ΣΤΑΘΗΣ (ΚΟ)	18/5/2000	FTAse80	9,1	8,75	8,93	1999	0,21	4740,79	4703,61	4686,75	0,024	-0,35	-1,66667	-0,04	0,007904567	-1,6536	-0,03969	0,042553191	0,034648625	-
ΜΠΣΤΚ	ΜΠ,ΣΤΑΘΗΣ (ΚΟ)	23/7/2001	FTAse80	4,84	4,88	4,88	2000	0,17	2592	2507,28	2452,59	0,034836066	0,04	0,235294	0,008197	0,033789605	0,227603	0,007929	0,026639344	-0,00715026	-

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΜΠΣΤΚ	ΜΠ,ΣΤΑΘΗΣ (ΚΟ)	8/7/2002	FTAse80	5,12	5,12	5	2001	0,24	2201,84	2197,87	2164,41	0,046875	0	0	0	0,001806294	0	0	0,072	0,070193706
ΜΠΣΤΚ	ΜΠ,ΣΤΑΘΗΣ (ΚΟ)	22/4/2003	FTAse80	4,76	5,02	4,98	2002	0,32	1641,09	1633,06	1629,04	0,06374502	0,26	0,8125	0,051793	0,004917149	0,808524	0,051539	0,020080321	0,015163172
ΜΠΤΚ	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ	18/4/2000	FTAse80	8,56	8,51	10,23	1999	0,15	3951,85	4064,85	4724,84	0,017626322	-0,05	-0,33333	-0,00588	-0,0277993	-0,34286	-0,00604	-0,1485826	0,120783296
ΜΠΤΚ	ΜΠΗΤΡΟΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ	2/7/2001	FTAse80	2,27	2,29	2,29	2000	0,03	2735,66	2741,18	2698,19	0,013100437	0,02	0,666667	0,008734	-0,00201373	0,668012	0,008751	0,004366812	0,006380544
ΝΕΟΧΗ	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ	9/7/2003	FTAse80	3,41	3,4	2,93	2002	0,07	1996,93	2006,71	1946,7	0,020588235	-0,01	-0,14286	-0,00294	-0,00487365	-0,14356	-0,00296	0,187713311	0,192586959
ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ (ΚΟ)	17/7/2000	FTAse80	5,25	5,08	4,8	1999	0,06	4081,52	4006,41	3920,57	0,011811024	-0,17	-2,83333	-0,03346	0,018747457	-2,78119	-0,03285	0,10625	0,087502543
ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ (ΚΟ)	13/8/2001	FTAse80	3,22	3,32	3,32	2000	0,06	2611,12	2624,08	2635,84	0,018072289	0,1	1,666667	0,03012	-0,00493887	1,674939	0,03027	-0,012048193	0,007109319
ΝΗΡ	ΝΗΡΕΥΣ (ΚΟ)	23/7/2002	FTAse80	2,05	2,12	2,27	2001	0,06	2085,89	2083,34	2153,81	0,028301887	0,07	1,166667	0,033019	0,001223996	1,16524	0,032979	-0,070484581	0,071708578
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ Π,Γ, ΑΒΕΕ (ΚΟ)	9/5/2000	FTAse80	11,74	11,1	10,64	1999	0,15	4454,01	4475,06	4358,26	0,013513514	-0,64	-4,26667	-0,05766	-0,00470385	-4,28683	-0,05793	0,117481203	0,122185051
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ Π,Γ, ΑΒΕΕ (ΚΟ)	22/6/2001	FTAse80	3,34	3,38	3,4	2000	0,15	2786,39	2799,76	2832,97	0,044378698	0,04	0,266667	0,011834	-0,00477541	0,267946	0,011891	0,026470588	0,031245998
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ Π,Γ, ΑΒΕΕ (ΚΟ)	25/4/2002	FTAse80	3,52	3,66	3,62	2001	0,16	2206,42	2216,8	2204,43	0,043715847	0,14	0,875	0,038251	-0,00468243	0,879116	0,038431	0,016574586	0,021257011
