

2024-01

þý ÿ ± ½ ä - 0 ä å à ç â ä · â ¼ µ á ¹ ã ¼ ± ä
þý à ç » ¹ ä ¹ 0 ® â ã ä · ½ ± ¾ - ± ä · â ¼ µ
þý à µ á - à ä é ã · ä ç å • » » · ½ ¹ 0 ç í § á ·

þý ” ± ½ ¹ · » - ´ ç å , ‘ æ á ç ´ - ä ·

þý œ µ ä ± ä ä å ç ¹ ± 0 ì á ì ³ á ± ¼ ¼ ± ” ¹ ç - 0 · ä · â • à ¹ ç µ ¹ á ® ã µ é ½ , £ ç ç » ® ÿ ¹ 0 ç ½ ç ¼ ¹ 0 î ½
þý ” ¹ ç - 0 · ä · â , ± ½ µ à ¹ ã ä ® ¼ ¹ ç • µ - à ç » ¹ â - æ ç å

<http://hdl.handle.net/11728/12754>

Downloaded from HEPHAESTUS Repository, Neapolis University institutional repository



**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΞ ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία

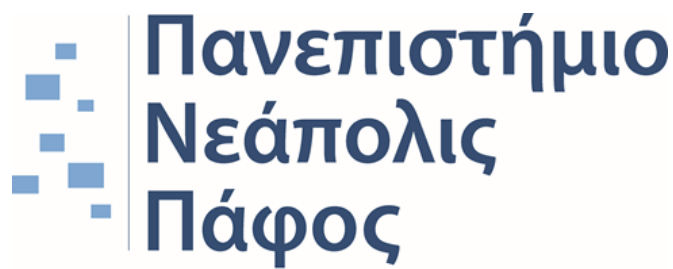
**Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ: Η
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.**

της

ΔΑΝΙΗΛΙΔΟΥ ΑΦΡΟΔΙΤΗ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2024

Επιβλέπων Καθηγήτρια: Αναστασιάδου Σοφία



**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΞ ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ
ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ: Η
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ.**

Της

ΔΑΝΙΗΛΙΔΟΥ ΑΦΡΟΔΙΤΗ

ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2024

**Διατριβή η οποία υποβλήθηκε προς απόκτηση εξ αποστάσεως
μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων
στο Πανεπιστήμιο Νεάπολις**

Πνευματικά δικαιώματα

Copyright ©

Δανηλίδου Αφροδίτη, 2024

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved. Η έγκριση της διατριβής από το Πανεπιστημίου Νεάπολις δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων της συγγραφέα εκ μέρους του Πανεπιστημίου.

Σελίδα Εγκυρότητας

Όνοματεπώνυμο Φοιτητή/Φοιτήτριας: Δανιηλίδου Αφροδίτη

Τίτλος Διπλωματικής Εργασίας: Ο αντίκτυπος της μερισματικής πολιτικής στην αξία της μετοχής: Η περίπτωση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εκπονήθηκε στο πλαίσιο των σπουδών για την απόκτηση εξ αποστάσεως μεταπτυχιακού τίτλου στο Πανεπιστήμιο Νεάπολις και εγκρίθηκε στις 04/02/2024 από τα μέλη της Εξεταστικής Επιτροπής.

Εξεταστική Επιτροπή:

Πρώτη επιβλέπων (Πανεπιστήμιο Νεάπολις Πάφος) Αναστασιάδου Σοφία,
Καθηγήτρια[υπογραφή]

Μέλος Εξεταστικής Επιτροπής: Σερεμέτη Λαμπρινή, Επίκουρη
Καθηγήτρια.....[υπογραφή]

Μέλος Εξεταστικής Επιτροπής: Φιλιππάκης Μιχάλης, Καθηγητής.....[υπογραφή]

Υπεύθυνη Δήλωση

Η Δανιηλίδου Αφροδίτη, γνωρίζοντας τις συνέπειες της λογοκλοπής, δηλώνω υπεύθυνα ότι η παρούσα εργασία με τίτλο «Ο αντίκτυπος της μερισματικής πολιτικής στην αξία της μετοχής: η περίπτωση του ελληνικού χρηματιστηρίου», αποτελεί προϊόν αυστηρά προσωπικής εργασίας και όλες οι πηγές που έχω χρησιμοποιήσει, έχουν δηλωθεί κατάλληλα στις βιβλιογραφικές παραπομπές και αναφορές. Τα σημεία όπου έχω χρησιμοποιήσει ιδέες, κείμενο ή/και πηγές άλλων συγγραφέων, αναφέρονται ευδιάκριτα στο κείμενο με την κατάλληλη παραπομπή και η σχετική αναφορά περιλαμβάνεται στο τμήμα των βιβλιογραφικών αναφορών με πλήρη περιγραφή.

Η Δηλούσα

Δανιηλίδου Αφροδίτη

Ευχαριστίες

Πρωτίστως, ευχαριστώ την επιβλέπουσα καθηγήτρια Αναστασιάδου Σοφία, για την υποστήριξη, τις συμβουλές και την καθοδήγησή της καθ' όλη τη διάρκεια της έρευνας και της συγγραφής αυτής της Μεταπτυχιακής Διπλωματικής Εργασίας. Επίσης, θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες προς τα μέλη της εξεταστικής επιτροπής, Σερεμέτη Λαμπρινή και Φιλιππάκη Μιχάλη για τις εποικοδομητικές συμβουλές και τις παρατηρήσεις που παρασχέθηκαν. Τέλος, ευχαριστώ θερμά κάθε άτομο που παρείχε ενθάρρυνση και στήριξη κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της εργασίας.

Περίληψη

Ο σκοπός της παρούσας Μεταπτυχιακής Διπλωματικής Εργασίας είναι να ανακαλύψει τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής που εφαρμόζουν οι εταιρείες της Ελληνικής αγοράς και της μεταβλητότητας των τιμών που παρουσιάζουν οι τιμές των μετοχών τους στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η μεθοδολογία της έρευνας χωρίζεται σε δύο στάδια. Στο πρώτο μέρος της εργασίας μελετάται η διεθνής και Ελληνική βιβλιογραφία καθ' όλη την εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας. Παρατίθενται οι κυριότερες θεωρίες που αφορούν τις μερισματικές πολιτικές, όπως η θεωρία των Miller-Modigliani, η θεωρία Bird-in-the-Hand, το μοντέλο Capital Asset Pricing Model, το θεώρημα της σηματοδότησης, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς και η θεωρία των Φορολογικών Προτιμήσεων. Το δεύτερο μέρος της εργασίας αποτελείται από τη στατιστική ανάλυση των δεδομένων που συλλέχθηκαν. Ως δείγμα επιλέχθηκαν 6 από τις εταιρείες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση του Χρηματιστηρίου Αθηνών και μελετήθηκαν για την τελευταία δεκαετία 2013-2022, με μεταβλητές τη μεταβλητότητα της τιμής, τη μερισματική απόδοση, τη μεταβλητότητα των κερδών, την αναλογία πληρωμών, το μέγεθος, το χρέος και η ανάπτυξη. Στη συνέχεια, η εργασία παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των εταιρειών ενώ παραλλήλως γίνεται μια σύγκριση μέσω των μέτρων θέσεων και διασποράς. Στο τελευταίο μέρος χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος συσχετίσεων και της γραμμικής παλινδρόμησης για να δοθούν οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα. Σε αντίθεση με τα αποτελέσματα του Baskin (1989) στις ΗΠΑ, δεν βρέθηκαν στοιχεία που να υποστηρίζουν τη θέση πως η μερισματική πολιτική επηρεάζει τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εφόσον τα αποτελέσματα της έρευνας υποδεικνύουν μια στατιστικά μη σημαντική σχέση των μεταβλητών. Σημειώνεται πως υπάρχουν πιθανά προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ των δύο μέτρων μερισματικής πολιτικής. Επιπλέον, από την έρευνα, αποκαλύφθηκε πως η ανάπτυξη των εταιρειών είναι κύριος καθοριστικός παράγοντας επηρεάζοντας θετικά τη μεταβλητότητα των τιμών. Άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τη μεταβλητότητα της τιμής των μετοχών είναι η μεταβλητότητα των κερδών, το μέγεθος και το χρέος, καθώς αυτοί εξηγούν σε μεγαλύτερο βαθμό τη μεταβλητότητα αν καταλογιστούν στο μοντέλο παλινδρόμησης, παρόλο που οι συσχετίσεις κατά τον στατιστικό έλεγχο θεωρήθηκαν στατιστικά μη σημαντικές. Τέλος, κρίνεται αναγκαία η περαιτέρω μελέτη του θέματος για την περίπτωση της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς.

Λέξεις κλειδιά: μερισματική πολιτική, μεταβλητότητα τιμών, μερισματική απόδοση, Χρηματιστήριο Αθηνών

Abstract

The purpose of this Thesis is to explore the relationship between the dividend policies adopted by Greek market companies and the volatility of their stock prices on the Athens Stock Exchange. The research methodology is divided into two stages. The first part examines international and domestic literature throughout the evolution of the global economy, presenting key theories regarding dividend policies, such as the Miller and Modigliani theory, the Bird-in-the-Hand theory, the Capital Asset Pricing Model, the signaling theory, the agency cost theory and the Tax Preference theory. The second part consists of the statistical analysis of collected data. Six companies with the highest market capitalization on the Athens Stock Exchange were selected as the sample, studied over the last decade (2013-2022). Variables included price volatility, dividend yield, earnings volatility, payout ratio, size, debt, and growth. The thesis presents the historical evolution of the companies and compares them through position and dispersion measures. Correlation and linear regression methods were then used to answer the research questions. In contrast to Baskin's (1989) findings in the U.S., the study did not find evidence supporting the idea that dividend policy affects stock price volatility, as the results indicate a statistically insignificant relationship between the variables. Possible multicollinearity issues between dividend policy measures are noted. Additionally, the research revealed that company growth is a significant determinant positively influencing stock price volatility. Other factors influencing price volatility are earnings volatility, size, and debt, explaining a greater degree of variability when considered in the regression model, despite statistical insignificance during correlation analysis. Further investigation of the topic for the Greek Capital Market is deemed necessary.

Keywords: Dividend policy, price volatility, dividend yield, Athens Stock Exchange.

Περιεχόμενα

Πνευματικά δικαιώματα	i
Σελίδα Εγκυρότητας	ii
Υπεύθυνη Δήλωση	iii
Ευχαριστίες	iv
Περίληψη.....	v
Abstract	vi
Ευρετήριο Πινάκων και Διαγραμμάτων	4
Λίστα γραφημάτων	4
Λίστα πινάκων.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή	6
1.1 Αναγκαιότητα και σπουδαιότητα.....	6
1.2 Σκοπός και επιμέρους στόχοι.....	6
1.3 Πρωτοτυπία.....	7
1.4 Μεθοδολογία βιβλιογραφικής επισκόπησης.....	7
1.5 Συμβολή της εργασίας.....	8
1.6 Συνοπτική παρουσίαση της δομής της εργασίας.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Μερισματική πολιτική	9
2.1 Ορισμός Μερίσματος	9
2.2 Γιατί οι εταιρείες δίνουν μερίσματα;	10
2.3 Μερίσματα στην Ελλάδα	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Θεωρίες Μερισματικής πολιτικής	12
3.1 Θεωρία των Modigliani-Miller	12
3.2 Θεώρημα Bird in the Hand.....	13
3.3 Θεωρία Capital Asset Pricing Model - CAPM	15
3.4 Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης	16

3.5	Θεωρία Σηματοδότησης των μερισμάτων (Signaling Theory).....	17
3.6	Θεωρία Φορολογικών Προτιμήσεων – Tax Preference Theory	19
3.7	Άλλες θεωρίες	20
3.8	Αποτελέσματα ερευνών στην Ελλάδα	21
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία της έρευνας		23
4.1	Συλλογή δεδομένων	23
4.2	Δείγμα - Ιστορική αναδρομή.....	23
4.2.1	ΕΕΕ (Coca Cola - τρία έψιλον).....	23
4.2.2	ΟΠΑΠ.....	23
4.2.3	ΟΤΕ.....	24
4.2.4	ΜΟΗ (Motor-Oil)	24
4.2.5	ΜΠΕΛΑ (Jumbo).....	24
4.2.6	ΕΛΧΑ	24
4.3	Ερευνητική Μεθοδολογία	25
4.4	Ερευνητικά Ερωτήματα	25
4.5	Ορισμός μεταβλητών	26
4.6	Υποθέσεις - Προσδοκώμενα αποτελέσματα	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελέσματα		31
5.1	Διαχρονική πορεία των εταιρειών του δείγματος	31
5.1.1	Μεταβλητότητα τιμής.....	31
5.1.2	Μερισματική Απόδοση.....	32
5.1.3	Μεταβλητότητα κερδών	34
5.1.4	Αναλογία Πληρωμών.....	35
5.1.5	Μέγεθος	36
5.1.6	Χρέος	37
5.1.7	Ανάπτυξη	39

5.2	Περιγραφική Ανάλυση Δείγματος	40
5.3	Ανάλυση συσχέτισης μεταξύ μεταβλητών.....	41
5.4	Γραμμική Παλινδρόμηση μεταξύ των μεταβλητών.....	44
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα.....		53
Περιορισμοί της εργασίας.....		55
Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....		55
Βιβλιογραφία		56
Ιστοσελίδες		60
Νομοθεσία.....		61

Ευρετήριο Πινάκων και Διαγραμμάτων

Λίστα γραφημάτων

<i>Διάγραμμα 1: Μεταβλητότητας τιμών των μετοχών</i>	31
<i>Διάγραμμα 2: Μερισματικής Απόδοσης</i>	32
<i>Διάγραμμα 3: Μεταβλητότητας Κερδών</i>	34
<i>Διάγραμμα 4: Αναλογίας πληρωμών μερισμάτων</i>	35
<i>Διάγραμμα 5: Μεγέθους Εταιρειών</i>	36
<i>Διάγραμμα 6: Μακροπρόθεσμων χρεών</i>	37
<i>Διάγραμμα 7: Ανάπτυξης εταιρειών</i>	39

Λίστα πινάκων

<i>Πίνακας 1. Μεταβλητότητας τιμών</i>	32
<i>Πίνακας 2. Μερισματικής Απόδοσης</i>	33
<i>Πίνακας 3. Μεταβλητότητας Κερδών</i>	34
<i>Πίνακας 4. Αναλογίας Πληρωμών μερισμάτων</i>	36
<i>Πίνακας 5. Μεγέθους εταιρειών</i>	37
<i>Πίνακας 6. Μακροχρόνιων Χρεών</i>	38
<i>Πίνακας 7. Ανάπτυξης Εταιρειών</i>	40
<i>Πίνακας 8. βασικών στατιστικών μέτρων για όλες τις μεταβλητές</i>	40
<i>Πίνακας 9. συσχετίσεων μεταξύ όλων των μεταβλητών</i>	42
<i>Πίνακας 10. Μοντέλο Παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση και την αναλογία πληρωμών</i>	44
<i>Πίνακας 11. Σύνοψη του μοντέλου με ανεξάρτητη μεταβλητή τη μερισματική απόδοση και την αναλογία πληρωμών</i>	45
<i>Πίνακας 12. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την ανάπτυξη</i>	46
<i>Πίνακας 13. Σύνοψη του μοντέλου με ανεξάρτητη μεταβλητή την ανάπτυξη</i>	46
<i>Πίνακας 14. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση, την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη</i>	47

Πίνακας 15. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση, την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη.....	48
Πίνακας 16. Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα των κερδών και ανεξάρτητες τη μεταβλητότητα των κερδών, την αναλογία πληρωμών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη.....	48
Πίνακας 17. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη	49
Πίνακας 18. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβλητότητα των κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη	50
Πίνακας 19. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη	50
Πίνακας 20. συγκεντρωτικά οι τιμές των συντελεστών όλων των μοντέλων γραμμικής παλινδρόμησης	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Εισαγωγή

Η μερισματική πολιτική είναι εξίσου σημαντική, τόσο για τη διοίκηση μιας εταιρείας όσο και για τους μετόχους της. Από τη μία πλευρά, η διοίκηση πρέπει να αποφασίσει πώς θα χαράξει την πολιτική επιβράβευσης της καθώς και να διευθετήσει το είδος της επιβράβευσης και τον χρόνο της διανομής αυτής, ενώ από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι θα πρέπει να λάβουν το μέρισμα, ως ανταμοιβή για την επένδυση τους. Η ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις της διοίκησης σχετικά με τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης αποτελεί ένα από τα κυριότερα θέματα της έρευνας στον τομέα της εταιρικής χρηματοοικονομικής (Eriotis & Vasiliou, 2004).

Ένας ακόμη λόγος για τον οποίο γίνεται αντιληπτή η σπουδαιότητα της μελέτης της μερισματικής πολιτικής έγκειται στο γεγονός ότι η απόφαση για μέρισμα μιας εταιρείας έχει άμεσο αντίκτυπο στην οικονομική της δομή (Eriotis & Vasiliou, 2004). Η διεθνής βιβλιογραφία συγκλίνει στην πεποίθηση, πως η διοίκηση λαμβάνει αποφάσεις, ώστε να μεγιστοποιείται η αξία των εταιρειών γεγονός που αντανακλάται στις τιμές των μετοχών τους (Baker, 2009).

1.1 Αναγκαιότητα και σπουδαιότητα

Τα τελευταία χρόνια η ελληνική οικονομία και κατά συνέπεια το Ελληνικό χρηματιστήριο έχουν περάσει πολλές δύσκολες κρίσεις. Ιστορικά, την τελευταία δεκαετία συνέβησαν πολλά γεγονότα, όπως οικονομική κρίση, πόλεμοι στις γειτονικές χώρες, παγκόσμια πανδημία, αύξηση του πληθωρισμού, κλιματική αλλαγή και ενεργειακή κρίση αποτελούν μερικά από τα πιο κρίσιμα σημεία-σταθμούς. Συνεπώς, έχουν αλλάξει δραματικά και οι ίδιες οι επιχειρήσεις και κατά συνέπεια και οι πολιτικές που εφαρμόζουν. Φυσικό επακόλουθο είναι η αλλαγή και της μερισματικής πολιτικής από την πλευρά των εταιρειών αφού επηρεάζεται άμεσα από τη στρατηγική διαχείριση των κερδών τους. Από την άλλη πλευρά, ο στρατηγικός επενδυτής, με τις ραγδαίες αυτές εξελίξεις, ίσως αλλάξει την επενδυτική του συμπεριφορά, αναζητώντας την οικονομική σταθερότητα που μπορούν να προσφέρουν τα μερίσματα των εταιρειών.

1.2 Σκοπός και επιμέρους στόχοι

Η διπλωματική εργασία έχει στόχο να αναδείξει τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων του ελληνικού χρηματιστηρίου και της τιμής των

μετοχών τους. Το θέμα αυτό δεν έχει μελετηθεί εις βάθος τις προηγούμενες δεκαετίες, ενώ τα τελευταία χρόνια για την ελληνική περίπτωση δεν έχουν διεξαχθεί μελέτες. Συνεπώς έχοντας αναφέρει την οικονομικοκοινωνικοπολιτική κατάσταση της Ελλάδας, κρίνεται σκόπιμη η περαιτέρω μελέτη του θέματος. Ως επιμέρους στόχοι που κρίνονται σημαντικό να μελετηθούν είναι οι αλληλεπιδράσεις της μερισματικής πολιτικής με τις παραμέτρους που μπορούν να επηρεάσουν το ύψος των μερισμάτων.

