



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΓΕΩΡΓΙΑΣ
ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟ ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΙΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Χρήστος Δ. Βοζινίδης

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)
Πέτρος Σολδάτος, Καθηγητής ΓΠΑ
Πάυλος Σπαθής, Καθηγητής ΓΠΑ

Αθήνα, Νοέμβριος 2011

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.



ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ & ΓΕΩΡΓΙΑΣ
ΣΥΝΕΡΓΑΖΟΜΕΝΟ ΤΜΗΜΑ: ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ & ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΙΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Χρήστος Δ. Βοζινίδης

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)
Πέτρος Σολδάτος, Καθηγητής ΓΠΑ
Παύλος Σπαθής, Καθηγητής ΓΠΑ

Αθήνα, Νοέμβριος 2011

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΤΙΣ
ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Χρήστος Δ. Βοζινίδης

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:

Κωνσταντίνος Κασιμάτης, Επίκουρος Καθηγητής ΟΠΑ (επιβλέπων)

Πέτρος Σολδάτος, Καθηγητής ΓΠΑ

Πάυλος Σπαθής, Καθηγητής ΓΠΑ

Περιεχόμενα

Ευχαριστήριο.....	7
Περίληψη.....	8
Abstract.....	10
1. Εισαγωγή.....	11
2. Ανάλυση και αποτίμηση μετοχών.....	13
2.1 Τιμές μετοχών.....	13
2.2 Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης.....	14
2.3 Αποτίμηση μετοχών με βάση Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης.....	15
2.3.1 Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share – EPS).....	16
2.3.2 Μέρισμα ανά Μετοχή (Dividend per Share – DPS).....	16
2.3.3 Κάλυψη Καταβαλλόμενων Μερισμάτων (Dividend Cover).....	17
2.3.4 Αριθμοδείκτης Διανομής (Payout Ratio).....	17
2.3.5 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κερδών (Earnings Yield Payout).....	17
2.3.6 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Μερισμάτων (Dividend Yield Payout).....	18
2.3.7 Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη (Price to Earnings Ratio).....	19
2.3.8 Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία.....	20
3. Μερισματική Πολιτική.....	21
3.1 Μερισματική απόδοση και κέρδη κεφαλαίου.....	23
3.2 Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής.....	24
3.2.1 Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory).....	24
3.2.2 Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-In-The-Hand-Theory).....	25
3.2.3 Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης (The Tax Preference Theory).....	25
3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική.....	26
3.3.1 Παράγοντες υπέρ της υψηλής μερισματικής πολιτικής.....	30
3.3.2 Παράγοντες κατά της υψηλής μερισματικής πολιτικής.....	31
3.4 Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες πολιτικές διανομής μερίσματος.....	32
4. Βιβλιογραφική Επισκόπηση.....	35
5. Μεθοδολογία.....	42
5.1 Απόδοση Μετοχής.....	43

5.2 Κίνδυνος Μετοχής.....	43
6. Αποτελέσματα	45
6.1 Μη σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίων.....	45
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1.1. Αποδόσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων</i>	<i>45</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης</i>	<i>47</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων</i>	<i>48</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων</i>	<i>49</i>
6.2 Σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου βάσει χρηματιστηριακής αξίας (MV) .50	
<i>ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2.1. Αποδόσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων</i>	<i>50</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.1 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης.....</i>	<i>52</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων</i>	<i>53</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων.....</i>	<i>54</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.4 Σύγκριση διαφοράς αποδόσεων σταθμισμένων και μη σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης.....</i>	<i>55</i>
6.3 Μη σταθμισμένη και σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου κατά την περίοδο 12/2001 – 12/2007.....	56
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007.....</i>	<i>57</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007</i>	<i>58</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007</i>	<i>59</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.4 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007</i>	<i>60</i>
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.5 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007</i>	<i>61</i>

<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.6 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007</i>	62
6.4 Μη σταθμισμένη και σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου κατά την περίοδο 2008 – 2010	63
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010</i>	65
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010</i>	66
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010</i>	67
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.4 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010</i>	68
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.5 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010</i>	69
<i>ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.6 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010</i>	70
7. Συμπεράσματα	71
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	73
Ελληνική Βιβλιογραφία	94
Ξένη Βιβλιογραφία	95

Ευχαριστήριο

Στο σημείο αυτό, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον κύριο Κωνσταντίνο Κασσιμάτη, επίκουρο καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, για τη συνεργασία, τη καθοδήγηση και τη διαθεσιμότητα που επέδειξε καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας μεταπτυχιακής εργασίας καθώς και όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος «Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων Τροφίμων και Γεωργίας» για τις πολύτιμες γνώσεις που μου προσέφεραν κατά τη διάρκεια του προγράμματος. Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου για την κατανόηση και στήριξή τους όλο αυτό το διάστημα..

Περίληψη

Η συνολική απόδοση που μπορεί να έχει ένας επενδυτής από τις μετοχές που έχει στο χαρτοφυλάκιό του, συνίσταται από το μέρισμα που έλαβαν συν την αύξηση της τιμής της μετοχής. Η μερισματική απόδοση είναι πολύ σημαντική για τους επενδυτές μιας και αυτοί εξαρτώνται από το εισόδημα που τους αποδίδουν οι μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Μπορούν να συγκρίνουν το εισόδημα που θα κερδίσουν επενδύοντας σε διάφορες μετοχές ή άλλες επενδυτικές αγορές. Η μερισματική απόδοση (dividend yield) είναι το ετήσιο μέρισμα που εισπράττει ο μέτοχος και δίνεται από τον τύπο :

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \text{Μέρισμα ανά μετοχή} / \text{Τιμή μετοχής}$$

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση της επίδρασης της μερισματικής απόδοσης στις συνολικές αποδόσεις των μετοχών, κυρίως μέσω της απόδοσης που απολαμβάνει ο επενδυτής που έχει στο χαρτοφυλάκιό του μετοχές υψηλής ή χαμηλής μερισματικής απόδοσης. Το κάθε χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει 20 μετοχές υψηλής ή χαμηλής μερισματικής απόδοσης από το σύνολο των μετοχών που δίνουν μέρισμα και διαπραγματεύονται στο ελληνικό χρηματιστήριο. Οι μερισματικές αποδόσεις υπολογίστηκαν τόσο για μια ενιαία περίοδο 10 ετών (Δεκέμβριος 2001-Δεκέμβριος 2010) όσο και σε δυο υποπεριόδους, πριν από το 2008, χρονιά που ξέσπασε η οικονομική κρίση και από το 2008 έως το 2010, ενώ υπολογίστηκαν και οι τυπικές αποκλίσεις ώστε να αποδοθεί διαγραμματικά ο κίνδυνος των συγκεκριμένων χαρτοφυλακίων.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγική αναφορά στον αντικειμενικό σκοπό της εταιρείας και τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να εισρεύσουν κεφάλαια στην εταιρεία. Στη συνέχεια ακολουθεί μια αναφορά στις διαφορετικές αξίες των μετοχών και στους σπουδαιότερους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες που σχετίζονται με την αποτίμηση των μετοχών, ενώ στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται οι τρεις θεωρίες μερισματικής πολιτικής καθώς και οι διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου για το αν θα αποδοθεί υψηλό, χαμηλό ή μηδενικό μέρισμα στους μετόχους.

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

Το τέταρτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τη βιβλιογραφική επισκόπηση ερευνών που σχετίζονται με τη μερισματική απόδοση και τα αποτελέσματά τους ενώ στα επόμενα τρία κεφάλαια καταγράφεται η μεθοδολογία, τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα της παρούσας εργασίας.

Λέξεις – κλειδιά : Μερισματική πολιτική, μερισματική απόδοση, απόδοση, χαρτοφυλάκια

Abstract

The total return that one investor can have from his portfolio equities, consists of the dividend plus the price increase of his equities. The dividend yield is fundamental for the investors because their prosperity depends on the portfolio equities revenue. Apart from that, the revenues help the investors to compare the returns of various equities or investment markets. The dividend yield is the annual dividend that collects the share holder according to the following equation:

$$\text{Dividend yield} = \text{Dividend per share} / \text{Share price}$$

The purpose of this paper is to present how the dividend yields effects on the total return, mostly through the income that an investor has, owing a portfolio consisting of high or low yield shares. Every portfolio consists of 20 high or low yield shares, that revenue and are dealt in on the Greek stock exchange. The dividend yields were calculated on the basis of a 10 - year period (December 2001- December 2010) and on 2 sub periods basis, (before 2008, year that the financial crisis burst out, and from 2008 to 2010). Moreover the standard deviation was calculated, in order to have a complete image of those particular portfolios risk.

In the first chapter is an introduction about the fundamental aim of the company, and how a company can raise its capitals. That follows a reference about the different share values, and about the most important financial indicators that are related to the holdings valuation. Chapter 3 presents the three most important dividend policy theories, and the various factors that influence the Management Board on its decisions about the high, low or zero dividend of the share holders.

Chapter 4 refers to the literature review of the already existing papers related to the dividend yields and their results, and the three next chapters present the methodology, the results and the conclusions of this paper.

Key words: dividend policy, dividend yield, yield, portfolios.

1. Εισαγωγή

Για να μπορέσει να συσταθεί μια Ανώνυμη Εταιρεία (Α.Ε.) είναι απαραίτητη η συγκέντρωση ενός κεφαλαίου, το οποίο είναι διαιρεμένο σε μετοχές. Αυτές είναι ανώνυμες ή ονομαστικές και μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός αν το καταστατικό υποβάλλει το μεταβιβαστό σε ορισμένους περιορισμούς («δεσμευμένες μετοχές»). Είναι ο βασικός μηχανισμός για να εισρεύσουν τα κεφάλαια των ιδιοκτητών στην επιχείρηση (Walsh, 2006) και ο κάθε μέτοχος ευθύνεται μέχρι και το ποσό της εισφοράς του στην εταιρεία.

Ο αντικειμενικός σκοπός της εταιρείας, είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της. Στην περίπτωση που συγκεντρώνει τις απαραίτητες προϋποθέσεις για να εισαχθεί στο χρηματιστήριο, τότε ο πλούτος των μετόχων της αυξάνεται μέσω της χρηματιστηριακής αξίας της τιμής της μετοχής της (Βασιλείου, 1999). Η χρηματιστηριακή αξία είναι η τιμή που καταγράφεται στο χρηματιστήριο και μεταβάλλεται καθημερινά, ανταποκρινόμενη στα πραγματικά ή στα αναμενόμενα αποτελέσματα καθώς και στο αίσθημα της αγοράς για το σύνολο ή τους επιμέρους κλάδους των εταιρειών, όπως αντανακλάται στους χρηματιστηριακούς δείκτες (Walsh, 2006).

Για τη μεγιστοποίηση των κερδών της εταιρείας και κατ' επέκταση των μετόχων θα πρέπει να ληφθούν κάποιες σημαντικές αποφάσεις οι οποίες ανήκουν στις αρμοδιότητες της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Αυτές είναι :

- Η απόφαση επένδυσης, η οποία συνδέεται με την εύρεση, αξιολόγηση και επιλογή διαφόρων επενδυτικών προγραμμάτων. Οι επενδύσεις αυτές, εξαιτίας της μη άμεσης απόδοσης, λαμβάνονται σε καθεστώς κινδύνου ενώ θα πρέπει να καθοριστεί και μια ελάχιστη απόδοση την οποία επιθυμεί να έχει η εταιρεία από την πραγματοποίηση της επένδυσης
- Η απόφαση χρηματοδότησης και καθορισμού μιας άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ενός συνδυασμού μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης ο οποίος θα μεγιστοποιεί την τιμή της μετοχής της εταιρείας ή θα ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίου της. Η διάρθρωση αυτή επηρεάζει τόσο τις τρέχουσες όσο και τις μελλοντικές δραστηριότητες της εταιρείας μέσω του τρόπου χρηματοδότησης των μελλοντικών επενδυτικών προγραμμάτων.

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

- Η πολιτική μερίσματος, η οποία καθορίζει την εσωτερική χρηματοδότηση της εταιρείας είτε μέσω της διανομής των κερδών της ως μέρισμα, είτε μέσω της παρακράτησής τους για να τα επενδύσει σε επενδυτικά προγράμματα. Ασκεί επιρροή στη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της εταιρείας και κατ' επέκταση στη χρηματιστηριακή αξία της εταιρείας. Τέλος, σχετίζεται και με την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας και αυτή καθορίζει το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών το οποίο θα χρηματοδοτήσει τα μελλοντικά σχέδια της εταιρείας (Βασιλείου, 1999).

2. Ανάλυση και αποτίμηση μετοχών

Με τον όρο μετοχή ορίζεται ένας τίτλος ιδιοκτησίας ο οποίος αντιστοιχεί σε ένα ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας που έχουν χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαια. Διακρίνονται σε ονομαστικές και ανώνυμες, καθώς και σε κοινές και προνομιούχες. Στις ονομαστικές μετοχές αναφέρονται, εκτός από τα στοιχεία της εταιρείας, τα στοιχεία του κατόχου της μετοχής ενώ οι ανώνυμες φέρουν μόνο τα στοιχεία της εταιρείας. Οι κοινές μετοχές έχουν δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας, συμμετέχουν στη διανομή των κερδών, έχουν δικαίωμα προτίμησης σε αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ενώ δικαιούνται να συμμετέχουν στη διανομή των ιδίων κεφαλαίων της, σε περίπτωση εκκαθάρισής της. Τέλος, οι προνομιούχες μετοχές συνήθως δεν έχουν δικαίωμα ψήφου, προηγούνται όμως στη διανομή μερίσματος και στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης της εταιρείας. Επίσης, είναι δυνατόν να δικαιούνται μέρισμα ακόμη και σε περιόδους που η εταιρεία παρουσιάζει ζημιές και σωρευτικό μέρισμα για τις χρήσεις κατά τις οποίες η εταιρεία δε διανέμει μέρισμα (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

2.1 Τιμές μετοχών

Η έκδοση των κοινών μετοχών είναι ο βασικός μηχανισμός για να εισρεύσουν τα κεφάλαια των ιδιοκτητών στην επιχείρηση. Εκτός όμως από την οικονομική αξία που έχει ένα περιουσιακό στοιχείο, οι μετοχές χαρακτηρίζονται και από την αξία-τιμή έκδοσής τους κατά τη σύσταση της εταιρείας (Ονομαστική Αξία), την τιμή της όπως αυτή προκύπτει από τις λογιστικές καταστάσεις (Λογιστική Αξία) και την τιμή που καταγράφεται στο χρηματιστήριο για μια εισηγμένη εταιρεία ή η εκτιμώμενη τιμή για μια μη εισηγμένη (Χρηματιστηριακή Αξία).

Η Οικονομική Αξία ή αλλιώς Εσωτερική Αξία μιας μετοχής, είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματοροών μιας εταιρείας, που μπορεί να είναι τα μερίσματα, τα κέρδη από τη διαφορά στην τιμή μεταπώλησης (στη δευτερογενή αγορά κεφαλαίου) ή οι καθαρές ταμειακές ροές της εταιρείας (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

Η Ονομαστική Αξία είναι κατά μεγάλο μέρος μια θεωρητική χαμηλή τιμή η οποία δίνεται αυθαίρετα στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Προκύπτει αν διαιρέσουμε το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας με το συνολικό αριθμό μετοχών.

$$\text{Ονομαστική Αξία} = \text{Καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο} / \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Η Λογιστική Αξία είναι η τιμή της μετοχής η οποία προκύπτει από τα λογιστικά βιβλία της εταιρείας και ισούται με το λόγο της Καθαρής Θέσης (Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων) προς το συνολικό αριθμό μετοχών. Μπορεί να είναι μεγαλύτερη, μικρότερη ή ίση με την ονομαστική αξία (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

$$\text{Λογιστική Αξία} = \text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων} / \text{Αριθμός Μετοχών}$$

Η Χρηματιστηριακή Αξία αντιπροσωπεύει την Αξία της εταιρείας σε κάθε χρονική στιγμή στο Χρηματιστήριο. Η τιμή αυτή μεταβάλλεται καθημερινά, ανταποκρινόμενη στα πραγματικά ή στα αναμενόμενα αποτελέσματα και στο αίσθημα της αγοράς για το σύνολο ή τους επιμέρους κλάδους των εταιρειών όπως αντανακλάται στους χρηματιστηριακούς δείκτες (Walsh, 2006).

2.2 Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης

Οι δείκτες μετοχικής αξιολόγησης χρησιμοποιούνται για να συγκρίνουμε μετοχές οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο ή στον ίδιο χρηματιστηριακό δείκτη. Μέσω της συγκριτικής αυτής ανάλυσης εντοπίζονται μετοχές που μπορεί να είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες, λαμβάνοντας όμως υπόψη και τα διαφορετικά θεμελιώδη μεγέθη και τις οικονομικές καταστάσεις κάθε εταιρείας. Στη συνέχεια θα ακολουθήσει μια παρουσίαση των σημαντικότερων δεικτών που χρησιμοποιούν συνήθως για την αξιολόγηση μετοχών.

Σημαντικό ρόλο παίζει και η εμπορευσιμότητα των μετοχών, δείκτης ο οποίος μετράει τη συχνότητα διακίνησης των μετοχών και υπολογίζεται αν διαιρέσουμε τον αριθμό των μετοχών που διακινήθηκαν εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, προς το συνολικό αριθμό μετοχών της εταιρείας. Υψηλός δείκτης εμπορευσιμότητας σημαίνει υψηλή συχνότητα συναλλαγών και αυξημένο ενδιαφέρον για τη μετοχή της εταιρείας. Αντιθέτως, χαμηλή εμπορευσιμότητα σημαίνει αδράνεια συναλλαγών και εγκλωβισμός του επενδυτή στις μετοχές μιας εταιρείας με μειωμένο ενδιαφέρον αγοραστών.

Τέλος, ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (Γ.Δ.Τ.Χ.Α.Α.) σε μια δεδομένη χρονική στιγμή (t) μετρά την ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη Τιμών, διαχρονικά (με σημείο αναφοράς 31/12/1980).

$$Γ.Δ.Τ. = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών Δείκτη (t)}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών Δείκτη (31/12/1980)}} \times 100$$

Οι μετοχές που αποτελούν το Δείκτη δεν είναι το σύνολο των εισηγμένων μετοχών, αλλά μετοχές που πληρούν κάποια κριτήρια που σχετίζονται τόσο με ποσοτικά όσο και ποιοτικά χαρακτηριστικά όπως είναι η εμπορευσιμότητα, το ύψος κεφαλαιοποίησης, η σταθερότητα στην κερδοφορία κ.λπ.. Λόγω του πλήθους και της διαφορετικότητας των μετοχών, που διαπραγματεύονται σε μια χρηματιστηριακή αγορά, έχουν δημιουργηθεί επιμέρους δείκτες που αξιολογούν τη διαχρονική επίδοση επιλεγμένων μετοχών με παρόμοια χαρακτηριστικά (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

2.3 Αποτίμηση μετοχών με βάση Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης

Η αποτίμηση μετοχών μπορεί να γίνει με διάφορα υποδείγματα, τα οποία βασίζονται στις μελλοντικές χρηματοροές της εταιρείας. Εκτός όμως από τα υποδείγματα, η αποτίμηση μπορεί να γίνει με τη βοήθεια των δεικτών μετοχικής αξιολόγησης, οι οποίοι συγκρίνουν τη χρηματιστηριακή αξία μιας εταιρείας, με επιλεγμένα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Έτσι, δημιουργείται ένας δείκτης αναφοράς για την Οικονομική Αξία καθώς και ένα μέτρο σύγκρισης μεταξύ εταιρειών με κοινά ποιοτικά χαρακτηριστικά. Επομένως, ένας δείκτης που εξισώνει το μέρισμα με την τιμή μετοχής, μπορεί να δώσει χρήσιμες πληροφορίες αναφορικά με τον κίνδυνο ή την επενδυτική πολιτική, ή να εντοπίσει στιγμιαίες ανισορροπίες ανάμεσα στην οικονομική αξία και το κόστος αγοράς.