ΝΙΚΑΣ	ΝΙΚΑΣ Π,Γ, ΑΒΕΕ (ΚΟ)	12/5/2003	FTAse80	4,1	4,2	4,24	2002	0,17	1704,88	1712,71	1781,95	0,04047619	0,1	0,588235	0,02381	-0,0045717	0,590937	0,023919	0,007075472	0,011647174
ΟΛΘ	ΟΛΘ Α,Ε,	18/6/2002	FTAse80	5,76	5,88	5,98	2001	0,15	2214,94	2220,1	2277,55	0,025510204	0,12	0,8	0,020408	-0,00232422	0,801864	0,020456	-0,011705686	0,009381466
ΟΛΘ	ΟΛΘ Α,Ε,	13/6/2003	FTAse80	6,7	6,9	7	2002	0,16	1910,6	1928,19	1863,47	0,023188406	0,2	1,25	0,028986	-0,00912254	1,261508	0,029252	-0,02	0,010877455
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	27/6/2001	FTAse20	4,32	4,24	4,58	2000	0,02	2698,19	2638,27	2786,39	0,004716981	-0,08	-4	-0,01887	0,022711853	-3,91117	-0,01845	-0,052401747	-0,0751136
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	25/6/2002	FTAse20	9,86	9	7,88	2001	0,43	2242,88	2198,55	2193,43	0,047777778	-0,86	-2	-0,09556	0,020163289	-1,96047	-0,09367	0,305837563	0,285674274
ΟΠΑΠ	ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	9/6/2003	FTAse20	8,84	9,2	9,3	2002	0,4	1868,46	1876,64	1839,69	0,043478261	0,36	0,9	0,03913	-0,00435885	0,90394	0,039302	-0,006451613	0,002092759
ΟΤΕ	ΟΤΕ(ΚΟ)	30/6/2000	FTAse20	25,27	25,88	26,02	1999	0,65	4054,41	4071,4	4173,35	0,02511592	0,61	0,938462	0,02357	-0,00417301	0,942394	0,023669	-0,003843198	0,000329814
ΟΤΕ	ΟΤΕ(ΚΟ)	26/6/2001	FTAse20	15,2	15,86	16,04	2000	0,7	2638,27	2702,2	2799,76	0,044136192	0,66	0,942857	0,041614	-0,0236585	0,965704	0,042623	-0,00872818	0,014930321
ΟΤΕ	ΟΤΕ(ΚΟ)	20/6/2002	FTAse20	15,38	16,28	16,48	2001	0,7	2179,63	2193,43	2220,1	0,042997543	0,9	1,285714	0,055283	-0,00629152	1,293855	0,055633	-0,024271845	0,017980329
ΟΤΕ	ΟΤΕ(ΚΟ)	1/7/2003	FTAse20	9,54	10,3	10,24	2002	0,7	1867,79	1892,04	1906,45	0,067961165	0,76	1,085714	0,073786	-0,01281685	1,09981	0,074744	-1,0842E-16	0,012816854
ΟΤΟΕΛ	AUTOHELLAS A.E,	15/6/2000	FTAse80	17,52	17,81	17,52	1999	0,13	4393,08	4366,61	4379,32	0,00729927	0,29	2,230769	0,016283	0,006061911	2,217328	0,016185	0,007420091	0,001358181

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

	(ΚΟ)																			
ΟΤΟΕΛ	AUTOHELLAS Α,Ε, (ΚΟ)	22/6/2001	FTAse80	6,6	6,68	6,76	2000	0,25	2786,39	2799,76	2832,97	0,03742515	0,08	0,32	0,011976	-0,00477541	0,321535	0,012034	0,013313609	0,018089019
ΟΤΟΕΛ	AUTOHELLAS Α,Ε, (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	6	6,04	5,94	2001	0,28	2218,98	2237,86	2205,06	0,046357616	0,04	0,142857	0,006623	-0,00843663	0,144073	0,006679	0,057239057	0,065675689
ΟΤΟΕΛ	AUTOHELLAS Α,Ε, (ΚΟ)	23/5/2003	FTAse80	4,88	5,16	5,12	2002	0,35	1690,93	1700,09	1732,42	0,067829457	0,28	0,8	0,054264	-0,00538795	0,804334	0,054558	0,021484375	0,026872325