1.3 Προτοτυπία

Σε αυτή την εργασία γίνεται μια προσπάθεια για την πληρέστερη κατανόηση της έννοιας των μερισμάτων και των κύριων θεωριών που έχουν αναπτυχθεί γύρω από τη μερισματική πολιτική. Σχετικά με την πολιτική διανομής μερισμάτων, σε μία αγορά σαν αυτή της Ελλάδας, υπάρχει έλλειψη βιβλιογραφικών δεδομένων και εμπειρικών στοιχείων που αφορούν τη συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής με την αξία της μετοχής (Vasiliou & Eriotis, 2002). Επιπροσθέτως, όσες μελέτες έχουν γίνει και αφορούν το Χρηματιστήριο Αθηνών ανήκουν κατά κύριο λόγο στην προηγούμενη δεκαετία, στα χρόνια δηλαδή πριν και μετά την Ελληνική οικονομική κρίση (Patra et al., 2012). Για τον λόγο αυτό, η παρούσα διπλωματική εργασία θα μελετήσει τα πιο πρόσφατα στοιχεία, καθώς πλέον η Ελλάδα ξεφεύγει από την κρίση και διαχειρίζεται όλο και καλύτερα το χρέος της, ενώ παράλληλα η ελληνική αγορά και οι επιχειρήσεις της καλούνται να ανταπεξέλθουν στις νέες προκλήσεις.

1.4 Μεθοδολογία βιβλιογραφικής επισκόπησης

Για την πληρέστερη μελέτη το θέματος, αρχικά γίνεται μία αναφορά στη διεθνή βιβλιογραφία των προηγούμενων δεκαετιών, ώστε να μελετηθούν οι θεωρίες που αναπτύχθηκαν. Τα επιστημονικά άρθρα και τα βιβλία που μελετήθηκαν, προέρχονται από αξιόπιστες πηγές με τον χρόνο συγγραφής τους να ποικίλει ώστε να μελετηθεί το φαινόμενο των μερισμάτων διαχρονικά. Στη συνέχεια, οι πληροφορίες που συλλέχθηκαν ταξινομήθηκαν και παρουσιάζονται με χρονολογική σειρά. Στο τέλος της βιβλιογραφικής ανασκόπησης, γίνεται αναφορά και παρουσίαση των ευρημάτων των λιγοστών μελετών που αφορούν την περίπτωση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου.

1.5 Συμβολή της εργασίας

Η παρούσα διπλωματική εργασία, βοηθά στην κατανόηση της συσχέτισης ανάμεσα στη μερισματική πολιτική και την αξία των μετοχών του ελληνικού χρηματιστηρίου καθώς και τις αιτίες και τις αφορμές που επηρεάζουν την απόδοσή τους. Έπειτα, μπορεί να παραχθούν πληροφορίες που αφορούν τους επενδυτές καθώς και τις αποφάσεις αυτών. Δηλαδή, αποκαλύπτονται πληροφορίες που αφορούν τη στάση των επενδυτών και την εμπιστοσύνη που τρέφουν προς την εκάστοτε εταιρεία, ανάλογα το ύψος του μερίσματος που προσφέρεται. Επιπλέον, η κατανόηση των παραπάνω συσχετίσεων ανάμεσα στις μεταβλητές, βοηθά τους επενδυτές να λάβουν αποφάσεις και να εκτιμήσουν την αποδοτικότητα των επενδύσεών τους. Από την άλλη πλευρά, η μελέτη των παραπάνω συσχετίσεων, βοηθά τις ίδιες τις εταιρείες και τις ανταγωνιστικές καθώς και τη διοίκηση αυτών, να κατανοήσουν τον τρόπο με τον οποίο η μερισματική πολιτική που θα εφαρμοστεί επηρεάζει την αξία των μετοχών τους. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, η διοίκηση να μπορεί να λάβει ορθότερες αποφάσεις για το ύψος του μερίσματος που θα διανέμει στους μετόχους της, αλλά και κατανοήσει το ανταγωνιστικό επενδυτικό πλεονέκτημα που προσφέρει, σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου.

1.6 Συνοπτική παρουσίαση της δομής της εργασίας

Η εργασία είναι οργανωμένη ως εξής. Αρχικά, το κεφάλαιο 2 παρέχει μια βάση για την αξιολόγηση της σπουδαιότητας της μερισματικής πολιτικής. Το κεφάλαιο 3 παρουσιάζει τα κυριότερα ευρήματα της σχετικής με το θέμα βιβλιογραφίας, ενώ παράλληλα παραθέτει τις μεγαλύτερες θεωρίες που έχουν επικρατήσει. Στο κεφάλαιο 4, γίνεται η παρουσίαση των μεταβλητών που θα μελετηθούν, το μοντέλο που θα ακολουθηθεί, ώστε να εξηγηθούν οι διάφορες συσχετίσεις. Στη συνέχεια, το κεφάλαιο 5, παραθέτει τα αποτελέσματα της ανάλυσης. Τέλος, στο κεφάλαιο 6 παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και οι περιορισμοί της έρευνας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Μερισματική πολιτική

2.1 Ορισμός Μερισματος

Η διεθνής βιβλιογραφία εστιάζει περισσότερο στις μερισματικές πολιτικές που εφαρμόζονται τα τελευταία 50 έτη παρόλο που η έννοια του μερίσματος έχει αναπτυχθεί εδώ και αρκετούς αιώνες (Baker, 2009).

Σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 4172/2013, άρθρο 36, παρ. 1 ως μέρισμα ορίζεται:

«το εισόδημα που προκύπτει από μετοχές, ιδρυτικούς τίτλους, ή άλλα δικαιώματα συμμετοχής σε κέρδη τα οποία δεν αποτελούν απαιτήσεις από οφειλές (χρέη), καθώς και το εισόδημα από άλλα εταιρικά δικαιώματα, στα οποία περιλαμβάνονται τα μερίδια οι μερίδες συμπεριλαμβανομένων των προμερισμάτων και μαθηματικών αποθεματικών, οι συμμετοχές σε κέρδη προσωπικών επιχειρήσεων, οι διανομές των κερδών από κάθε είδους νομικό πρόσωπο ή νομική οντότητα, καθώς και κάθε άλλο συναφές διανεμόμενο ποσό»

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων ανέκαθεν αποτελούσε εξαιρετικά ενδιαφέρον πεδίο μελέτης. Μερικές από τις εμπειρικές παρατηρήσεις, όπως αναφέρουν οι Allen και Michaely (1995) είναι οι ακόλουθες:

1. Οι επιχειρήσεις, συνήθως διανέμουν με τη μορφή μερισμάτων ένα σημαντικό ποσοστό των κερδών τους.
2. Ιστορικά, τα μερίσματα ήταν η κυρία μέθοδος απόδοσης κερδών στους μετόχους τους μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1980, ενώ οι επαναγορές μετοχών, έγιναν ευρέως πιο γνωστές, αργότερα.
3. Οι εταιρείες προσπαθούν να διατηρούν τη σταθερότητα ή τη συνέπεια στην καταβολή των μερισμάτων στους μετόχους τους.
4. Οι αγορές αντιδρούν θετικά στις ανακοινώσεις αυξήσεων των μερισμάτων, ενώ αντιδρούν αρνητικά σε περιπτώσεις μειώσεων.

Οι Brealey and Myers (2002) αναφέρονται στα μερίσματα ως ένα από τα δέκα σημαντικότερα άλτα προβλήματα στα χρηματοοικονομικά.

2.2 Γιατί οι εταιρείες δίνουν μερίσματα;

Από τη μία πλευρά, οι επενδυτές επιθυμούν τα μερίσματα των εταιρειών προκειμένου να επιβραβευθούν για τις επενδύσεις τους μέσω της λήψης μεριδίου των κερδών της εταιρείας και να ικανοποιήσουν την ανάγκη τους για ρευστότητα (Griffin, 2010). Επιπλέον, τα μερίσματα αποτελώντας μία πηγή εισοδήματος επιτρέπουν στους επενδυτές να έχουν επιπλέον ευελιξία και έλεγχο σχετικά με το πώς θα χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαιά τους (Hartzmark & Solomon, 2019). Από την άλλη πλευρά δεν γνωρίζουμε γιατί οι εταιρείες μοιράζουν μερίσματα. Η αύξηση και η μείωση όμως των μερισμάτων μεταδίδει παραπάνω πληροφορίες από τις αναφορές κερδών, τις προβλέψεις και τις ανακοινώσεις (Hakansson, 1982).

Πολλές μεγάλες εταιρίες στο πλαίσιο της μερισματικής τους πολιτικής επιλέγουν αντί για τη διανομή μετρητών στους μετόχους, την επαναγορά μετοχών. Ωστόσο, ανάλογα την εικόνα της αγοράς και την οικονομική συγκυρία, η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να δημιουργήσει περισσότερους φόρους στους μετόχους, από ένα σταθερό πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών. Οι υποστηρικτές των προγραμμάτων επαναγοράς μετοχών ισχυρίζονται πως οι εταιρείες που πλήρωναν μερίσματα, ενώ έπρεπε να εκδίδουν και μετοχές κατά καιρούς, έκαναν σοβαρό λάθος. Μια τέτοια εταιρεία, θα μπορούσε ουσιαστικά να χρηματοδοτήσει τα μερίσματά της με την έκδοση των μετοχών. Διαφορετικά, θα έπρεπε, να είχε μειώσει τα μερίσματά της σε σημείο τόσο που οι εκδόσεις μετοχών να είναι περιττές. Με τον τρόπο αυτό, θα είχε εξοικονομήσει φόρους για τους μετόχους, αλλά θα είχε αποφύγει και το κόστος συναλλαγής των εκδόσεων μετοχών (Brealey & Myers, 2002).

2.3 Μερίσματα στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, η διανομή μερίσματος επιτρέπεται εάν δεν υπάρχει εκκρεμές υπόλοιπο ζημιών από προηγούμενες χρήσεις και το ύψος του ελάχιστου μερίσματος αντιστοιχεί περίπου στο 35% των κερδών (Νόμος 4548/2018, άρθρο 161, παρ. 4). Ωστόσο, το ποσοστό αυτό μπορεί να περιοριστεί στο 10%, έπειτα από απόφαση της γενικής συνελεύσεως και ακόμα και να μηδενιστεί, σε περίπτωση αυξημένης πλειοψηφίας (Νόμος 4548/2018, άρθρο 161, παρ. 2). Η διανομή μερισμάτων σε μορφή περιουσιακών στοιχείων είναι επιτρεπτή έπειτα από ομόφωνη απόφαση όλων των μετόχων, ενώ εφαρμόζεται όταν οι εταιρίες υπόκεινται σε υποχρεωτικό ή προαιρετικό έλεγχο από ορκωτό ελεγκτή λογιστή (Νόμος 4548/2018, άρθρο 161, παρ. 4).

Ο τύπος των επιβραβεύσεων που διανέμονται από τις Ελληνικές εταιρίες, είναι κατά κύριο λόγο με τη μορφή μερισμάτων, προμερισμάτων ή ακόμη έχουν τη μορφή επιστροφής κεφαλαίου ή παρελθοντικά κέρδη και πιο σπάνια τη μορφή ειδικού αποθεματικού (ATHEXGROUP, χ.χ.). Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί πως η φορολόγηση των μερισμάτων γίνεται με συντελεστή 5% (Νόμος 4646/2019, άρθρο 24, παρ. 1). Ωστόσο, τα μερίσματα που αποδίδονται σε φυσικά πρόσωπα από ημεδαπές εταιρίες, απαλλάσσονται από φόρους (Νόμος 4172/2013, άρθρο 48, παρ. 1).

Με τα μέχρι στιγμής διαθέσιμα στοιχεία ερευνών, φαίνεται ότι οι ελληνικές εταιρίες έχουν μια γενική μερισματική πολιτική που προτάσσει να διανέμουν, κάθε χρόνο, ένα μάλλον σταθερό μέρισμα, το οποίο προσαρμόζεται στα κέρδη (Vasiliou & Eriotis, 2002). Επιπλέον, έρευνες κατά την περίοδο 1996-2001 καταδεικνύουν ότι οι εταιρίες δεν επιθυμούν να αλλάζουν συχνά τη μερισματική πολιτική τους, καθώς τα διευθυντικά στελέχη φαίνεται να πιστεύουν ότι η αγορά προτιμά τις εταιρίες που ακολουθούν μια σταθερή μερισματική πολιτική (Eriotis & Vasiliou, 2004).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Θεωρίες Μερισματικής πολιτικής

Όσον αφορά τις θεωρίες μερισμάτων, υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες θεωριών, η πρώτη θεωρεί πως τα μερίσματα έχουν αντίκτυπο στην αξία της εταιρείας και η δεύτερη υποστηρίζει ότι τα μερίσματα δεν έχουν αντίκτυπο στην αξία της εταιρείας.

3.1 Θεωρία των Modigliani-Miller

Το θεώρημα της Μη Σχετικότητας του Μερισματος, των 1958, 1961 και 1963, από τους Miller και Modigliani αναφέρεται σε τέσσερις προτάσεις, με μία σωρεία αποτελεσμάτων. Το θεώρημα αναφέρει πως, υπό προϋποθέσεις, η αξία μια εταιρείας είναι ανεξάρτητη από τη χρηματοοικονομική της δομή (Miller & Modigliani, 1961).

Η πρώτη πρόταση που αφορά τη μερισματική πολιτική των εταιρειών, ορίζει ότι υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, ο λόγος χρέους προς ίδια κεφάλαια, δεν μεταβάλλει την αξία της. Η δεύτερη πρόταση, καθιστά σαφές ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση μιας εταιρείας δεν επηρεάζει το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου της (WACC). Η επόμενη πρόταση, από την οποία έχει πάρει και το όνομά του το θεώρημα, καταδεικνύει πως η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης δεν συσχετίζεται με την τιμή της μετοχής. Η τελευταία πρόταση τους υποστηρίζει πως οι μέτοχοι αδιαφορούν για την οικονομική πολιτική της εταιρείας (Villamil, 2008).

Τα παραπάνω πορίσματα εξάγονται κάνοντας την υπόθεση της «τέλειας και ολοκληρωμένης αγοράς». Αυτή η αγορά που ορίζουν οι Miller και Modigliani, αποτελείται κυρίως από τις εξής υποθέσεις (Bruson, Filatova, & Orekhova, 2022):

- μηδενική φορολόγηση,
- συμμετρική πληροφόρηση όλων των εμπλεκόμενων μερών και επενδυτών,
- μηδενικά κόστη συναλλαγών,
- οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται ή να δανείζουν με το ίδιο επιτόκιο,
- οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι εξίσου προσβάσιμες από όλες τις κατηγορίες επενδυτών,
- οι επενδυτές συμπεριφέρονται λογικά και ορθολογικά, δηλαδή αυτό συνεπάγεται ότι σε μια αναπτυγμένη χρηματοπιστωτική αγορά, ο εκάστοτε κίνδυνος θα ανταμείβεται με το ανάλογο ποσοστό απόδοσης,

- δεν υπάρχουν κόστη πτώχευσης και δεν υπάρχει η πιθανότητα πτώχευσης, δηλαδή, ανεξάρτητα από το επίπεδο της μόχλευσης της εταιρείας, οι επενδυτές δεν κινδυνεύουν από τη χρεοκοπία.
- όλες οι χρηματοοικονομικές ροές είναι διηνεκείς.

Σύμφωνα με την παρούσα θεωρία, η αξία μιας εταιρείας εξαρτάται αποκλειστικά από τις επενδυτικές αποφάσεις και τις προοπτικές της. Επομένως, η αξία των μετοχών που αποδίδουν μερίσματα, πρέπει να είναι η ίδια με τις μετοχές που δεν διανέμουν μερίσματα σε έναν κόσμο χωρίς φορολογική προτίμηση (El-Sady et al., 2012).

Έχοντας αναφέρει όλα τα παραπάνω δεδομένα, συνειδητοποιούμε πως παρόλο που η θεωρία της ανεξαρτησίας του μερίσματος από την τιμή της μετοχής είναι αρκετά σπουδαία, δεν είναι ρεαλιστική. Η υπόθεση της ανυπαρξίας κόστους πτώχευσης αλλά και τα μηδενικά κόστη συναλλαγών υπάρχουν και απασχολούν τους επενδυτές (Stiglitz, 1969). Επιπλέον, στις πραγματικές αγορές, οι εταιρίες υπόκεινται σε φόρους, ιδιαίτερα στην Ελληνική αγορά που οι φόροι στη μελετούμενη περίοδο ήταν σε υψηλά επίπεδα (Miller, 1988).

3.2 Θεώρημα Bird in the Hand

Η θεωρία "bird in the hand" που προτάθηκε από τον Αμερικανό οικονομολόγο Myron J. Gordon και τον John Lintner, αναπτύχθηκε στα τέλη της δεκαετίας του 1950, με τους Graham και Dodd, τους κυριότερους υποστηρικτές της στον αντίποδα της θεωρίας των Miller και Modigliani. Αυτή η θεωρία εξετάζει το δίλημμα που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές όταν αποφασίζουν εάν πρέπει να επενδύσουν σε μια εταιρεία με υψηλό μέρισμα ή όχι (Black & Scholes, 1974).

Σύμφωνα με τη θεωρία "bird in the hand," ένα μέρισμα που πληρώνεται σήμερα θεωρείται πιο αξιόπιστο και λιγότερο επιρρεπές σε κινδύνους, συγκριτικά με το υποθετικό κέρδος από μελλοντικές κερδοφορίες της εταιρείας. Οι πληρωμές μερισμάτων μειώνουν την αβεβαιότητα των επενδυτών και, επομένως, αυξάνουν την αξία των μετοχών (Mwangi, 2017). Θα μπορούσε κανείς να το συνοψίσει στη παροιμία «κάλλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι». Η αναλογία πληρωμών, έχει μια σημαντικά θετική σχέση με τις τιμές των μετοχών, όπως υποστηρίζεται από τη θεωρία "bird in the hand", που υποδεικνύει ότι οι μέτοχοι προτιμούν ένα δολάριο εκτιμώμενων μερισμάτων έναντι ενός πιθανού δολαρίου που προκύπτει από κέρδη υπεραξίας των μετοχών τους (Bhattacharya, 1979). Συνεπώς, υποστηρίζεται πως οι

μετοχές με υψηλότερη αναλογία πληρωμών πρέπει να λαμβάνουν μεγαλύτερη εκτίμηση από την αγορά με υψηλότερη τιμή μετοχής, σε σύγκριση με τις μετοχές που έχουν χαμηλότερη αναλογία (El-Sady et al., 2012). Επιπροσθέτως, υποστηρίζεται πως οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να προσφέρουν μεγαλύτερες τιμές για την αγορά αυτών των μετοχών που θα τους αποδώσουν γενναιόδωρα μερίσματα, σε σχέση με παρόμοιες εταιρίες που καταβάλλουν μερίσματα μικρότερων επιπέδων και αποδόσεων (Black & Scholes, 1974).

Η θεωρία bird in the hand υποστηρίζει πως μια μεταβολή στα μερίσματα επηρεάζει σημαντικά την αξία μιας επιχείρησης μέσω της επίδρασης στις τιμές των μετοχών. Αυτή η άποψη των Lintner (1962) και Gordon (1963) υποστηρίχθηκε από τα ευρήματά τους, αναδεικνύοντας μια σημαντική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και της αξίας μιας εταιρείας (Ali, 2020). Ο Gordon και ο Lintner στη συνέχεια, δημιούργησαν ένα μοντέλο, το "Μοντέλο Ανάπτυξης Μερισμάτων του Gordon", που εξηγεί πώς η πολιτική διανομής μερισμάτων μιας εταιρείας αποτελεί βάση για τον καθορισμό της αξίας των μετοχών. Το μοντέλο ανάπτυξης του Gordon χρησιμοποιεί την προσέγγιση κεφαλαιοποίησης των μερισμάτων για την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας ως το πηλίκο του αναμενόμενου μερίσματος έναν χρόνο από τώρα διαιρεμένο με τον διαφορετικό ρυθμό απόδοσης του επενδυτή και τον ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων (Mwangi, 2017). Το μοντέλο συνοψίζεται στον τύπο:

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g}$$

Όπου:

P_0 : Η τρέχουσα τιμή της μετοχής

D_1 : Αναμενόμενο μέρισμα ανά μετοχή σε έναν χρόνο από τώρα,

r_s : Απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους μετόχους

g : ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων

Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, εάν οι εταιρίες θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή των μετοχών τους θα πρέπει ταυτοχρόνως να μεγιστοποιήσουν τη μερισματική απόδοση που προσφέρουν καθώς και την αναλογία πληρωμών (Mwangi, 2017). Σε συνέχεια της παραπάνω θεωρίας, συγγραφείς όπως ο Lundgren (2016) υποστήριξαν πως η αξία μιας εταιρείας σχετίζεται σημαντικά με τις πολιτικές μερισμάτων.