Οι δείκτες αυτοί, χρησιμοποιούνται συνήθως για δυο λόγους :

- Είναι δυνατή η σύγκριση της τρέχουσας τιμής της μετοχής με βάση κάποιο θεμελιώδες μέγεθος (κέρδη, κύκλος εργασιών, μερίσματα), το οποίο καθορίζει την Οικονομική Αξία της μετοχής, η οποία σύγκριση δεν είναι εφικτή όταν χρησιμοποιούνται τα διάφορα υποδείγματα αποτίμησης.
- Είναι οι καταλληλότεροι για συγκρίσεις μετοχικών αξιών μεταξύ εταιρειών ή κλάδων, αφού σε μια αγορά η οποία δε βρίσκεται στο ανώτατο επίπεδο

αποτελεσματικότητας, η απόκλιση της Οικονομικής Αξίας μια μετοχής από τη Χρηματιστηριακή της Αξία, είναι συγκριτικό μέγεθος (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

2.3.1 Κέρδη ανά Μετοχή (Earnings per Share – EPS)

Ο δείκτης αυτός προκύπτει αν διαιρέσουμε τα κέρδη μετά από τους φόρους με το συνολικό αριθμό των μετοχών. Εκφράζει το κέρδος που αποκόμισε ο κοινός μέτοχος για κάθε μετοχή του. Αν και δεν είναι χρήσιμος όταν συγκρίνονται τα κέρδη ανά μετοχή μιας εταιρείας με αυτά μιας άλλης, η αύξηση του αριθμοδείκτη διαχρονικά είναι πολύ χρήσιμο στοιχείο ενώ επηρεάζει έντονα και τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή δίνει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την πρόοδο μιας εταιρείας απ' ότι η αύξηση των κερδών σε απόλυτες τιμές. Τα κέρδη μιας εταιρείας μπορεί να αυξηθούν αν αποκτήσει τις μετοχές μιας άλλης εταιρείας. Αν όμως η ποσοστιαία μεταβολή των κερδών είναι μικρότερη από την ποσοστιαία μεταβολή των μετοχών, τότε ο αριθμοδείκτης κέρδη ανά μετοχή θα μειωθεί ακόμα και με υψηλότερα κέρδη (Walsh, 2006).

$$K. A. M. = \frac{\text{Κέρδη μετά από φόρους}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

2.3.2 Μέρισμα ανά Μετοχή (Dividend per Share – DPS)

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το ύψος των μερισμάτων που καταβάλλονται, με το συνολικό αριθμό των μετοχών. Τα μερίσματα αυτά προέρχονται αποκλειστικά από τα κέρδη, μπορούν όμως να μη συμπίπτουν χρονικά με αυτά. Ωστόσο, δημιουργούνται σημαντικά προβλήματα όταν τα μερίσματα υπερβαίνουν τα κέρδη και η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να τα καλύψει από παρακρατηθέντα κέρδη προηγούμενων ετών. Η συνολική απόδοση ενός μετόχου συνίσταται από το μέρισμα και την αύξηση της τιμής της μετοχής. Αν και πολλοί επενδυτές θεωρούν σημαντικότερη την αύξηση της τιμής της μετοχής, υπάρχουν άλλοι που προτιμούν τα μερίσματα διότι τους αποφέρουν άμεσο εισόδημα. Για τον λόγο αυτό, πολλές εταιρείες αποφεύγουν να μειώσουν το ύψος των μερισμάτων για να μην απομακρυνθούν επενδυτές και μειωθεί η τιμή της μετοχής. Ακόμα και σε μια

δύσκολη χρονιά, η εταιρεία θα προτιμήσει να διατηρήσει το μέρισμα, υπερβαίνοντας τα κέρδη, παρά να το περικόψει (Walsh, 2006).

$$M.A.M. = \frac{\text{Μερίσματα}}{\text{Αριθμός Μετοχών}}$$

2.3.3 Κάλυψη Καταβαλλόμενων Μερισμάτων (Dividend Cover)

Εκφράζει τη σχέση των κερδών μιας εταιρείας με τα μετρητά που καταβάλλονται ως μέρισμα. Για τον υπολογισμό του, διαιρούμε τα Κ.Α.Μ. με το Μ.Α.Μ.. Αν η τιμή του δείκτη είναι υψηλή, σημαίνει ότι τα μερίσματα είναι αρκετά ασφαλή και μπορούν να διατηρηθούν ακόμα και αν τα κέρδη υποστούν μειώσεις στο μέλλον, καθώς επίσης και ότι η εταιρεία παρακρατεί υψηλό ποσοστό κερδών αποσκοπώντας σε υψηλή ανάπτυξη (Walsh, 2006).

$$\text{Κάλυψη Καταβαλ. Μερισμάτων} = \frac{K.A.M.}{M.A.M.}$$

2.3.4 Αριθμοδείκτης Διανομής (Payout Ratio)

Προκύπτει αν αντιστρέψουμε τον αριθμοδείκτη «Κάλυψη καταβαλλόμενων μερισμάτων» και εκφράζει το ύψος των μερισμάτων ως ποσοστό επί των κερδών (Walsh, 2006).

$$\text{Αριθμοδείκτης Διανομής} = \frac{M.A.M.}{K.A.M.}$$

2.3.5 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Κερδών (Earnings Yield Payout)

Παρουσιάζει τη σχέση που έχει ο αριθμοδείκτης Κ.Α.Μ. με την τιμή της μετοχής. Καθώς αυξάνεται η τιμή της μετοχής, η τιμή του αριθμοδείκτη μειώνεται. Παραδόξως, χαμηλή απόδοση υποδηλώνει μετοχή με υψηλή ζήτηση στους κύκλους των επενδυτών. Μια εταιρεία όμως με κακή εικόνα στην αγορά, θα υποστεί μείωση της τιμής της μετοχής της. Για να μπορέσει να προσελκύσει κεφάλαια θα πρέπει να αυξήσει τα επίπεδα των αποδόσεων προς τους μετόχους της (Walsh, 2006).

$$\text{Απόδοση Κερδών} = \frac{K.A.M.}{\text{Τιμή Μετοχής}}$$

2.3.6 Αριθμοδείκτης Απόδοσης Μερισμάτων (Dividend Yield Payout)

Η μερισματική απόδοση, η οποία είναι και το βασικό θέμα της παρούσας εργασίας, προκύπτει αν διαιρέσουμε το μέρισμα ανά μετοχή, με την τιμή της μετοχής. Επιτρέπει στους επενδυτές να συγκρίνουν την ταμειακή ροή που θα αποκτήσουν από την επένδυση ενός σταθερού ποσού σε άλλες μετοχές ή σε άλλες επενδυτικές αγορές (Walsh, 2006). Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο ελκυστικότερη θεωρείται μια μετοχή, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι οι ίδιοι. Ενδιαφέρει κυρίως τον επενδυτή με μακροπρόθεσμη προοπτική, ο οποίος έχει τοποθετήσει τα κεφάλαιά του με στόχο την είσπραξη ενός ικανοποιητικού εισοδήματος το οποίο και ελπίζει ότι θα αυξάνει με την πάροδο του χρόνου με παράλληλη σταδιακή αύξηση της μετοχής (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

Τα μειονεκτήματα του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη είναι ότι η μερισματική απόδοση δεν είναι η μοναδική απόδοση που προσφέρει μια μετοχή στον επενδυτή της. Τα κέρδη που δε διανέμονται μπορούν να χρησιμοποιηθούν από την εταιρεία για την πραγματοποίηση επενδύσεων ή τη κάλυψη χρεών, βελτιώνοντας τις αναπτυξιακές προοπτικές της εταιρείας και κατ' επέκταση του μετόχου. Μάλιστα, η επανεπένδυση των κερδών καθίσταται απαραίτητη ειδικά σε περιόδους υψηλών επιτοκίων (χρησιμοποιούνται για την αποπληρωμή των δανείων), οικονομικής αστάθειας και έντονης ανάπτυξης της εταιρείας (υψηλές απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης). Ένα δεύτερο μειονέκτημα είναι ότι ο δείκτης υπολογίζεται με βάση το μέρισμα της προηγούμενης χρήσης και όχι της τρέχουσας. Έτσι, σε περίπτωση που τα προβλεπόμενα μερίσματα είναι υψηλότερα από αυτά της προηγούμενης χρήσης ο δείκτης υποεκτιμά τη μερισματική απόδοση. Το αντίθετο συμβαίνει αν τα μερίσματα είναι χαμηλότερα. Μια τρίτη αδυναμία του δείκτη είναι ότι δε μπορεί να αξιολογήσει με επιτυχία της εταιρείες συμμετοχών ή ακόμα και τις εισηγμένες των οποίων οι θυγατρικές επηρεάζουν κατά μεγάλο ποσοστό τα αποτελέσματα της μητρικής εταιρείας (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{M.A.M.}{\text{Τιμή Μετοχής}}$$

2.3.7 Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη (Price to Earnings Ratio)

Για τον υπολογισμό του δείκτη, διαιρείται η τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή (Κ.Α.Μ.). Με αυτόν τον τρόπο, μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της μετοχής σε τρέχοντα κέρδη (π.χ. η μετοχή αξίζει 3 φορές τα τρέχοντα κέρδη). Αν ο δείκτης είναι υψηλός, η περιουσία των ιδιοκτητών της εταιρείας αυξάνεται σημαντικά, νέα κεφάλαια εισέρχονται στην εταιρεία σε ευνοϊκές τιμές, μειώνεται ο κίνδυνος εχθρικής εξαγοράς ενώ η εταιρεία μπορεί να προχωρήσει σε εξαγορές με ευνοϊκούς όρους (χρησιμοποιώντας μετοχές αντί μετρητά) (Walsh, 2006).

Ωστόσο ο αριθμοδείκτης αυτός έχει αρκετά μειονεκτήματα, με κυριότερο τη στατικότητα που παρουσιάζει. Αναλυτικότερα, ενώ στον αριθμητή η τιμή της μετοχής είναι δυναμικό μέγεθος (μιας και η Οικονομική Αξία υπολογίζεται με βάση τα αναμενόμενα κέρδη) στον παρανομαστή χρησιμοποιούνται τα δημοσιευμένα κέρδη της προηγούμενης χρήσης, μέγεθος στατικό με ιστορική μόνο σημασία. Τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης είναι μόνο μια εκτίμηση γι' αυτό και οι υπολογισμοί του αριθμοδείκτη γίνονται με βάση τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης.

Κάποιες ακόμα αδυναμίες του δείκτη είναι ότι δε μπορεί να αξιολογήσει τις μετοχές των εταιρειών που κατά τα επόμενα χρόνια προβλέπεται σημαντική αύξηση της κερδοφορίας τους. Δε μπορεί να αξιολογήσει ζημιολύγες εταιρείες ή εταιρείες με μικρά κέρδη ή και με μηδενικά κέρδη, μιας και τις υποεκτιμά, ενώ μπορεί να διαθέτουν πολύ υψηλή πάγια περιουσία, τεχνογνωσία κλπ.. Επίσης, δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μέτρο σύγκρισης όταν οι εταιρείες χρησιμοποιούν διαφορετικό τρόπο λογιστικής απεικόνισης, όταν τα κέρδη προ φόρων επηρεάστηκαν σημαντικά από έκτακτα γεγονότα (π.χ. πυρκαγιά, έκτακτα κέρδη από πώληση περιουσιακών στοιχείων) και τέλος όταν οι εταιρείες προχωρούν σε συνεχή επενδυτικά προγράμματα, με αποτέλεσμα το κόστος χρηματοδότησης των επενδύσεων αυτών και οι υψηλές αποσβέσεις που εγγράφουν να επηρεάζουν αρνητικά τα κέρδη στο μεσοπρόθεσμο διάστημα (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

$$\text{Αριθμοδείκτης Τιμής προς Κέρδη} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κ. Α. Μ.}}$$

2.3.8 Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία

Ο δείκτης αυτός, συσχετίζει την αξία του συνόλου της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας με την Καθαρή Θέση. Προσδιορίζεται από την αντίληψη των επενδυτών για την αποδοτικότητα της εταιρείας με βάση τα κέρδη της, τη δύναμη του ισολογισμού και τη ρευστότητά της και τις προοπτικές ανάπτυξης που έχει. Αν η τιμή του αριθμοδείκτη είναι μικρότερη της μονάδας σημαίνει ότι οι επενδυτές έχουν χάσει σε αξία και δεν πιστεύουν ότι τα μελλοντικά κέρδη που μπορεί να σημειωθούν, μπορούν να δικαιολογήσουν επενδύσεις στην εταιρεία (Walsh, 2006). Η σημασία του αριθμοδείκτη έχει να κάνει με το γεγονός ότι όταν αγοράζει κάποιος μια μετοχή συνήθως πληρώνει την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας (πάγια και αποθέματα) και την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων (διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων ώστε να παράγουν κέρδη). Το επιπλέον τίμημα, αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή για τα αναμενόμενα κέρδη και τις αφανείς υπεραξίες των παγίων στοιχείων.

Τα κυριότερα μειονεκτήματα του αριθμοδείκτη είναι ο στατικός του χαρακτήρας, η μη εξέταση των κερδών και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, της ευκολίας πώλησης των περιουσιακών στοιχείων στις αναγραφόμενες τιμές των λογιστικών βιβλίων, καθώς και το γεγονός ότι δε συμπεριλαμβάνει τις πιθανές υπεραξίες των παγίων στοιχείων των εταιρειών, περιορίζοντας έτσι το ύψος των πραγματικών ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας και κατ' επέκταση της πραγματικής λογιστικής αξίας ανά μετοχή (Δράκος & Καραθανάσης, 2010).

$$\text{Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία} = \frac{\text{Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

3. Μερισματική Πολιτική

Η μερισματική πολιτική, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, αναφέρεται στις αποφάσεις που παίρνει μια επιχείρηση σχετικά με τη διαχείριση των κερδών της και αφορούν στον τύπο, στο μέγεθος και στο χρόνο των διανομών μερισμάτων που πραγματοποιεί στους κοινούς μετόχους. Επιπλέον, παρέχει σημαντική πληροφόρηση στους μετόχους σχετικά με την πορεία και τις επιδόσεις της εταιρείας. Οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη μερισματική πολιτική λαμβάνονται μαζί με αυτές που αφορούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση και στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου της εταιρείας και συχνά παραμένουν σταθερές (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008). Συνήθως οι εταιρείες που έχουν περάσει στο στάδιο της ανάπτυξης και δεν χρειάζεται να επανεπενδύουν συνεχώς τα κέρδη τους είναι αυτές που διανέμουν μέρισμα στους μετόχους τους.

Μέρισμα είναι η διανομή των κερδών που πραγματοποιεί η εταιρεία απέναντι στους μετόχους της και βάσει αυτής της διαδικασίας προσδιορίζεται η μερισματική της πολιτική, η οποία θεωρείται άριστη όταν μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της εταιρείας. Υπάρχουν διαφορετικά είδη μερισμάτων που μπορεί να διανέμει η εταιρεία στους μετόχους της. Ο πλέον συνηθισμένος είναι η μορφή μερίσματος σε μετρητά (cash dividend). Μέρος των κερδών καταβάλλεται στους μετόχους σε χρηματικές μονάδες ανά μετοχή με αποτέλεσμα τη μείωση των εταιρικών διαθεσίμων και των απομενόντων κερδών.

Ένας άλλος τύπος μερίσματος είναι αυτός με τη μορφή πρόσθετων δωρεάν μετοχών (stock dividend), είτε της ίδιας της εταιρείας είτε κάποιας θυγατρικής της, ίδιας ονομαστικής αξίας με τις παλαιές. Ένα μέρισμα μετοχής 5% σημαίνει ότι ο μέτοχος λαμβάνει 5 μετοχές δωρεάν για κάθε 100 που έχει στην κατοχή του. Ο συνολικός αριθμός των μετοχών θα αυξηθεί, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα και η τιμή της μετοχής θα μειωθούν. Το μέρισμα με αυτή τη μορφή μπορεί να προκύψει από κεφαλαιοποίηση αποθεματικού (τμήμα των παρακρατηθέντων κερδών μεταφέρεται στο μετοχικό κεφάλαιο και στο ειδικό αποθεματικό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο) ή με κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών, διατηρώντας το ποσοστό της ιδιοκτησίας των μετόχων αμετάβλητο. Το μέρισμα με αυτή τη μορφή χρησιμοποιείται συνήθως για να διατηρήσει η εταιρεία μετρητά ή να μειώσει τη

χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της ενώ παράλληλα δίνει και ένα θετικό σήμα στους επενδυτές (αύξηση της τιμής της μετοχής).

Με τη συγκεκριμένη μορφή μερίσματος σχετίζονται και άλλες χρηματοοικονομικές έννοιες, όπως η διάσπαση μετοχών (stock split), η αντίστροφη διάσπαση μετοχών (reverse stock split) και η επαναγορά ή εξαγορά μετοχών (stock repurchase). Η διάσπαση μετοχών είναι η αντικατάσταση μετοχών με περισσότερες ίσης συνολικής ονομαστικής αξίας. Δηλαδή, μια διάσπαση μετοχών 2 προς 1 σημαίνει ότι θα εκδοθούν δύο νέες μετοχές για κάθε μετοχή που υπάρχει, με την ονομαστική της αξία να μειώνεται στο μισό. Η μεταβολή που επιφέρει η διάσπαση των μετοχών είναι η αύξηση του αριθμού των μετοχών και η μείωση της ονομαστικής και χρηματιστηριακής αξίας της κάθε μετοχής. Η αντίστροφη διάσπαση μετοχών είναι η αντικατάσταση μετοχών με μια μετοχή ίσης συνολικής ονομαστικής αξίας. Είναι η αντίθετη διαδικασία από τη διάσπαση μετοχών, ενώ δίνει συνήθως ένα αρνητικό σήμα στην αγορά. Τέλος, η επαναγορά ή εξαγορά μετοχών είναι η αγορά από την εταιρεία των δικών της μετοχών. Η επαναγορά μπορεί να γίνει είτε με αγορά των μετοχών στη δευτερογενή αγορά είτε με μια προσφορά που θα κάνει η εταιρεία στους μετόχους της. Οδηγεί σε μείωση του αριθμού των μετοχών που κυκλοφορούν, αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή και μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής στην αγορά. Συνήθως μια εταιρεία πραγματοποιεί επαναγορά των μετοχών της όταν θεωρεί ότι η μετοχή της είναι υποτιμημένη, θέλει να χρησιμοποιήσει τις μετοχές για την εξαγορά μιας άλλης εταιρείας, θέλει να μετατραπεί από πολυμετοχική σε ιδιωτική εταιρεία καθώς και όταν δεν υπάρχουν αρκετά επενδυτικά προγράμματα ενώ υπάρχουν αρκετά κέρδη (Βασιλείου, 1999).

Εκτός από τις δύο κύριες μορφές μερισμάτων που καταβάλλει μια εταιρεία στους μετόχους της, υπάρχουν και οι εξής:

- Μέρισμα σε ομόλογα, όταν η εταιρεία δε διαθέτει επαρκές κεφάλαιο ώστε να πληρώσει μέρισμα σε μετρητά. Με την έκδοση ομολόγων από την εταιρεία εξασφαλίζεται η αναβολή της άμεσης πληρωμής σε μετρητά. Οι κάτοχοι των ομολόγων πέραν της πληρωμής στην ημερομηνία λήξης, λαμβάνουν επίσης τακτικά τόκους επί των ομολόγων τους.
- Μέρισμα σε είδος, έχοντας τη μορφή προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται από την εταιρεία. Καταβάλλονται στο μέτοχο ως στοιχεία του ενεργητικού.

- Έκτακτα ή Ιδιαίτερα μερίσματα. Τα μερίσματα αυτά διανέμονται σπάνια, συνήθως όταν η εταιρεία πουλάει μια επιχειρηματική δραστηριότητα ή ρευστοποιεί επενδύσεις. Επίσης καταβάλλονται όταν η εταιρεία διαθέτει πλεόνασμα μετρητών ώστε να ενισχυθεί η αξία της μετοχής της, ενώ μπορεί να χαρακτηριστούν και ως επιστροφή κεφαλαίου καθώς η εταιρεία επιστρέφει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύονται από τους μετόχους (Brealey & Myers, 2003).

Η μερισματική πολιτική περιλαμβάνει τρία βασικά χαρακτηριστικά, το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών, το οποίο είναι το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους με τη μορφή μερισμάτων και ισούται με το λόγο των *μερισμάτων ανά μετοχή* προς τα *κέρδη ανά μετοχή*, τη σταθερότητα ή μη του μερίσματος διαχρονικά και το ύψος του επόμενου προς διανομή μερίσματος (Βασιλείου, 1999). Το ποσοστό που συμπληρώνει αυτό των διανεμόμενων κερδών ονομάζεται ποσοστό παρακρατούμενων κερδών και αναφέρεται στα χρήματα που παρακρατεί η εταιρεία για τη χρηματοδότηση μελλοντικών επενδυτικών προγραμμάτων. Χαμηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών υποδηλώνει ότι η εταιρεία αποσκοπεί σε υψηλή ανάπτυξη, καθώς επίσης και ότι αν τα κέρδη μειωθούν, η εταιρεία είναι σε θέση να διατηρήσει τα μερίσματα στο ίδιο επίπεδο (Walsh, 2006).

3.1 Μερισματική απόδοση και κέρδη κεφαλαίου

Η συνολική απόδοση για τους μετόχους συνίσταται από το μερίσμα που έλαβαν συν την αύξηση της τιμής της μετοχής. Η μερισματική απόδοση είναι πολύ σημαντική για τους επενδυτές μιας και αυτοί εξαρτώνται από το εισόδημα που τους αποδίδουν οι μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Μπορούν να συγκρίνουν το εισόδημα που θα κερδίσουν επενδύοντας σε διάφορες μετοχές ή άλλες επενδυτικές αγορές (Walsh, 2006). Η μερισματική απόδοση (dividend yield) είναι το ετήσιο μερίσμα που εισπράττει ο μέτοχος και δίνεται από τον τύπο :

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \text{Μέρισμα ανά μετοχή} / \text{Τιμή μετοχής}$$

Όσον αφορά τα κέρδη κεφαλαίου (capital gains), είναι η απόδοση που έχει ο επενδυτής εξαιτίας της μεταβολής της τιμής μιας μετοχής κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Η μεταβολή αυτή οφείλεται στην αύξηση των μελλοντικών της

μερισμάτων (g). Με τη βοήθεια μαθηματικών τύπων, η συνολική απόδοση που μπορεί να έχει ένας μέτοχος έχει την εξής μορφή :

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Για να αυξηθεί η συνολική απόδοση των μετοχών (k_s) θα πρέπει να αυξηθεί είτε το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών (D_1), είτε ο ρυθμός αύξησης των μελλοντικών μερισμάτων. Λύνοντας την εξίσωση ως προς την τιμή της μετοχής (P_0) προκύπτει ότι με μια αύξηση των διανεμόμενων κερδών (D_1), αυξάνεται και η τιμή της μετοχής (P_0) με την προϋπόθεση ότι όλα τα υπόλοιπα παραμένουν σταθερά. Όσο περισσότερα όμως είναι τα κέρδη που διανέμονται στους μετόχους, τόσο λιγότερα είναι αυτά που θα παρακρατηθούν από την εταιρεία για τις μελλοντικές της επενδύσεις. Αυτό θα οδηγήσει σε μείωση του ρυθμού ανάπτυξής της (g) και επομένως σε μείωση της τιμής της μετοχής της (P_0). Είναι φανερό ότι η μεταβολή του ποσοστού διανεμόμενων κερδών οδηγεί σε δυο αντίθετα αποτελέσματα και η εταιρεία θα πρέπει να βασιστεί στις προτιμήσεις των μετόχων της για το ποια μερισματική πολιτική θα ακολουθήσει (Βασιλείου, 1999).

3.2 Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής

Υπάρχουν τρεις θεωρίες γύρω από τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες και οι οποίες προσπαθούν να απαντήσουν στο ερώτημα εάν επηρεάζει η μερισματική πολιτική της προτιμήσεις των επενδυτών και επομένως την τιμή της μετοχής της.

3.2.1 Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory)

Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (Dividend Irrelevance Theory), η οποία διατυπώθηκε από τους Merton Miller και Franco Modigliani (1961, pp. 411-433), αναφέρει ότι δεν υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στη μερισματική πολιτική και την τιμή της μετοχής της εταιρείας. Υποστηρίζουν ότι η αξία μιας εταιρείας εξαρτάται από την επενδυτική της πολιτική και όχι από τον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα κέρδη της σε μερίσματα και παρακρατηθέντα κέρδη. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τη συνολική απόδοση που θα έχουν είτε αυτή προέρχεται από τα μερίσματα είτε από

τα κεφαλαιακά κέρδη εξαιτίας επανεπένδυσης των παρακρατηθέντων κερδών. Άλλωστε αν οι μέτοχοι κρίνουν ότι χρειάζονται άμεσα μετρητά, μπορούν να τα εξασφαλίσουν μέσω της πώλησης των μετοχών τους.

Ωστόσο, η θεωρία αυτή βασίζεται σε μία «τέλεια αγορά» στην οποία δεν περιλαμβάνονται φόροι και έξοδα μεταβίβασης, η τιμή οποιασδήποτε μετοχής δε μπορεί να επηρεαστεί από κανέναν, οι επενδυτές έχουν την ίδια ακριβώς πληροφόρηση και είναι αδιάφοροι μεταξύ εισοδήματος από μερίσματα και εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου. Τέλος η επενδυτική πολιτική της εταιρείας είναι ανεξάρτητη από τη μερισματική της πολιτική. Οι υποθέσεις όμως αυτές χαρακτηρίζονται ως μη ρεαλιστικές, μιας και δε βρίσκουν εφαρμογή στην πράξη, καθιστώντας την προσέγγιση αυτή θεωρητική.