ΠΕΙΡ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	31/3/2000	FTAse20	22,04	22,57	22,13	1999	0,67	4793,47	4782,04	4664,01	0,029685423	0,53	0,791045	0,023482	0,002390193	0,789159	0,023427	0,026208766	0,023818573
ΠΕΙΡ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	12/4/2001	FTAse20	14,28	13,48	12,96	2000	0,29	3159,47	3087,04	3030,16	0,021513353	-0,8	-2,75862	-0,05935	0,023462605	-2,69538	-0,05799	0,124228395	0,10076579
ΠΕΙΡ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	16/5/2002	FTAse20	7,36	7,56	7,32	2001	0,27	2351,36	2346,55	2325,04	0,035714286	0,2	0,740741	0,026455	0,002049818	0,739225	0,026401	0,042349727	0,040299909
ΠΕΙΡ	ΠΕΙΡΑΙΩΣ (ΚΟ)	1/4/2003	FTAse20	4,72	4,97	4,96	2002	0,25	1474,65	1467,3	1539,4	0,050301811	0,25	1	0,050302	0,005009201	0,995016	0,050051	0,002016129	0,002993072
ΠΗΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ Α,Ε, (ΚΟ)	26/6/2000	FTAse80	8,53	8,83	9,29	1999	0,07	4041,37	4145,76	4254,8	0,00792752	0,3	4,285714	0,033975	-0,02517994	4,396416	0,034853	-0,074273412	0,049093469
ΠΗΓΑΣ	ΠΗΓΑΣΟΣ Α,Ε, (ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	2,56	2,63	2,55	2000	0,05	2735,66	2741,18	2698,19	0,019011407	0,07	1,4	0,026616	-0,00201373	1,402825	0,02667	0,023529412	0,025543143
ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤ, ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	24/8/2000	FTAse80	5,17	5,34	5,15	1999	0,03	3676,62	3751,16	3752,16	0,005617978	0,17	5,666667	0,031835	-0,01987119	5,781553	0,032481	0,009708738	0,029579924
ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤ, ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	23/8/2001	FTAse80	2,52	2,51	2,46	2000	0,02	2696,98	2691,12	2687,05	0,007968127	-0,01	-0,5	-0,00398	0,002177532	-0,49891	-0,00398	0,032520325	0,030342793
ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤ, ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	21/8/2002	FTAse80	1,62	1,61	1,59	2001	0,02	2204,95	2175,23	2160,27	0,01242236	-0,01	-0,5	-0,00621	0,013662923	-0,49326	-0,00613	0,031446541	0,017783618
ΠΛΑΘ	ΠΛΑΣΤ, ΘΡΑΚΗΣ (ΚΑ)	14/8/2003	FTAse80	1,69	1,67	1,68	2002	0,03	2190,81	2162,22	2132,22	0,017964072	-0,02	-0,66667	-0,01198	0,013222521	-0,65797	-0,01182	0,023809524	0,010587003
ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	6/7/2000	FTAse80	18,8	19,96	20,62	1999	0,11	3968,83	4026,18	4020,29	0,005511022	1,16	10,54545	0,058116	-0,01424427	10,69784	0,058956	-0,082929195	0,068684924
ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	6/7/2001	FTAse80	6,26	6,32	6,56	2000	0,11	2651,18	2654,18	2682,8	0,017405063	0,06	0,545455	0,009494	-0,00113029	0,546072	0,009504	-0,028963415	0,027833122
ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	4/7/2002	FTAse80	7,84	7,8	7,88	2001	0,11	2193,72	2164,41	2218,98	0,014102564	-0,04	-0,36364	-0,00513	0,013541797	-0,35878	-0,00506	0,008883249	0,004658548
ΠΛΑΚΡ	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	10/7/2003	FTAse80	8,38	8,12	6,94	2002	0,12	1990,98	1996,93	2015,66	0,014778325	-0,26	-2,16667	-0,03202	-0,00297957	-2,17314	-0,03212	0,224783862	0,227763435
ΠΟΥΛ	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	30/6/2000	FTAse80	13,06	13,3	14,19	1999	0,17	4054,41	4071,4	4173,35	0,012781955	0,24	1,411765	0,018045	-0,00417301	1,417681	0,018121	-0,067653277	0,063480265
ΠΟΥΛ	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	4/7/2001	FTAse80	4,43	4,57	4,57	2000	0,18	2648,42	2682,8	2741,18	0,039387309	0,14	0,777778	0,030635	-0,01281497	0,787874	0,031032	0,008752735	0,021567705
ΠΟΥΛ	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	2,13	2,18	2,25	2001	0,04	2218,98	2237,86	2205,06	0,018348624	0,05	1,25	0,022936	-0,00843663	1,260636	0,023131	-0,035555556	0,027118924

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΠΟΥΛ	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ (ΚΟ)	1/7/2003	FTAse80	1,21	1,15	1,17	2002	0,01	1867,79	1892,04	1906,45	0,008695652	-0,06	-6	-0,05217	-0,01281685	-6,0779	-0,05285	0,042735043	0,05551897
ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	12/6/2000	FTAse80	7,37	7,61	6,95	1999	0,06	4379,32	4436,45	4348,85	0,007884363	0,24	4	0,031537	-0,01287741	4,052182	0,031949	0,069064748	0,081942161
ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	9/7/2001	FTAse80	3,52	3,66	3,57	2000	0,12	2545,01	2651,18	2648,42	0,032786885	0,14	1,166667	0,038251	-0,04004632	1,215336	0,039847	0,019607843	0,059654162
ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	3/7/2002	FTAse80	2,72	2,82	2,86	2001	0,15	2164,41	2180,69	2237,86	0,053191489	0,1	0,666667	0,035461	-0,00746553	0,671681	0,035728	0,003496503	0,01096203
ΠΤΕΧ	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	7/7/2003	FTAse80	2,37	2,29	2,24	2002	0,08	2015,66	1946,7	1945,97	0,034934498	-0,08	-1	-0,03493	0,035424051	-0,96579	-0,03374	0,09375	0,058325949
ΡΟΚΚΑ	ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)	27/6/2000	FTAse80	16,79	16,07	17,14	1999	0,07	4173,35	4041,37	4193,1	0,004355943	-0,72	-10,2857	-0,0448	0,032657242	-9,96043	-0,04339	-0,016336056	0,048993298
ΡΟΚΚΑ	ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	8,06	8,18	8,28	2000	0,12	2735,66	2741,18	2698,19	0,014669927	0,12	1	0,01467	-0,00201373	1,002018	0,0147	-0,012077295	0,010063563
ΡΟΚΚΑ	ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	6,86	7,02	6,9	2001	0,13	2218,98	2237,86	2205,06	0,018518519	0,16	1,230769	0,022792	-0,00843663	1,241241	0,022986	0,013043478	0,02148011