Επιπλέον, οι Baker et al, σε έρευνα τους, απέδειξαν την παραπάνω θεωρία διατυπώνοντας πως οι διευθυντές της NASDAQ πίστευαν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της εταιρείας καθώς και ότι αυτή αντικατοπτρίζεται στην τιμή των μετοχών. Ειδικότερα, τα ευρήματα επισημαίνουν ότι περισσότερο από το 90% των διευθυντικών στελεχών συμφώνησαν ότι μια επιχείρηση θα πρέπει να αποφύγει την αύξηση του κανονικού μερίσματος, εάν αναμένει να ανατρέψει την απόφαση για μέρισμα τον επόμενο χρόνο, δηλαδή οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσπαθήσουν να διατηρήσουν σταθερή την πληρωμή των μερισμάτων τους. Επίσης, πάνω από το 60% συμφώνησαν ότι η εταιρεία θα πρέπει να θέτει έναν στόχο απόδοσης μερίσματος και να προσαρμόζει περιοδικά την τρέχουσα πληρωμή τους (Baker et al., 2002).

3.3 Θεωρία Capital Asset Pricing Model - CAPM

Στα μέσα της δεκαετίας του 1960 οι τρεις οικονομολόγοι William Sharpe, John Lintner και Treynor δημιούργησαν το μοντέλο αξιολόγησης κεφαλαίου (Capital Asset Pricing Model - CAPM) το οποίο χρησιμοποιείται ευρέως μέχρι και σήμερα. Το μοντέλο, προέκυψε από την ιδέα πως μια μεμονωμένη μετοχή σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο είναι αρκετά πιο επικίνδυνη, σε αντίθεση με το εάν βρίσκεται σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, όπου ο κίνδυνος της μπορεί σχεδόν να εξαλειφθεί (Ehrhardt, 2011). Το CAPM ορίζει ότι το αναμενόμενο αποδοτικό κέρδος της κάθε επένδυσης είναι ανάλογο του beta της. Προσφέρει δηλαδή ισχυρές προβλέψεις σχετικά με το πώς μπορεί να μετρηθεί ο κίνδυνος, ενώ αποδίδει τη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσης και του κινδύνου (Fama & French, 2004). Αυτό σημαίνει ότι κάθε επένδυση πρέπει να βρίσκεται πάνω στην κλίμακα ασφαλείας που συνδέει τα επιτόκια του Δημοσίου και το σύνολο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το μοντέλο CAPM συνοψίζεται στη σχέση (Allen & Michaely, 1995):

$$E(r_i) = r_f + \beta_i(E(r_m) - r_f)$$

Όπου:

$E(r_i)$: Αναμενόμενη απόδοση της εταιρείας i

r_f : Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

$E(r_m)$: Η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

β_i : Το βήτα δηλαδή, ο συστηματικός κίνδυνος της i εταιρείας, με $\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$

Μια υπόθεση του μοντέλου CAPM είναι ότι οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται και να δανείσουν με το ίδιο επιτόκιο, ενώ γενικότερα δεν ισχύει αυτό στην πραγματική αγορά, καθώς τα επιτόκια δανεισμού είναι υψηλότερα. Επιπλέον, μία ακόμη υπόθεση είναι πως η επένδυση σε αμερικανικά κρατικά ομόλογα είναι χωρίς κίνδυνο. Στην πραγματικότητα ενώ ο κίνδυνος χρεοκοπίας είναι πολύ μικρός, τα ομόλογα δεν εγγυώνται πραγματική απόδοση, ενώ παραλλήλως ελλοχεύει ο κίνδυνος του πληθωρισμού. Έχοντας αναφέρει τα παραπάνω το μοντέλο του CAPM, έχει υποθέσεις, οι οποίες δεν είναι κρίσιμες. Ωστόσο, κάποιες μικρές τροποποιήσεις στο μοντέλο μπορούν να γίνουν, ώστε να ακολουθεί πιστότερα την εικόνα της αγοράς (Brealey & Myers, 2002).

Δυστυχώς, για μερικούς ερευνητές, η εμπειρική καταγραφή του μοντέλου είναι τόσο φτωχή που εγείρει ερωτήματα σχετικά με τον τρόπο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε πραγματικές εφαρμογές. Το CAPM βασίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις. Ωστόσο, μπορεί να δοκιμαστεί μόνο με ιστορικά δεδομένα αποδόσεων. Τα ευρήματα προηγούμενων ερευνών αποκαλύπτουν πως δεν υπάρχει ιστορική σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και του βήτα τους (Fama & French, 2004). Επιπλέον, σε διάφορες δοκιμές που έγιναν σε μελέτες, καμία δεν έχει καταφέρει να αποδείξει ότι το CAPM περιγράφει πραγματικά τη συμπεριφορά των επενδυτών (Ehrhardt, 2011). Επίσης, ενώ τα πολυμεταβλητά μοντέλα αποτελούν ένα σημαντικό βήμα για την εξέλιξη του μοντέλου CAPM, σημειώνονται κάποιες ελλείψεις όταν εφαρμόζονται στην πράξη, με αποτέλεσμα, το βασικό CAPM να εξακολουθεί να είναι η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος για το θεωρητικό μέρος των προβληματισμών που αφορούν τις απαιτούμενες αποδόσεις των επενδύσεων (Fernandez, 2015).

3.4 Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης

Οι διαφορετικές δυνάμεις που επιδρούν σε κάθε εταιρεία, σε διαφορετικές χρονικές στιγμές και προς διαφορετικές κατευθύνσεις είναι των μετόχων, των ομολογιούχων και της διοίκησης, των οποίων τα συμφέροντα ενδέχεται να συγκρούονται (Allen & Michaely, 1995). Εάν υποτεθεί πως ο σύγχρονος κόσμος χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία πληροφοριών, είναι αναμενόμενο το συμπέρασμα και η θεωρία που

ανήκει στους Jensen και Meckling (1976), εξηγώντας πως τα κόστη αντιπροσωπείας συνήθως προκύπτουν ως αποτέλεσμα βασικών διαταραχών, αναποτελεσματικών συμφωνιών και δυσαρέσκειας, που προκύπτουν από τις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης. Δηλαδή, το κόστος αντιπροσωπείας είναι ένας τύπος εσωτερικής εταιρικής δαπάνης, που προέρχεται από τις ενέργειες ενός πράκτορα που ενεργεί για λογαριασμό της εταιρείας - εντολέα. Σύμφωνα με τη θεωρία τα πλεονάζοντα ταμειακά διαθέσιμα, οδηγούν σε επενδυτικές δραστηριότητες αποφασιζόμενες από τα ανώτερα στελέχη και θέτουν σε κίνδυνο την εταιρεία. Επιπλέον, η πληρωμή των μερισμάτων μειώνει τα ταμειακά διαθέσιμα και κατά συνέπεια μειώνει και το επίπεδο των μετρητών που διαχειρίζονται τα στελέχη, ελαττώνοντας τελικώς και τις εσωτερικές συγκρούσεις. Οι εταιρείες με υψηλότερα ποσοστά διευθυντικής ιδιοκτησίας αναμένεται να έχουν χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης λόγω της καλύτερης ευθυγράμμισης των στόχων της διοίκησης και των μετόχων (Jensen & Meckling, 1976).

Το μοντέλο αυτό υποστηρίζει πως οι πληρωμές μερισμάτων βοηθούν στην αντιμετώπιση των προβλημάτων της αντιπροσώπευσης μεταξύ εταιρικών μετόχων και εξωτερικών μετόχων, διανέμοντας μετρητά, αναγκάζοντας έτσι τις εταιρείες να αλληλεπιδρούν συχνότερα με την κεφαλαιαγορά (Fidrmuc & Jacob, 2010). Επίσης, υποστηρίζεται ότι η καταβολή μερισμάτων παρέχει κίνητρο στους διευθυντές να μειώσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης. Συνεπώς παρέχεται μία εξήγηση για τα αίτια που οδηγούν τις εταιρείες να πληρώνουν μερίσματα, ενώ επίσης καθορίζει το ύψος των μερισμάτων που πρέπει να πληρώσει η κάθε επιχείρηση. (Moh'd, Perry, & Rimbey, 1995). Τέλος, όλες οι παραπάνω αποφάσεις σχετικά με το επίπεδο των ταμειακών διαθεσίμων, του δανεισμού καθώς και της μερισματικής πολιτικής που θα αποφασιστεί, έχουν άμεσο αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής.

3.5 Θεωρία Σηματοδότησης των μερισμάτων (Signaling Theory)

Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, που βασίζεται στις προτάσεις των Bhattacharya (1979), Miller και Rock (1985) και John και Williams (1985), τα μερίσματα λειτουργούν ως ένα είδος σήματος από τη διοίκηση, υποδεικνύοντας ότι η εταιρεία έχει εμπιστοσύνη για το μέλλον της ενώ προβλέπει ότι θα υπάρξει κερδοφορία. Σύμφωνα με τους Brigham και Houston (2013), η θεωρία της σηματοδότησης προκύπτει από την ιδέα της εξ ορισμού ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει στην

αγορά μεταξύ των επενδυτών και των διοικητικών στελεχών (Mwangi, 2017). Υπό τέτοιες συνθήκες, τα διοικητικά στελέχη γνωρίζουν περισσότερα για την ποιότητα των εταιρειών τους και γι' αυτό τον λόγο, εν συνεχεία, επιλέγουν με τις ανακοινώσεις τους να εκπέμψουν μηνύματα - σήματα στους επενδυτές προκειμένου να διορθώσουν αυτές τις ασυμμετρίες πληροφοριών (Simiyu, 2014).

Η σηματοδότηση ξεκινά από τη στιγμή που οι επενδυτές αναμένουν τις ανακοινώσεις της διοίκησης επειδή πιστεύουν ότι παρέχονται πληροφορίες σχετικά με την οικονομική υγεία της εταιρείας, ενώ η σηματοδότηση πραγματοποιείται όταν αλλάζει το ποσό του μερίσματος που πρέπει να καταβληθεί στους μετόχους (Purnamasari & Heraenitanuatmodjo, 2019). Οι ασυμμετρίες πληροφοριών μπορεί να οδηγήσουν σε πολύ χαμηλές αποτιμήσεις ή σε μια μη βέλτιστη επενδυτική πολιτική. Συνεπώς τα σήματα αυτά χαρακτηρίζονται ως ο ακρογωνιαίος λίθος της πολιτικής οικονομικών επικοινωνιών (Simiyu, 2014).

Όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο ασύμμετρης πληροφορίας, τόσο υψηλότερη είναι η ευαισθησία του μερίσματος στις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης (Dionne & Ouederni, 2011). Το 1977 οι Stephen Ross και Solomon Ezra, παρατήρησαν από εμπειρικές μελέτες πως οι εταιρίες που αύξησαν σημαντικά τα επίπεδα της μερισματικής τους απόδοσης, είχαν αύξηση στην τιμή των μετοχών τους, ενώ στον αντίποδα οι εταιρίες που παρέλειπαν ή μείωσαν τα επίπεδα των μερισμάτων τους είχαν πτώση της τιμής της μετοχής γεγονός που υποδεικνύει πως οι επενδυτές προτιμούν μερίσματα σε σχέση με τα κέρδη υπεραξίας των μετοχών (Simiyu, 2014).

Σε μελέτη του 2004 των Brav et al., σε 384 Ανώτατους Οικονομικούς Διευθυντές εταιρειών διαπιστώθηκε πως θεωρούν ότι τα μερίσματα μεταδίδουν την εμπιστοσύνη της διοίκησης σχετικά με το μέλλον ενώ ταυτοχρόνως, έχουν την πεποίθηση πως οι επενδυτές έχουν προτίμηση στα μερίσματα. Ωστόσο, σύμφωνα με την εμπειρική αυτή έρευνα, οι διευθυντές ισχυρίζονται ότι δεν καταβάλλουν τα μερίσματα ως ένα δαπανηρό μήνυμα-σήμα στους επενδυτές για την πραγματική αξία της εταιρείας τους (Dong et al., 2005). Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγουν κι άλλες μελέτες που απέδειξαν πως ενώ οι μερισματικές ανακοινώσεις παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες για την εταιρεία, δεν υπάρχουν στοιχεία να υποστηρίξουν τη θεωρία της σήμανσης των μερισμάτων (Bernhardt et al., 1994).

3.6 Θεωρία Φορολογικών Προτιμήσεων – Tax Preference Theory

Όπως είναι γνωστό, κάθε χώρα εφαρμόζει διαφορετικούς τύπους φορολογικού συστήματος μερισμάτων ανάλογα με την οικονομική της κατάσταση, οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τη μεγιστοποίηση της αξίας κάθε επένδυσής τους, οι οποίες όμως επηρεάζεται από τις φορολογικές ρυθμίσεις που συνδέονται με αυτήν. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές έχουν ένα κίνητρο να πιάσουν τις εταιρείες να διαμορφώσουν καταλλήλως τις αποφάσεις τους προκειμένου να βελτιώσουν τα φορολογικά τους αποτελέσματα. Οι εταιρείες έχουν κίνητρο να συμμορφωθούν, καθώς η μεγαλύτερη ζήτηση από τους επενδυτές αυξάνει την αγοραία αξία τους. Αυτό το φαινόμενο ορίζεται ως πελατειακή επίδραση (Badenhorst, 2017).

Γίνεται σαφές πως ενώ το θεώρημα των Miller και Modigliani είναι ευρέως διαδεδομένο στον οικονομικό κόσμο, οι παραδοχές του για μια τέλεια κεφαλαιαγορά αποκλείουν οποιαδήποτε πιθανή φορολογική επίδραση. Σύμφωνα με το θεώρημα Μη Σχετικότητας του Μερισματος είχε υποθεθεί ότι δεν υπάρχει διαφορά στη φορολογική μεταχείριση μεταξύ μερισμάτων και υπεραξίας. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο υπάρχουν φόροι και μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στη μερισματική πολιτική και στην αξία της επιχείρησης. Αντιθέτως, το θεώρημα των φορολογικών προτιμήσεων των μερισμάτων δηλώνει ότι ορισμένοι επενδυτές προτιμούν τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιουχικά κέρδη από την τρέχουσα απόδοση μερισμάτων, πληρώνοντας περισσότερα για τη μετοχή μιας επιχείρησης που οργώνει τα κέρδη της σε έργα αξίας κεφαλαίου αντί να πληρώνουν αυτά τα κέρδη ως μερίσματα (Al-Malkawi et al., 2010).

Η θεωρία φορολογικών προτιμήσεων υποστηρίζει πως οι χαμηλές μερισματικές αποδόσεις, μειώνουν το κόστος κεφαλαίου και αυξάνουν την τιμή της μετοχής, δηλαδή, συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης. Η μελετώμενη θεωρία βασίζεται στην υπόθεση ότι τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερους συντελεστές από τα κέρδη κεφαλαίου-υπεραξίας ενώ επιπλέον, τα μερίσματα φορολογούνται άμεσα, σε αντίθεση με τους φόρους επί των κεφαλαιουχικών κερδών οι οποίοι αναβάλλονται έως ότου η μετοχή πωληθεί πραγματικά. Αυτά τα φορολογικά πλεονεκτήματα των κεφαλαιουχικών κερδών έναντι των μερισμάτων τείνουν να προδιαθέτουν τους επενδυτές, που έχουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση για τα κέρδη κεφαλαίου, να προτιμούν εταιρείες που διατηρούν το μεγαλύτερο μέρος

των κερδών τους αντί να τα πληρώνουν ως μερίσματα. Επομένως, μία χαμηλή μερισματική απόδοση θα μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και θα αυξήσει την τιμή της μετοχής (Al-Malkawi et al., 2010).

Το φαινόμενο της πελατειακής επίδρασης της θεωρίας φορολογικής προτίμησης μελετήθηκε από τους Lee, Liu, Roll και Subrahmanyam (2006) σε εταιρείες με μετοχές στο χρηματιστήριο της Ταϊβάν όπου ο φόρος υπεραξίας είναι μηδενικός και η επαναγορά μετοχών απαγορεύτηκε μέχρι το 2000. Τα αποτελέσματα της έρευνας ήταν ισχυρά και καταδεικνύουν πως τα άτομα που ανήκουν στα υψηλότερα φορολογικά κλιμάκια τείνουν να διατηρούν μετοχές σε εταιρείες που πληρώνουν χαμηλά ή μηδενικά μερίσματα και διαπραγματεύονται μετοχές των εταιρειών που αυξάνουν την αναλογία πληρωμών μερισμάτων. Από την άλλη πλευρά, τα άτομα που εμπίπτουν σε χαμηλότερα φορολογικά κλιμάκια τείνουν να διατηρούν μετοχές των εταιρειών που πληρώνουν υψηλά μερίσματα. Τέλος, αποκαλύφθηκε πως όταν η Ταϊβάν νομιμοποίησε την επαναγορά μετοχών, διαπίστωσαν ότι εταιρείες με την υψηλότερη συγκέντρωση σε μετόχους που ανήκαν στα υψηλότερα φορολογικά κλιμάκια, συμμετείχαν σε επαναγορές μετοχών, δηλαδή οι ερευνητές επεσήμαναν πως η επαναγορά μετοχών σχετίζεται σημαντικά με το ποσοστό των υψηλά φορολογούμενων μετόχων της εταιρείας (Lee et al., 2006).

3.7 Άλλες θεωρίες

Η θεωρία που εκπροσωπείται κυρίως από τους Miller, Black και Scholes, υποστηρίζει πως η αξία μιας εταιρείας δεν επηρεάζεται από τη μερισματική πολιτική, αλλά αντιθέτως, η αποκοπή των μερισμάτων είναι προσαρμοσμένη στη ζήτηση. Δηλαδή η θεωρία εξηγείται καθώς εάν οι εταιρείες πίστευαν πως μπορούσαν να αυξήσουν την τιμή της μετοχής τους αλλάζοντας τη μερισματική πολιτική τους, θα το έπρατταν. Τα μερίσματα είναι στο επίπεδο που βρίσκονται, διότι καμία εταιρεία δεν πιστεύει ότι θα μπορούσε να προσθέσει αξία απλώς αυξάνοντας ή μειώνοντας το μέρισμα της (Black & Scholes, 1974).

Η θεωρία “Pecking Order” των Myers (1984), Myers και Majluf (1984) υποθέτει ότι δεν υπάρχει στόχος στη διάρθρωση κεφαλαίου μίας εταιρείας. Υποστηρίζεται πως οι εταιρείες επιλέγουν κεφάλαια σύμφωνα με την ακόλουθη σειρά προτίμησης: εσωτερική χρηματοδότηση, χρέος, ίδια κεφάλαια. Δηλαδή ουσιαστικά οι εταιρείες προτιμούν να χρησιμοποιούν τα διανεμηθέντα κέρδη για να χρηματοδοτήσουν τις

νέες τους επενδύσεις ώστε να επέλθει η ανάπτυξη τους και να προσαρμόσουν ανάλογα τις μερισματικές τους πολιτικές προσπαθώντας ωστόσο να αποφύγουν απροσδόκητες αλλαγές στα μερίσματα (Chen & Chen, 2011).