3.2.2 Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-In-The-Hand-Theory)

Η θεωρία η οποία υποστηρίζει ότι η υψηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη ονομάζεται «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (bird-in-the-hand-theory) και βασίζεται στις εργασίες των M.J. Gordon (1963, pp. 264-272) και John Lintner (1962, pp. 243-269). Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα είναι πιο ασφαλή σε σχέση με τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη και τα προτιμούν. Επομένως, όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών εξαιτίας του χαμηλότερου κινδύνου που αυτά ενέχουν, τόσο μειώνεται το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και αυξάνεται η τιμή της μετοχής. Η συγκεκριμένη θεωρία έρχεται σε αντίθεση με τη θεωρία των Merton Miller και Franco Modigliani μιας και εδώ, η αξία της μετοχής μιας εταιρείας καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Οι Miller και Modigliani την χαρακτήρισαν ως «πλάνη του καλύτερα πέντε και στο χέρι» υποστηρίζοντας ότι οι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματά τους στην ίδια ή σε παρεμφερή εταιρεία και ο κίνδυνός των αποδόσεών τους σχετίζεται με τον κίνδυνο της εταιρείας αυτής και όχι με τη μορφή των ταμειακών ροών της.

3.2.3 Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης (The Tax Preference Theory)

Η τρίτη θεωρία η οποία αναφέρεται στη μερισματική πολιτική είναι αυτή της φορολογικής διαφοροποίησης και βασίζεται κυρίως στο άρθρο των R.H. Lintzenberger και K. Ramaswamy (1979, pp. 163-196). Υποστηρίζουν ότι οι εταιρείες

που θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους θα πρέπει να διανέμουν χαμηλό μέρισμα εξαιτίας των διαφορετικών φορολογικών συντελεστών που ισχύουν για τα μερίσματα και για τα κεφαλαιακά κέρδη.

Το εισόδημα που προέρχεται από κέρδη κεφαλαίου φορολογείται με χαμηλότερο συντελεστή από τα διανεμόμενα κέρδη. Επομένως, οι επενδυτές πρέπει να προτιμούν εταιρείες οι οποίες παρακρατούν τα κέρδη τους, τα επανεπενδύουν, με αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους οδηγώντας μακροπρόθεσμα στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους. Ένας ακόμα λόγος που συνηγορεί υπέρ των κεφαλαιακών κερδών είναι ότι οι επενδυτές, στην περίπτωση που δεν πουλήσουν τις μετοχές τους, δεν πραγματοποιούν κέρδη κεφαλαίου, οπότε δε φορολογούνται. Ο φόρος θα καταβληθεί στο μέλλον, όμως η αξία του θα είναι μικρότερη από αυτή που είχε αν καταβαλλόταν στο παρόν.

3.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Το ποια από τις μερισματικές πολιτικές θα ακολουθήσει η εταιρεία αποφασίζεται από το διοικητικό συμβούλιο, μετά την εξέταση διαφόρων παραγόντων, τόσο ενδοεταιρικών όσο και εξωεταιρικών. Οι σημαντικότεροι παράγοντες είναι οι εξής :

- *Η ηλικία της εταιρείας.* Παίζει σημαντικό ρόλο το διάστημα το οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Μια νεοσύστατη ή μικρή εταιρεία αντιμετωπίζεται με επιφυλακτικότητα από τις τράπεζες και τους επενδυτές όταν αναζητά πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και στις χρηματαγορές. Η ανάγκη για ανάπτυξη καλύπτεται από τα παρακρατηθέντα κέρδη με αποτέλεσμα τα μερίσματα προς τους μετόχους να είναι χαμηλά.
- *Οι προτιμήσεις των μετόχων.* Κατά τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής η εταιρεία λαμβάνει υπόψη τις προτιμήσεις των μετόχων οι οποίοι επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Αν επιβαρύνονται με υψηλούς φόρους είναι πιθανότερο να προτιμήσουν τα κεφαλαιακά κέρδη από τα μερίσματα. Αν υπάρχουν άλλες επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες μπορεί να τους ενδιαφέρουν και τους επηρεάζουν άμεσα, τότε μπορεί να προτιμήσουν να λάβουν μέρισμα από άλλες ευκαιρίες επένδυσης σε άλλες επικερδείς τοποθετήσεις. Τέλος, αν μια εταιρεία ελέγχεται από μικρό αριθμό μετόχων, είναι πιθανό να

προτιμήσουν χαμηλή πολιτική μερισμάτων ώστε να αποφύγουν τη χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές.

- *Πρόσοδοι.* Αν μια εταιρεία πραγματοποιεί μακροχρόνια κέρδη τότε είναι σε θέση να πληρώνει μερίσματα στους μετόχους της. Όσο αυξάνονται αυτά τα κέρδη, η εταιρεία μπορεί είτε να διατηρήσει είτε να αυξήσει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών της. Στην περίπτωση όμως που παρουσιάζονται ζημιές το ποσοστό αυτό μειώνεται και μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία και να σταματήσει τη διανομή μερισμάτων. Όλα τα παραπάνω ισχύουν στην περίπτωση που οι διακυμάνσεις των κερδών είναι μακροχρόνιες. Η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζεται αν αυτές οι διακυμάνσεις οφείλονται στην κυκλικότητα του κλάδου όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία ή σε μια σημαντική κεφαλαιακή απαξίωση.
- *Επενδυτικές ευκαιρίες.* Μια εταιρεία με σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες και προοπτικές ανάπτυξης συχνά διανέμει χαμηλό μέρισμα στους μετόχους, ώστε η χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων να στηριχθεί στα μη διανεμόμενα κέρδη και όχι σε ένα νέο μετοχικό κεφάλαιο. Βέβαια σε αυτό παίζει ρόλο και η ικανότητα της εταιρείας να εξασφαλίζει πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου.
- *Κεφαλαιακή διάρθρωση.* Για να επιτύχει μια εταιρεία τους επιχειρηματικούς της στόχους χαράζει μια συγκεκριμένη στρατηγική την οποία και ακολουθεί. Πολλές φορές όμως είναι πιθανόν να προκύψουν εμπόδια τα οποία θα αποκλίνουν την εταιρεία από τους στόχους της. Τέτοιο εμπόδιο μπορεί να είναι ένα χρέος το οποίο είναι υψηλότερο σε σχέση με αυτό που είχε εκτιμηθεί κατά τη διάρκεια της σχεδίασης της στρατηγικής, με αποτέλεσμα η εταιρεία, προκειμένου να καλύψει αυτό το χρέος, να μειώσει τα μερίσματα. Το αντίθετο συμβαίνει στην περίπτωση που το χρέος είναι τελικά μικρότερο και η εταιρεία είναι σε θέση να αυξήσει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών της.
- *Σηματοδότηση.* Βασίζεται στη θεωρία των Miller και Modigliani (1961, pp. 411-433), οι οποίοι υποστήριξαν ότι η ανακοίνωση του μερίσματος παρέχει πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικό με τις προοπτικές και τη μελλοντική πολιτική της εταιρείας. Αν η εταιρεία πιστεύει ότι υπάρχει πιθανότητα για μελλοντική ανάπτυξη τότε μπορεί να προχωρήσει σε αύξηση των μερισμάτων, η οποία εκλαμβάνεται από τους επενδυτές σαν ένα θετικό σημάδι. Κάποιες

άλλες επιτυχημένες εταιρείες μπορεί να παρακρατούν τα κέρδη τους ως πηγή εσωτερικής χρηματοδότησης μιας και είναι λιγότερο δαπανηρή σε σχέση με την έκδοση νέων μετοχών. Αντίθετα, κάποιες άλλες λιγότερο επιτυχημένες, ίσως επιλέξουν τη διανομή μερισμάτων ως μια μέθοδο αποεπένδυσης. Το μέρισμα θεωρείται ένα αξιόπιστο μέσο μεταφοράς πληροφοριών επειδή είναι περισσότερο δαπανηρό για την επιχείρηση. Επομένως, όσο πιο δαπανηρή είναι η σηματοδότηση για την εταιρεία, τόσο πιο πιστευτή γίνεται από τους επενδυτές.

- *Σταθερότητα.* Η σταθερότητα των μερισμάτων συχνά εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως δείκτης χαμηλού κινδύνου. Μια σταθερή ανάπτυξη της μερισματικής τους πολιτικής επιθυμούν και οι εταιρείες, ώστε να δημιουργείται μια εικόνα χαμηλού κινδύνου και να μειώνεται το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Εξαιτίας όμως των εναλλαγών ανάμεσα σε περιόδους ανόδου και πτώσης στη ζωή μιας εταιρείας, οι οποίες επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί, θα πρέπει να είναι σε θέση να προσαρμόζεται στις εκάστοτε αλλαγές. Αυτό μπορεί να το επιτύχει δημιουργώντας ένα υψηλό αποθεματικό ώστε να αντέξει μια δύσκολη περίοδο ύφεσης χωρίς να διαφοροποιήσει το ύψος των μερισμάτων της.
- *Πληθωρισμός.* Ο πληθωρισμός αυξάνει το γενικό επίπεδο των τιμών με αποτέλεσμα να μειώνει την αγοραστική δύναμη των επενδυτών και των μετόχων. Κάνει πιο έντονη τη διαφορά μεταξύ του κόστους της νέας μετοχής και των διανεμόμενων κερδών, γεγονός που οδηγεί τις εταιρείες στη χρηματοδότηση του μετοχικού τμήματος του κεφαλαίου τους με παρακρατηθέντα κέρδη και όχι με νέο μετοχικό κεφάλαιο.
- *Ρευστότητα.* Το ύψος των μετρητών που διαθέτει η εταιρεία είναι σημαντικός παράγοντας για την ικανότητά της να διανείμει μέρισμα. Αν παρουσιάζει υψηλά κέρδη αλλά αυτά είναι επενδυμένα σε αποθέματα και άλλα περιουσιακά στοιχεία, τότε δεν είναι σε θέση να πληρώσει μερίσματα στους μετόχους.
- *Έλεγχος.* Αν εκδοθούν νέες μετοχές και οι υπάρχοντες μέτοχοι δεν είναι σε θέση να τις αγοράσουν τότε μπορεί να μειωθεί ή να χαθεί ο έλεγχος της εταιρείας. Το διοικητικό συμβούλιο, για να είναι σε θέση να διατηρήσει τον έλεγχο αυτό, θα οδηγηθεί στην απόφαση να παρακρατήσει μεγαλύτερο

ποσοστό κερδών. Επομένως η διανομή μερισμάτων θα είναι πολύ μικρή και η εταιρεία θα καταφύγει στην αυτοχρηματοδότηση και τη σύναψη δανείων.

- *Βαθμός Δανειακής Επιβάρυνσης.* Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης της εταιρείας, είναι πιθανότερο το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών να είναι υψηλότερο ώστε να μπορέσει στο μέλλον να πληρώσει τους τόκους και τις δόσεις των δανείων που έχει συνάψει.
- *Θεσμικοί παράγοντες (Νομοθεσία).* Οι περιοριστικοί αυτοί παράγοντες υπάρχουν για να περιβάλλουν την εταιρεία σε ένα πλαίσιο νομιμότητας.
 - Δεν είναι δυνατό να καταβληθεί μέρισμα προερχόμενο από το κεφάλαιο της εταιρείας. Ο κανόνας αυτός ισχύει ώστε να προστατεύονται οι πιστωτές της, μιας και δεν είναι δυνατόν να διανεμηθούν μερίσματα ενώ υπάρχουν ζημιές από προηγούμενα έτη ή όταν βρίσκεται υπό πτώχευση ή υπό εκκαθάριση. Στην περίπτωση που συμβεί αυτό σημαίνει ότι τα μερίσματα προέρχονται από κεφάλαια τα οποία ανήκουν στους πιστωτές της.
 - Επιβολή συμβατικών υποχρεώσεων από τους πιστωτές της εταιρείας ή τις τράπεζες οι οποίες περιορίζουν την πληρωμή μερισμάτων. Επίσης, μπορεί να περιοριστεί και η έκδοση ομολογιακού δανείου ή και η πληρωμή χρηματικών μερισμάτων μέχρι να επιτευχθεί ένα συγκεκριμένο ύψος του δείκτη κάλυψης των τόκων (Κέρδη / Χρηματοοικονομικά έξοδα).
 - Δεν δύναται να πληρώσει μερίσματα τα οποία θα προκαλέσουν την πτώχευσή της, ούτε και να καταβάλει μερίσματα στους κοινούς μετόχους αν προηγουμένως δεν έχουν καταβληθεί στους προνομιούχους.
 - Δίνονται θετικά κίνητρα συμμετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά μέσω της πληρωμής υποχρεωτικών μερισμάτων, μιας και εξασφαλίζεται η μη εξαπάτηση των μετόχων από τα ανώτερα στελέχη της εταιρείας.
 - Νομικές λίστες, στις οποίες περιλαμβάνονται εταιρείες οι οποίες καταβάλουν μερίσματα. Οι θεσμικοί επενδυτές, στους οποίους δίνεται όλο και περισσότερη σημασία, είναι υποχρεωμένοι να κρατούν στο χαρτοφυλάκιό τους μετοχές οι οποίες δίνουν μέρισμα. Επομένως, οι

εταιρείες, για να συμπεριληφθούν οι μετοχές τους στα χαρτοφυλάκια των θεσμικών επενδυτών, είναι πιθανόν να δίνουν ένα μικρό μέρισμα (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007).

3.3.1 Παράγοντες υπέρ της υψηλής μερισματικής πολιτικής

Παραπάνω, έγινε αναφορά στους σημαντικότερους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί μια εταιρεία. Μια αντίστοιχη διάκριση μπορεί να γίνει και με τους παράγοντες οι οποίοι ευνοούν μια υψηλή μερισματική πολιτική, οι οποίοι είναι οι εξής :

- *Επιθυμία για τρέχον υψηλό εισόδημα.* Αρκετοί επενδυτές προτιμούν τα υψηλά μερίσματα ώστε να αποφύγουν τα υψηλά κόστη συναλλαγών από την πώληση λίγων μετοχών ανά τακτά χρονικά διαστήματα (για τη πραγματοποίηση τρέχοντος εισοδήματος) (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007).
- *Πελατειακή συμπεριφορά ή αποτέλεσμα πελατείας (Clientele Effect).* Η θεωρία για την πελατειακή συμπεριφορά των μετόχων αναφέρει ότι υπάρχουν διάφορες κατηγορίες επενδυτών οι οποίοι προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Κάποιοι επενδυτές με μεγάλα εισοδήματα προτιμούν την παρακράτηση και επανεπένδυση κερδών, διότι δεν έχουν την ανάγκη τρέχοντος εισοδήματος. Αντιθέτως, υπάρχουν και επενδυτές με χαμηλά εισοδήματα οι οποίοι προτιμούν την καταβολή υψηλότερων μερισμάτων. Το αποτέλεσμα πελατείας υποδηλώνει πως οι διαφορές στις προτιμήσεις των επενδυτών είναι αυτές που ωθούν έναν επενδυτή στο να επιλέξει ή όχι μια εταιρεία με κριτήριο τη μερισματική πολιτική. Μια μεταβολή στη μερισματική πολιτική της εταιρείας θα έχει σαν αποτέλεσμα τη μεταβολή της σύνθεσης των μετόχων της, η οποία μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση ή μείωση της τιμής της μετοχής της (Βασιλείου, 1999).
- *Ασύμμετρη Πληροφόρηση και Πληροφοριακό Περιεχόμενο Μερισμάτων.* Η συγκεκριμένη θεωρία υποστηρίζει ότι οι διοικούντες σε μια εταιρεία έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές. Έτσι, μπορεί να περάσει ως μήνυμα αυτή την επιπλέον γνώση στους επενδυτές μέσω αλλαγών στη μερισματική πολιτική. Η αύξηση των μερισμάτων είναι ένα αξιόπιστο μήνυμα σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις της εταιρείας και αυτό γιατί ακόμα και

αν επιχειρήσει να αυξήσει πλασματικά τα μερίσματα, θα αναγκαστεί να τα μειώσει στο μέλλον, κίνηση που ελάχιστοι διοικούντες είναι πρόθυμοι να πραγματοποιήσουν (Βασιλείου & Ηρειώτης, 2008).

- *Χαμηλότερα Κόστη Αντιπροσώπευσης (Agency Costs)*. Σε αρκετές εταιρείες οι διοικούντες δε συμπίπτουν με τους ιδιοκτήτες – μετόχους. Ο αντικειμενικός σκοπός των ιδιοκτητών μιας εταιρείας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου τους μέσω της αύξησης της τιμής της μετοχής. Αντιθέτως, οι διοικούντες μπορεί να έχουν διαφορετικούς στόχους και να δρουν υπέρ των δικών τους συμφερόντων. Σε αυτήν την περίπτωση, υπάρχει μια σύγκρουση αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διοικούντων και οι μέτοχοι αναλαμβάνουν τις δαπάνες που σχετίζονται με τον έλεγχο των δραστηριοτήτων των διοικούντων, οι οποίες καλούνται κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs). Τα κόστη αυτά μειώνονται σημαντικά εάν οι εταιρείες εκδίδουν νέες μετοχές ή ομολογίες, διότι οι αποφάσεις των διοικήσεών τους ελέγχονται συχνότερα από διάφορους εξωτερικούς αναλυτές. Άρα, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών, τόσο συχνότερα θα αντλεί κεφάλαια η εταιρεία από την κεφαλαιαγορά και θα μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης (Βασιλείου, 1999).
- *Απόφαση Αβεβαιότητας*. Η τιμολόγηση ενός αξιόγραφου από τους επενδυτές γίνεται μέσω της πρόβλεψης και της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων. Οι προβλέψεις για μερίσματα στο μέλλον ενέχουν υψηλότερο βαθμό αβεβαιότητας σε σχέση με αυτά που θα ληφθούν στο άμεσο μέλλον. Επειδή το προεξοφλητικό επιτόκιο σχετίζεται θετικά με την αβεβαιότητα των μερισμάτων, η τιμή της μετοχής θα έπρεπε να είναι χαμηλή για εταιρείες που πληρώνουν χαμηλό μέρισμα τώρα με σκοπό να πληρώσουν υψηλότερα στο μέλλον και αντίστροφα (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007).

3.3.2 Παράγοντες κατά της υψηλής μερισματικής πολιτικής

Εκτός από τους παράγοντες που ευνοούν τη διανομή υψηλών μερισμάτων, υπάρχουν και άλλοι που είναι ενάντια της υψηλής μερισματικής πολιτικής.

- *Προσωπικοί φόροι*. Όταν τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με χαμηλότερους συντελεστές από τα μερίσματα, οι επενδυτές τα προτιμούν μιας

και φορολογούνται αφότου έχουν πραγματοποιηθεί (είναι δυνατή η αναβολή της πληρωμής τους).

- *Μεταβιβαστικά κόστη.* Οι επενδυτές επιβαρύνονται με τα μεταβιβαστικά κόστη από την επανεπένδυση των μερισμάτων, ενώ οι εταιρείες μπορεί να πληρώσουν είτε πληθωριστικά κόστη σε περίπτωση που τα μερίσματα χρηματοδοτούνται από την έκδοση νέων μετοχών, είτε αμοιβές δανεισμού (Ξανθάκης & Αλεξιάκης, 2007).

3.4 Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες πολιτικές διανομής μερίσματος

Είναι γεγονός ότι δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί η προτίμηση των επενδυτών ανάμεσα στο τρέχον εισόδημα το οποίο προκύπτει τα μερίσματα και στα κέρδη κεφαλαίου. Σίγουρα όμως προτιμούν να μη μεταβάλλεται συχνά το ύψος των μερισμάτων. Κατά συνέπεια, οι περισσότερες επιχειρήσεις θέτουν ένα συγκεκριμένο ύψος διανεμόμενων κερδών ως μακροπρόθεσμο στόχο χωρίς αυτό να σημαίνει ότι διανέμουν το ίδιο μέρισμα κάθε χρόνο. Ο μακροπρόθεσμος αυτός στόχος επιτυγχάνεται μέσω μιας μακροπρόθεσμης πολιτικής μερίσματος που την οποία εφαρμόζουν οι εταιρείες και ονομάζεται **υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων** (residual dividend theory).

Για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος η εταιρεία θα πρέπει να αποφασίσει ποια επενδυτικά προγράμματα θα πραγματοποιήσει. Στη συνέχεια, καθορίζει το ύψος των ιδίων κεφαλαίων τα οποία θα χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά προγράμματα χωρίς να αλλάξει η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Τα ίδια κεφάλαια θα καλυφθούν από τα παρακρατηθέντα κέρδη της εταιρείας και, αν μετά τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων, περισσέψει ένα μέρος των παρακρατηθέντων κερδών, αυτά θα διανεμηθούν στους μετόχους με τη μορφή ρευστών μερισμάτων. Αν δεν περισσέψουν παρακρατηθέντα κέρδη τότε δε θα διανεμηθούν μερίσματα, ενώ αν το ύψος των ιδίων κεφαλαίων δεν μπορεί να καλυφθεί από τα παρακρατηθέντα κέρδη το επιπλέον ποσό θα καλυφθεί με την έκδοση νέων μετοχών.

Βάσει της συγκεκριμένης θεωρίας, η πληρωμή μερισμάτων καθορίζεται από το ύψος των επενδυτικών προγραμμάτων της εταιρείας. Επομένως, οι αυξομειώσεις στα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας θα έχουν άμεση επίπτωση και στα μερίσματά της. Οι αυξομειώσεις όμως αυτές δεν είναι επιθυμητές από τους επενδυτές με αποτέλεσμα η υπολειμματική θεωρία να εφαρμόζεται μακροπρόθεσμα για τον καθορισμό ενός συγκεκριμένου ποσοστού διανεμόμενων κερδών. Για να βρεθεί αυτό το ποσοστό, υπολογίζονται για μια περίοδο 5-10 ετών οι ταμειακές ροές της εταιρείας από τα επενδυτικά της προγράμματα και γενικά από όλες τις δραστηριότητές της, καθώς επίσης και οι ποσότητες ιδίων και ξένων κεφαλαίων που θα χρειαστεί χωρίς να μεταβληθεί η άριστη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Στη συνέχεια υπολογίζεται ένα ποσοστό διανεμόμενων κερδών (μακροπρόθεσμος στόχος), ίδιο για όλα τα χρόνια, το οποίο αφήνει αρκετά παρακρατηθέντα κέρδη τα οποία θα χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά σχέδια χωρίς να χρειαστεί να εκδοθούν νέες μετοχές (Βασιλείου, 1999).

Η υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων εφαρμόζεται μακροπρόθεσμα για να επιτευχθεί ένα συγκεκριμένο ποσοστό διανεμόμενων μερισμάτων το οποίο θα παραμένει αμετάβλητο. Ανεξάρτητα από το μακροπρόθεσμο αυτό ποσοστό που έχουν ως στόχο, οι εταιρείες εφαρμόζουν και μια βραχυπρόθεσμη πολιτική μερίσματος όπως είναι η **πολιτική σταθερών μερισμάτων ανά μετοχή** (constant dividend per share), η **πολιτική σταθερής αναλογίας πληρωμής** (constant dividend payout ratio) και η **πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος συν έκτακτο** (low regular dividend plus extras).