ΡΟΚΚΑ	ΡΟΚΑΣ (ΚΟ)	27/6/2003	FTAse80	3,98	4,1	4,2	2002	0,13	1901,48	1906,45	1881,27	0,031707317	0,12	0,923077	0,029268	-0,00260694	0,92549	0,029345	-0,021428571	0,018821632
ΣΑΝΥΟ	ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ (Κ)	31/7/2000	FTAse80	11,25	11,19	10,92	1999	0,01	3988,28	3997,99	3950,41	0,000893655	-0,06	-6	-0,00536	-0,00242872	-6,01461	-0,00537	0,031135531	0,033564252
ΣΑΡ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	6/6/2000	FTAse80	12,13	12,16	11,94	1999	0,19	4465,7	4494,99	4534	0,015625	0,03	0,157895	0,002467	-0,00651614	0,15893	0,002483	0,031825796	0,038341939
ΣΑΡ	ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	7/7/2003	FTAse80	2,69	2,56	2,57	2002	0,06	2015,66	1946,7	1945,97	0,0234375	-0,13	-2,16667	-0,05078	0,035424051	-2,09254	-0,04904	0,070038911	0,03461486
ΣΕΛΜΚ	ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	4/7/2000	FTAse80	6,85	7,12	7,34	1999	0,07	3978,98	4020,29	4071,4	0,009831461	0,27	3,857143	0,037921	-0,01027538	3,897188	0,038315	-0,057220708	-0,04694533
ΣΕΛΜΚ	ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	5/7/2001	FTAse80	2,46	2,44	2,47	2000	0,06	2654,18	2648,42	2735,66	0,024590164	-0,02	-0,33333	-0,0082	0,002174882	-0,33261	-0,00818	0,020242915	0,018068033
ΣΕΛΜΚ	ΣΕΛΜΑΝ (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	2,59	2,69	2,67	2001	0,06	2218,98	2237,86	2205,06	0,022304833	0,1	1,666667	0,037175	-0,00843663	1,680847	0,037491	-0,007490637	0,000945995
ΣΕΦΟΡ	SEX FORM (ΚΟ)	9/8/2000	FTAse80	4,03	4,1	4,16	1999	0,05	3720,49	3763,59	3866,95	0,012195122	0,07	1,4	0,017073	-0,01145183	1,416218	0,017271	-0,019230769	0,007778937
ΣΕΦΟΡ	SEX FORM (ΚΟ)	26/6/2001	FTAse80	3,28	3,3	3,28	2000	0,04	2638,27	2702,2	2799,76	0,012121212	0,02	0,5	0,006061	-0,0236585	0,512116	0,006207	0,012195122	0,035853622
ΣΕΦΟΡ	SEX FORM (ΚΟ)	16/7/2002	FTAse80	7,64	7,41	7,37	2001	0,07	2124,21	2146,71	2143,21	0,009446694	-0,23	-3,28571	-0,03104	-0,01048115	-3,32052	-0,03137	0,046132972	0,056614126
ΣΕΦΟΡ	SEX FORM (ΚΟ)	7/7/2003	FTAse80	5,88	4,76	4,21	2002	0,03	2015,66	1946,7	1945,97	0,006302521	-1,12	-37,3333	-0,23529	0,035424051	-36,0561	-0,22724	0,403800475	0,368376424
ΣΠΙΝΤ	SPIDER A.E, (ΚΟ)	23/5/2000	FTAse80	7,53	7,51	7,18	1999	0,19	4672,23	4691,93	4740,79	0,025299601	-0,02	-0,10526	-0,00266	-0,0041987	-0,10571	-0,00267	0,075208914	0,079407612
ΣΠΙΝΤ	SPIDER A.E, (ΚΟ)	2/7/2001	FTAse80	2,06	2,07	2,07	2000	0,26	2735,66	2741,18	2698,19	0,125603865	0,01	0,038462	0,004831	-0,00201373	0,038539	0,004841	0,120772947	0,122786678
ΣΠΙΝΤ	SPIDER A.E, (ΚΟ)	1/7/2002	FTAse80	1,92	1,91	1,79	2001	0,01	2218,98	2237,86	2205,06	0,005235602	-0,01	-1	-0,00524	-0,00843663	-1,00851	-0,00528	0,078212291	0,086648922