Από τη διεθνή βιβλιογραφία, μπορεί να διαπιστωθεί ότι οι θεωρίες μερισματικής πολιτικής διαφοροποιούνται καθώς πηγάζουν και επηρεάζονται από τα αντίθετα συμφέροντα μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων. Η διοίκηση επικεντρώνεται κυρίως στην αντικειμενική ανάπτυξη της εταιρείας, ενώ οι μέτοχοι επικεντρώνονται στον πλούτο των μετοχών που κατά συνέπεια καθορίζει και την απόδοση της επένδυσής τους. Οι εμπειρικές μελέτες που εξετάστηκαν δείχνουν μια θετική σχέση μεταξύ της πληρωμής των μερισμάτων και της αξίας της εταιρείας. Αν και άφθονες θεωρίες και εμπειρικά στοιχεία έχουν προσπαθήσει να διευκρινίσουν γιατί καταβάλλονται μερίσματα, τα αποτελέσματά τους εξακολουθούν να είναι ασαφή. (Priya & Mohanasundari, 2016)

3.8 Αποτελέσματα ερευνών στην Ελλάδα

Οι μελέτες που αφορούν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, όπως έχει ήδη αναφερθεί είναι ελάχιστες, και ιδιαίτερη έλλειψη παρουσιάζουν τα νεότερα ευρήματα. Μελέτες δείχνουν ότι τα μερίσματα μπορούν να είναι ένα καλό προγνωστικό των μελλοντικών αποδόσεων. Οι Karathanassis & Philippas (1988) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το μέρισμα και το μέγεθος μιας εταιρείας καθορίζουν την τιμή των μετοχών καθώς και στο ότι η μερισματική πολιτική έχει θετική επίδραση στην τιμή των μετοχών (Karathanassis & Philippas, 1988). Στη συνέχεια, αποκαλύφθηκε πως στην περίπτωση της Ελληνικής αγοράς, τα τρέχοντα κέρδη καθώς και τα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου φαίνεται να επηρεάζουν σημαντικά τη μερισματική πολιτική των εταιρειών (Τζωάννος & Φίλιππας, 1997). Εξίσου σημαντικό εύρημα είναι αυτό που σύμφωνα με μελέτη του 2005 στο Χρηματιστήριο Αθηνών, αποδείχθηκε πως τα διανεμηθέντα κέρδη και το μέγεθος της εταιρείας προσφέρουν σημαντικές πληροφορίες για το ύψος των μερισμάτων. Επιπλέον, αποκαλύφθηκε πως οι ελληνικές εταιρείες έχουν μια μακροπρόθεσμη στόχευση ποσοστού κατανομής μερίσματος και διανέμουν κάθε χρόνο ανάλογα τον στόχο αυτό (Eriotis, 2005).

Έπειτα, σε μελέτη στο Χρηματιστήριο των Αθηνών τα έτη 2004-2008, των μετοχών που ανήκουν στις 20 και στις 40 εταιρίες με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση,

προέκυψε το συμπέρασμα πως αμφισβητείται η θεωρία των Miller-Modigliani και οι ανακοινώσεις για διανομή μερίσματος έχουν επίδραση στην αντίδραση των επενδυτών και κατά συνέπεια στην τιμή της μετοχής. Δηλαδή τα αποτελέσματα δείχνουν την ύπαρξη ανωμαλιών στην αγορά, τόσο πριν όσο και μετά από τις ανακοινώσεις μερίσματος, με μία θετική αντίδραση κατά τη διάρκεια της περιόδου πριν την ανακοίνωση και αρνητική αντίδραση καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου μετά την ανακοίνωση. Ωστόσο, τα ευρήματα συμπληρώνονται με την παρατήρηση πως την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων, η αναταραχή στα κέρδη που σημειώνεται δεν είναι στατιστικά σημαντικά (Vazakidis & Athianos, 2012). Ακολούθως, με μελέτη του 2012, επιβεβαιώθηκε πως η απόφαση των εταιρειών για τη μερισματική πολιτική που θα εφαρμόσουν σχετίζεται θετικά το μέγεθος της εταιρείας, την κερδοφορία και τη ρευστότητα, ενώ αρνητική σχέση έχει με τη μόχλευση και τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Τα ευρήματα δηλαδή είναι συνεπή με τις θεωρίες σηματοδότησης, της θεωρίας “pecking order” και κόστους αντιπροσώπευσης που σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική (Patra et al., 2012)

Τέλος, η μελέτη που βρίσκεται πιο κοντά στην παρούσα Διπλωματική εργασία είναι αυτή των Orfanos & Enripiotis (2009) σε 20 εταιρείες του Χρηματιστηρίου Αθηνών που ανήκουν στον δείκτη FTSE/ASE-20 την περίοδο 1999-2005, όπου κατέληξε στο συμπέρασμα πως παρόλο που οι τιμές των συντελεστών είναι στατιστικά μη σημαντικές, η μερισματική απόδοση επιρρεάζει αρνητικά τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών. Ωστόσο, η άλλη πλευρά της μερισματικής πολιτικής που αφορά την αναλογία πληρωμών, σύμφωνα με τη μελέτη, φάνηκε να επιρρεάζει θετικά τη μεταβλητότητα των τιμών. Επιπλέον, αποκαλύφθηκε η αρνητική σχέση του μεγέθους και της ανάπτυξης των εταιρειών με τη διακύμανση των τιμών, ενώ δεν βρέθηκαν σίγουρα αποτελέσματα που να αφορούν τη μεταβλητότητα των κερδών και το μακροπρόθεσμο χρέος (Orfanos & Enripiotis, 2009).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μεθοδολογία της έρευνας

4.1 Συλλογή δεδομένων

Αξίζει να σημειωθεί πως όλες οι παρακάτω εταιρίες που αποτελούν το δείγμα της μελέτης, ανήκουν στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Κριτήρια για την επιλογή των εταιρειών ήταν:

- Να υπάρχουν επαρκή δεδομένα για τη μελετούμενη χρονική περίοδο.
- Να έχει αποδοθεί τουλάχιστον μία φορά μέρισμα στους μετόχους τη δεκαετία 2013-2022

Η συλλογή των πρωτογενών δεδομένων έγινε μέσω του διαδικτυακού ιστοτόπου <https://finance.yahoo.com/> από όπου συλλέχθηκαν για κάθε έτος και κάθε εταιρεία, οι προσαρμοσμένες τιμές κλεισίματος, προσαρμοσμένες για τα splits και τις διανομές μερισμάτων ή/και των κεφαλαιακών κερδών.

4.2 Δείγμα - Ιστορική αναδρομή

Το δείγμα επιλέχθηκε με τέτοιο τρόπο ώστε να μελετήσει κατά το δυνατόν ένα ευρύ φάσμα εταιρειών, από πολλούς κλάδους της Ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα επιλέχθηκε μια εταιρεία που διανέμει μερίσματα για τον κάθε κλάδο, των τροφίμων, του τυχερού παιχνιδιού και των στοιχημάτων, των τηλεπικοινωνιών και της τεχνολογίας, του πετρελαίου, του εμπορίου, των κατασκευών και των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

4.2.1 EEE (Coca Cola - τρία έψιλον)

Η ιστορία της Coca-Cola στην Ελλάδα ξεκίνησε το 1969. Αξίζει να σημειωθεί πως η εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1991, με 22.900.000 κοινές μετοχές και κεφαλαιοποίηση της τάξεως των 323 εκ. ευρώ και πλέον έχει ανέλθει το ύψος της κεφαλαιοποίησης στα 6,8 δις. ευρώ, αποτελώντας την εταιρεία με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση στην ελληνική αγορά (Coca-Cola Hellenic Bottling Company S.A., χ.χ.).

4.2.2 ΟΠΑΠ

Ο Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων ποδοσφαίρου ιδρύεται το 1958, διαγράφοντας μια αξιοσημείωτη ανάπτυξη κατέχοντας σήμερα σε περισσότερα από 2.600 σημεία σε όλη την Ελλάδα, 2.300 καταστήματα και 375 καταστήματα Play με περισσότερα από

120 παιχνίδια και 25.000 παιχνιομηχανήματα. Ο ΟΠΑΠ εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 2001 (ΟΠΑΠ Α.Ε, χ.χ.).

4.2.3 ΟΤΕ

Ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος δημιουργήθηκε το 1949 και η μετοχή του εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1996, κάνοντας πλέον αισθητή την παρουσία του σε όλη την επικράτεια αλλά και στο εξωτερικό, κατέχοντας το 46% - 89% του μεριδίου της αγοράς (ΟΤΕ S.A., χ.χ.; Τσουλάκης, 2022)

4.2.4 ΜΟΗ (Motor-Oil)

Η Motor-Oil από το 1972 δραστηριοποιείται στον τομέα της διύλισης αργού πετρελαίου με μονάδα παραγωγής βασικών λιπαντικών και της εμπορίας προϊόντων πετρελαίου, ενώ από το 2019 εισήχθη και στον κλάδο των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, απασχολώντας πλέον πάνω από 3.000 εργαζόμενους. Το 2001 έγινε η εισαγωγή της στο ελληνικό χρηματιστήριο και πλέον κατέχει πάνω από το 30% του μεριδίου της ελληνικής αγοράς. Σήμερα, ο όμιλος έχει 92 επιμέρους εταιρίες ενώ τα προϊόντα της εξάγονται σε περισσότερες από 75 χώρες (MOTOR OIL, χ.χ.).

4.2.5 ΜΠΕΛΑ (Jumbo)

Η εταιρεία Jumbo που δραστηριοποιείται στον κλάδο των παιχνιδιών και των λιανικών πωλήσεων, ιδρύθηκε το 1986 και μπήκε στο Χρηματιστήριο το 1997. Πλέον η εταιρεία διαθέτει Ηλεκτρονικό Κατάστημα ενώ κατέχει τα μεγαλύτερα καταστήματα παιχνιδιών απασχολώντας 6.644 εργαζομένους, με 52 καταστήματα στην Ελλάδα και ακόμη 28 στο εξωτερικό (E-JUMBO, χ.χ.).

4.2.6 ΕΛΧΑ

Η ΕΛΒΑΧΑΛΚΟΡ συστάθηκε από τη συγχώνευση των ΕΛΒΑΛ και ΧΑΛΚΟΡ, με έτος ίδρυσης το 1977 δραστηριοποιείται στον κλάδο της παραγωγής αλουμινίου και χαλκού, με δυναμική ανάπτυξη στην αυτοκινητοβιομηχανία, τις κατασκευές, την ενέργεια και τις ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Πλέον, η εταιρεία αριθμεί 12 εργοστασιακές μονάδες ενώ η εμπορική της δραστηριότητα επεκτείνεται σε πάνω από 100 χώρες. Η ΕΛΒΑΧΑΛΚΟΡ εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1996 (ElvalHalcor S.A., χ.χ.).

4.3 Ερευνητική Μεθοδολογία

Αρχικά, η συλλογή των δεδομένων από τις ιστοσελίδες <https://finance.yahoo.com/> και <https://www.athexgroup.gr/el/> έγινε μέσω του προγράμματος Microsoft Excel, όπως και ο υπολογισμός των βασικότερων μέτρων θέσεως και διασποράς. Η μετέπειτα επεξεργασία των δεδομένων, όπως η διερεύνηση ύπαρξης συσχετίσεων μεταξύ των ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών, κατά το στάδιο της επαγωγικής στατιστικής, χρησιμοποιήθηκε το στατιστικό πρόγραμμα IBM SPSS Statistics (Version 26) (Λιαργκόβας και σύν., 2019).

Η διαδικασία που ακολουθήθηκε για την εξαγωγή των αποτελεσμάτων είναι αυτή που χρησιμοποιήθηκε από τον Baskin Jonathan, το 1989 στο επιστημονικό άρθρο του με τίτλο «Dividend policy and the volatility of common stocks».

4.4 Ερευνητικά Ερωτήματα

Το ερευνητικό ερώτημα που θα προσπαθήσει να απαντήσει η παρούσα εργασία αναλύεται στην παρακάτω υπόθεση και την εναλλακτική της.

- H_0 : Η μερισματική πολιτική των εταιρειών επηρεάζει στατιστικώς σημαντικά τις τιμές των μετοχών.
- H_a : Η μερισματική πολιτική των εταιρειών δεν επηρεάζει στατιστικώς σημαντικά τις τιμές των μετοχών.

Πιο συγκεκριμένα, η ερευνητική διαδικασία θα προσπαθήσει να επιβεβαιώσει είτε να διαψεύσει τις παρακάτω επιμέρους υποθέσεις. Κάθε μια από τις παρακάτω επιμέρους υποθέσεις περιγράφουν τη σχέση των ανεξάρτητων μεταβλητών με τη μεταβλητότητα των τιμών.

H_1 : Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από τη μερισματική απόδοση των μετοχών.

H_2 : Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από την αναλογία πληρωμών.

H_3 : Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από τα κέρδη.

H_4 : Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από το μέγεθος της εταιρείας.

H₅: Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από το μακροπρόθεσμο χρέος της εταιρείας.

H₆: Η μεταβλητότητα των τιμών επηρεάζεται στατιστικά σημαντικά από την ανάπτυξη της εταιρείας.

4.5 Ορισμός μεταβλητών

Μεταβλητότητα της τιμής (P.VOL): Αυτή η εξαρτημένη μεταβλητή προκύπτει από το ετήσιο εύρος των προσαρμοσμένων τιμών των μετοχών. Για κάθε έτος, η τιμή του εύρους διαιρείται με τη μέση τιμή της μέγιστης και ελάχιστης προσαρμοσμένης τιμής που σημειώθηκε. Τέλος, υψώνεται το αποτέλεσμα στο τετράγωνο. Ο Baskin εξηγεί, πως αυτά τα μέτρα διασποράς υπολογίστηκαν για όλα τα μελετώμενα έτη και υποβλήθηκαν σε έναν μετασχηματισμό τετραγωνικής ρίζας, έτσι ώστε να δημιουργηθεί μια μεταβλητή που μπορεί να συγκριθεί με την τυπική απόκλιση.

Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$P.VOL = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{10} \left(\frac{Range_{i,price}}{AVER_{i,High,Low}} \right)^2}{10}}$$

Όπου:

$$Range_{i,price} = H_i - L_i$$

$$AVER_{i,High,Low} = \frac{H_i + L_i}{2}$$

H_i: Η μέγιστη προσαρμοσμένη τιμή που παρατηρήθηκε στο έτος i

L_i: Η ελάχιστη προσαρμοσμένη τιμή που παρατηρήθηκε στο έτος i

Παραπάνω, επιλέχθηκαν σκοπίμως οι προσαρμοσμένες τιμές, καθώς σύμφωνα με μελέτη του Parkison (1980), αυτή η μέθοδος εκτιμά τη μεταβλητότητα 5 φορές πιο αποτελεσματικά, σε σχέση με τις τιμές ανοίγματος και κλεισίματος και την τυπική απόκλιση που προκύπτει μέσω αυτών των τιμών. Δηλαδή, η παρούσα εργασία θα χρειαζόνταν δεδομένα από πενήντα έτη ώστε να έχουμε την ίδια αποτελεσματικότητα με δέκα έτη παρατήρησης του ετήσιου εύρους με τη μέθοδο του Parkinson (Baskin, 1989).

Μερισματική απόδοση (D.YIELD): Είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή η οποία αθροίζει το ετήσιο ύψος του μερίσματος που έχει αποδοθεί στους μετόχους και διαιρείται με

την τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους. Τέλος υπολογίζεται ένας μέσος όρος για όλα τα διαθέσιμα έτη. Σημειώνεται πως υπολογίζεται με βάση το καθαρό μέρισμα, δηλαδή με την αφαίρεση του παρακρατηθέντος φόρου. Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$D.YIELD = \frac{\sum_{i=10}^{10} \left(\frac{D_i}{BP_i} \right)}{10}$$

Όπου:

D_i : Το ύψος του συνολικού ετήσιου μερίσματος που διανεμήθηκε το έτος i

BP_i : Η τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους i

Μεταβλητότητα των κερδών (E.VOL): Αυτή η μεταβλητή χρησιμοποιεί τον λόγο των λειτουργικών κερδών/ζημιών προς το σύνολο του ενεργητικού για κάθε έτος. Στο επόμενο βήμα, υπολογίζεται η μέση τιμή όλων των ετών. Έπειτα, υπολογίζονται όλες οι αποκλίσεις των προηγούμενων λόγων με τη μέση τιμή και στη συνέχεια το τετράγωνο της κάθε απόκλισης. Τέλος, υπολογίζεται ο μέσος όρος αυτών των τετραγωνικών αποκλίσεων. Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$E.VOL = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{10} (Earnings\ To\ Assets\ Ratio_i - Av.\ Earnings\ To\ Assets\ Ratio_i)^2}{10}}$$

Όπου:

$$Earnings\ To\ Assets\ Ratio_i = \frac{Earnings_i}{Total\ Assets_i}$$

$$Av.\ Earnings\ To\ Assets\ Ratio_i = \frac{\sum_{i=1}^{10} (Earnings\ To\ Assets\ Ratio_i)}{10}$$

$Earnings_i$ = Λειτουργικά Κέρδη / Ζημίες προ φόρων για το έτος i

$Total\ Assets_i$ = Σύνολο του ενεργητικού για το έτος i

Αναλογία Πληρωμών (PAYOUT): Είναι η ανεξάρτητη μεταβλητή που υπολογίζεται από τον λόγο του συνόλου των μερισμάτων που αποδόθηκαν σε ένα έτος, προς το καθαρό εισόδημα μετά φόρων του έτους. Τέλος, υπολογίζεται ο μέσος όρος για όλα τα έτη. Στα έτη όπου το καθαρό εισόδημα είναι μικρότερο των μερισμάτων πληρωθέντων, η τιμή της μεταβλητής καταγράφεται ως 1, έτσι ώστε να μειωθεί το

πρόβλημα των ακραίων τιμών σύμφωνα με τον Baskin (1989). Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$PAYOUT = \frac{\sum_{i=1}^{10} \left(\frac{D_i}{E_i} \right)}{10}$$

Όπου:

D_i = Ύψος του μερίσματος που αποδόθηκε στους μετόχους το έτος i .

E_i = Καθαρό εισόδημα μετά φόρων του έτους i .

Μέγεθος (SIZE): Αυτή η μεταβλητή μπορεί να ερμηνευτεί ως η αγοραία αξία της εταιρείας. Αρχικά υπολογίζεται ο μέσος όρος για τα 10 έτη για κάθε εταιρεία. Τέλος εφαρμόζεται ένας μετασχηματισμός με τον λογάριθμο του 10 ώστε να δημιουργηθεί μια μεταβλητή που να αντικατοπτρίζει τάξεις μεγέθους. Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$SIZE = \log \frac{\sum_{i=1}^{10} MV_i}{10}$$

Όπου:

MV_i = αγοραία αξία της μετοχής στο έτος i

Χρέος (DEBT): Για τη μεταβλητή αυτή, χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα, για τις μακροχρόνιες υποχρεώσεις (>1 έτους) των εταιρειών, από τις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις. Έπειτα, οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις διαιρέθηκαν με το σύνολο του ενεργητικού για κάθε έτος. Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$DEBT = \frac{\sum_{i=1}^{10} \left(\frac{Long.Debt_i}{Total.ASSET_i} \right)}{10}$$

Όπου:

$Long.Debt_i$ = Το ύψος των μακροχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας το έτος i .

$Total.ASSET_i$ = Το σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας στο έτος i .