Η πολιτική σταθερών μερισμάτων ακολουθείται συνήθως από τις περισσότερες εταιρείες, οι οποίες καταβάλλουν ένα μέρισμα, το ποσό του οποίου θα αυξάνεται με σχετικά σταθερό ρυθμό από έτος σε έτος. Αυτό το σταθερό ποσοστό μεγέθυνσης του μερίσματος οφείλεται στην αναμενόμενη ανάπτυξη της εταιρείας και των κερδών της καθώς και στον αναμενόμενο πληθωρισμό. Στην περίπτωση που υπάρχουν διακυμάνσεις των κερδών, αυτές καλύπτονται από τα αποθεματικά.

Σύμφωνα με την πολιτική σταθερής αναλογίας πληρωμής, η εταιρεία που την ακολουθεί θα πρέπει να διανέμει κάθε χρόνο ένα σταθερό ποσοστό των κερδών της. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις από έτος σε έτος, η πολιτική αυτή συνεπάγεται και τη διακύμανση των μερισμάτων.

Τέλος, η πολιτική του χαμηλού τακτικού μερίσματος συν το έκτακτο εφαρμόζεται από εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν διακυμάνσεις στα κέρδη τους. Καθορίζουν ένα σχετικά χαμηλό τακτικό μέρισμα, το οποίο μπορούν και τα διατηρούν από έτος σε έτος ανεξάρτητα από το ύψος των κερδών τους. Το μέρισμα αυτό ενισχύεται με ένα έκτακτο όταν τα κέρδη αυξάνονται, αλλά δεν αναμένεται να διατηρηθούν στο ίδιο επίπεδο στο μέλλον. Οι επενδυτές αναγνωρίζουν ότι αυτό το μέρισμα είναι έκτακτο και δεν αναμένουν να το εισπράξουν στο μέλλον (Βασιλείου, 1999).

Οι περισσότερες εταιρείες ακολουθούν την πολιτική των σταθερών μερισμάτων βασιζόμενες σε δυο κυρίως λόγους. Ο πρώτος είναι η θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης, βάσει της οποίας, η διοίκηση της εταιρείας παρέχει κάποια πληροφόρηση στους επενδυτές για το ύψος των μελλοντικών της κερδών με αποτέλεσμα να αισθάνονται μεγαλύτερη σιγουριά για το ύψος των μελλοντικών τους μερισμάτων. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι οι περισσότεροι επενδυτές επιθυμούν ένα τρέχον εισόδημα για να μπορούν να διαχειριστούν καλύτερα τις δαπάνες τους και ικανοποιούνται ευκολότερα όταν εισπράττουν ένα σχετικά σταθερό μέρισμα. Επομένως, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για τις μετοχές μιας εταιρείας που ακολουθεί πολιτική σταθερών μερισμάτων απ' ό τι για τις μετοχές της ίδιας εταιρείας αν ακολουθούσε διαφορετική μερισματική πολιτική (Βασιλείου, 1999).

4. Βιβλιογραφική Επισκόπηση

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετές μελέτες οι οποίες ασχολήθηκαν με τη μερισματική απόδοση και την επίδραση της στις τιμές των μετοχών των διαφόρων αγορών.

Οι Black & Scholes (1974) χρησιμοποιώντας στοιχεία του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για μια περίοδο 40 ετών, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να αποδειχτεί εάν η μερισματική απόδοση επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των μετοχών, χωρίς όμως να υπολογίζεται η φορολογία που μπορεί να επιβάλλεται στα μερίσματα ή στα κέρδη κεφαλαίου του επενδυτή. Υποστήριξαν επίσης ότι, δεδομένου ενός συγκεκριμένου επιπέδου κινδύνου, ο επενδυτής που θα επιθυμούσε να μεγιστοποιήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου επιλέγοντας μετοχές με υψηλές μερισματικές αποδόσεις, πιθανόν να κατέληγε σε ένα μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με απόδοση μικρότερη από αυτή που θα είχε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ο Blume (1980) χρησιμοποιώντας και αυτός τα ίδια στοιχεία με τους Black & Scholes για την ίδια χρονική περίοδο, ανέφερε ότι ο μέσος όρος των κερδών των μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα ήταν υψηλότερος από αυτόν των μετοχών που πληρώνουν μέρισμα όταν εξετάζονται συνολικά. Μόνο οι μετοχές με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση είχαν υψηλότερο μέσο όρο κερδών. Ο Blume ήταν ο πρώτος ο οποίος παρατήρησε ότι η σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στα συνολικά κέρδη μπορεί να αποδοθεί διαγραμματικά με μια καμπύλη σχήματος U (U-shape), με τους φόρους να μην επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και κερδών προ φόρων.

Ο Keim (1985) παρατήρησε και αυτός την καμπύλη σχήματος U στη σχέση μερισματικής απόδοσης και κερδών, για τις μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης την περίοδο 1931 έως 1978, επιβεβαιώνοντας και την υπόθεση ότι η φορολογία δεν έχει καμία επίδραση σε αυτή τη σχέση. Χρησιμοποιώντας μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις των αναμενόμενων μερισματικών αποδόσεων, διαπίστωσε ότι ένα μεγάλο μέρος της σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των μερισματικών αποδόσεων οφείλεται στη μη γραμμική σχέση μεταξύ τους κατά το μήνα Ιανουάριο. Οι εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης των

μερισματικών αποδόσεων ήταν σημαντικά μεγαλύτερες από αυτές των άλλων μηνών, το μέγεθος των οποίων ήταν τέτοιο που δε μπορούσαν να ερμηνευτούν ως φορολογικά κλιμάκια που χρησιμοποιούνται σε διάφορα μοντέλα αποτίμησης. Ο προσδιορισμός της καμπύλης U έγινε βάσει του μεγέθους των εταιρειών. Εταιρείες μικρού μεγέθους κατατάσσονταν σε δυο ομάδες. Η μια ομάδα περιελάμβανε εταιρείες με μηδενική μερισματική απόδοση και η άλλη εταιρείες με την υψηλότερη μερισματική απόδοση. Οι μεγάλες εταιρείες από την άλλη, δεν είχαν την υψηλότερη μερισματική απόδοση.

Οι Fama and French (1988) ανέλυσαν τις μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για την περίοδο 1927 – 1986. Εξετάζοντας την παλινδρόμηση των μελλοντικών κερδών με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις και χρησιμοποιώντας διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες, παρατήρησαν ότι όσο μεγαλύτερος ήταν ο χρονικός ορίζοντας, τόσο μεγαλύτερη ήταν η διακύμανση των κερδών η οποία μπορούσε να εξηγηθεί από τη διακύμανση των μερισματικών αποδόσεων.

Ο Levis (1989) ήταν ο πρώτος ο οποίος χρησιμοποίησε μετοχές του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για να εξηγήσει την επιρροή των μερισματικών αποδόσεων στα κέρδη των μετοχών. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το 1961 έως το 1985 και δημιουργώντας διαφορετικά χαρτοφυλάκια, απέδειξε ότι η μερισματική απόδοση και ο δείκτης «Τιμή προς Κέρδη» έχουν σημαντικότερη επίδραση στα κέρδη απ' ότι η χρηματιστηριακή αξία και η τιμή της μετοχής.

Ο Christie (1990) ανέλυσε τις διαφορές στα κέρδη ανάμεσα σε μετοχές που πληρώνουν μέρισμα και σε αυτές που δεν πληρώνουν μέρισμα οι οποίες ανήκουν και αυτές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Την περίοδο 1926 έως 1985 παρατηρήθηκε και πάλι η καμπύλη σχήματος U, με τη διαφορά όμως ότι από το 1946 τα κέρδη των οργανισμών που δεν πλήρωναν μέρισμα ήταν αρνητικά (εκτός από το μήνα Ιανουάριο) με αποτέλεσμα την αύξηση της λειτουργίας των κερδών και της μερισματικής απόδοσης. Ωστόσο, καθώς άλλαξαν οι εταιρείες που πλήρωναν μερίσματα τα επόμενα χρόνια, έδειξε ότι οι προσδοκώμενες επιρροές των μερισμάτων ήταν εξίσου σημαντικές με αυτές της φορολογίας. Chen et al. (1990) βρήκαν ότι η μερισματική απόδοση και η απόδοση των μετοχών συνδέονταν με την πάροδο του χρόνου, αλλά ένα μέρος αυτής της σχέσης θα μπορούσε να αποδοθεί σε αλλαγές που σχετίζονται με τα μερίσματα εξαιτίας του παράγοντα κινδύνου.

Οι Rao, Aggarwal & Hiraki (1992) εξετάζοντας το χρηματιστήριο του Τόκιο από το 1966 έως το 1983 διαπίστωσαν τη σημασία της μερισματικής απόδοσης και τη θετική σχέση με τη συνολική απόδοση όπως και στην Αμερικανική αγορά. Η σχέση αυτή επικράτησε τους μόνο τους μήνες Ιανουάριο, Μάρτιο, Ιούνιο και Δεκέμβριο. Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης είναι ισχυρότερη τον Ιανουάριο (όπως και στις ΗΠΑ), ενώ παραμένει σημαντική ακόμα και μετά τον έλεγχο της επίδρασης του μεγέθους της κάθε εταιρείας. Επιπροσθέτως, η σχέση αυτή δε μπορεί να οφείλεται σε φορολογικούς παράγοντες, το οποίο προκύπτει από το ύψος των συντελεστών της μερισματικής απόδοσης.

Clinebell et al. (1993) ανέλυσαν αν οι μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα έχουν χαμηλότερο συστηματικό κίνδυνο (συντελεστής β) σε πτωτικές αγορές παρά σε αγορές με άνοδο. Για την περίοδο από το 1966 έως το 1989, η θέση αυτή δεν επαληθευτικέ, που σημαίνει ότι οι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση δεν μπορούν να προστατέψουν τους επενδυτές από τους κινδύνους αρνητικών εξελίξεων.

Οι Gombola & Liu (1993) βρήκαν μια θετική σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στη συνολική απόδοση της μετοχής, σε μια περίοδο οπου οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους λόγω αναμενόμενης πτώσης των τιμών. Αντίθετα, η σχέση αυτή ήταν αρνητική κατά τη διάρκεια μιας περιόδου με αυξημένες τιμές μετοχών. Η αλλαγή στη σχέση αυτή μεταξύ των δυο αυτών περιόδων είναι ένα ξεχωριστό αποτέλεσμα, το οποίο δε σχετίζεται με την «επίδραση του Ιανουαρίου» που αναφέρθηκε σε προηγούμενες έρευνες, ενώ λαμβάνονται υπόψη τόσο το μέγεθος της εταιρείας όσο και ο συστηματικός κίνδυνος.

Οι Goetzmann & Jorion (1995) εξέτασαν το κατά πόσο οι μερισματικές αποδόσεις μπορούν να προβλέψουν μακροπρόθεσμα τα κέρδη των μετοχών. Χρησιμοποιώντας τις μετοχές του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης σε μηνιαία βάση από το 1872 έως το 1992 και του Βρετανικού Χρηματιστηρίου σε ετήσια βάση από το 1871 έως το 1992, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις που να δικαιολογούν αυτές τις προβλέψεις.

Σύμφωνα με τους McQueen, Shields & Thorley (1997), η σύγκριση μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου με 10 μετοχές με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση και ενός άλλου χαρτοφυλακίου με 30 μετοχές του δείκτη Dow Jones, είχε ως αποτέλεσμα τη

στατιστικά υψηλότερη μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις 10 μετοχές κατά τη διάρκεια των ετών 1946-1995. Ωστόσο το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο οδηγούσε σε υψηλότερο κίνδυνο (χαμηλή διαφοροποίηση και υψηλή τυπική απόκλιση), υψηλότερα κόστη συναλλαγών και υψηλότερα ποσοστά φορολόγησης. Αν ληφθούν και αυτοί οι παράγοντες υπόψη, το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερβαίνει το άλλο. Οικονομικά όμως το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερνικούσε το άλλο παρά μόνο σε ορισμένες υποπεριόδους, γεγονός που μπορεί να οφειλόταν σε τυχαίους παράγοντες.

Οι Morgan and Thomas (1998) περίμεναν μια αρνητική σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στα συνολικά κέρδη (συμπεριλαμβανομένων μερισμάτων και κερδών κεφαλαίου) εξαιτίας της υψηλότερης φορολογίας των κερδών κεφαλαίου έναντι των μερισμάτων στη Βρετανία. Βρήκαν ότι οι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση είχαν θετικές αποδόσεις (λαμβάνοντας υπόψη και τον παράγοντα κίνδυνο) ενώ οι μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση είχαν αρνητικές αποδόσεις. Με δεδομένα από το 1975 έως το 1993 παρατήρησαν την καμπύλη σχήματος U όπως οι Blume (1980) και Keim (1985) για τα δεδομένα της Αμερικής. Το φαινόμενο αυτό οφειλόταν στην επίδραση του μεγέθους των εταιρειών του χαρτοφυλακίου οι οποίες δεν πλήρωναν μέρισμα καθώς και σε μια εποχιακή επίδραση (μεγαλύτερα κέρδη των Ιανουάριου και τον Απρίλιο). Τα κέρδη του Απριλίου ήταν μεγαλύτερα επειδή συνέπιπταν με το τέλος του φορολογικού έτους στη Βρετανία.

McManus et al. (2002) ανέλυσαν την επίδραση του αριθμοδείκτη διανομής (Payout Ratio) στη σχέση μερισματικής απόδοσης – απόδοση μετοχής για την περίοδο από το 1958 έως το 1997, χρησιμοποιώντας μετοχές του Βρετανικού Χρηματιστηρίου. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο αριθμοδείκτης διανομής έχει σημαντική επίδραση στη στατιστική σημαντικότητα της μερισματικής απόδοσης όσον αφορά την απόδοση των μετοχών.

Οι Visscher & Filbeck (2003) εξέτασαν την αποδοτικότητα της επενδυτικής στρατηγικής κατά την οποία επιλέγονται μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση, στο χρηματιστήριο του Καναδά. Το διάστημα που χρησιμοποιήθηκε ήταν τα 10 πρώτα χρόνια λειτουργίας του δείκτη Τορόντο 35 και προέκυψε ότι, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων με την υψηλότερη μερισματική απόδοση ήταν επαρκείς για να αντισταθμίσουν τους υψηλούς φόρους και το κόστος συναλλαγών. Ακόμα και οι δείκτες Sharpe και Treynor, οι οποίοι μετρούν τα επιπλέον κέρδη

υπολογίζοντας το σύνολο των κινδύνων και τα επιπλέον κέρδη υπολογίζοντας τον κίνδυνο της αγοράς αντίστοιχα, έδειξαν ότι η συγκεκριμένη στρατηγική αποδίδει υψηλότερα κέρδη προσαρμοσμένα στον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Η ίδια αποτελεσματικότητα παρουσιάστηκε όταν χρησιμοποιήθηκε και ένας πιο ευρύς δείκτης όπως ο Τορόντο 300.

Ο Lewellen (2004) έδειξε ότι η μερισματική απόδοση των μετοχών του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τόσο για την περίοδο 1946-2000, όσο και για διάφορες υποπεριόδους, μπορεί να προβλέψει τις αποδόσεις των μετοχών. Την ίδια πρόβλεψη αλλά όχι στον ίδιο βαθμό μπορούν να παρέχουν και άλλοι δείκτες όπως η Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία και τα Κέρδη προς Τιμή μετοχής.

Kyriazis & Diacogiannis (2007) εξέτασαν τη χρησιμότητα των επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, οι οποίες στρατηγικές έρχονται σε αντίθεση με αυτές που χρησιμοποιούν οι «αφελείς» επενδυτές οι οποίοι επιλέγουν μετοχές που στο παρελθόν είχαν κατ' εξαίρεση πολύ καλή απόδοση και πωλούν μετοχές που σημείωσαν αντίθετη πορεία. Ωστόσο, οι μετοχές της πρώτης κατηγορίας σύντομα χαρακτηρίζονται ως υπερεκτιμημένες, ενώ οι άλλες αποδεικνύονται υποτιμημένες και συχνά προσφέρουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Τέτοιες μετοχές είναι συνήθως μετοχές εταιρειών του δημοσίου, οι οποίες συναλλάσσονται με μειωμένες λογιστικές αξίες, έχουν υψηλές μερισματικές αποδόσεις και χαμηλές τιμές των δεικτών «τιμή προς κέρδη» και «τιμή προς λογιστική αξία». Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα 7 από τα 8 χρόνια που εξετάσανε, η επενδυτική στρατηγική που βασίστηκε σε χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης έδωσε πολύ υψηλές αποδόσεις. Ακόμα και σε διαστήματα που οι τιμές των μετοχών έπεφταν (2000 – 2002), μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση είχαν μικρότερες αρνητικές αποδόσεις από αυτές με μικρότερη μερισματική απόδοση. Επομένως, επενδύοντας σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλά κέρδη σε περιόδους με ανοδικές τάσεις στις τιμές των μετοχών και σε μικρότερες απώλειες σε περιόδους με πτωτικές τάσεις. Επιπλέον, μια τέτοια επενδυτική στρατηγική είναι ασφαλέστερη για τους επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές όπως του Χ.Α.Α. και παρουσιάζουν παρόμοιες μεταβατικές περιόδους. Τέλος, ένα σημαντικό συμπέρασμα από την συγκεκριμένη έρευνα είναι ότι, η υψηλή απόδοση των χαρτοφυλακίων που

περιελάμβαναν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, δεν συνοδευόταν από ένα υψηλότερο επίπεδο κινδύνου (τυπικές αποκλίσεις) καθ' όλη την περίοδο από το 1995 έως το 2002.

Brzeszczynski et al. (2008) ερεύνησαν την κερδοφορία της επενδυτικής στρατηγικής η οποία βασιζόταν σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση του Βρετανικού Χρηματιστηρίου για την περίοδο 1994 – 2007. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης είχαν υψηλότερη απόδοση από τη συνολική αγορά, χωρίς ωστόσο αυτό να συμβαίνει καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου που ανέλυσαν. Παρ' όλα αυτά, η μέση ετήσια απόδοση των χαρτοφυλακίων με τις 10 υψηλότερες μετοχές βάσει μερισματικής απόδοσης ήταν 4 φορές μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη της αγοράς. Σαν αποτέλεσμα της έρευνας προέκυψε ότι τα χαρτοφυλάκια με υψηλή μερισματική απόδοση μπορούν να είναι μια κερδοφόρος επένδυση μακροχρόνια, ωστόσο η απόδοση της μπορεί να ποικίλλει σε μικρότερες περιόδους. Οι Brzeszczynski & Gajdka (2008) έκαναν την ίδια έρευνα και για το χρηματιστήριο της Βαρσοβίας για την ίδια σχεδόν περίοδο (1997-2007). Όπως οι Visscher & Filbeck (2003), έφτιαξαν χαρτοφυλάκια με 10 μετοχές εταιρειών με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση, τα οποία διαφοροποιούνταν κάθε χρόνο για 10 χρόνια. Το χαρτοφυλάκιο αυτό είχε υψηλότερη απόδοση από την αγορά, χωρίς αυτό να συμβαίνει καθ' όλη τη διάρκεια της έρευνας. Η απόδοση του χαρτοφυλακίου ήταν σχεδόν διπλάσια από αυτή της αγοράς, ακόμα και όταν υπολογιζόταν οι παράγοντες κινδύνου, μέσω των δεικτών Sharpe & Treynor. Τα ευρήματα της έρευνας παρουσιάστηκαν επίσης και σε ένα ευρύτερο πλαίσιο της οικονομικής τους σημασίας, συμπεριλαμβάνοντας τόσο το κόστος των συναλλαγών όσο και την επίδραση της φορολογίας.

Lemmon & Nguyen (2008) εξέτασαν τη θετική σχέση που έχει η υψηλή μερισματική απόδοση με τις αποδόσεις των μετοχών στην αγορά του Χόνγκ Κόνγκ. Μολονότι η θετική αυτή σχέση μπορεί να οφείλεται στη φορολογία, όπως προέβλεψε ο Brennan (1970) με το CAPM (Capital Asset Pricing Model), ή στο γεγονός ότι η μερισματική απόδοση μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν έχουν παραλειφθεί διάφοροι παράγοντες κινδύνου, παρατηρήθηκε και στην αγορά του Χόνγκ Κόνγκ όπου το εισόδημα από τα μερίσματα και από τα κέρδη κεφαλαίου δε φορολογούνται.

Οι Al – Rjoub & Ananzeh (2009) εξέτασαν τη σχέση μερισματικής απόδοσης και απόδοσης μετοχών σε 8 αναδυόμενες αγορές όπως του Μαρόκο, της Ταϊλάνδης, της Κορέας των Φιλιππίνων κλπ.. Βρήκαν και αυτοί ότι οι διαταραχές στη μερισματική απόδοση μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις διακυμάνσεις της απόδοσης του γενικού δείκτη της εκάστοτε αγοράς και η σχέση τους είναι θετική. Οι Antje Henne, Sebastian Ostrowski και Peter Reichling (2009), ανέλυσαν την επίδραση της μερισματικής απόδοσης στα κέρδη, καθώς επίσης στον κίνδυνο και στην απόδοση των μετοχών και των διαφόρων χαρτοφυλακίων στη γερμανική αγορά, υπολογίζοντας και τον παράγοντα φορολογία. Διαπιστώθηκε ότι η απόδοση των μετοχών βελτιώνεται όταν η μερισματική απόδοση είναι υψηλή, περισσότερο όμως μέσω μείωσης του κινδύνου, παρά αύξησης των κερδών. Ωστόσο αυτή η μείωση του κινδύνου εκμηδενίζεται από τον αυξημένο βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου.

Οι Hsu & Lin (2010) ανέλυσαν το κατά πόσο η υψηλή μερισματική απόδοση είναι ισοδύναμη με την υψηλή απόδοση των μετοχών ενός χαρτοφυλακίου. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Χρηματιστήριο της Ταϊβάν από τον Ιανουάριο του 2001 έως τον Ιούνιο του 2008 σε τρίμηνες περιόδους και υπολογίζοντας τα αναμενόμενα και όχι τα τρέχοντα μερίσματα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι υψηλότερη από την απόδοση του γενικού δείκτη που χρησιμοποιείται ως βάση. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας βασίστηκαν στο «σήμα» που παρέχουν τα μερίσματα για την πορεία της μετοχής. Οι Aono & Iwaisako (2010) εξέτασαν την ικανότητα της μερισματικής απόδοσης να προβλέπει τις αποδόσεις των μετοχών στο Χρηματιστήριο του Τόκιο την περίοδο 1970 έως 2006. Μολονότι η έρευνά τους απέδειξε ότι η ικανότητα πρόβλεψης είναι σχετικά αδύναμη, αν εξαιρεθεί η περίοδος 1986-1998 κατά την οποία οι μερισματικές αποδόσεις ήταν σταθερά χαμηλότερες από τον μέσο όρο των προηγούμενων ετών και αν ληφθεί υπόψη η θετική αυτοσυσχέτιση στα μηνιαία συνολικά κέρδη, τότε ο λογάριθμος των μερισματικών αποδόσεων μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των μελλοντικών αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα, ο λογάριθμος των μερισματικών αποδόσεων συμβάλλει στην πρόβλεψη των μηνιαίων αποδόσεων των μετοχών στο δείγμα μετά το 1990 και όταν οι αποδόσεις των μετοχών που εμφανίζονται με χρονική υστέρηση συμπεριλαμβάνονται.