ΣΠΙΝΤ	SPIDER A.E, (ΚΟ)	7/7/2003	FTAse80	2,15	2,06	2,08	2002	0,02	2015,66	1946,7	1945,97	0,009708738	-0,09	-4,5	-0,04369	0,035424051	-4,34605	-0,04219	0,043269231	0,00784518

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

ΤΕΓΟ	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Χ,Κ	5/5/2000	FTAse80	8,19	7,66	7,31	1999	0,15	4416,6	4358,26	4368,21	0,019582245	-0,53	-3,53333	-0,06919	0,013386076	-3,48666	-0,06828	0,140902873	0,127516797
ΤΕΓΟ	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Χ,Κ	4/5/2001	FTAse80	3,54	3,68	3,8	2000	0,09	3204,36	3228,3	3286,67	0,024456522	0,14	1,555556	0,038043	-0,00741567	1,567177	0,038328	-0,044736842	0,037321174
ΤΕΓΟ	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Χ,Κ	1/7/2003	FTAse80	2,2	2,21	2,23	2002	0,01	1867,79	1892,04	1906,45	0,004524887	0,01	1	0,004525	-0,01281685	1,012983	0,004584	-0,00896861	0,003848244
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	22/6/2000	FTAse20	40,1	40,92	41,09	1999	0,65	4193,1	4254,8	4369,16	0,015884653	0,82	1,261538	0,020039	-0,01450127	1,280102	0,020334	-0,008274519	0,00622675
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	20/6/2001	FTAse20	36,68	37,56	38,12	2000	0,7	2806,65	2832,97	2859,66	0,018636848	0,88	1,257143	0,023429	-0,0092906	1,268932	0,023649	-0,019412382	0,010121779
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	20/6/2002	FTAse20	39,08	38,98	39,04	2001	0,8	2179,63	2193,43	2220,1	0,020523345	-0,1	-0,125	-0,00257	-0,00629152	-0,12579	-0,00258	0,021516393	0,027807909
ΤΙΤΚ	ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	22/5/2003	FTAse20	31,6	32,44	34	2002	0,85	1700,09	1708,26	1734,94	0,026202219	0,84	0,988235	0,025894	-0,00478264	0,992984	0,026018	-0,045588235	0,040805591
ΥΓΕΙΑ	ΥΓΕΙΑ Α,Ε,	30/7/2002	FTAse80	3,5	3,44	3,4	2001	0,15	2125,39	2115,66	2072,41	0,043604651	-0,06	-0,4	-0,01744	0,004599038	-0,39817	-0,01736	0,073529412	0,068930374
ΥΓΕΙΑ	ΥΓΕΙΑ Α,Ε,	3/6/2003	FTAse80	2	2,02	2	2002	0,06	1779,98	1768,85	1712,26	0,02970297	0,02	0,333333	0,009901	0,006292224	0,331249	0,009839	0,03	0,023707776
ΦΛΕΞΟ	FLEXOPACK (ΚΟ)	14/8/2000	FTAse80	10,89	10,77	10,85	1999	0,09	3806,64	3743,29	3720,49	0,008356546	-0,12	-1,33333	-0,01114	0,016923615	-1,31114	-0,01096	0,011981567	0,004942049
ΦΛΕΞΟ	FLEXOPACK (ΚΟ)	20/8/2001	FTAse80	5	5,16	5,25	2000	0,1	2687,05	2693,17	2690,46	0,019379845	0,16	1,6	0,031008	-0,00227242	1,603644	0,031078	-0,028571429	0,026299014
ΦΛΕΞΟ	FLEXOPACK (ΚΟ)	28/6/2002	FTAse80	2,62	2,6	2,66	2001	0,03	2237,86	2229,81	2242,88	0,011538462	-0,02	-0,66667	-0,00769	0,003610173	-0,66427	-0,00766	-0,003759398	0,007369572