Ανάπτυξη (GROWTH): Για τον υπολογισμό της ανάπτυξης χρησιμοποιήθηκαν τα δεδομένα για το σύνολο του ενεργητικού κάθε εταιρείας για όλα τα έτη. Αρχικά,

υπολογίστηκαν οι διαφορές των ενεργητικών για κάθε επόμενο με προηγούμενο έτος. Έπειτα, βρέθηκε ο λόγος αυτής της διαφοράς, προς το σύνολο του ενεργητικού στην αρχή του έτους. Τέλος, υπολογίστηκε ο μέσος όρος. Παρατίθεται ο μαθηματικός τύπος:

$$GROWTH = \frac{\sum_{i=1}^{10} \left(\frac{\Delta ASSET_i}{Total.Beg.ASSET_i} \right)}{10}$$

Όπου:

$\Delta ASSET_i$ = Η διαφορά σύνολο ενεργητικού στο τέλος του έτους i - σύνολο ενεργητικού στην αρχή του έτους i .

$Total.Beg.ASSET_i$ = Σύνολο του ενεργητικού της εταιρείας στην αρχή του έτους i .

4.6 Υποθέσεις - Προσδοκώμενα αποτελέσματα

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία αναμένεται τα αποτελέσματα να καταδείξουν είτε καμία επίδραση της μερισματικής απόδοσης στη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, είτε αρνητική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών, όπως συμπεραίνεται στη μελέτη του Baskin (1989). Επίσης, στα προσδοκώμενα αποτελέσματα ανήκουν και οι θετικές συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών της ανάπτυξης και του χρέους με τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών. Όπως είναι προφανές όσο αυξάνεται η ανάπτυξη μιας εταιρείας τόσο θα αυξάνεται και η τιμή της μετοχής της αφού πλέον είναι μια καλή επενδυτική ευκαιρία με θετικές προοπτικές και αντιστρόφως. Αναλόγως, ερμηνεύονται τα αποτελέσματα στην περίπτωση των αυξανόμενων μακροπρόθεσμων χρεών που οδηγούν τους επενδυτές σε αβεβαιότητα και ρίσκο και κατά συνέπεια σε μεγάλη διακύμανση των τιμών (Allen & Rachim, 1996). Σύμφωνα με τη μελέτη του Baskin (1989), το μέγεθος φαίνεται να συνδέεται αρνητικά με τη διακύμανση των τιμών, εφόσον όσο μεγαλύτερη είναι μια εταιρεία τόσο μεγαλύτερη σταθερότητα παρουσιάζει στις τιμές των μετοχών της. Επιπλέον, αναμένεται η διακύμανση των κερδών να έχει θετική συσχέτιση με τη διακύμανση των τιμών και αρνητική συσχέτιση τόσο με τη μερισματική απόδοση όσο και με την αναλογία πληρωμών των μερισμάτων. Η υπόθεση αυτή έγκειται στο γεγονός πως οι εταιρείες με διακυμάνσεις στα κέρδη θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες, και η διοίκηση τείνει να καταβάλλει χαμηλότερα μερίσματα για να έχει επαρκής πόρους τα επόμενα χρόνια λειτουργίας και κατά συνέπεια επηρεάζεται και η μερισματική τους απόδοση

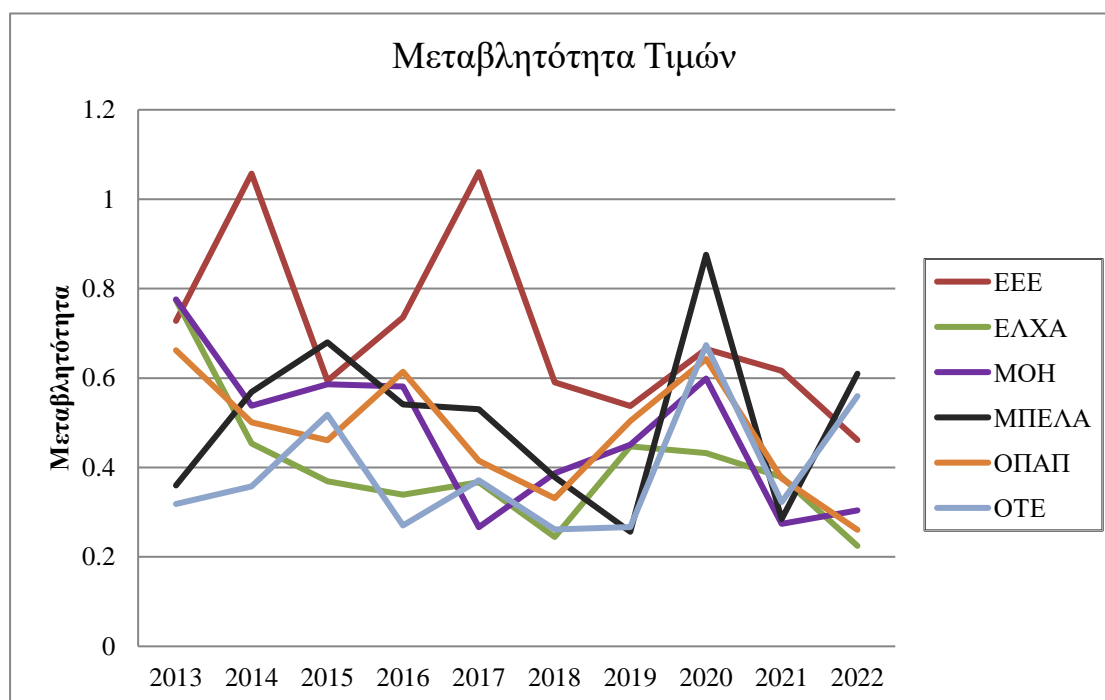
(Hussainey et al., 2011). Θετική συσχέτιση αναμένεται μεταξύ των μεταβλητών της μερισματικής πολιτικής, αναλογία πληρωμών και μερισματικής απόδοσης, όπως αποδείχτηκε και στις μελέτες των κεφαλαιαγορών του εξωτερικού (Allen & Rachim, 1996; Baskin, 1989; Hashemijoo et al., 2012; Hussainey et al., 2011; Orfanos & Evripiotis, 2009).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Αποτελέσματα

5.1 Διαχρονική πορεία των εταιρειών του δείγματος

Παρακάτω παρουσιάζεται η διαχρονική πορεία των εταιρειών προκειμένου να εντοπιστούν οι διάφορες τακτικές, να αποκαλυφθούν τάσεις και μοτίβα και να παραχθεί ένα καλύτερο κατανοητικό πλαίσιο για την απόδοση της εταιρείας.

5.1.1 Μεταβλητότητα τιμής



Διάγραμμα 1: Μεταβλητότητας τιμών των μετοχών

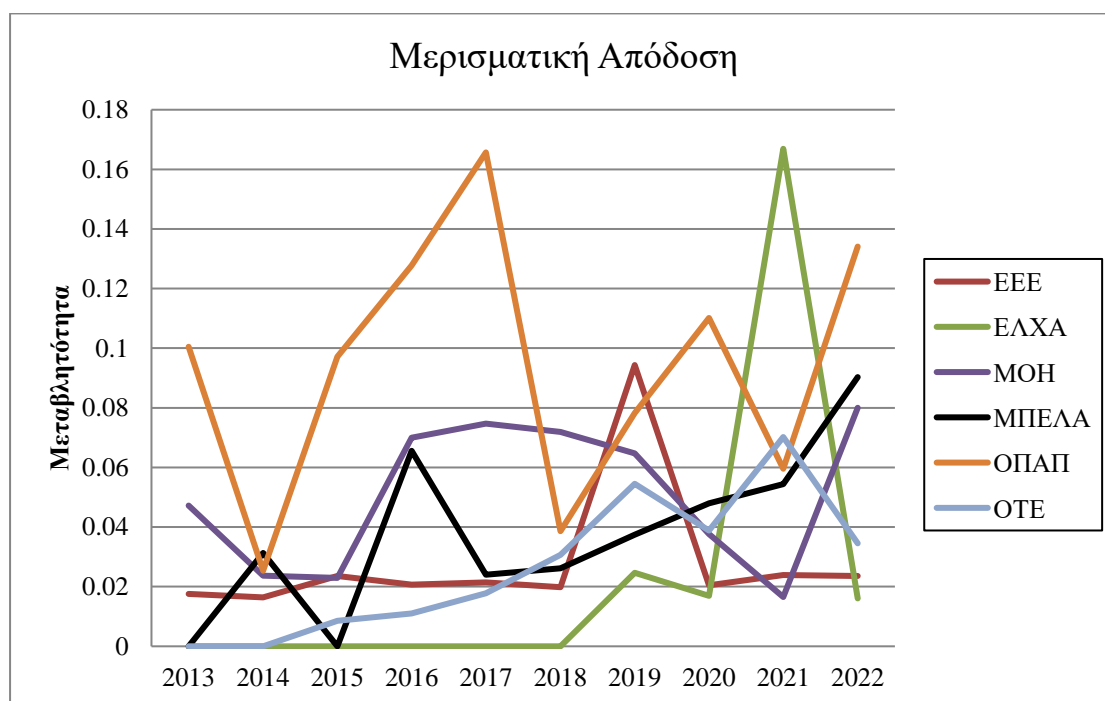
Σύμφωνα με τον πίνακα που παρατίθεται στο τέλος της ενότητας, εξάγεται το συμπέρασμα πως η εταιρεία με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα είναι η EEE καθώς παρουσιάζει και τη μεγαλύτερη μέση τιμή και τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση. Στο τέλος της κατάταξης με τη μικρότερη μεταβλητότητα ανήκει ο ΟΤΕ, όπου οι τιμές των μετοχών του παραμένουν σε ίδια επίπεδα τη μελετούμενη δεκαετία. Η μετοχή του Jumbo (ΜΠΕΛΑ) φαίνεται να βρίσκεται στη δεύτερη θέση από τη μεταβλητότητα των τιμών της. Παρατηρείται πως κατά τα πρώτα μελετούμενα έτη (2013-2015) η μεταβλητότητα βρισκόταν σε αυξητική πορεία, πράγμα αναμενόμενο καθώς τα Jumbo είναι εταιρεία εμπορίας προϊόντων και η ελληνική οικονομία παρουσίαζε αστάθεια, με την οικονομική κρίση να μαίνεται, συνεπώς οι επενδυτές συγκρατημένοι. Άξια αναφοράς είναι τα γεγονότα του 2020, έτος που ξεκίνησε η

πανδημία Covid-19, όπου παρατηρείται μια ταυτόχρονη αύξηση της μεταβλητότητας των τιμών όλων των εταιρειών. Τέλος, το έτος 2022 αυξήθηκε ξανά συστηματικά και σημαντικά η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, καθώς ήταν το έτος που ξέσπασε πόλεμος στην Ουκρανία, όπου ο φόβος των επενδυτών για τις οικονομικές συνέπειες στην Ελληνική αγορά ήταν αυξημένος.

Πίνακας 1. Μεταβλητότητας τιμών

Μεταβλητότητα τιμής	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
<i>Μέση τιμή</i>	0,704544	0,403109	0,476298	0,508515	0,47667	0,392035
<i>Τυπική Απόκλιση</i>	0,203971	0,151736	0,168264	0,192177	0,135155	0,142417

5.1.2 Μερισματική Απόδοση



Διάγραμμα 2: Μερισματικής Απόδοσης

Παρατηρούμε πως την υψηλότερη μερισματική απόδοση, μέσω της μέσης τιμής, την παρουσιάζει ο ΟΠΑΠ, αγγίζοντας το 9,37%. Επίσης, ο ΟΠΑΠ, παρόλο που παρουσιάζει από τις μεγαλύτερες τυπικές αποκλίσεις, προσπαθεί να κρατήσει τα

μερίσματα στα περισσότερα έτη σε υψηλότερα επίπεδα. Χωρίς σπουδαία μεταβλητότητα εμφανίζεται η μερισματική απόδοση της ΕΕΕ, της ΜΠΕΛΑ και του ΟΤΕ. Η ΜΠΕΛΑ τα τελευταία 5 έτη αυξάνει συνεχώς τη μερισματική της απόδοση, ενώ εξίσου σημαντική διαφαίνεται η μερισματική πολιτική του ΟΤΕ, όπου παρουσιάζεται μια αυξητική τάση στα περισσότερα μελετούμενα έτη. Η ΜΟΗ παρόλο που εμφανίζεται δεύτερη στην κατάταξη της μερισματικής απόδοσης, είναι εξίσου ευμετάβλητη με μεγάλες αποκλίσεις. Τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση με τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα από τις υπόλοιπες εταιρίες την παρουσιάζει η ΕΛΧΑ καθώς κατά τα έτη 2013-2018 δεν είχε αποδώσει μέρισμα ενώ το έτος 2021 το σταθερό μέρισμα αυξήθηκε από 0,03€ σε 0,2522€. Τέλος, χωρίς να είναι ξεκάθαρη μια κοινή καθολική τάση των εταιρειών, διαφαίνεται πως τα τελευταία έτη γίνεται προσπάθεια για ενίσχυση της μερισματικής πολιτικής και αύξηση των μερισματικών αποδόσεων από την πλειοψηφία του δείγματος.

Πίνακας 2. Μερισματικής Απόδοσης

Μερισματική Απόδοση	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
<i>Μέση τιμή</i>	0,028176	0,022453	0,050929	0,037734	0,09371	0,026618
<i>Τυπική απόκλιση</i>	0,023383	0,0516	0,024264	0,028155	0,043995	0,023501

5.1.3 Μεταβλητότητα κερδών



Διάγραμμα 3: Μεταβλητότητας Κερδών

Από το παραπάνω διάγραμμα και από τον πίνακα που παρατίθεται στο τέλος της παραγράφου, η εταιρεία που παρουσίασε τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα στα κέρδη της ήταν της Motor-Oil. Δεύτερος στην εξεταζόμενη μεταβλητή βρίσκεται ο ΟΠΑΠ με μέσο όρο 0,0505 μένοντας ωστόσο στην πλευρά της κερδοφορίας καθ' όλη τη διάρκεια της δεκαετίας. Αυξανόμενη πορεία κερδών παρουσιάζουν οι ΕΕΕ, ΕΛΧΑ και ΟΤΕ παρόλο που η πορεία τους ξεκίνησε με ζημίες το 2013. Η ΜΠΕΛΑ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη σταθερότητα όλη τη δεκαετία, με μοναδική πτώση, όπως ήταν αναμενόμενο, κατά το έτος της πανδημίας Covid-19 όπου καταγράφηκε μείωση των πωλήσεων λόγω των περιορισμών. Συμπερασματικά γίνεται εύκολα αντιληπτό, όπως είχε αναφερθεί και στη μεταβλητή «Μεταβλητότητα Τιμών», πως το κρίσιμο έτος 2020 επηρέασε όλες τις εταιρείες αρνητικά σε σημαντικό επίπεδο.

Πίνακας 3. Μεταβλητότητας Κερδών

Μεταβλητότητα κερδών	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
	0,066240	0,024119	0,102190	0,016107	0,050560	0,020579

5.1.4 Αναλογία Πληρωμών



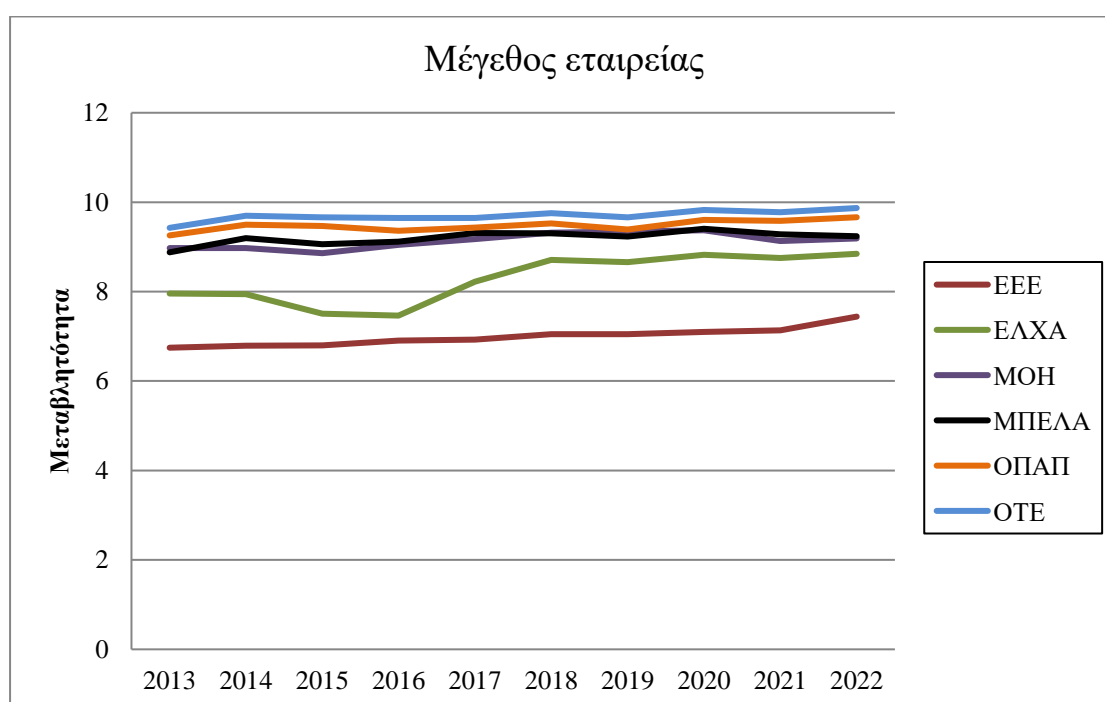
Διάγραμμα 4: Αναλογίας πληρωμών μερισμάτων

Από το παραπάνω γράφημα, εκ πρώτης όψεως διαφαίνεται πως στην κορυφή καθ' όλη τα έτη, με υψηλούς μέσους όρους, βρίσκεται ο ΟΠΑΠ με μικρές τυπικές αποκλίσεις. Ακολουθεί η ΜΠΕΛΑ που σημειώνει σημαντικά αποτελέσματα βελτιώνοντας σημαντικά τη μερισματική της πολιτική από το 2015 έως το 2022. Ειδικότερα, η ισχυρή θέση κατέχει και ο ΟΤΕ καθώς η αυξανόμενη θετική πορεία του τα τελευταία έτη, μπορεί να οφείλεται στο Πρόγραμμα Επαναγοράς Ιδίων μετοχών με σκοπό την ακύρωσή τους με απόφαση της Γενικής Συνέλευσης, που εφαρμόζεται από το 2018. Από την άλλη πλευρά, η μετοχή της Motor-Oil, έχει χαμηλό μέσο όρο αναλογίας πληρωμών μερισμάτων ($=0,223029$) και τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση ($=0,504286$), γεγονός που μπορεί να χαρακτηριστεί ως αρνητικό, καθώς μπορεί να ερμηνευτεί από τους επενδυτές ως ασταθής η εφαρμοζόμενη μερισματική πολιτική. Εν συνεχεία, στα ίδια χαμηλά επίπεδα με τη ΜΟΗ, με υψηλή τυπική απόκλιση κινείται η ΕΛΧΑ, που πριν από το 2018 δεν διένειμε μέρισμα, ενώ τελευταία τα καθαρά έσοδα της εταιρείας αυξάνονται χωρίς ωστόσο να μεταβάλλεται το μέρισμα που διανέμεται. Τέλος, η ΕΕΕ τα πρώτα μελετούμενα έτη να παρουσίαζε λειτουργικές ζημίες και κατά συνέπεια βρίσκεται στην τελευταία θέση, γεγονός που σημαίνει πως η εταιρεία διανέμει στους μετόχους της, μικρό ποσοστό επί των κερδών της.