5. Μεθοδολογία

Για τον υπολογισμό της επίδρασης της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, δημιουργήθηκαν χαρτοφυλάκια μετοχών, ώστε να εξαλειφθεί ο μη-συστηματικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο επενδυτής μοιράζοντας τον πλούτο του σε περισσότερες από μια μετοχές.

Από το σύνολο των εταιρειών που διαπραγματεύονται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, επιλέχθηκαν αυτές οι οποίες κατά την εξεταζόμενη περίοδο (Δεκέμβριος 2001 έως Δεκέμβριος 2011) προέβησαν στην καταβολή μερίσματος στους μετόχους. Ο αριθμός των εταιρειών κυμάνθηκε από 120 έως 210, εμφανίζοντας πτωτικές τάσεις από το 2001 έως το 2010. Με το ύψος των μερισμάτων ανά μετοχή καθώς και την τιμή της κάθε μετοχής στο χρηματιστήριο, υπολογίστηκε η μερισματική απόδοση για κάθε μια μετοχή. Στη συνέχεια έγινε μια κατανομή των μερισματικών αποδόσεων, από τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση σε αυτές με χαμηλή μερισματική απόδοση. Δημιουργήθηκαν δυο χαρτοφυλάκια, τα οποία περιελάμβαναν τις 20 μετοχές με τη μεγαλύτερη και με τη μικρότερη μερισματική απόδοση. Τα χαρτοφυλάκια διαφοροποιούνται κάθε μήνα καθώς μεταβάλλονται οι μερισματικές αποδόσεις των διαφόρων μετοχών.

Μετά την κατασκευή των χαρτοφυλακίων υπολογίστηκε η απόδοση των χαρτοφυλακίων, τόσο αυτών με τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης όσο και αυτών με τις χαμηλότερες μερισματικές αποδόσεις. Από τη διαφορά τους και τον υπολογισμό του μέσου όρου αυτής της διαφοράς, υπολογίστηκε κατά πόσο η απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από την απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης. Επίσης, υπολογίστηκε και η διακύμανση και η τυπική απόκλιση των χαρτοφυλακίων, ώστε να παρουσιαστεί ο κίνδυνος του κάθε χαρτοφυλακίου. Τέλος, υπολογίστηκε και η στατιστική σημαντικότητα της διαφοράς των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων, μέσω ενός t-Test.

Οι ίδιοι υπολογισμοί έγιναν για τα ίδια χαρτοφυλάκια σταθμίζοντας τα όμως με τη χρηματιστηριακή αξία της κάθε εταιρείας. Συγκεκριμένα, υπολογίστηκε η χρηματιστηριακή αξία της κάθε μετοχής ως ποσοστό στη συνολική χρηματιστηριακή

αξία του κάθε χαρτοφυλακίου και πολλαπλασιάστηκε με την απόδοσή της. Έτσι προέκυψε η συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου λαμβάνοντας υπ' όψιν τόσο τη μερισματική απόδοση όσο και το μέγεθος της κάθε εταιρείας.

Τέλος, τα παραπάνω αποτελέσματα παρουσιάζονται τόσο σαν μια συνολική περίοδος 10 ετών, όσο και σε δυο διαφορετικές περιόδους : η μια από το Δεκέμβριο του 2001 έως το Δεκέμβριο του 2007 και η άλλη από το Δεκέμβριο του 2008 έως το Δεκέμβριο του 2010 περίοδος που χαρακτηρίζεται από σημαντικά προβλήματα στην οικονομία της χώρας και επηρέασε αρνητικά την πορεία των εταιρειών στο χρηματιστήριο.

5.1 Απόδοση Μετοχής

Για τον υπολογισμό της απόδοσης (RI) χρησιμοποιήθηκαν τόσο τα μελλοντικά μερίσματα όσο και το κεφαλαιακό κέρδος ή ζημία, δηλαδή τα δυο κύρια συστατικά της. Ο τρόπος υπολογισμού της απόδοσης μιας μετοχής, για την περίοδο t έως $t+1$, είναι ο εξής :

$$P_t = \frac{P_{t+1} + D_{t+1}}{(1 + r)}$$

και λύνοντας ως προς r , προκύπτει :

$$r = \frac{P_{t+1} + D_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Όπου P_t : η τιμή στην οποία αγόρασε ο επενδυτής τη μετοχή

P_{t+1} : η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται μια μετοχή τώρα

D_{t+1} : το μέρισμα που έχει διανεμίει η εταιρεία στην περίοδο αυτή

5.2 Κίνδυνος Μετοχής

Ο κίνδυνος μιας μετοχής δίνει την πιθανότητα να μη λάβει ο επενδυτής τις αναμενόμενες αποδόσεις. Μέτρο κινδύνου αποτελεί η διακύμανση (Variance) μιας μετοχής (η μεταβλητότητα της απόδοσης μιας μετοχής) και η τυπική απόκλιση

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

(Standard Deviation) (η τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης της διακύμανσης). Για τον υπολογισμό της διακύμανσης χρησιμοποιείται ο τύπος :

$$\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum [(r_i - \bar{r})]^2}$$

Όπου r_i : οι παρατηρούμενες αποδόσεις

\bar{r} : η μέση απόδοση (ο μέσος όρος των αποδόσεων που χρησιμοποιούνται)

N : ο αριθμός των παρατηρήσεων

6. Αποτελέσματα

6.1 Μη σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίων

Μετά τον υπολογισμό των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων που δημιουργήθηκαν βάσει της μερισματικής τους απόδοσης (χαρτοφυλάκια υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης) κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001-2010, παρατηρήθηκαν τα εξής αποτελέσματα όπως φαίνονται και στον παρακάτω πίνακα και σχεδιαγράμματα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.1.1. Αποδόσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων

Period	RI High DY		RI Low DY		RI High DY - RI Low DY	
	Average	SD	Average	SD	Average	SD
12/2001 - 12/2007	Average	0,82%	Average	-0,20%	Average	1,02%
	SD	0,0955496	SD	0,079728602	SD	0,043380974
12/2008 - 12/2010	Average	-1,29%	Average	-1,79%	Average	0,50%
	SD	0,103465222	SD	0,091576836	SD	0,039426819
12/2001 - 12/2010	Average	0,12%	Average	-0,72%	Average	0,85%
	SD	0,098261021	SD	0,083736758	SD	0,042005791

Στη πρώτη στήλη αναφέρεται η περίοδος για την οποία υπολογίστηκαν οι μηνιαίες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων (Period), ενώ στη δεύτερη και στην τρίτη στήλη αναφέρονται οι μέσοι όροι (Average) και οι τυπικές αποκλίσεις (SD) των χαρτοφυλακίων υψηλής (RI High DY) και χαμηλής (RI Low DY) μερισματικής απόδοσης. Τέλος, στην τελευταία στήλη, αναφέρεται η διαφορά των μέσων όρων των δυο χαρτοφυλακίων (RI High DY – RI Low DY).

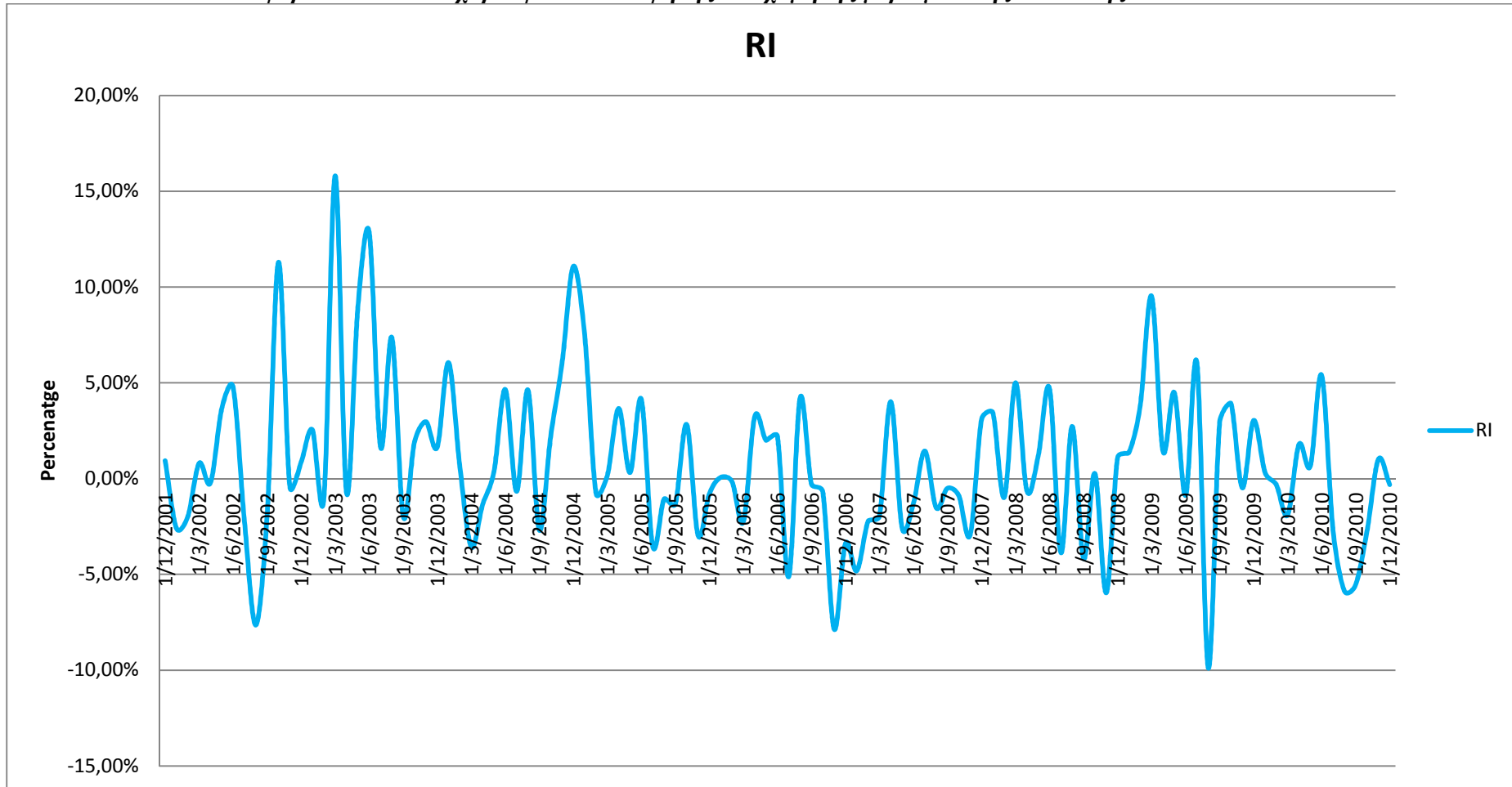
Βάσει αυτών των αποτελεσμάτων μπορεί να ειπωθεί ότι, ένας επενδυτής που θα προτιμήσει να τοποθετήσει τον πλούτο του σε ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης, το οποίο θα διαφοροποιείται κάθε μήνα αλλά θα αποτελείται πάντα από μετοχές με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση, κατά μέσο όρο, θα έχει κατά 0,85% υψηλότερη μηνιαία απόδοση από τον επενδυτή που για το ίδιο χρονικό διάστημα θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο με μετοχές με τη μικρότερη μερισματική απόδοση. Όσον αφορά τον κίνδυνο του κάθε χαρτοφυλακίου, από τις τιμές της τυπικής απόκλισης προκύπτει ότι, για την περίοδο από το Δεκέμβριο του

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

2001 έως το Δεκέμβριο του 2010, ο επενδυτής που επιλέγει το χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης, θα αντιμετωπίσει και υψηλότερο κίνδυνο.

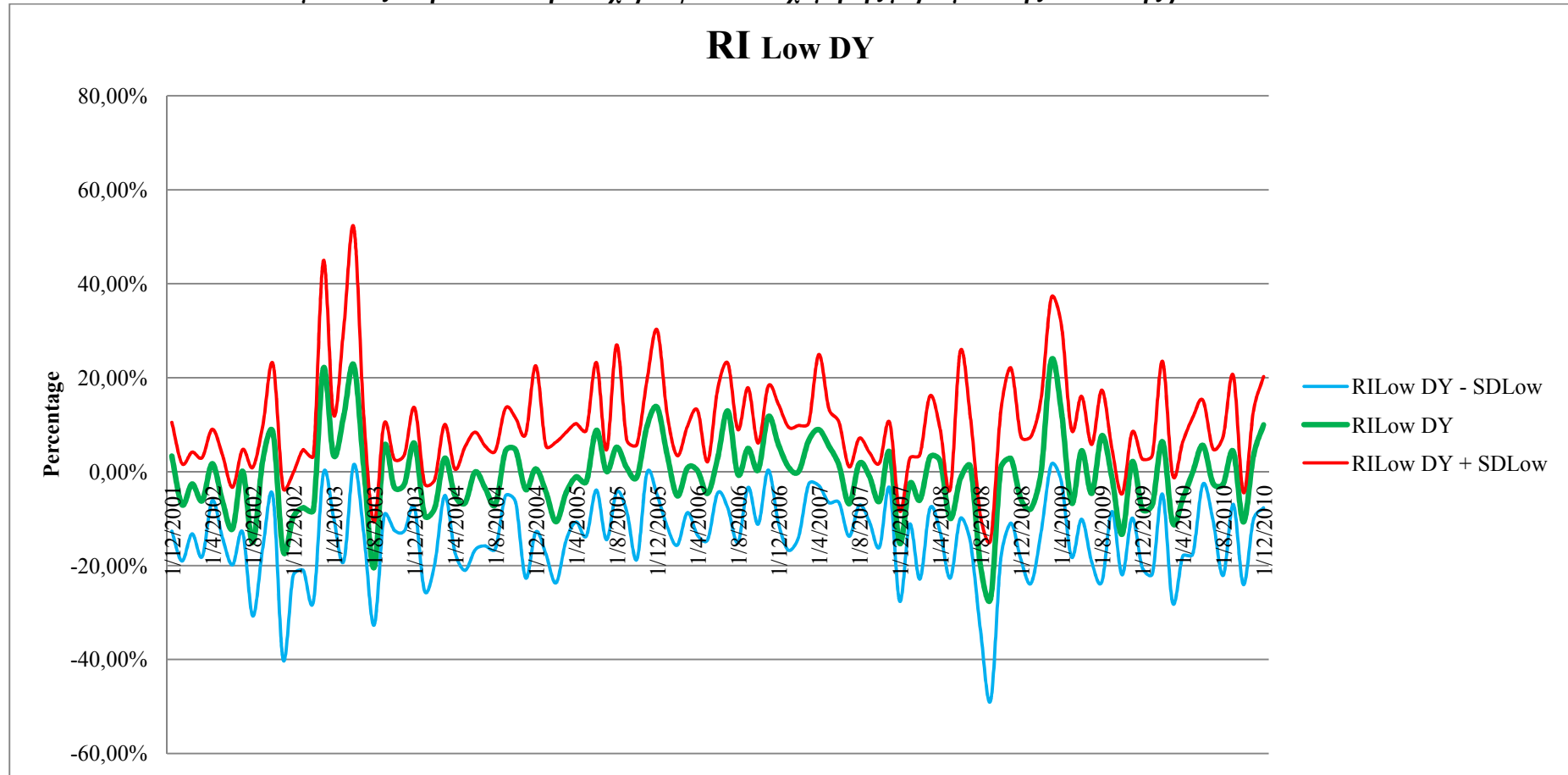
Παρακάτω, ακολουθεί η διαγραμματική απεικόνιση της διαφοράς των μηνιαίων αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων (Διάγραμμα 6.1.1) καθώς και κατά πόσο οι μηνιαίες αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων είναι σταθερές ή εμφανίζουν μεγάλες αποκλίσεις (Διαγράμματα 6.1.2 και 6.1.3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης



RI : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2010

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων

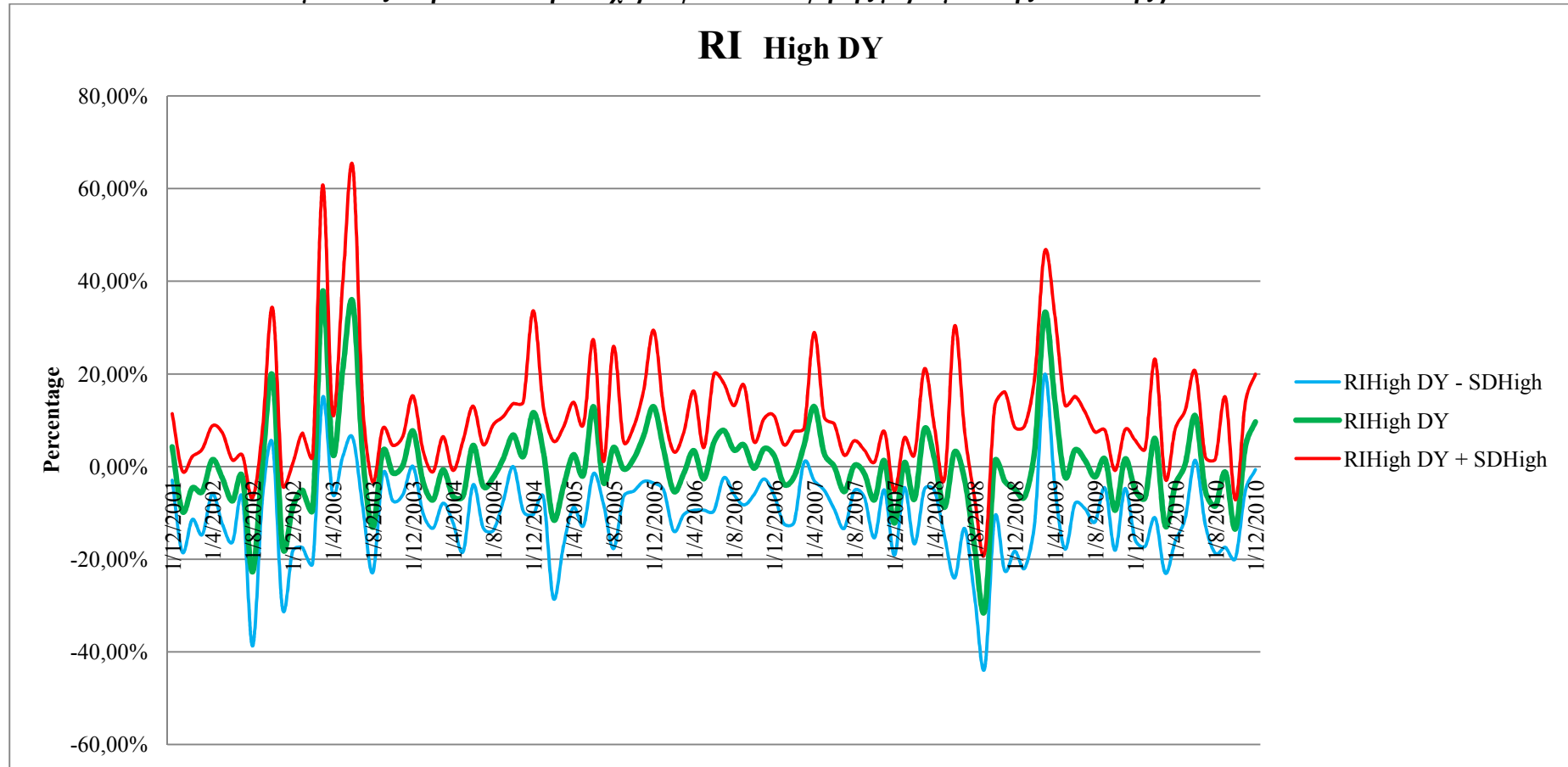


RILow DY – SDLow : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

RILow DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2010.

RILow DY + SDLow : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.1.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων



RIHigh DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 12/2001-12/2010.

RIHigh DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2010.

RIHigh DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 12/2001-12/2010.

6.2 Σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου βάσει χρηματιστηριακής αξίας (MV)

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο μέρος της εργασίας, η χρηματιστηριακή αξία ή αλλιώς κεφαλαιοποίηση, υπολογίζεται ως το γινόμενο του συνολικού αριθμού των μετοχών μιας εταιρείας επί της τρέχουσας χρηματιστηριακής της τιμής. Αντιπροσωπεύει το συνολικό τίμημα που θα πλήρωνε κάποιος αν αγόραζε το σύνολο των μετοχών μιας εταιρείας στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή.