ΦΛΕΞΟ	FLEXOPACK (ΚΟ)	30/6/2003	FTAse80	1,83	1,9	1,93	2002	0,02	1892,04	1901,48	1906,51	0,010526316	0,07	3,5	0,036842	-0,00496455	3,517463	0,037026	-0,041450777	0,036486223
ΦΟΙΝ	ΦΟΙΝΙΞ METROLIFE	19/5/2000	FTAse80	24,36	23,91	23,75	1999	0,29	4802,61	4740,79	4709,82	0,012128816	-0,45	-1,55172	-0,01882	0,013040021	-1,53175	-0,01858	0,037894737	0,024854716
ΦΟΙΝ	ΦΟΙΝΙΞ METROLIFE	11/6/2001	FTAse80	19,67	19,72	19,8	2000	0,25	2876,76	2961,05	2902,83	0,012677485	0,05	0,2	0,002535	-0,02846625	0,20586	0,00261	0,006060606	0,03452686
ΦΟΛΙ	FOLLI FOLLIE (ΚΟ)	21/8/2000	FTAse20	23,36	23,42	22,04	1999	0,07	3752,16	3757,83	3750,84	0,002988898	0,06	0,857143	0,002562	-0,00150885	0,858438	0,002566	0,063067151	0,064576
ΦΟΛΙ	FOLLI FOLLIE (ΚΟ)	20/8/2001	FTAse20	20,2	20,1	20,08	2000	0,12	2687,05	2693,17	2690,46	0,005970149	-0,1	-0,83333	-0,00498	-0,00227242	-0,83523	-0,00499	0,011952191	0,014224606
ΦΟΛΙ	FOLLI FOLLIE (ΚΟ)	20/8/2002	FTAse20	16,82	16,84	16,54	2001	0,12	2175,23	2170,9	2148,58	0,007125891	0,02	0,166667	0,001188	0,001994564	0,166335	0,001185	0,024183797	0,022189232
ΦΟΛΙ	FOLLI FOLLIE (ΚΟ)	28/7/2003	FTAse20	14,44	14,54	14,6	2002	0,12	2061,62	2064,52	2076,69	0,008253095	0,1	0,833333	0,006878	-0,00140468	0,834506	0,006887	-0,002739726	0,001335041
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS Α,Ε, (ΚΟ)	29/6/2000	FTAse80	7,72	8,03	7,78	1999	0,03	4071,4	4098,09	4041,37	0,00373599	0,31	10,33333	0,038605	-0,00651279	10,40107	0,038858	-0,003856041	0,002656749
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS Α,Ε,	2/7/2001	FTAse80	4,42	4,38	4,24	2000	0,04	2735,66	2741,18	2698,19	0,00913242	-0,04	-1	-0,00913	-0,00201373	-1,00202	-0,00915	0,051886792	0,053900524

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – EX DIVIDEND DAY

	(ΚΟ)																				
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS A,E, (ΚΟ)	3/6/2002	FTAse80	3,98	3,94	4,08	2001	0,06	2279,5	2297,56	2298,79	0,015228426	-0,04	-0,66667	-0,01015	-0,00786051	-0,67195	-0,01023	-0,009803922	0,001943409	-
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS A,E, (ΚΟ)	22/7/2003	FTAse80	4	4,86	4,58	2002	1,08	2077,48	2073,01	2063,78	0,222222222	0,86	0,796296	0,176955	0,002156285	0,794583	0,176574	0,109170306	0,107014021	
ΧΑΤΖΚ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ (ΚΟ)	22/5/2000	FTAse80	12,15	13,19	12,44	1999	0,05	4691,93	4802,61	4703,61	0,003790751	1,04	20,8	0,078848	-0,0230458	21,29066	0,080708	-0,019292605	0,003753198	
ΧΑΤΖΚ	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ (ΚΟ)	2/7/2003	FTAse80	1,88	1,83	1,81	2002	0,05	1945,97	1867,79	1901,48	0,027322404	-0,05	-1	-0,02732	0,041856954	-0,95982	-0,02622	0,066298343	0,024441389	