Πίνακας 4. Αναλογίας Πληρωμών μερισμάτων

Αναλογία Πληρωμών	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
Μέση τιμή	0,028285	0,210695	0,223029	0,638889	0,917247	0,426316
Τυπική απόκλιση	0,040763	0,353413	0,504286	0,37593	0,182664	0,277729

5.1.5 Μέγεθος



Διάγραμμα 5: Μεγέθους Εταιρειών

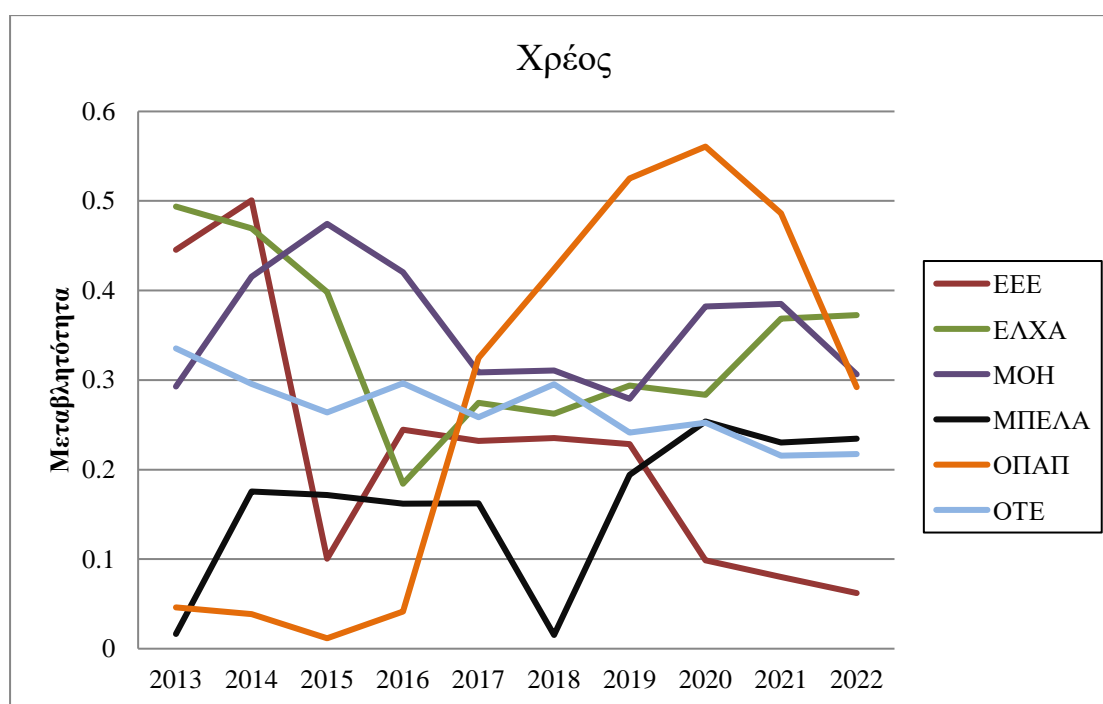
Η μεταβλητή αυτή μπορεί να ερμηνευτεί και ως η αγοραία αξία της εταιρείας και παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ομοιογένεια από τις υπόλοιπες. Την πρώτη θέση κατέχει ο ΟΤΕ και ακολουθεί με μικρή διαφορά ο ΟΠΑΠ, με τις εταιρείες ταυτοχρόνως να έχουν και τη μικρότερη τυπική απόκλιση. Εξίσου μικρή τυπική απόκλιση παρουσιάζουν η ΜΠΕΛΑ και η ΜΟΗ, με τις μέσες τιμές τους να βρίσκονται σε παρόμοια επίπεδα με τις προηγούμενες εταιρείες. Στην τελευταία θέση βρίσκεται η ΕΕΕ. Σημαντικό σε αυτό το σημείο είναι να αναφερθεί πως η μετοχή της Coca-Cola δεν βρίσκεται στην κορυφή της λίστας, παρόλο που ανήκει σε έναν παγκόσμιο κολοσσό, λόγω του ότι σε αυτή τη Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία μελετάται

μόνο η Ελληνική εταιρεία του Ομίλου. Τέλος, η ΕΛΧΑ έχει σημαντικά μεγαλύτερη τυπική απόκλιση από τις υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος, γεγονός που αναμενόταν καθώς τα έτη 2016-2018 προέκυψε η υπάρχουσα σύνθεση της εταιρείας, από τη συγχώνευση των ΕΛΒΑΛ και ΧΑΛΚΟΡ, και αυτό το σημείο-σταθμός αντικατοπτρίζεται στο παραπάνω διάγραμμα.

Πίνακας 5. Μεγέθους εταιρειών

Μέγεθος	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
Μέση τιμή	6,993358	8,28877	9,137233	9,202577	9,478877	9,696486
Τυπική απόκλιση	0,207878	0,542732	0,175118	0,151041	0,123279	0,123388

5.1.6 Χρέος



Διάγραμμα 6: Μακροπρόθεσμων χρεών

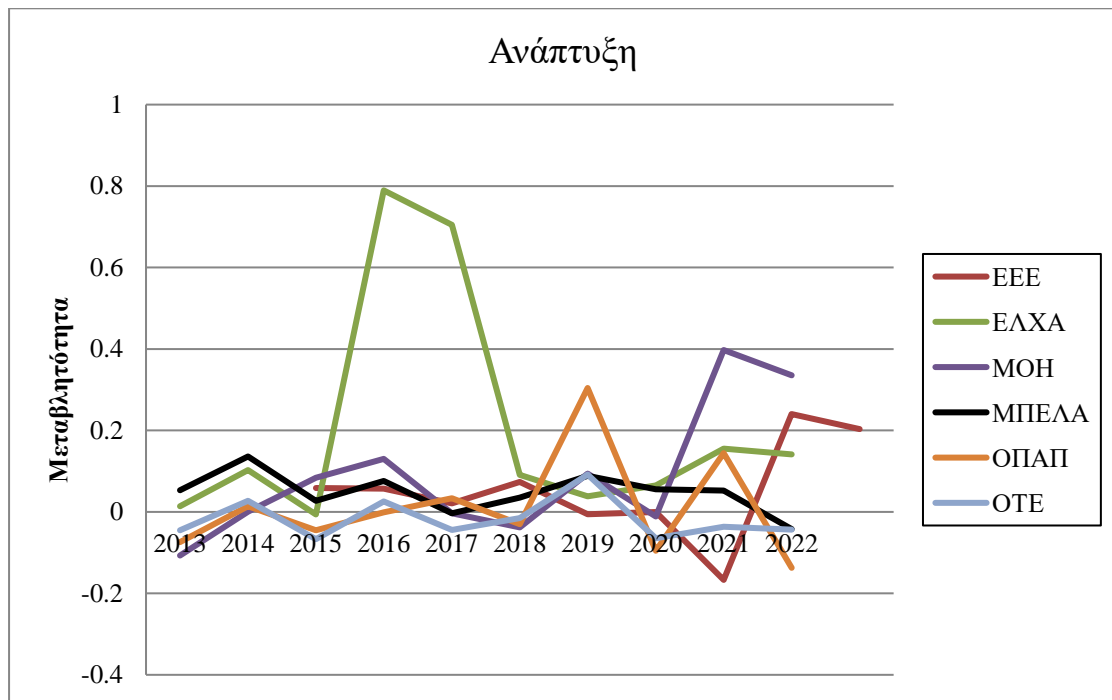
Από το παραπάνω διάγραμμα, διαφαίνεται η ΕΕΕ να καταγράφει πτωτική πορεία καθώς στο πέρασμα των χρόνων διαχειρίζεται όλο και καλύτερα το χρέος της, μειώνοντάς το σημαντικά. Η ΕΛΧΑ τα έτη 2013-2016 φαίνεται να ελαττώνει με σπουδαίους ρυθμούς το χρέος της, όμως έπειτα από τη συγχώνευση του 2017 αυξάνει

τα επίπεδά του. Εν συνεχεία, η ΜΟΗ εμφανίζει τα υψηλότερα επίπεδα χρέους από όλες τις εταιρίες με μέσο όρο 0,3575, ενώ ακολουθεί σε παρόμοια επίπεδα η ΕΛΧΑ με μέσο όρο 0,34. Η ΜΠΕΛΑ, από τα μηδενικά σχεδόν επίπεδα χρέους το 2013, αύξησε τις υποχρεώσεις της το 2014, ενώ τα έτη 2014-2018 όλο και μειωνόταν. Ωστόσο, με την έξαρση της πανδημίας του Covid-19, τα έτη 2019-2022, το χρέος εμφανώς αυξήθηκε χωρίς όμως να ξεπερνά τα επίπεδα χρέους των υπολοίπων εταιριών και αυτό συνάδει με το εύρημα πως ο μέσος όρος των επιπέδων του χρέους της ΜΠΕΛΑ είναι ο μικρότερος από το υπόλοιπο δείγμα. Η μετοχή του ΟΠΑΠ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση, καθώς μέσα σε μία πενταετία, από το έτος 2015 που βρισκόταν σχεδόν σε μηδενικά επίπεδα, το 2020 ξεπέρασε τις υπόλοιπες εταιρίες με μεγάλη διαφορά. Τέλος, ο ΟΤΕ παρουσιάζει σταθερότητα, με τη μικρότερη τυπική απόκλιση, με συνεχόμενες, μικρές μειώσεις του χρέους την τελευταία δεκαετία.

Πίνακας 6. Μακροχρόνιων Χρεών

Χρέος	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
<i>Μέση τιμή</i>	0,222786822	0,340092309	0,357535914	0,161599611	0,275071433	0,267191098
<i>Τυπική απόκλιση</i>	0,150575251	0,097476738	0,066627014	0,08322612	0,222569479	0,038348061

5.1.7 Ανάπτυξη



Διάγραμμα 7: Ανάπτυξης εταιρειών

Η μεταβλητή της Ανάπτυξης παρουσιάζει τη δεύτερη μεγαλύτερη ομοιογένεια για όλες τις εταιρείες. Επίσης από το διάγραμμα, μπορεί να παρατηρηθεί και περιοδικότητα, καθώς όλες οι εταιρείες του δείγματος παρουσίασαν αύξηση της ανάπτυξής τους τα έτη 2014, 2016, 2019, 2021, και μείωση ανάπτυξης τα έτη 2015, 2017, 2020. Κρίνεται απαραίτητη συνεπώς η περαιτέρω μελέτη του παραπάνω φαινομένου διότι μπορεί να οφείλεται σε εξωγενείς παράγοντες του οικονομικού περιβάλλοντος των μελετώμενων εταιρειών.

Σύμφωνα με το διάγραμμα και τα αποτελέσματα της μέσης τιμής και της τυπικής απόκλισης, η ΕΛΧΑ παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ανάπτυξη. Τα αποτελέσματα μπορούν να χαρακτηριστούν ως αναμενόμενα καθώς η παρούσα μορφή της εταιρείας προέκυψε από συγχώνευση δύο εταιρειών. Στην τελευταία θέση της μεταβλητής της ανάπτυξης βρίσκεται ο επί δεκαετίες εδραιωμένος στην Ελληνική αγορά, ΟΤΕ καθώς παρουσιάζει αρνητικό μέσο όρο, ενώ η τυπική απόκλιση που παρουσιάζει είναι από τις μικρότερες, δηλαδή η ανάπτυξη της εταιρείας δεν είναι ευμετάβλητη. Επίσης, αξίζει να αναφερθεί πως ο ΟΠΑΠ, παρόλο που από τη μελέτη της μεταβλητής «Χρέος» από το έτος 2016 παρουσίασε σπουδαία αύξηση του χρέους του, η

μεταβλητή της «Ανάπτυξης» με τις αυξανόμενες τυπικές αποκλίσεις εκείνης της περιόδου, καταδεικνύει προσπάθεια της εταιρείας για περαιτέρω μεγέθυνσή της.

Πίνακας 7. Ανάπτυξης Εταιρειών

Ανάπτυξη	ΕΕΕ	ΕΛΧΑ	ΜΟΗ	ΜΠΕΛΑ	ΟΠΑΠ	ΟΤΕ
<i>Μέση τιμή</i>	0,05337037	0,209545688	0,088191618	0,047756222	0,011269052	-0,01726149
<i>Τυπική απόκλιση</i>	0,11928883	0,28855783	0,162864032	0,049046458	0,129041833	0,050571418

5.2 Περιγραφική Ανάλυση Δείγματος

Η στατιστική περιγραφή των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν σε αυτήν τη Μεταπτυχιακή Διπλωματική Εργασία παρουσιάζεται στον επόμενο πίνακα. Παρουσιάζεται η μέση τιμή, η τυπική απόκλιση, η διάμεσος και το εύρος των μεταβλητών του δείγματος.

Όπως δείχνει ο Πίνακας 8, η μεταβλητή «Μέγεθος» παρουσιάζει την υψηλότερη μέση τιμή, με τιμή 8,7995501415, τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση με τιμή 1,00654508860 και το μεγαλύτερο εύρος με τιμή 2,70312756. Από την άλλη πλευρά, το κέρδος από μερίσματα εμφανίζεται με τον χαμηλότερο μέσο όρο με τιμή 0,0432700745, τη μικρότερη τυπική απόκλιση της τάξεως του 0,02672808677 αλλά και το μικρότερο εύρος 0,07125700.

Πίνακας 8. βασικών στατιστικών μέτρων για όλες τις μεταβλητές

Μεταβλητή	Μέσος Όρος	Τυπική απόκλιση	Διάμεσος	Εύρος
Μεταβλητότητα τιμών (P.VOL)	0,5182492960	0,11429546671	0,4979746295	0,31597023
Μερισματική Απόδοση (D.YIELD)	0,0432700745	0,02672808677	0,0329552235	0,07125700
Μεταβλητότητα κερδών (E.VOL)	0,0466329727	0,03347811834	0,0373400670	0,08608289

Αναλογία Πληρωμών (PAYOUT)	0,4074101667	0,32566935406	0,3246725000	0,88896200
Μέγεθος (SIZE)	8,7995501415	1,00654508860	9,1699050765	2,70312756
Χρέος (DEBT)	0,2707128645	0,07291879983	0,2711312655	0,19593630
Ανάπτυξη (GROWTH)	0,0654785762	0,07939332056	0,0505632950	0,22680718

Υποθέτοντας πως οι μεταβλητές ακολουθούν την κανονική κατανομή, σύμφωνα με τον Baskin (1989), η εκτίμηση της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων της αγοράς μετοχών είναι ισοδύναμη με τη διακύμανση της μεταβλητής «Μεταβλητότητα των τιμών» αυτής της μελέτης. Εφαρμόζοντας τον τύπο του Parkinson (1980), η μέση τιμή της «Μεταβλητότητας τιμών» που υπολογίστηκε 0,5182492960 πολλαπλασιάζεται με τη σταθερά 0.6008. Το αποτέλεσμα είναι 0,311364, δηλαδή 31,13% είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των μετοχών, ενώ σε παλαιότερη έρευνα για την Ελληνική Χρηματαγορά το αποτέλεσμα βρέθηκε 19,23%. Το αποτέλεσμα των Allen και Rachim (1996) για αυστραλιανές εταιρείες ήταν 29,42%, του Baskin (1989) για αμερικανικές εταιρείες ήταν 36,9%, για την αγορά της Μαλαισίας 39,6% ενώ για την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου βρέθηκε 17,66%. Οι μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των διαφόρων χωρών αφενός μπορεί να οφείλεται σε μικρό δείγμα και αφετέρου στο διαφορετικό οικονομικό περιβάλλον που προφέρει η κάθε οικονομία (Orfanos & Enripiotis, 2009).

5.3 Ανάλυση συσχέτισης μεταξύ μεταβλητών

Αρχικά εκτελέστηκε ανάλυση συσχέτισης μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος. Τα αποτελέσματα, όπως ήταν αναμενόμενο δείχνουν μια αδύναμη, αρνητική σχέση ανάμεσα στις μεταβλητές P.VOL και D.YIELD, αφού ο συντελεστής συσχέτισης του Pearson ήταν -0,153 (Navarro & Foxcroft, 2022). Ωστόσο, η σημαντικότητα του συντελεστή συσχέτισης του δείγματος μεταξύ των δύο μεταβλητών είναι 0,772 γεγονός που υποδηλώνει πως δεν είναι στατιστικά σημαντική αυτή η συσχέτιση. Δηλαδή το εύρημα αυτό είναι σε συμφωνία με τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Στα ίδια συμπεράσματα κατέληξε και η έρευνα των Orfanos και Enripiotis (2009) για την περίπτωση της Ελληνικής αγοράς κατά τα έτη 1999-2005, στις 20 εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τον συντελεστή Pearson -0,148

(και $p\text{-value}=0,534$). Σε παρόμοια αποτελέσματα οδηγήθηκε η έρευνα των Hussainey, Mgbame και Chijoke-Mgbame (2011) για την περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου τη δεκαετία 1998-2007 με την τιμή της συσχέτισης του Pearson να ανέρχεται σε $-0,2583$ με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Σε αρνητική αλλά ισχυρότερη αρνητική συσχέτιση των δύο μεταβλητών ($-0,524$) με επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% κατέληξε έρευνα των Hashemijoo, Mahdavi Ardekani και Younesi (2012) για την περίπτωση του Χρηματιστηρίου της Μαλαισίας τα έτη 2005-2010 αλλά και η έρευνα του Baskin (1989) κατά τα έτη 1967-1986 για τις Ηνωμένες Πολιτίες Αμερικής με συσχέτιση $-0,643$. Ωστόσο σε αντίθετα ευρήματα κατέληξε η μελέτη των Allen και Rachim (1996), στην αγορά της Αυστραλίας κατά τα έτη 1972-1985, καθώς ο συντελεστής συσχέτισης βρέθηκε 0,006.

Πίνακας 9. συσχετίσεων μεταξύ όλων των μεταβλητών

Μεταβλητές		Μεταβλητότητα τιμών (P.VOL)	Μερισματική ή Απόδοση (D.YIELD)	Μεταβλητότητα κερδών (E.VOL)	Αναλογία Πληρωμών (PAYOUT)	Μέγεθος (SIZE)	Χρέος (DEBT)	Ανάπτυξη (GROWTH)
Μεταβλητότητα τιμών (P.VOL)	Συσχέτιση Pearson	1						
	Sig.(2-tailed)	-						
Μερισματική ή Απόδοση (D.YIELD)	Συσχέτιση Pearson	-0,153	1					
	Sig.(2-tailed)	(0,772)	-					
Μεταβλητότητα κερδών (E.VOL)	Συσχέτιση Pearson	-0,149	0,313	1				
	Sig.(2-tailed)	(0,778)	(0,546)	-				
Αναλογία Πληρωμών (PAYOUT)	Συσχέτιση Pearson	-0,132	0,747**	-0,345	1			
	Sig.(2-tailed)	(0,804)	(0,088)	(0,503)	-			
Μέγεθος (SIZE)	Συσχέτιση Pearson	-0,031	0,428	-0,226	0,720	1		
	Sig.(2-tailed)	(0,953)	(0,397)	(0,666)	(0,107)	-		
Χρέος (DEBT)	Συσχέτιση Pearson	0,565	0,085	0,472	-0,291	0,099	1	
	Sig.(2-tailed)	(0,242)	(0,873)	(0,345)	(0,575)	0,852	-	

Ανάπτυξη (GROWTH)	Συσχέτιση Pearson	0,913*	-0,368	0,020	-0,474	-0,406	0,502	1
	Sig.(2-tailed)	(0,011)	(0,473)	(0,970)	(0,343)	(0,424)	(0,310)	-

*Συσχέτιση στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05

**Συσχέτιση στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 0,10

Εν συνεχεία, παρατηρείται πως η μεταβλητότητα των τιμών είναι στατιστικά ανεξάρτητη με όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος, εκτός από τη μεταβλητή της ανάπτυξης, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%. Ο συντελεστής του Pearson για αυτή τη συσχέτιση βρίσκεται σε συμφωνία με τα αναμενόμενα αποτελέσματα και ισούται με 0,913 που υποδηλώνει μια ισχυρή θετική γραμμική σχέση, δηλαδή όσο αυξάνεται η ανάπτυξη μιας εταιρείας, τόσο περισσότερο μεταβάλλεται η τιμή της μετοχής της. Το εύρημα αυτό, έρχεται σε αντίθεση με τα αποτελέσματα των υπόλοιπων ερευνών καθότι, στις υπόλοιπες μελέτες οι συσχετίσεις ήταν αρνητικές ενώ παράλληλα δεν βρέθηκε καμία συσχέτιση στατιστικά σημαντική μεταξύ των δύο μεταβλητών (Allen & Rachim, 1996; Baskin, 1989; Hashemijoo et al., 2012; Hussainey et al., 2011; Orfanos & Evripiotis, 2009).

Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί πως μεταβλητή «μερισματική απόδοση» δεν σχετίζεται με τις υπόλοιπες μεταβλητές του δείγματος, παρά μόνο με την «Αναλογία πληρωμών μερισμάτων» με τιμή συσχέτισης 0,747, σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η σχέση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της αναλογίας πληρωμών μπορεί να χαρακτηριστεί ως αναμενόμενη σύμφωνα με την προσδοκία καθώς η διαθεσιμότητα των κερδών επηρεάζει τη δυνατότητα για καταβολή μερισμάτων. Αντίστροφα, όταν η αναλογία πληρωμών είναι σε χαμηλά επίπεδα, τα διαθέσιμα κέρδη διοχετεύονται στις επενδύσεις και στην ανάπτυξη της εταιρείας παρά στην καταβολή των μερισμάτων, οδηγώντας σε μικρότερες μερισματικές αποδόσεις. Το εύρημα αυτό, συμφωνεί απόλυτα με τα αποτελέσματα των υπόλοιπων μελετών των υπολοίπων χωρών, εκτός από τη μελέτη που αφορούσε το Χρηματιστήριο Αθηνών 2005. Κρίνεται όμως σημαντικό να αναφερθεί πως στις υπόλοιπες μελέτες η μερισματική απόδοση δεν συσχετιζόταν στατιστικά σημαντικά, αποκλειστικά μόνο με αυτή τη μεταβλητή.

Από τον παραπάνω πίνακα συσχετίσεων, καταδεικνύεται μια υψηλή συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της αναλογίας πληρωμών, με τιμή 0,747 > 70%. Όπως αναφέρεται και στις μελέτες των Allen και Rachim (1996) και Baskin

(1989), όταν η συσχέτιση δύο ανεξάρτητων μεταβλητών είναι ίση ή μεγαλύτερη του 70% εγείρεται το ερώτημα της πολυσυγγραμμικότητας των μεταβλητών, η οποία μπορεί να αποτελέσει πρόβλημα. Επομένως, υπάρχει η ανάγκη να συμπεριληφθούν οι μεταβλητές ελέγχου στην εξίσωση παλινδρόμησης για να δούμε αν θα υπάρξουν αλλαγές (Allen & Rachim, 1996).

Συμπερασματικά, από τον πίνακα συσχετίσεων αποκαλύφθηκαν μόνο δύο στατιστικά σημαντικές συσχετίσεις. Τα αποτελέσματα δεν ήταν τα αναμενόμενα, καθώς φαίνεται να διαψεύδουν τη μηδενική υπόθεση, πως δηλαδή τα μερίσματα επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.

5.4 Γραμμική Παλινδρόμηση μεταξύ των μεταβλητών

Στη συνέχεια, με τη βοήθεια του προγράμματος SPSS Statistics, εκτελούμε την πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα των τιμών (P.VOL) και ανεξάρτητες τη «Μερισματική απόδοση» και την «Αναλογία Πληρωμών». Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης:

$P.VOL_i = a_1 + a_2 D.YIELD_i + a_3 PAYOUT_i + e_i$, όπου e_i το σφάλμα της εκτίμησης, παραπαίθονται στη συνέχεια,

Πίνακας 10. Μοντέλο Παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση και την αναλογία πληρωμών

	Συντελεστής β	t-stat	Sig.
Σταθερά	0,547	4,511	0,020
D.YIELD	-0,532	-0,145	0,894
PAYOUT	-0,014	-0,045	0,967

Δηλαδή: $P.VOL_i = 0,547 - 0,532 * D.YIELD_i - 0,014 * PAYOUT_i + e_i$

Για τη σταθερά, εάν υποθέσουμε ότι $H_0: a_1 = 0$ έχουμε $sig = 0.020 < 0,05$, που οδηγεί σε απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης, που σημαίνει πως η τιμή της σταθεράς δεν μπορεί να υποτεθεί ως 0. Συνεπώς η σταθερά 0,547 θα πρέπει να περιέχεται στην εξίσωση της Παλινδρόμησης. Επίσης παρατηρούμε πως $|BetaD.YIELD| > |BetaPAYOUT|$, που σημαίνει πως η μεταβλητή «Μερισματική Απόδοση» επηρεάζει

τη «Μεταβλητότητα τιμών» περισσότερο από τη μεταβλητή «Αναλογία Πληρωμών». Ωστόσο για τις μεταβλητές D.YIELD και PAYOUT, για τις υποθέσεις $H_1: a_2 = 0$ και $H_2: a_3 = 0$ έχουμε και στις δύο περιπτώσεις $sig > 0.05$, άρα η μηδενική υπόθεση δεν μπορεί να απορριφθεί και κατά συνέπεια οι δύο αυτές μεταβλητές δεν μπορεί να περιέχονται στην εξίσωση της Παλινδρόμησης (Γναρδέλλης, 2013). Τέλος, οι τιμές των συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών D.YIELD και PAYOUT είναι αρνητικές και οι δύο, όπου συμφωνούν με την αρχική υπόθεση αλλά και με τις μελέτες που αφορούσαν την Ελληνική περίπτωση, την περίπτωση της Μαλαισίας καθώς και τη βασική μελέτη του Baskin (1989).

Πίνακας 11. Σύνοψη του μοντέλου με ανεξάρτητη μεταβλητή τη μερισματική απόδοση και την αναλογία πληρωμών

R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
0,155	0,024	-0,626	0,14576079055

Ο συντελεστής συσχέτισης είναι $R = 0.155$, άρα εδώ φαίνεται να μην υπάρχει μεγάλη θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Ο συντελεστής προσδιορισμού $R^2 = 0,024$ σημαίνει πως το μοντέλο αυτό δεν ερμηνεύεται ικανοποιητικά από τα δεδομένα, ειδικότερα η εξαρτημένη μεταβλητή «μεταβλητότητα των τιμών» ερμηνεύεται σε ποσοστό 2,4% από την παλινδρόμηση και 97,6% από άλλους παράγοντες. Ωστόσο, επειδή το μελετώμενο δείγμα είναι μικρό, οδηγούμαστε στον προσαρμοσμένο συντελεστή προσδιορισμού για καλύτερη ερμηνεία των δεδομένων. Τα αποτελέσματα έδειξαν $adjusted R^2 = -0,626$, όπου οδηγεί στο συμπέρασμα πως η προσθήκη περισσότερων μεταβλητών στο μοντέλο δεν προσφέρει βελτίωση στην εξήγηση. Τέλος, από τον πίνακα ANOVA, υποθέτοντας πως $H_0: a_i = 0$, με $H'_0: a_i \neq 0$, έχουμε αποτέλεσμα $sig = 0,964 > 0,05$, δεν απορρίπτουμε τη μηδενική υπόθεση, δηλαδή το μοντέλο μπορεί να είναι το σταθερό.

Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν πως η «Μερισματική απόδοση» με τη «Μεταβλητότητα των τιμών» έχουν αρνητική συσχέτιση, χωρίς ωστόσο να είναι στατιστικά σημαντική και βρίσκονται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα του πίνακα 9 των συσχετίσεων Pearson μεταξύ όλων των μεταβλητών. Μια πιθανή εξήγηση του αποτελέσματος αυτού ενδέχεται να είναι η προαναφερθείσα υψηλή συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της αναλογίας πληρωμών μερισμάτων.

Τα ευρήματα του πίνακα 9 των συσχετίσεων μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών με τη «Μεταβλητότητα τιμών», έδειξαν μόνο μία στατιστικά σημαντική συσχέτιση, αυτή με τη μεταβλητή της «Ανάπτυξης». Στη συνέχεια δηλαδή, εκτελέστηκε το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την Ανάπτυξη (GROWTH) ώστε να είναι αυτό το αρχικό μοντέλο που θα βασιστεί η συνέχεια της μελέτης για τις υπόλοιπες γραμμικές παλινδρομήσεις:

$$P.VOL_i = a_1 + a_2GROWTH + e_i$$

Πίνακας 12. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητη μεταβλητή την ανάπτυξη

	Συντελεστής β	t-stat	Sig.
Σταθερά	0,432	15,082	0,000
GROWTH	1,315	4,481	0,011

Σύμφωνα με το παραπάνω μοντέλο, ο συντελεστής της Ανάπτυξης, βρέθηκε θετικός, όπως ήταν αναμενόμενο και στατιστικά σημαντικός αφού $p - value < 0.05$.

Πίνακας 13. Σύνοψη του μοντέλου με ανεξάρτητη μεταβλητή την ανάπτυξη

R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
0,913	0,834	0,792	0,05208182157

Ο συντελεστής προσδιορισμού, δηλαδή το R^2 , είναι ίσος με 0,834, αρκετά κοντά στο 1, που υποδηλώνει πως η προσαρμογή είναι καλή (Κολυβά-Μαχαίρα & Μπόρα-Σέντα, 2013). Ειδικότερα, ο αριθμός $100R^2 = 83,4\%$ εκφράζει το ποσοστό της συνολικής μεταβλητότητας που εξηγείται από το γραμμικό μοντέλο (Μουσιάδης & Μπόρα-Σέντα, 1990). Σημειώνεται, πως επειδή το δείγμα είναι μικρό, χρησιμοποιείται για καλύτερη ερμηνεία των αποτελεσμάτων ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού. Από τα αποτελέσματα $adjusted R^2 = 0,792$, τιμή αρκετά κοντά στον συντελεστή προσδιορισμού R^2 .

Έπειτα, εκτελείται η πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση, την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα των κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη.

$$P.VOL_i = \alpha_1 + \alpha_2 D.YIELD_i + \alpha_3 PAYOUT_i + \alpha_4 E.VOL + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 DEBT + \alpha_7 GROWTH + e_i$$

Τα αποτελέσματα του SPSS καταλήγουν στον παρακάτω πίνακα και στο συμπέρασμα πως επειδή η προσαρμογή του μοντέλου είναι τέλεια, στο τελικό μοντέλο με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα τιμών, δεν είναι δυνατόν να υπολογιστούν στατιστικά στοιχεία.

Πίνακας 14. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση, την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

	Συντελεστής β	t-stat	Sig.
Σταθερά	0,130	.	.
D.YIELD	0,764	.	.
E.VOL	-0,772	.	.
SIZE	0,028	.	.
DEBT	0,186	.	.
GROWTH	1,473	.	.

Από τον πίνακα 14 ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης είναι 0,764, ενώ στον πίνακα 10 η τιμή αυτού του συντελεστή ανέρχεται σε -0,532. Η θετική τιμή 0,764 βρίσκεται σε αντίθεση με την αρχική θεωρητική υπόθεση. Αυτό θα μπορούσε να είναι μια εξήγηση της προαναφερθείσας υψηλής συσχέτισης μεταξύ της «μερισματικής απόδοσης» και της «αναλογίας πληρωμών μερισμάτων», η οποία είναι ένα πιθανό να δημιουργεί πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Δηλαδή τα αποτελέσματα είναι εξαιρετικά ασαφή. Αξίζει να σημειωθεί πως το πρόγραμμα SPSS, στο προηγούμενο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης έχει εξαιρέσει τη μεταβλητή PAYOUT. Οι πιθανές αιτίες αυτής της εξαίρεσης είναι αφενός πως η μεταβλητή αυτή δεν φέρει "πρόσθετες σημαντικές πληροφορίες" στο μοντέλο και αφετέρου να υπάρχει ανίχνευση πολυσυγγραμμικότητας.

Πίνακας 15. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μερισματική απόδοση, την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
1,000	1,000	.	.

Στη συνέχεια, η γραμμική παλινδρόμηση εκτελέστηκε χωρίς μια από τις δύο μεταβλητές «Μερισματική απόδοση» και «Αναλογία πληρωμών», καθώς στον πίνακα 9 συσχετίσεων Pearson, αποκαλύφθηκε πολύ ισχυρή θετική συσχέτιση και το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας. Δηλαδή ελέγχθηκε το μοντέλο παλινδρόμησης:

$$P.VOL_i = \alpha_1 + \alpha_2 D.YIELD_i + \alpha_3 E.VOL_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 DEBT_i + \alpha_6 GROWTH_i + e_i$$

Ωστόσο τα αποτελέσματα, όπως ήταν στατιστικά αναμενόμενο, ήταν ακριβώς ίδια με αυτά που παρουσιάζουν οι πίνακες 14 και 15.

Εν συνεχεία, λόγω της πολυσυγγραμμικότητας των D.YIELD και PAYOUT μελετήθηκε το μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης χωρίς την ανεξάρτητη μεταβλητή «Μερισματική απόδοση». Δηλαδή ελέγχθηκε το μοντέλο παλινδρόμησης:

$$P.VOL_i = \alpha_1 + \alpha_2 PAYOUT_i + \alpha_3 E.VOL_i + \alpha_4 SIZE_i + \alpha_5 DEBT_i + \alpha_6 GROWTH_i + e_i$$

Πίνακας 16. Μοντέλο παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τη μεταβλητότητα των κερδών και ανεξάρτητες τη μεταβλητότητα των κερδών, την αναλογία πληρωμών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

	Συντελεστής β	t-stat	Sig.
Σταθερά	0,179	.	.
E.VOL	-0,473	.	.
PAYOUT	0,082	.	.

SIZE	0,018	.	.
DEBT	0,284	.	.
GROWTH	1,439	.	.

Σύμφωνα με τον πίνακα ο συντελεστής προσδιορισμού, δηλαδή το $R^2 = 1$, υποδηλώνει πως η προσαρμογή είναι τέλεια (Κολυβά-Μαχαίρα & Μπόρα-Σέντα, 2013). Συνεπώς το πρόγραμμα δεν μπορεί να υπολογίσει τα υπόλοιπα στατιστικά μέτρα. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί πως ο συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής PAYOUT στον πίνακα 16 είναι θετικός και μεγαλύτερος σε απόλυτη τιμή (= 0,082), ενώ στον πίνακα 10 η τιμή του συντελεστή ήταν αρνητική (= -0,014). Τα ευρήματα είναι σε συμφωνία με τη μελέτη των Orfanos & Enripiotis (2009) του Χρηματιστηρίου Αθηνών και αντίθετα με τα ευρήματα των Baskin (1989) και Allen & Richim(1996). Τα αποτελέσματα συνεπώς μέχρι στιγμής κρίνονται ως ασαφή και αντίθετα με την αρχική υπόθεση για αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών PAYOUT και P.VOL.

Πίνακας 17. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές την αναλογία πληρωμών, τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
1,000	1,000	.	.

Τέλος, μελετώντας ένα τελευταίο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη, χωρίς δηλαδή τις μεταβλητές «μερισματική απόδοση» και «αναλογία πληρωμών» που παρουσιάζουν το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας, εξάγονται τα ακόλουθα αποτελέσματα.

Μοντέλο:

$$P.VOL_i = \alpha_1 + \alpha_2 E.VOL_i + \alpha_3 SIZE_i + \alpha_4 DEBT_i + \alpha_5 GROWTH_i + e_i$$

Πίνακας 18. Μοντέλο παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβλητότητα των κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

	Συντελεστής β	t-stat	Sig.
Σταθερά	0,068	0,377	0,770
E.VOL	-0,457	-0,673	0,623
SIZE	0,039	1,707	0,337
DEBT	0,137	0,363	0,778
GROWTH	1,454	4,448	0,141

Ερμηνεύοντας τον πίνακα 18, οδηγούμαστε στο εύρημα πως οι συντελεστών των ανεξάρτητων μεταβλητών E.VOL, SIZE, DEBT και GROWTH παραμένουν στα ίδια σχεδόν επίπεδα με πολύ μικρές αποκλίσεις σε σχέση με τις τιμές του πίνακα 14 της αρχικής γραμμικής παλινδρόμησης με όλες τις ανεξάρτητες μεταβλητές στο μοντέλο. Συνεπώς το πρόβλημα της πολυσυγγραμμικότητας φαίνεται να μην επηρεάζει σημαντικά τα προηγούμενα αποτελέσματα. Τέλος παρατηρείται πως όλοι οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών, όπως και στους προηγούμενους πίνακες, δεν είναι στατιστικά σημαντικοί καθώς $Sig. > 0,05$.

Πίνακας 19. Σύνοψη μοντέλου με ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβλητότητα κερδών, το μέγεθος, το χρέος και την ανάπτυξη

R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate
0,990	0,981	0,904	0,03532576777

Από την παραπάνω σύνοψη του μοντέλου, ο συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι ίσος με 0,981, δηλαδή η προσαρμογή του μοντέλου είναι καλή και καλύτερη από την προσαρμογή του μοντέλου που παρουσιάζει ο πίνακας 13. Δηλαδή το τελευταίο μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης με ανεξάρτητες μεταβλητές τις E.VOL, SIZE, DEBT και GROWTH ερμηνεύει καλύτερα τα δεδομένα από το μοντέλο με μία ανεξάρτητη μεταβλητή της «Ανάπτυξης». Επιπλέον, με τα παραπάνω αποτελέσματα συνάδει και η τιμή του διορθωμένου συντελεστή προσδιορισμού $adjusted R^2 =$

0,904, καθώς είναι βελτιωμένη σε σχέση με το βασικό μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί πως στο τελευταίο μοντέλο παλινδρόμησης, το τυπικό σφάλμα της εκτίμησης έχει και αυτό μικρότερη τιμή σε σχέση με το βασικό μοντέλο.

Παρακάτω παρατίθενται συγκεντρωτικά όλα τα αποτελέσματα των συντελεστών των μεταβλητών των προηγούμενων πινάκων.

Πίνακας 20. *συγκεντρωτικά οι τιμές των συντελεστών όλων των μοντέλων γραμμικής παλινδρόμησης*

	Πίνακας 10	Πίνακας 12	Πίνακας 14	Πίνακας 16	Πίνακας 18
D.YIELD	-0,532		0,764		
PAYOUT	-0,014		.	0,082	
E.VOL			-0,772	-0,473	-0,457
SIZE			0,028	0,018	0,039
DEBT			0,186	0,284	0,137
GROWTH		1,315	1,473	1,439	1,454

Η μεταβλητή SIZE σε όλα τα μοντέλα, παρέμεινε αρνητικά συσχετισμένη με τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών (P.VOL) και το εύρημα αυτό συνάδει με την προσδοκία. Στα ίδια αποτελέσματα καταλήγουμε και για τις τιμές των μεταβλητών χρέους (DEBT) και ανάπτυξης (GROWTH), όπως ήταν αναμενόμενο από τις υποθέσεις της έρευνας. Για τη μεταβλητή της μεταβλητότητας των κερδών (E.VOL) οι τιμές των συντελεστών παρέμειναν αρνητικοί σε κάθε μοντέλο, οπότε μπορούμε να υποθέσουμε την αρνητική συσχέτιση με τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών (P.VOL). Επίσης, γίνεται αντιληπτό πως επειδή οι τιμές των μεταβλητών της μερισματικής απόδοσης (D.YIELD) και της αναλογίας πληρωμών (PAYOUT) υπολογίστηκαν στο ένα μοντέλο θετικές και στο άλλο αρνητικές, δεν μπορεί να εξαχθούν έμπιστα συμπεράσματα για τον τρόπο που μπορεί να επηρεάζουν τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών.