Χρησιμοποιώντας αυτή την αξία ως μέσο στάθμισης της απόδοσης του χαρτοφυλακίου, τα αποτελέσματα του πίνακα 6.1.1 διαφοροποιήθηκαν ως εξής :

ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2.1. Αποδόσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων

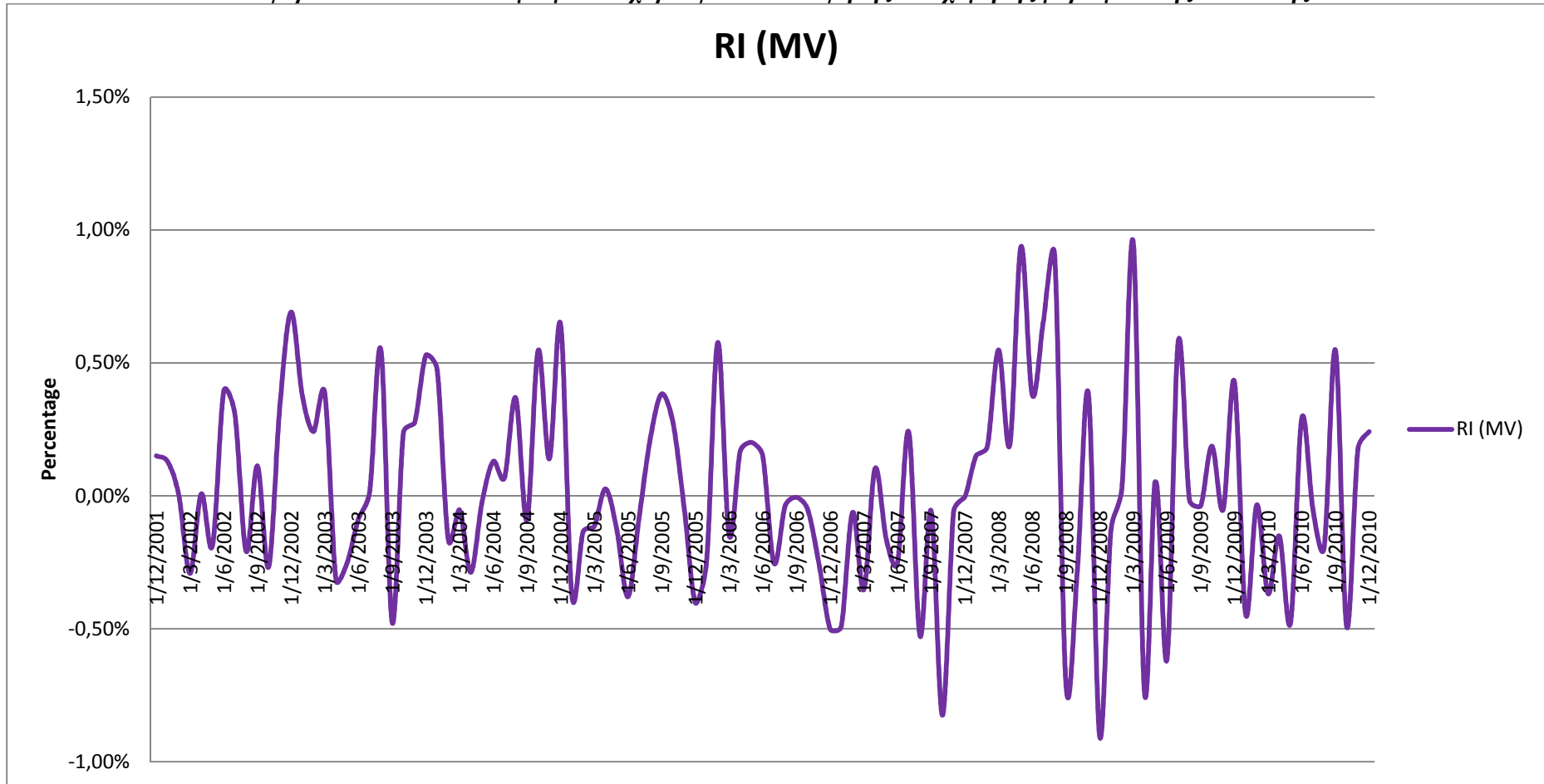
Period	RI (MV) High DY		RI (MV) Low DY		RI (MV) High DY - RI (MV) Low DY	
	Average		Average		Average	
12/2001 - 12/2007	Average	0,04%	Average	0,03%	Average	0,01%
	SD	0,003375131	SD	0,003861281	SD	0,003112079
12/2008 - 12/2010	Average	-0,04%	Average	-0,10%	Average	0,06%
	SD	0,005138459	SD	0,00477381	SD	0,004735552
12/2001 - 12/2010	Average	0,02%	Average	-0,01%	Average	0,03%
	SD	0,004035565	SD	0,004204301	SD	0,003711478

Όπως και στον πίνακα 6.1.1, στην πρώτη στήλη αναγράφεται η εξεταζόμενη περίοδος (Period), στη δεύτερη και στη τρίτη στήλη ο μέσος όρος (Average) των μηνιαίων αποδόσεων των σταθμισμένων, βάσει χρηματιστηριακής αξίας, χαρτοφυλακίων με τις 20 μετοχές υψηλότερης και χαμηλότερης μερισματικής απόδοσης αντίστοιχα (RI (MV) High DY και RI (MV) Low DY) καθώς και οι τυπικές τους αποκλίσεις (SD), ενώ στην τελευταία στήλη αναγράφεται η διαφορά των μέσων όρων των μηνιαίων αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων.

Παρατηρείται ότι, η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης ήταν κατά μέσο όρο υψηλότερη από αυτή του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης, μόλις κατά 0,03%. Αυτό σημαίνει ότι σε περίπτωση που ο επενδυτής επιλέξει να σταθμίσει το χαρτοφυλάκιό του βάσει χρηματιστηριακής αξίας (μικρές και μεγάλες εταιρείες), τότε η απόδοσή του θα μειωθεί από 0,85% σε 0,03%. Ωστόσο, το χαρτοφυλάκιο με τις μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης είναι αυτό που έχει υψηλότερη τυπική απόκλιση (δηλαδή

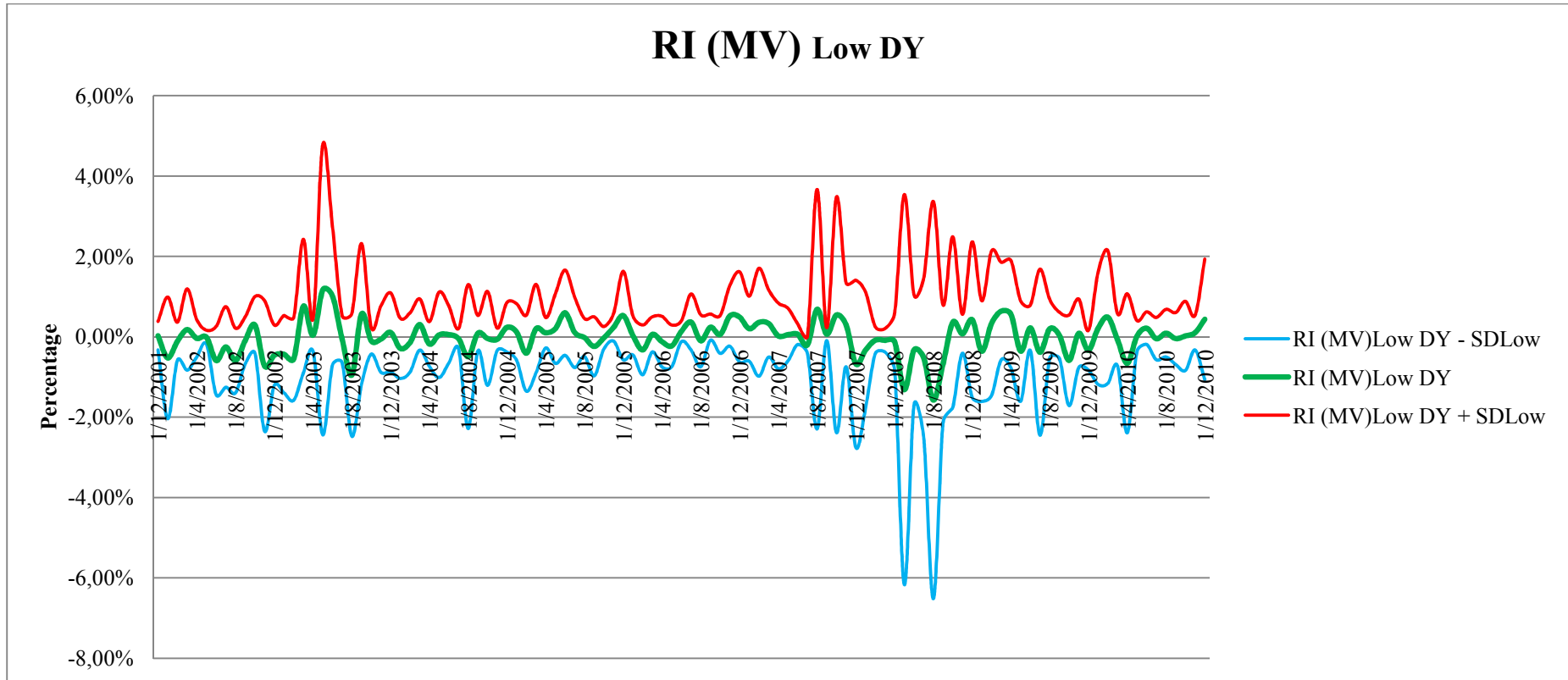
κίνδυνο) από αυτό με τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης, σε αντίθεση με το αποτέλεσμα που προέκυψε από τον υπολογισμό της απόδοσης μόνο βάσει μερισματικών αποδόσεων. Ακολουθούν οι διαγραμματικές απεικονίσεις της διαφοράς της μηνιαίας απόδοσης των δυο χαρτοφυλακίων (Διάγραμμα 6.2.1), οι μηνιαίες αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων καθώς και η σταθερότητα τους, βάσει τυπικών αποκλίσεων (Διαγράμματα 6.2.2 και 6.2.3), ενώ το διάγραμμα 6.2.4 απεικονίζει συγκριτικά τη μηνιαία απόδοση των χαρτοφυλακίων με και χωρίς τη στάθμιση βάσει χρηματιστηριακής αξίας.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.1 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης



RI (MV) : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2010

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων

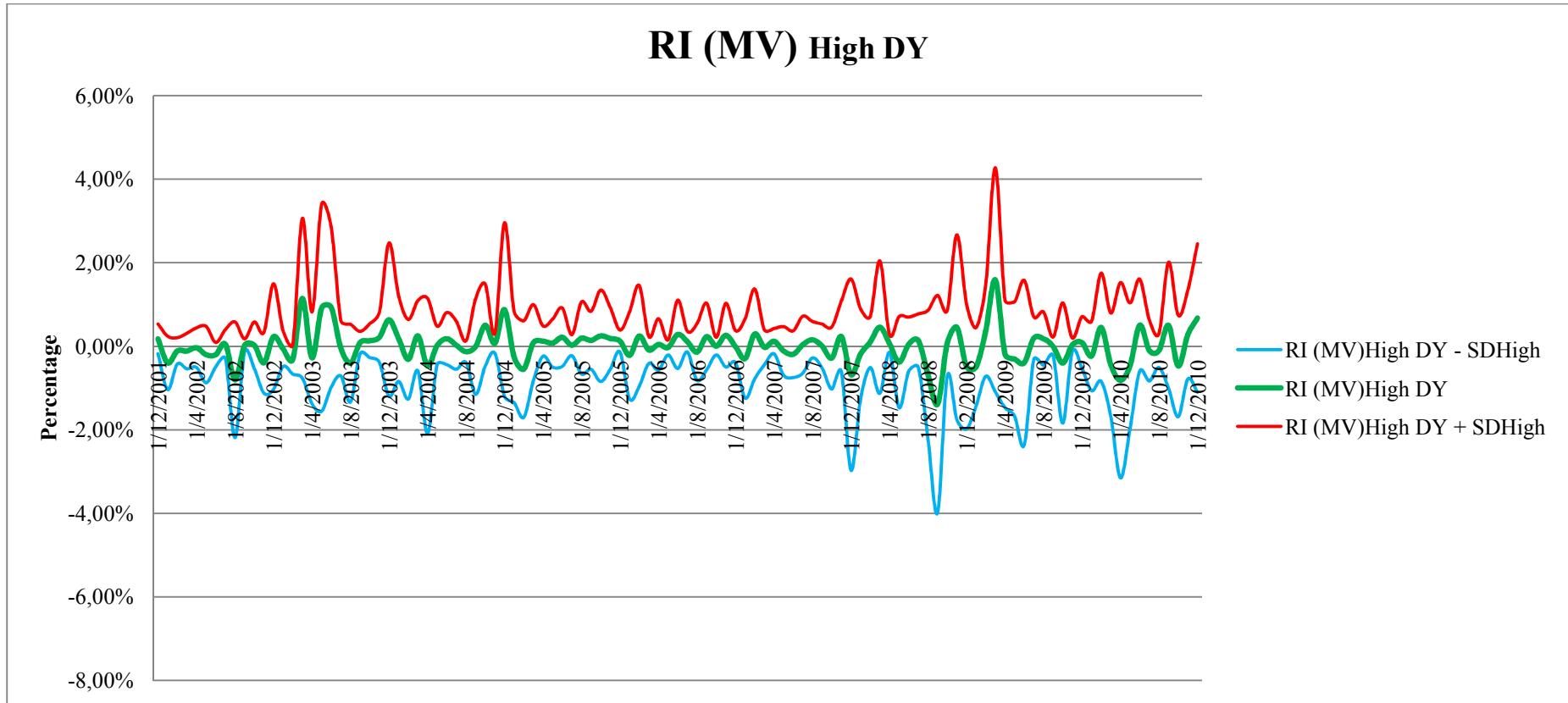


RI(MV)Low DY – SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

RI(MV)Low DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2010.

RI(MV)Low DY + SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων

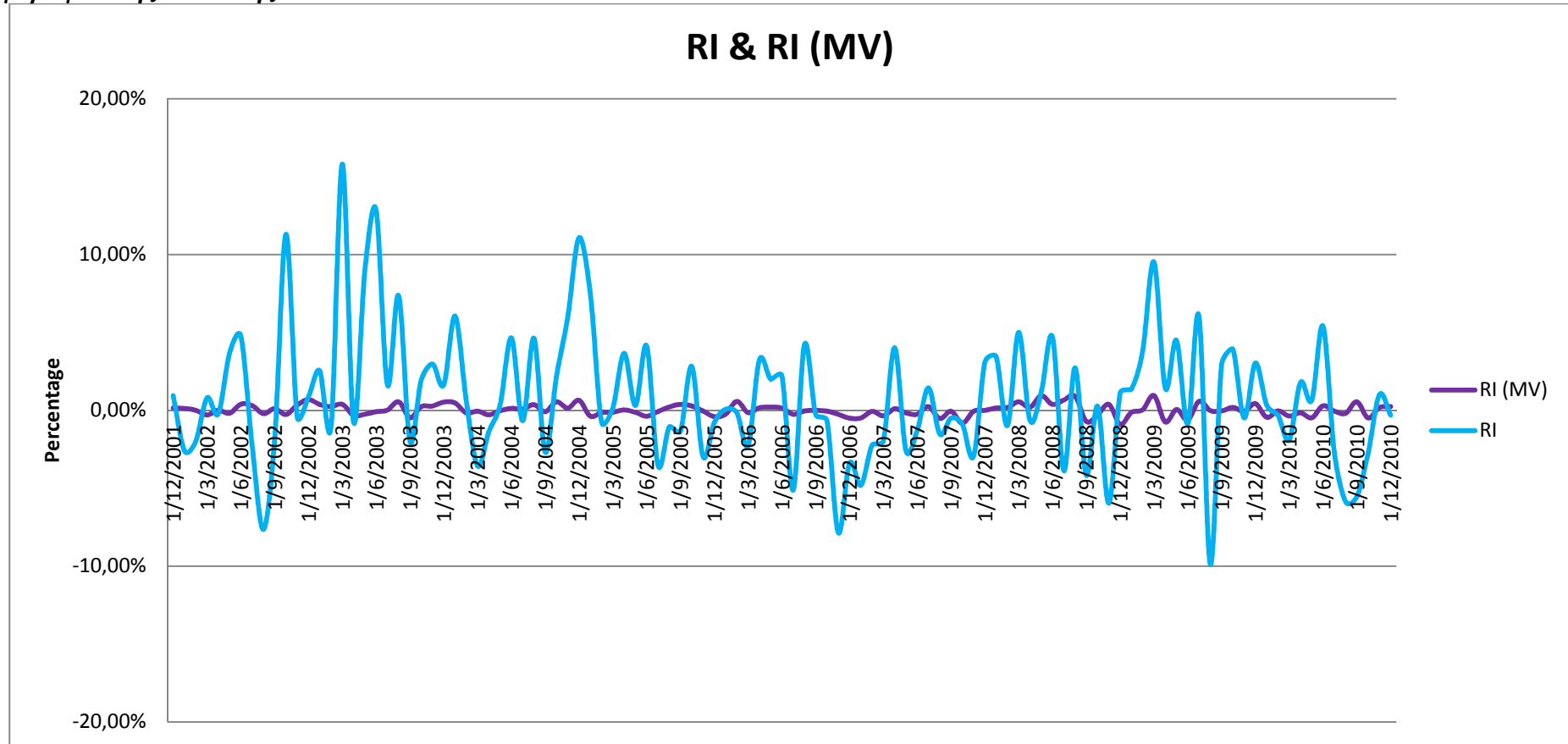


RI(MV)High DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

RI(MV)High DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2010.

RI(MV)High DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.2.4 Σύγκριση διαφοράς αποδόσεων σταθμισμένων και μη σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης



RI : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2010

RI (MV) : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2010

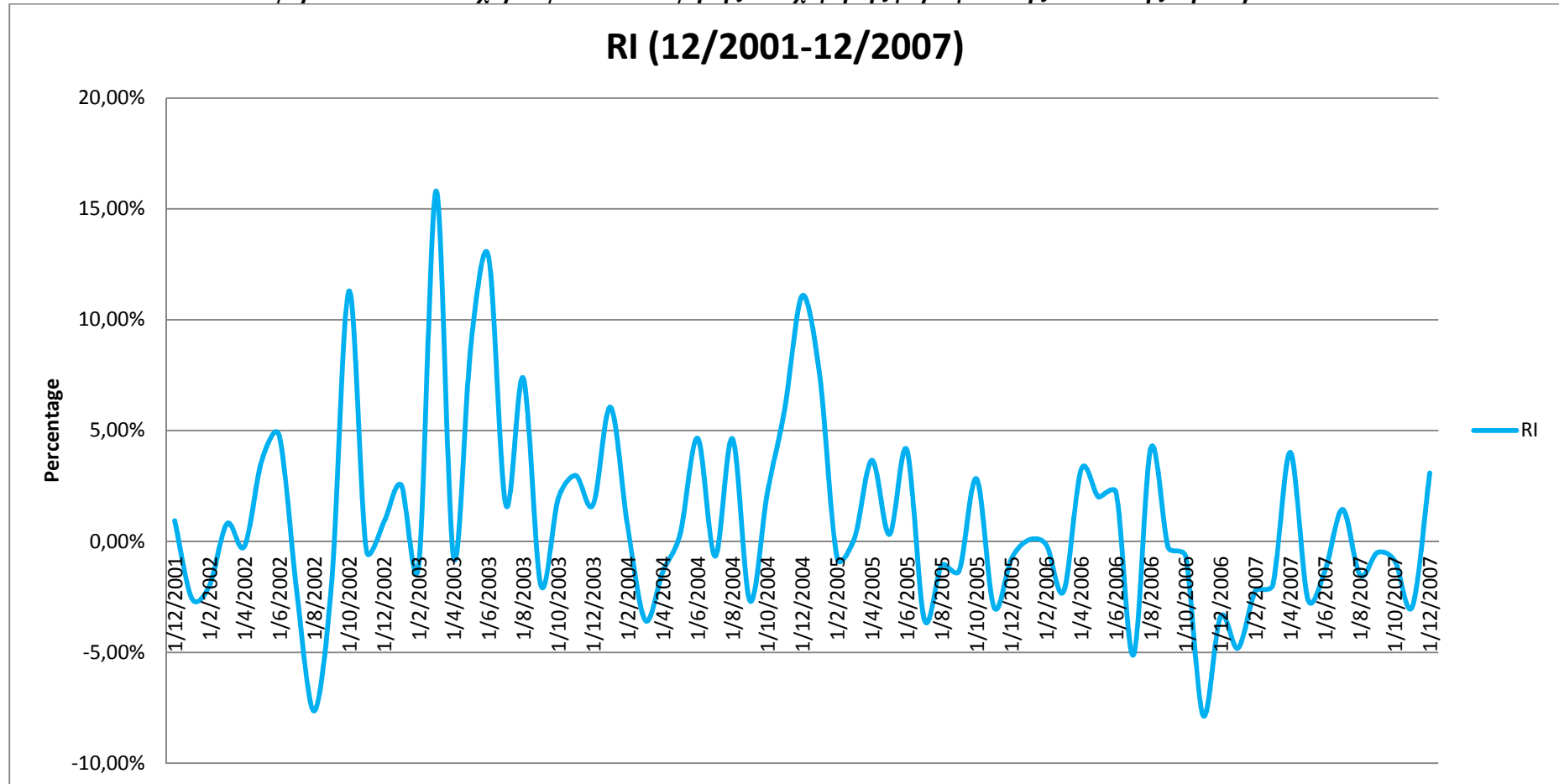
6.3 Μη σταθμισμένη και σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου κατά την περίοδο 12/2001 – 12/2007

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 12/2001 έως 12/2010 που υπολογίστηκαν οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων, η πορεία του χρηματιστηρίου παρουσίασε πολλές αυξομειώσεις με αποκορύφωμα τη σημαντική πτώση τα χρόνια 2008 έως 2010 όπου ξέσπασε και η οικονομική κρίση στην Ελλάδα. Για το λόγο αυτό, κρίθηκε σωστό να παρουσιαστεί η απόδοση των χαρτοφυλακίων στις δυο αυτές περιόδους ξεχωριστά.

Την περίοδο 12/2001-12/2007 η διαφορά των αποδόσεων ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης και σε αυτό χαμηλής μερισματικής απόδοσης, ήταν τους περισσότερους μήνες κατά μέσο όρο θετική (Διάγραμμα 6.3.1). Το γεγονός αυτό, αντικατοπτρίζεται και από την υψηλότερη κατά μέσο όρο μηνιαία απόδοση (1,02%) που παρουσιάζει το χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης (Πίνακας 6.1.1). Όσον αφορά τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων, φαίνεται να είναι υψηλότερος στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης (υψηλότερη τυπική απόκλιση) ενώ λίγο χαμηλότερος παρουσιάζεται στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης. Στο διαγράμματα 6.3.1 που ακολουθεί, παρουσιάζεται η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων μόνο για την περίοδο 12/2001-12/2007, ενώ στα διαγράμματα 6.3.2 και 6.3.3 παρουσιάζονται οι μηνιαίες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων χαμηλής και υψηλής μερισματικής απόδοσης αντιστοίχως.

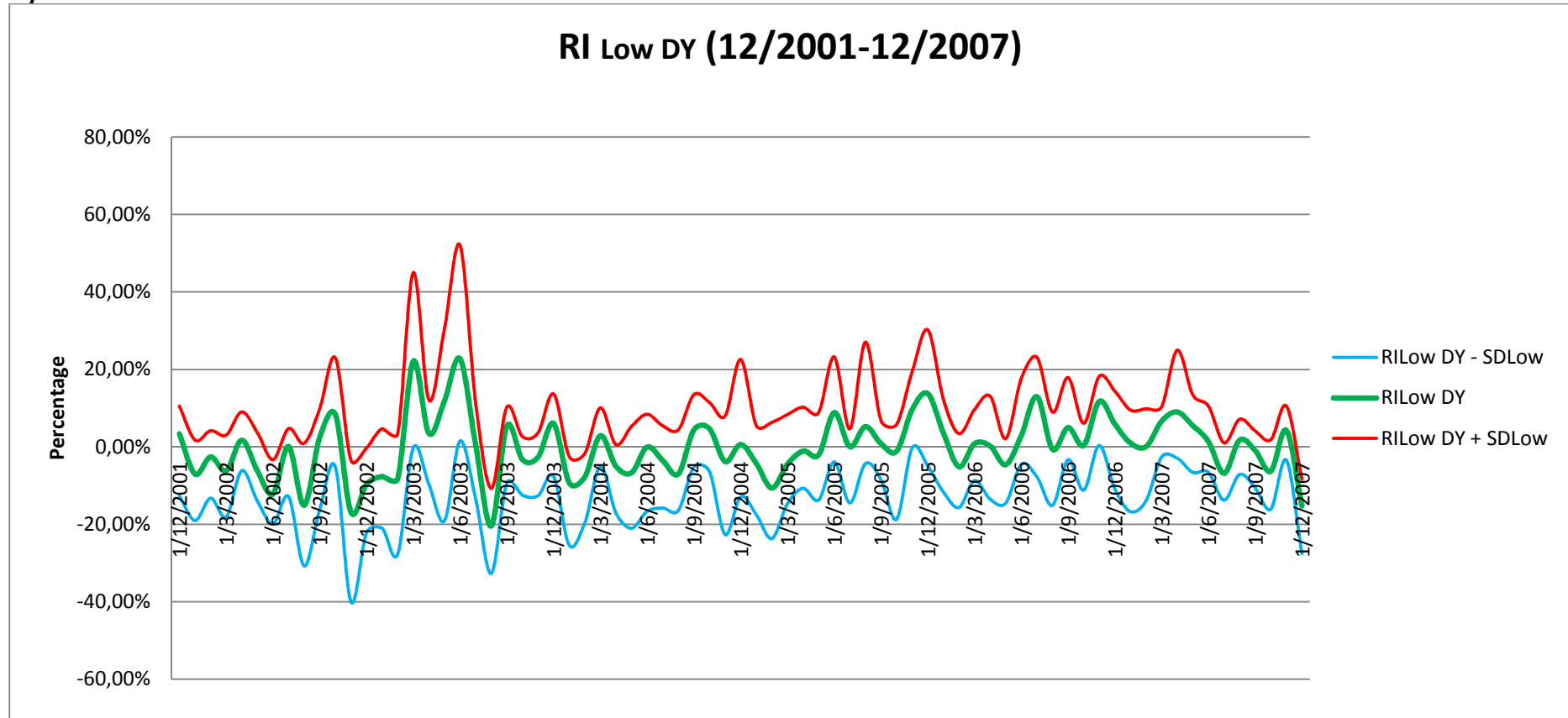
Όπως και στο κεφάλαιο 6,2, σταθμίζοντας τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων με τη χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών, ο μέσος όρος της διαφοράς των αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων είναι πολύ μικρός (μόλις 0,01%) (Πίνακας 6.2.1) που σημαίνει ότι η μηνιαία απόδοση των δυο χαρτοφυλακίων κατά μέσο όρο για τον επενδυτή δεν έχει μεγάλη διαφορά (Διάγραμμα 6.3.4). Ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο επενδυτής, βάσει τυπικής απόκλισης φαίνεται να είναι μεγαλύτερος στο χαρτοφυλάκιο χαμηλής μερισματικής απόδοσης. Στα διαγράμματα που ακολουθούν, παρουσιάζονται τόσο η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των δυο σταθμισμένων χαρτοφυλακίων (Διάγραμμα 6.3.4) όσο και οι μηνιαίες αποδόσεις και οι διακυμάνσεις τους κατά την περίοδο 12/2001-12/2007.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007



RI : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2007

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007

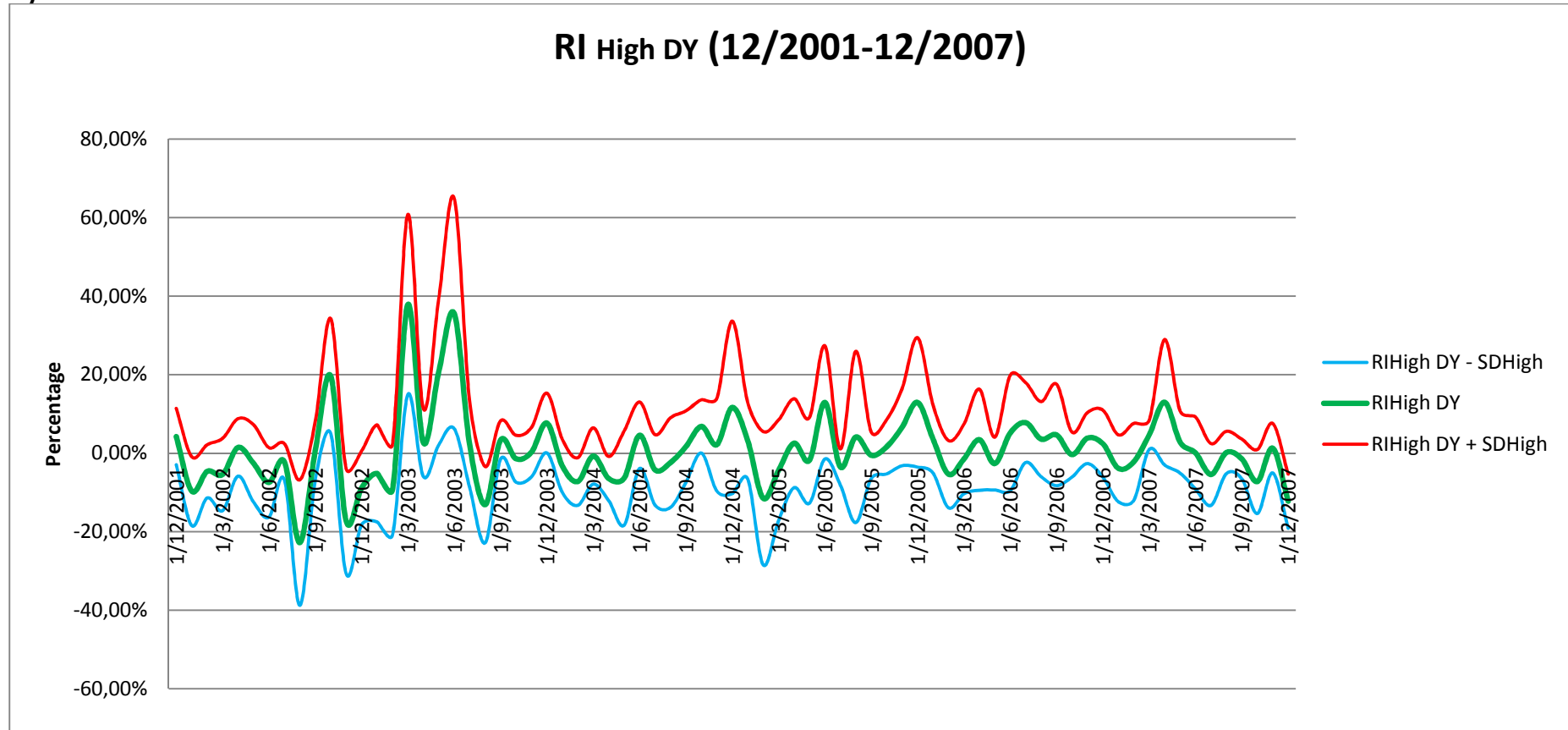


RI Low DY - SD Low : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI Low DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI Low DY + SD Low : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007

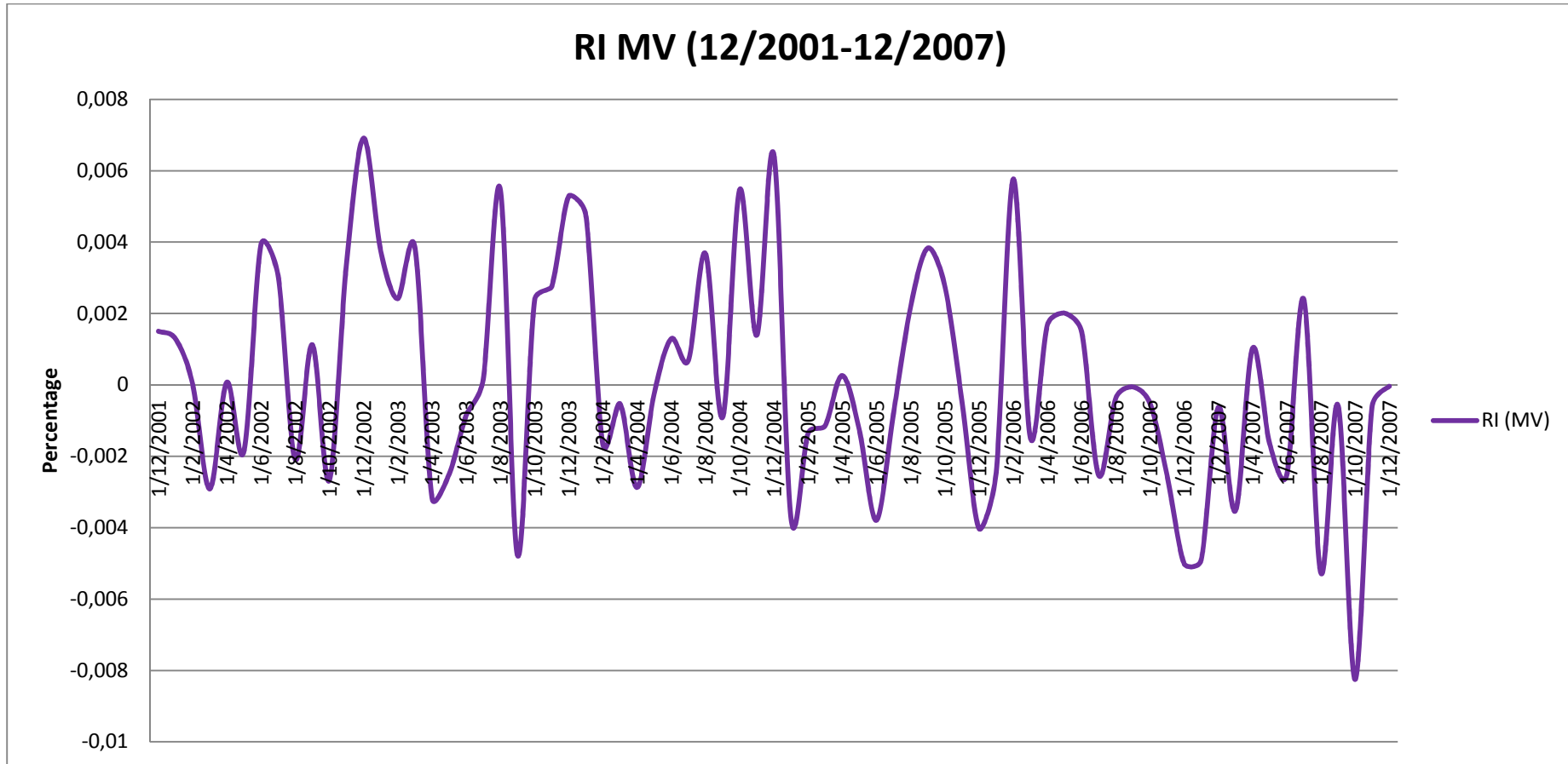


RIHigh DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 12/2001-12/2007.

RIHigh DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007.

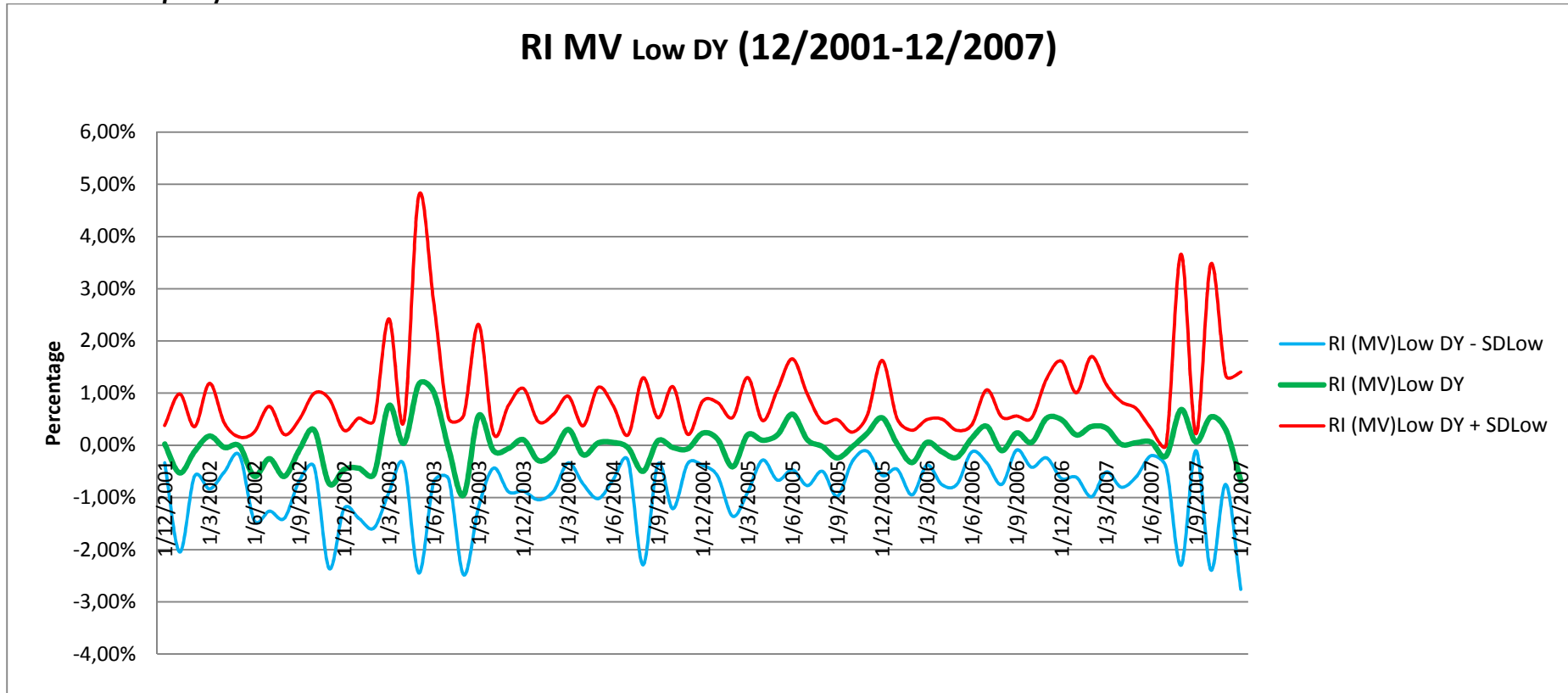
RIHigh DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 12/2001-12/2007.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.4 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007



RI (MV) : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από 12/2001 έως 12/2007.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.5 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007

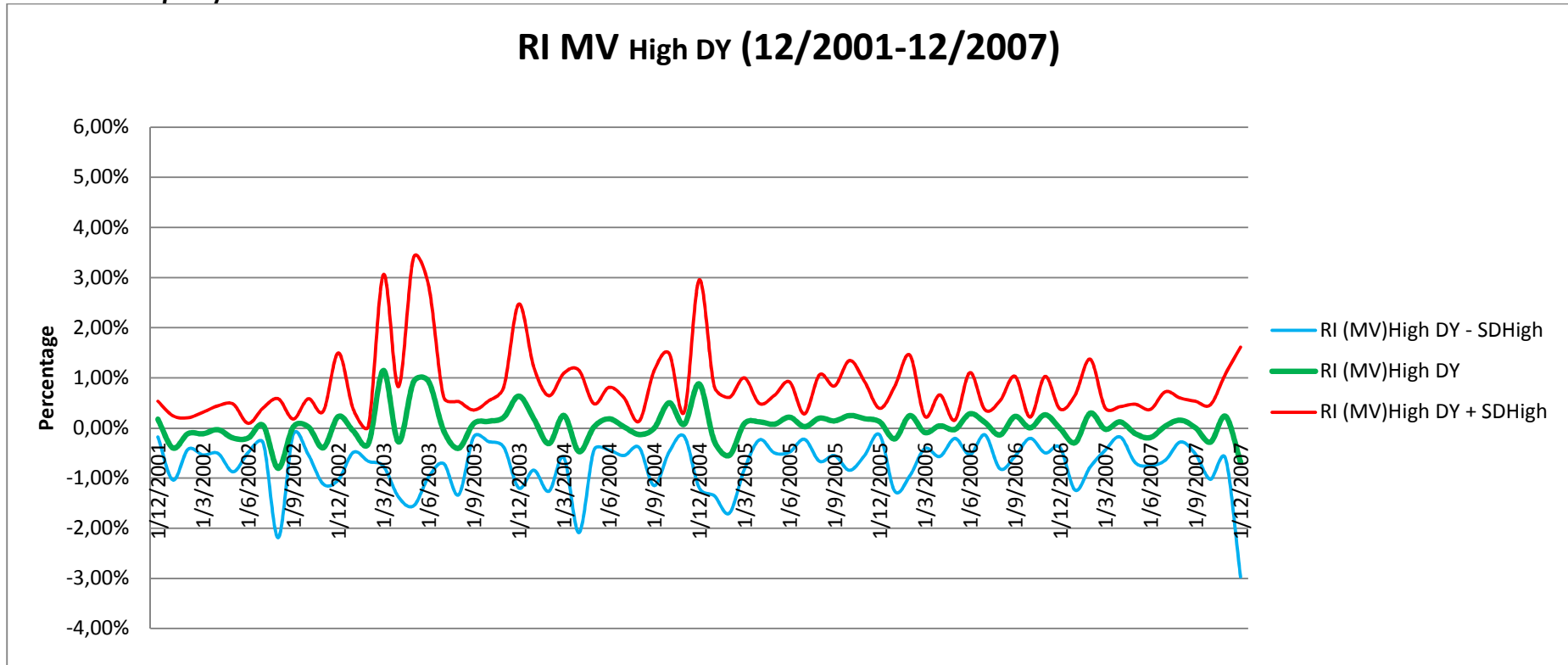


RI(MV)Low DY – SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI(MV)Low DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI(MV)Low DY + SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.3.6 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 12/2001-12/2007



RI(MV)High DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI(MV)High DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 12/2001-12/2007.

RI(MV)High DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 12/2001-12/2007.

6.4 Μη σταθμισμένη και σταθμισμένη απόδοση χαρτοφυλακίου κατά την περίοδο 2008 – 2010

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των δυο χαρτοφυλακίων μειώθηκε στο 0,5%, παραμένοντας όμως υψηλότερη κατά μέσο όρο στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης. Ο κίνδυνος, αν και εμφανίζεται μεγαλύτερος στα δυο χαρτοφυλάκια σε σύγκριση με την προηγούμενη περίοδο, παρέμεινε υψηλότερος στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης (Πίνακας 6.1.1). Αυτό σημαίνει ότι, αν κάποιος επενδυτής επιλέξει κατά την περίοδο 2008-2010 να επενδύσει σε ένα χαρτοφυλάκιο με 20 μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης, θα έχει κατά μέσο όρο 0,5% υψηλότερη απόδοση στα χρήματά του, με υψηλότερο όμως κίνδυνο, απ' ότι ένας επενδυτής που θα επιλέξει ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης.

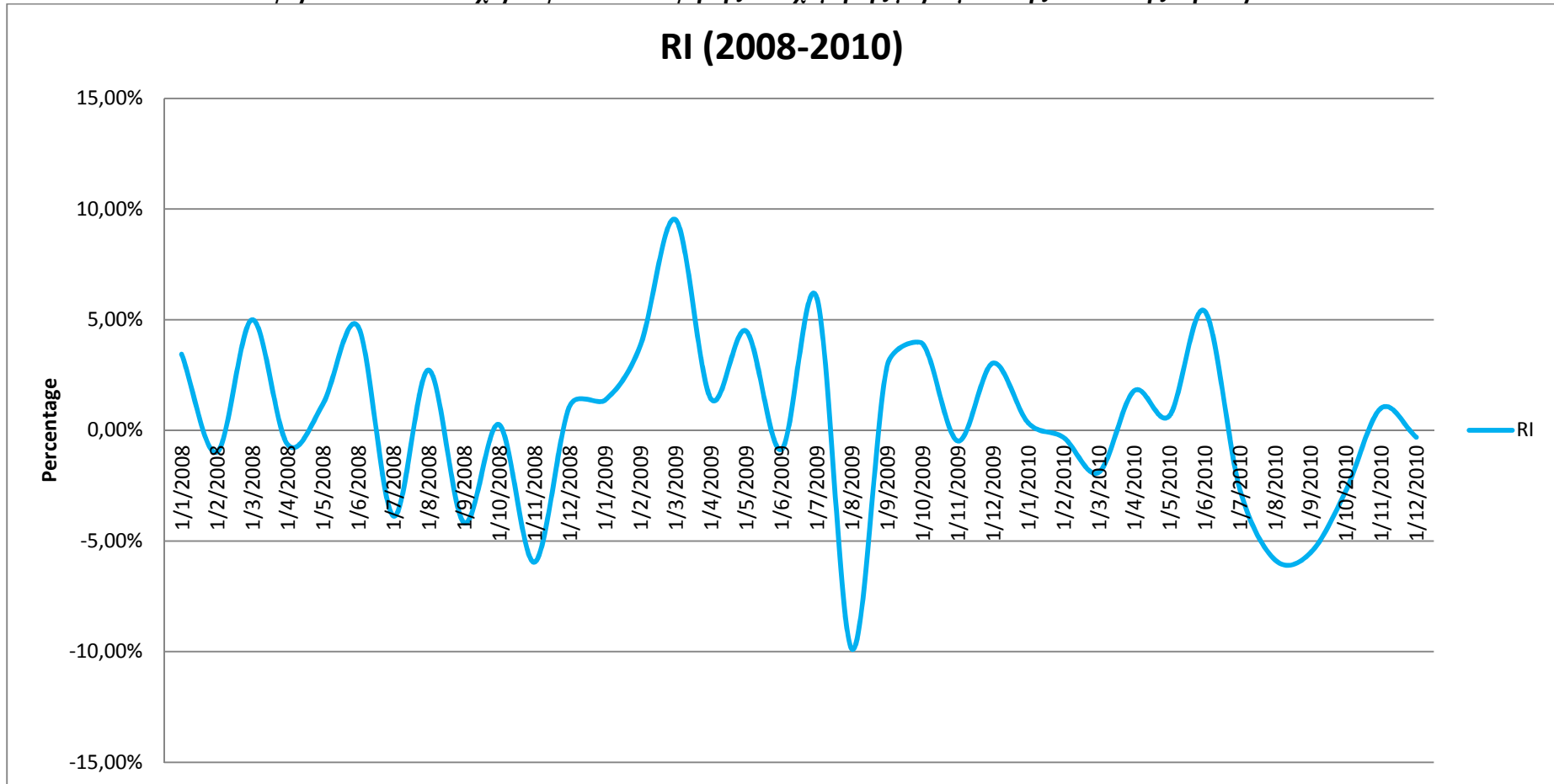
Σταθμίζοντας τις μηνιαίες αποδόσεις των δυο χαρτοφυλακίων, η διαφορά των αποδόσεων κατά μέσο όρο, είναι υψηλότερη από την προηγούμενη περίοδο (0,06%) όμως παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα (Πίνακας 6.2.1). Ο κίνδυνος και σε αυτήν την περίπτωση είναι υψηλότερος στο χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης (βάσει των τυπικών αποκλίσεων) (Πίνακας 6.2.1). Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των μη σταθμισμένων και σταθμισμένων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων την περίοδο 2008-2010 παρουσιάζεται στα διαγράμματα 6.4.1 και 6.4.4 αντίστοιχα, όπως και οι αποδόσεις και οι διακυμάνσεις των χαρτοφυλακίων χαμηλής μερισματικής απόδοσης (Διαγράμματα 6.4.2 και 6.4.5) και υψηλής μερισματικής απόδοσης (Διαγράμματα 6.4.3 και 6.4.6).