Επιπλέον, μια σπουδαία παρατήρηση είναι πως σε κάθε μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης οι τιμές των συντελεστών χαρακτηρίζονται ως στατιστικά μη σημαντικοί σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, δηλαδή $Sig. > 0,05$. Το ίδιο φαινόμενο συναντάται και στη μελέτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών των Orfanos & Enripiotis (2009). Αυτά τα επίπεδα σημαντικότητας που βρέθηκαν στα προηγούμενα μοντέλα οδηγούν τη μελέτη να χαρακτηρίσει τα αποτελέσματα ως αμφιλεγόμενα καθώς οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν δεν συμβάλλουν αποτελεσματικά στη γραμμική παλινδρόμηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Συμπεράσματα

Στόχος αυτής της Μεταπτυχιακής Διπλωματικής εργασίας ήταν να εξετάσει τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και τις μεταβλητότητας της τιμής των μετοχών, όπου υπάρχουν σχετικά λίγα εμπειρικά στοιχεία για την περίπτωση της Ελλάδας. Αυτή η εργασία επικεντρώθηκε σε ένα διάστημα δέκα ετών, των τελευταίων χρόνων από το 2013 έως το 2022 και βασίστηκε σε ένα δείγμα από εταιρείες, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και ανήκουν στις 20 εταιρείες της Ελληνικής αγοράς με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση. Επίσης, εξετάστηκε η σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας των τιμών αυτών των μετοχών και άλλων μεταβλητών, όπως το μέγεθος, ο ρυθμός ανάπτυξης, η αστάθεια των κερδών και το μακροπρόθεσμο χρέος.

Τα αποτελέσματα του στατιστικού ελέγχου καταδεικνύουν μια στατιστικά μη σημαντική σχέση των μεταβλητών μερισματική απόδοση, αναλογία πληρωμών και μεταβλητότητα των τιμών. Δηλαδή τα αποτελέσματα δεν είναι επαρκή για να υποδείξουν θετική ή αρνητική συσχέτιση της μερισματικής πολιτικής με τη μεταβλητότητα των τιμών. Σημειώνεται πως υπάρχουν πιθανά προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας μεταξύ των δύο μέτρων-μεταβλητών μερισματικής πολιτικής καθώς συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, όπως αποκαλύφθηκε από το ερευνητικό μέρος της εργασίας. Η πολυσυγγραμμικότητα μεταξύ των δύο μέτρων της μερισματικής πολιτικής αποκαλύφθηκε και στην έρευνα του Baskin (1989). Συνεπώς, απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση, πως η μερισματική πολιτική των εταιρειών επηρεάζει στατιστικά σημαντικά τις τιμές των μετοχών, εφόσον κατά την έρευνα δεν βρέθηκαν στοιχεία που να ενισχύουν την άποψη πως στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά, η μερισματική πολιτική μια εταιρείας επηρεάζει την τιμή της μετοχής της. Το συμπέρασμα αυτό δεν βρίσκεται σε συμφωνία με τα ευρήματα του Baskin (1989), ο οποίος ανέφερε μια σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της αστάθειας των τιμών των μετοχών.

Ο κύριος καθοριστικός παράγοντας της μεταβλητότητας των τιμών είναι η ανάπτυξη με στατιστική σημαντική θετική συσχέτιση υποδηλώνοντας πως όσο αυξάνει το μέγεθος της μια εταιρείας τόσο μεταβάλλονται οι τιμές των μετοχών της. Το μοντέλο παρουσιάζει έναν αρκετά υψηλό συντελεστή προσδιορισμού, που σημαίνει πως η διακύμανση των τιμών εξηγείται σε σπουδαίο βαθμό από τη διακύμανση της ανάπτυξης της εταιρείας.

Ωστόσο, η έρευνα αποκάλυψε πως η μεταβλητότητα των τιμών έχει επίσης ως κύριους καθοριστικούς παράγοντες τη μεταβλητότητα των κερδών, το μέγεθος και τη μόχλευση. Παρόλο που οι συσχετίσεις κατά τον στατιστικό έλεγχο θεωρήθηκαν στατιστικά μη σημαντικές, η εκτέλεση της γραμμική παλινδρόμησης αποκάλυψε πως η προσθήκη των μεταβλητών διακύμανση των κερδών, μέγεθος και χρέος εξηγούν σε μεγαλύτερο βαθμό τη μεταβλητότητα της τιμής των μετοχών με την επεξηγηματική ισχύ αυτού του μοντέλου να ανέρχεται στο 98,1%. Συγκεκριμένα, το μέγεθος της επιχείρησης και η μόχλευση σχετίζονται θετικά με τη διακύμανση των τιμών, ενώ η μεταβλητότητα της κερδοφορίας συνδέεται αντιστρόφως. Η θετική σχέση της μόχλευσης υποδηλώνει πως όσο αυξάνονται τα χρέη μιας εταιρείας, τόσο αυξάνεται και η αστάθεια των τιμών. Η αρνητική σχέση της μεταβλητότητας της κερδοφορίας υποδηλώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η κερδοφορία, τόσο χαμηλότερη είναι η μεταβλητότητα των τιμών.

Σε όλα τα παραπάνω αξίζει να σημειωθεί πως οι συσχετίσεις των μεταβλητών δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αυτή η στατιστική μη σημαντικότητα οδηγεί στο συμπέρασμα πως οι μεταβλητές πρόβλεψης δεν συμβάλλουν αποτελεσματικά στο μοντέλο παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε και ως εκ τούτου τα αποτελέσματα είναι αμφιλεγόμενα. Τα συμπεράσματα αυτά είναι συνεπή με τη μελέτη των Orfanos & Engritiotis (2009) για το Ελληνικό χρηματιστήριο την περίοδο 1999-2005 όπως και με το βασικό μοντέλο της έρευνας των Allen & Rachim (1996) για την περίπτωση της Αυστραλίας τα έτη 1972-1985.

Μπορεί να υποτεθεί πως μία εξήγηση για το φαινόμενο της μη στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων είναι ο μικρός αριθμός του δείγματος, εφόσον μελετήθηκαν 6 εταιρείες. Μια ακόμη πιθανή εξήγηση θα μπορούσε να αποτελούν τα οικονομικόπολιτικά γεγονότα που έλαβαν χώρα στην Ελληνική οικονομία τη μελετώμενη δεκαετία. Η εγχώρια οικονομία, στα έτη 2013-2022, κλονίστηκε από τις ισχυρές δυνάμεις της οικονομική κρίσης, της πολιτικής αστάθειας, των πολέμων και της πανδημίας. Συνεπώς, μπορεί να υποτεθεί πως οι επενδυτές αλλά και οι εταιρείες έλαβαν αποφάσεις πρωτίστως με γνώμονα τον φόβο και το ρίσκο για το άγνωστο μέλλον της οικονομίας και δευτερευόντως με γνώμονα τη μερισματική απόδοση.

Παρά τις πολλές θεωρίες που μελετήθηκαν και τις εμπειρικές μελέτες άλλων κεφαλαιαγορών, τα αποτελέσματα παραμένουν ασαφή για την Ελληνική περίπτωση. Η κατανόηση της μερισματικής πολιτικής φαίνεται "όσο πιο σκληρά προσπαθούμε να

κατανοήσουμε τις αποφάσεις που αφορούν τη μερισματική πολιτική κάθε εταιρείας, τόσο περισσότερο μοιάζει σαν ένα παζλ, με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους" (Priya & Mohanasundari, 2016).

Περιορισμοί της εργασίας

Σημαντικό κριτήριο για την επιλογή του δείγματος στην παρούσα εργασία ήταν η δυνατότητα συλλογής δεδομένων καθ' όλη τη μελετούμενη δεκαετία. Οι παραπάνω εταιρίες ανήκουν στον δείκτη FTSE, δηλαδή είναι μόνο 6 από τις 20 εταιρίες του Ελληνικού Χρηματιστηρίου με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Δηλαδή, σύμφωνα με την παρούσα μελέτη δεν μπορούν να εξαχθούν γενικότερα συμπεράσματα. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί πως η μεθοδολογία του Baskin που χρησιμοποιήθηκε, έχει το μειονέκτημα ότι οι περιπτώσεις και τα δεδομένα που συλλέχτηκαν αντικατοπτρίζουν τις διάφορες μελετώμενες χρονικές περιόδους. Τέλος, μέσω της μεθοδολογίας του Baskin, δεν είναι απολύτως σαφές, από αυτόν τον τύπο ανάλυσης, ποια είναι η κατεύθυνση της αιτιότητας.

Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Πολλές ενδιαφέρουσες επεκτάσεις αυτής της εργασίας είναι δυνατές (Eriotis & Vasiliou, 2004). Μια πρόταση για μελλοντική έρευνα είναι η μελέτη μικρότερων εταιρειών που διανέμουν μερίσματα, για διερεύνηση της ύπαρξης ή όχι σχέσης μεταξύ μερισματικής πολιτικής και αξίας της μετοχής. Επίσης, θα μπορούσε στο μέλλον να ακολουθηθεί μεθοδολογία που να ορίζει τις μεταβλητές της μερισματικής πολιτικής ως τις εξαρτημένες μεταβλητές. Τέλος, θα ήταν εξίσου ενδιαφέρον για την περίπτωση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου να διενεργηθεί έρευνα που να αφορά περισσότερα μελετώμενα έτη, δηλαδή να μελετηθεί ο αντίκτυπος της μερισματικής πολιτικής σε βάθος δεκαετιών. Γίνεται σαφές πως απαιτείται περισσότερη έρευνα για το θέμα.

Βιβλιογραφία

1. Akhigbe, A., & Madura, J. (1996). Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance & Accounting* , 23(9-10), σσ. 1267-1287.
2. Ali, M. S. (2020). Evaluating the Effectiveness of the Bird-in-Hand-Dividends Policy in the Stability of Jordanian Listed Banks. *International Journal of Financial Research* , 11 (4), pp. 96-110.
3. Allen, D. E., & Rachim, V. S. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied financial economics* , 6 (2), pp. 175-188.
4. Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend policy. In *Handbooks in operations research and management science* (Vol. 9, pp. 793-837).
5. Al-Malkawi, H. A., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration* , 9 (1), pp. 171-200.
6. Badenhorst, W. M. (2017). Tax preferences, dividends and lobbying for maximum value. *South African Journal of Economic and Management Sciences* , 20 (1), pp. 1-10.
7. Baker, H. K. (2009). *Dividends and dividend policy (Vol. 1)*. John Wiley & Sons.
8. Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of economics and finance* , 26, pp. 267-283.
9. Baskin, J. (1989). Dividend policy and the volatility of common stocks. *Journal of portfolio Management* , 15 (3), pp. 19-25.
10. Bernhardt, D., Douglas, A., & Robertson, F. (1994). Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance* , 12 (1), pp. 77-98.
11. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The bell journal of economics* , σσ. 259-270.

12. Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics* , 1 (1), σσ. 1-22.
13. Brealey, R., & Myers, S. (2002). *Principles of corporate finance*. The McGraw-Hill Companies.
14. Brusov, P., & Filatova, T. (2022). Recent Development of Modigliani-Miller Theory. *Strategies in Accounting and Management* , 3 (5), σσ. 1-2.
15. Brusov, P., Filatova, T., & Orekhova, N. (2022). *Generalized Modigliani-Miller Theory*. Springer International Publishing.
16. Chen, L. J., & Chen, S. Y. (2011). How the pecking-order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies* , 6 (3), pp. 92-100.
17. Dionne, G., & Ouederni, K. (2011). Corporate risk management and dividend signaling theory. *Finance Research Letters* , 8 (4), σσ. 188-195.
18. Dong, M., Robinson, C., & Veld, C. (2005). Why individual investors want dividends. *Journal of Corporate Finance* , 12 (1), pp. 121-158.
19. Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial management: theory and practice*. USA.
20. El-Sady, H., Hamdy, H., Al-Mawazini, K., & Alshammari, T. (2012). Dividends policies in an emerging market. *International Review of Business Research Papers* , 8 (2), σσ. 12-28.
21. Eriotis, N. (2005). The effect of distributed earnings and size of the firm to its dividend policy: some Greek data. *International Business & Economics Research Journal (IBER)* , 4 (1), pp. 67-74.
22. Eriotis, N., & Vasiliou, D. (2004). Dividend policy: an empirical analysis of the Greek market. *International Business & Economics Research Journal (IBER)* , 3 (3).
23. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives* , 18 (3), pp. 25-46.
24. Farrell Jr, J. L. (1985). The dividend discount model: A primer. *Financial Analysts Journal* , 41 (6), σσ. 16-25.

25. Fernandez, P. (2015). CAPM: an absurd model. *Business Valuation Review* , 34 (1), σσ. 4-23.
26. Fidrmuc, J. P., & Jacob, M. (2010). Culture, agency costs, and dividends. *Journal of Comparative Economics* , 38 (3), pp. 321-339.
27. Griffin, C. H. (2010). Liquidity and dividend policy: international evidence. *International Business Research* , 3 (3), pp. 3-9.
28. Hakansson, N. H. (1982). To pay or not to pay dividend. *The Journal of Finance* , 37 (2), σσ. 415-428.
29. Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2019). The dividend disconnect. *The Journal of Finance* , 74 (5), pp. 2153-2199.
30. Hashemijoo, M., Mahdavi Ardekani, A., & Younesi, N. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian stock market. *Journal of business studies quarterly* , 4 (1).
31. Hussainey, K., Mgbame, C. O., & Chijoke-Mgbame, A. M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of risk finance* , 12 (1), pp. 57-68.
32. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 3, pp. 305-360.
33. Karathanassis, G., & Philippas, N. (1988). Estimation of bank stock price parameters and the variance components model. *Journal of Applied Economics* , 20 (4), σσ. 497-507.
34. Lee, Y. T., Liu, Y. J., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2006). Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure. *Journal of Banking & Finance* , 30 (1), pp. 229-246.
35. Miller, M. H. (1988). The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *Journal of Economic perspectives* , 2 (4), pp. 99-120.
36. Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* , 34 (4), pp. 411-433.

37. Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1995). An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy. *The Financial Review* , 30 (2), pp. 367-385.
38. Mwangi, W. M. (2017). Testing the Gordon's growth model. *Research Journal of Finance and Accounting* , 8, pp. 94-100.
39. Navarro, D., & Foxcroft, D. (2022). *Learning statistics with jamovi: A tutorial for psychology students and other beginners (Version 0.7)*.
40. Orfanos, V., & Evripiotis, M. (2009). The effect of companies' dividend and economic policy of FTSE/ASE-20 indicator in the configuration of their stock exchange price. In *Proceedings of the 2nd International Conference: Quantitative and Qualitative Methodologies in the Economic and Administrative Sciences* (pp. 334-345).
41. Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics* , 22 (13), pp. 1079-1087.
42. Priya, P. V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend policy and its impact on firm value: A review of theories and empirical evidence. *Journal of Management Sciences and Technology* , 3 (3), pp. 59-69.
43. Purnamasari, I., & Heraenitanuatmodjo, H. (2019). Testing of Dividend Signaling Theory. In *1st International Conference on Economics, Business, Entrepreneurship, and Finance (ICEBEF 2018)* , pp. 52-54.
44. Sharif, I., Adnan, A. L., & Jan, F. A. (2015). Effect of dividend policy on stock prices. *Business & management studies: an international journal* , 3 (1), σσ. 56-87.
45. Simiyu, A. (2014). Singaling theory of dividends. *Journal of Behavioral Finance* , 1 (1), pp. 1-9.
46. Stiglitz, J. E. (1969). A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review* , 59 (5), pp. 784-793.
47. Vasiliou, D., & Eriotis, N. (2002). The Determinants of Dividend policy: some Greek data. *European Journal of Management and Public Policy* , 1 (2), σσ. 46-56.

48. Vazakidis, A., & Athianos, S. (2012). Do dividend announcements affect the stock prices in the Greek Stock Market? *International Journal of Economic Sciences and Applied Research* , 3 (2), pp. 57-77.
49. Villamil, A. P. (2008). The Modigliani-Miller Theorem. *Journal of Economic Literature* , 1 (1), pp. 1-7.
50. Γναρδέλλης, Χ. (2013). *Ανάλυση δεδομένων με το IBM SPSS Statistics 21*. Αθήνα: Εκδόσεις Παπαζήση.
51. Κολυβά-Μαχαίρα, Φ., & Μπόρα-Σέντα, Ε. (2013). *Στατιστική: Θεωρία - Εφαρμογές*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ζήτη.
52. Λιαργκόβας, Π., Δερμάτης, Ζ., & Κομνηνός, Δ. (2019). *Μεθοδολογία της Έρευνας και Συγγραφή Επιστημονικών Εργασιών*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Τζιόλα.
53. Μουσιάδης, Χ., & Μπόρα-Σέντα, Ε. (1990). *Εφαρμοσμένη Στατιστική Πολλαπλή Παλινδρόμηση, Ανάλυση Διασποράς, Χρονοσειρές*. Θεσσαλονίκη: Εκδόσεις Ζήτη.
54. Τζωάννος, Ι., & Φίλιππας, Ν. (1997). Μερισματική πολιτική εταιριών εισηγμένων στο χρηματιστήριο των Αθηνών. *SPOUDAI-Journal of Economics and Business* , 47 (3-4), σσ. 249-285.
55. Τσουλάκης, Σ. (2022, Ιούλιος 23). «Βασιλιάς» ο ΟΤΕ στη σταθερή τηλεφωνία με συνεχή αύξηση των μεριδίων του. Ανάκτηση Οκτώβριος 24, 2023, από https://www.businessdaily.gr/epiheiriseis/67736_basilias-o-ote-sti-statheri-tilefonia-me-synehi-ayxisi-ton-meridion-toy

Ιστοσελίδες

56. Coca-Cola Hellenic Bottling Company S.A. (χ.χ.). Ιστορία. Ανακτήθηκε από <https://gr.coca-colahellenic.com/gr/about-us/history>
57. E-JUMBO (χ.χ.). Προφίλ Εταιρείας. Ανακτήθηκε από <https://www.e-jumbo.gr/i-etairia/profil-etairias>
58. ElvalHalcor S.A. (χ.χ.). Σχέσεις με τους Επενδυτές. Ανακτήθηκε από <https://www.elvalhalcor.com/el/investor-relations/ir-homepage/>

59. MOTOR OIL. (χ.χ.). Σχετικά με εμάς. Ανακτήθηκε από <https://www.moh.gr/eteria/sxetika-me-emas/>
60. Yahoo Finance. (Τελευταία ενημέρωση: Ιανουάριος 2024). Ανακτήθηκε από <https://finance.yahoo.com/>
61. ΟΠΑΠ Α.Ε. (χ.χ.). Η Ιστορία μας. Ανακτήθηκε από <https://investors.opap.gr/el-gr/about-us/our-history>
62. ΟΤΕ S.A. (χ.χ.). Χρονολόγιο. Ανακτήθηκε από https://www.cosmote.gr/cs/otegroup/gr/otegroup_timeline_1949.html
63. Όμιλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών (χ.χ.). Χρηματικές διανομές. Ανακτήθηκε από <https://investors.opap.gr/el-gr/about-us/our-history>

Νομοθεσία

64. Νόμος 4172/2013, άρθρο 36, παρ. 1, Φορολογία Εισοδήματος, επείγοντα μέτρα εφαρμογής του ν. 4046/2012, του ν. 4093/2012 και του ν. 4127/2013 και άλλες διατάξεις, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας (ΦΕΚ 167/Α'23-07-2013)
65. Νόμος 4548/2018, άρθρο 161, παρ. 4, Αναμόρφωση του δικαίου των ανωνύμων εταιρειών, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας (ΦΕΚ 104/Α'13-06-2018)
66. Νόμος 4646/2019, άρθρο 24, παρ. 1, Φορολογική μεταρρύθμιση με αναπτυξιακή διάσταση για την Ελλάδα του αύριο, Εφημερίς της Κυβερνήσεως της Ελληνικής Δημοκρατίας (ΦΕΚ 201/Α'201/12-12-2019)