Ξανακοιτάζοντας τους πίνακες 6.1.1 και 6.1.2, είναι φανερό ότι η μηνιαία απόδοση του επενδυτή που θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο με τις 20 μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση, σε όποια περίοδο και αν εξετάσαμε (είτε συνολικά, είτε στις 2 υποπεριόδους), θα είναι υψηλότερη από την απόδοση ενός επενδυτή που θα προτιμήσει να επιλέξει το ίδιο χαρτοφυλάκιο, αλλά θα λάβει υπ' όψιν του και τη χρηματιστηριακή αξία (MV). Ωστόσο, ο κίνδυνος για τον πρώτο επενδυτή, σύμφωνα με το ύψος των τυπικών αποκλίσεων, είναι μεγαλύτερος μιας και επενδύει τα ίδια χρήματα τόσο σε μεγάλες εταιρείες όσο και σε μικρές, οι οποίες μικρές εταιρείες, είναι πιθανό να αντιμετωπίσουν περισσότερα προβλήματα και να βρεθούν σε

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

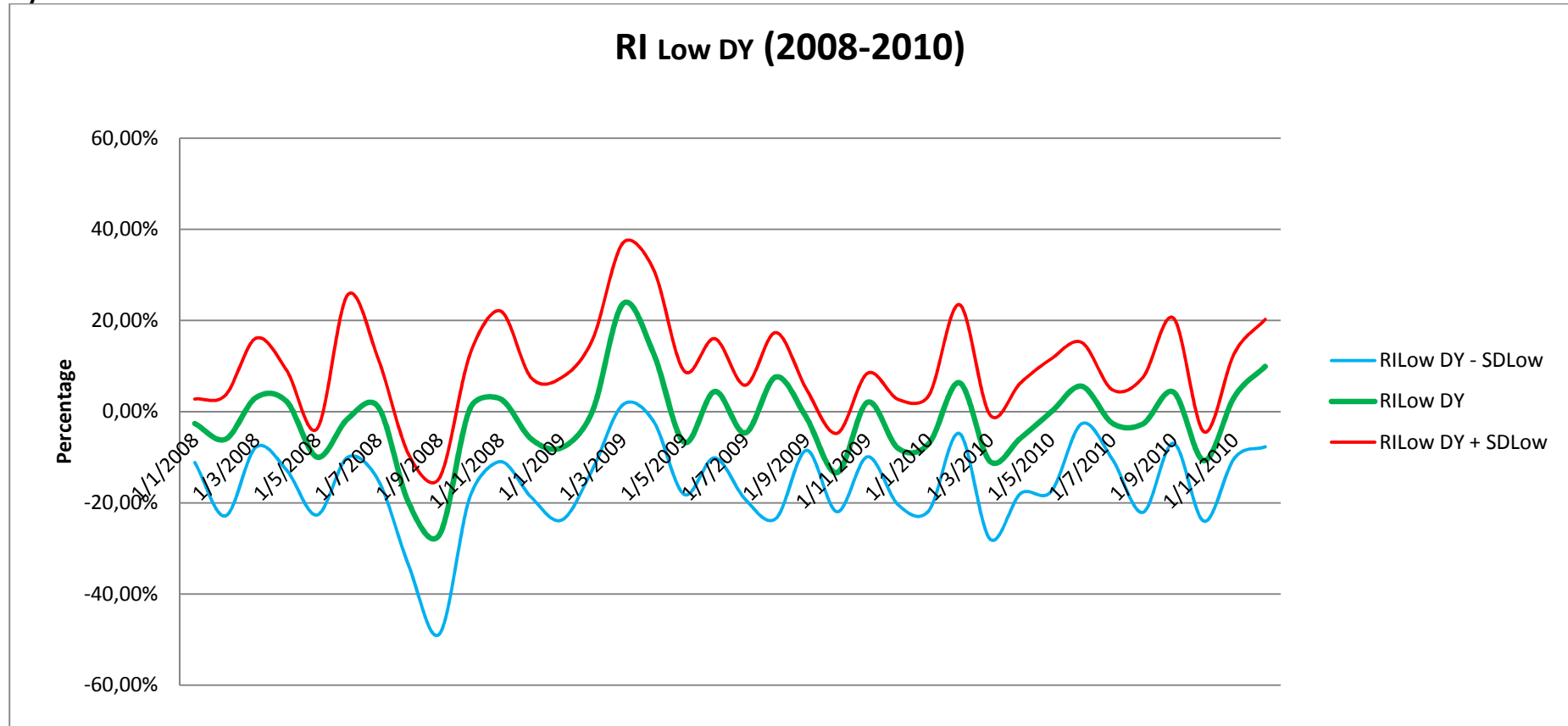
δυσμενή θέση πιο εύκολα απ' ότι μια μεγάλη εταιρεία. Τέλος, μετά από έλεγχο t, τα αποτελέσματα για επίπεδο σημαντικότητας 95% χαρακτηρίζονται μη στατιστικά σημαντικά.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.1 Διαφορά αποδόσεων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010



RI : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από το 2008 έως το 2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.2 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010

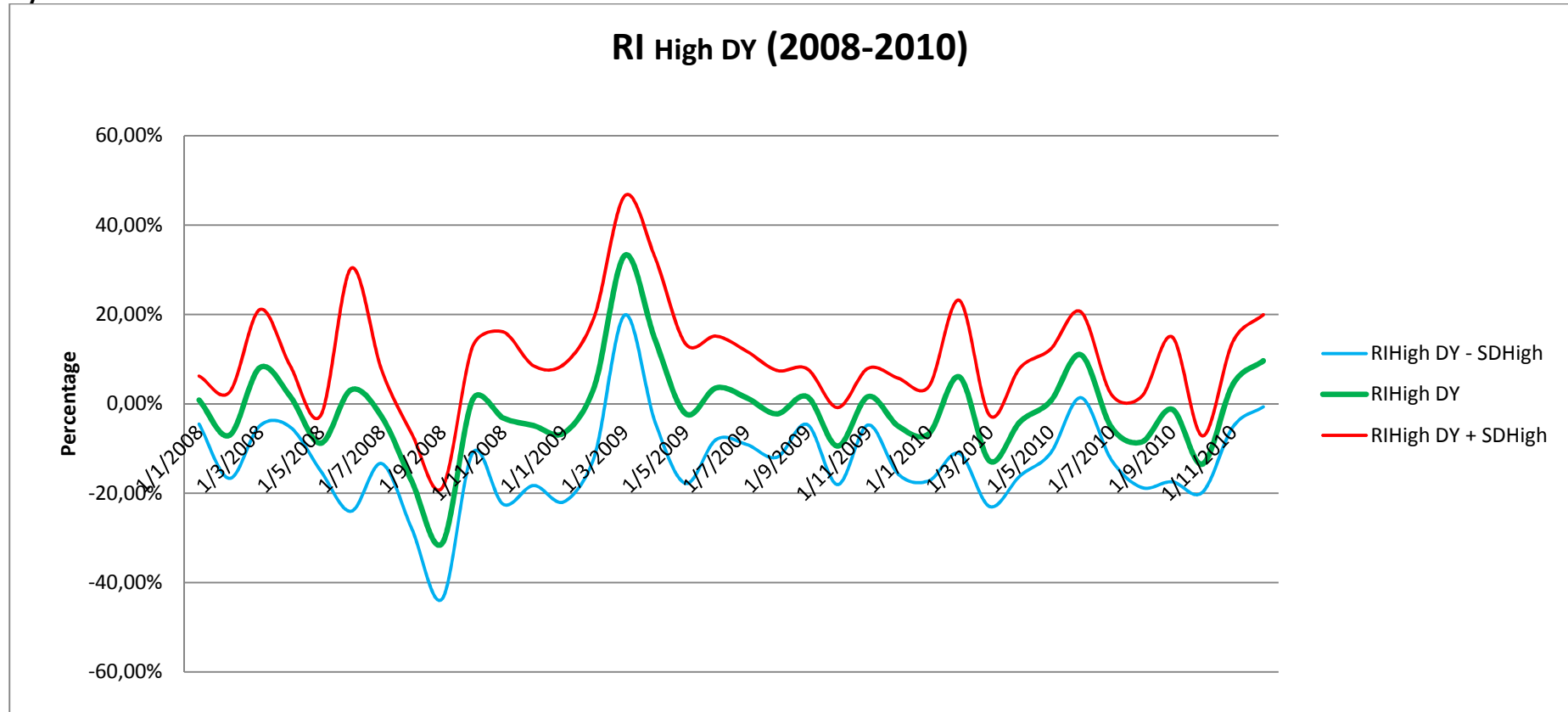


RILow DY - SDLow : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

RILow DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010.

RILow DY + SDLow : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.3 Διακυμάνσεις στην απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010

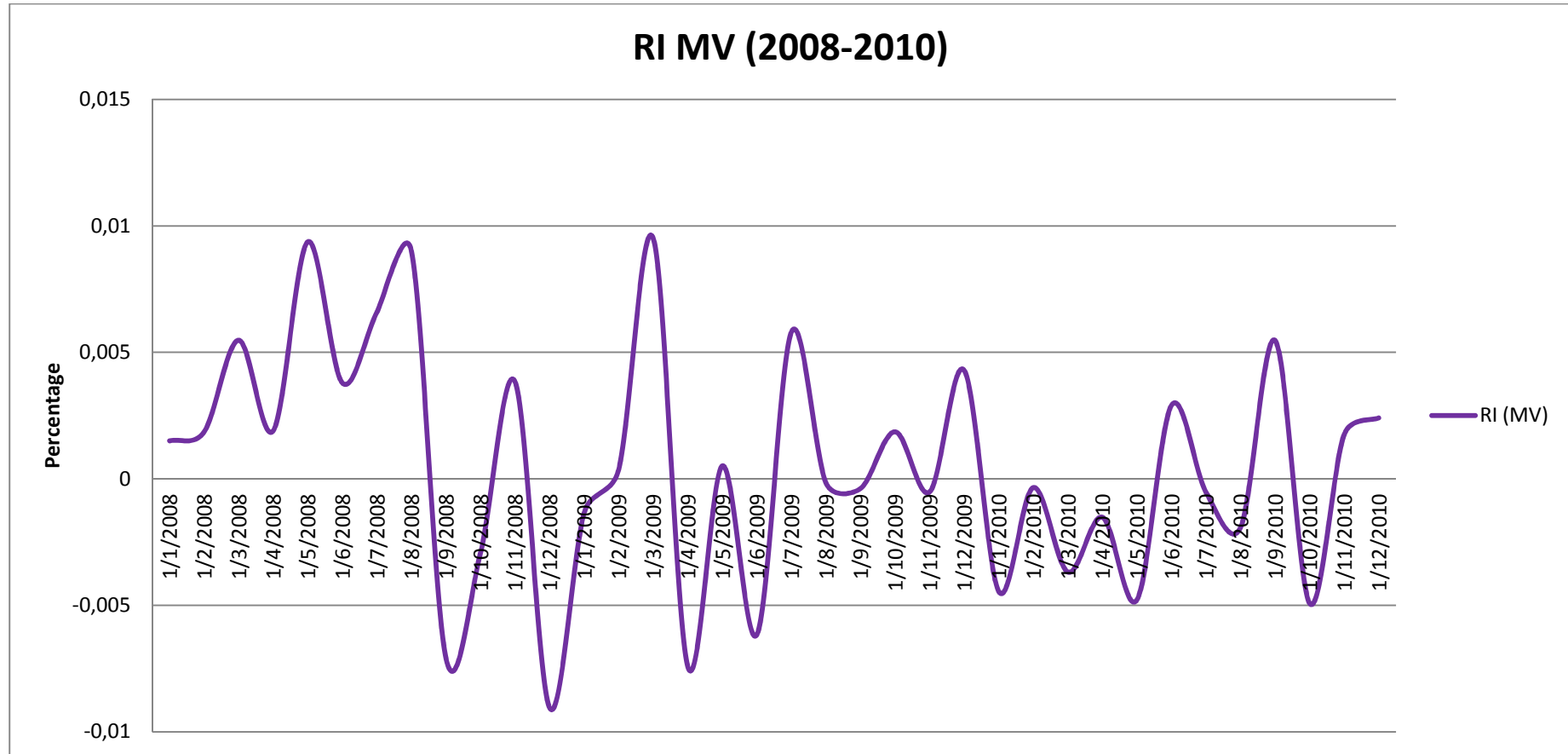


RIHigh DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 2008-2010.

RIHigh DY : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010.

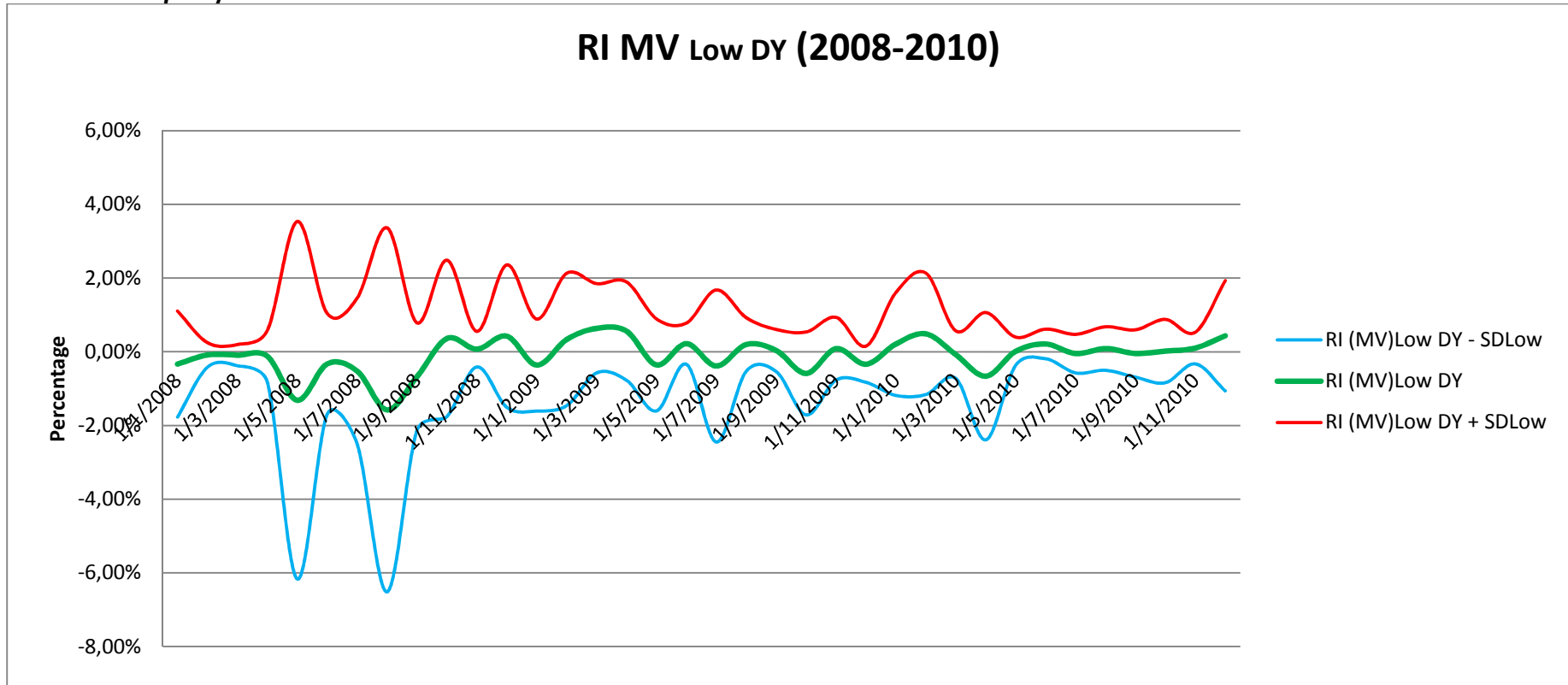
RIHigh DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο, την περίοδο 2008-2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.4 Διαφορά αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010



RI (MV) : Η διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των σταθμισμένων χαρτοφυλακίων υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης από το 2008 έως το 2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.5 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010

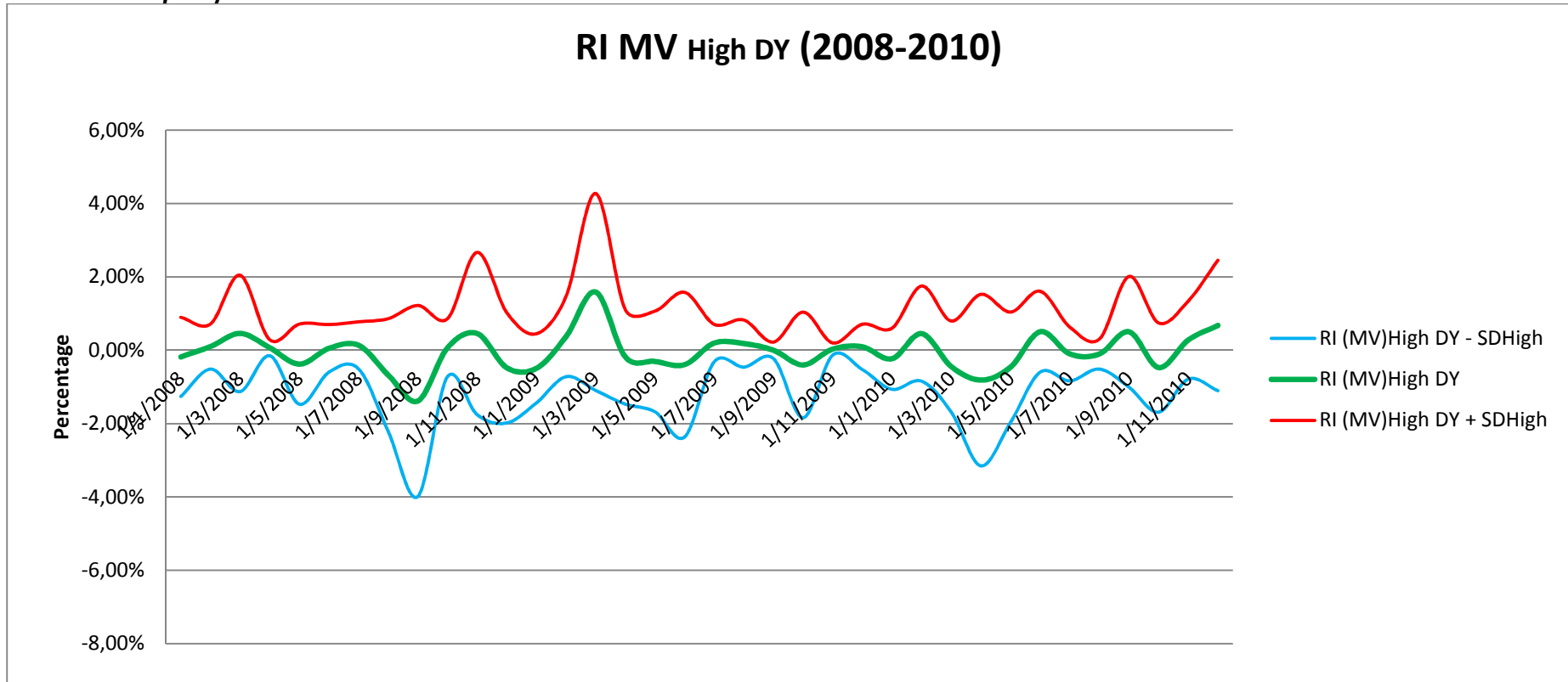


RI(MV)Low DY – SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

RI(MV)Low DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010.

RI(MV)Low DY + SDLow : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6.4.6 Διακυμάνσεις στην απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης βάσει τυπικών αποκλίσεων την περίοδο 2008-2010



RI(MV)High DY – SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης μείον (-) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

RI(MV)High DY : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης την περίοδο 2008-2010.

RI(MV)High DY + SDHigh : Η μηνιαία απόδοση του σταθμισμένου χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης συν (+) την τυπική της απόκλιση από το μέσο την περίοδο 2008-2010.

7. Συμπεράσματα

Κλείνοντας, προσπαθώντας να δώσουμε μια γενική εικόνα της παρούσας εργασίας, μπορεί να σημειωθεί ότι ένας επενδυτής, ο οποίος θα προτιμήσει να τοποθετήσει τον πλούτο του σε ένα χαρτοφυλάκιο αποτελούμενο από 20 μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης, το οποίο θα μεταβάλλεται κάθε μήνα κατά τη διάρκεια της περιόδου από το Δεκεμβρίου του 2001 έως το Δεκέμβριο του 2010, θα έχει κατά μέσο όρο μεγαλύτερη μηνιαία απόδοση κατά 0,85% από έναν άλλον επενδυτή ο οποίος θα προτιμήσει το χαρτοφυλάκιο με 20 μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης για το ίδιο χρονικό διάστημα. Η διαφορά αυτή διαπιστώθηκε μέσω ενός ελέγχου t , ότι είναι μη στατιστικά σημαντική για επίπεδο σημαντικότητας 95%, ενώ ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης είναι χαμηλότερος από αυτόν του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης, όπως προκύπτει από τις τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων.

Στην άλλη περίπτωση, όπου τα χαρτοφυλάκια κατασκευάζονται λαμβάνοντας υπ' όψιν και τη χρηματιστηριακή αξία (MV), ο επενδυτής που θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης θα έχει μόλις 0,03% υψηλότερη απόδοση κατά μέσο όρο από τον επενδυτή που θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο με τις 20 μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης, τιμή όμως η οποία είναι μη στατιστικά σημαντική για το ίδιο επίπεδο σημαντικότητας. Ο κίνδυνος ωστόσο θα είναι υψηλότερος σε αυτή την περίπτωση για τον επενδυτή που θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο χαμηλής μερισματικής απόδοσης.

Τα παραπάνω αποτελέσματα ισχύουν όταν η περίοδος που εξετάζεται ορίζεται από το Δεκέμβριο του 2001 έως το Δεκέμβριο του 2010 σαν μια ενιαία περίοδος. Όμως από το 2008 και μετά, μια έντονη οικονομική κρίση επηρέασε την ελληνική οικονομία και αναπόφευκτα, το ελληνικό χρηματιστήριο και την πορεία των μετοχών των εισηγμένων εταιρειών. Εξετάζοντας δυο υποπεριόδους, από το 2001 έως το 2007 και από το 2008 έως το 2010, η απόδοση του επενδυτή που θα προτιμήσει το χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης θα είναι υψηλότερη κατά 1,02% την περίοδο 12/2001-12/2007 και κατά 0,5% την περίοδο 2008-2010. Ωστόσο, και οι δυο τιμές είναι μη στατιστικά σημαντικές. Ο κίνδυνος για τον επενδυτή που θα επιλέξει το

χαρτοφυλάκιο με τις υψηλότερες αποδόσεις είναι υψηλότερος και στις δυο εξεταζόμενες περιόδους.

Επενδύοντας σε σταθμισμένα βάσει χρηματιστηριακής αξίας χαρτοφυλάκια, οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου με τις μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης είναι υψηλότερες κατά μέσο όρο, όμως η απόδοση κατά την περίοδο της κρίσης είναι υψηλότερη από αυτή της περιόδου 12/2001-12/2007, παραμένοντας όμως και οι δυο σε χαμηλά επίπεδα (0,06% και 0,01% αντίστοιχα). Οι τιμές αυτές ωστόσο είναι μη στατιστικά σημαντικές σύμφωνα με τον έλεγχο t για επίπεδο σημαντικότητας 95%. Την περίοδο 2008-2010 ο κίνδυνος είναι υψηλότερος για τον επενδυτή που θα επιλέξει το χαρτοφυλάκιο υψηλής μερισματικής απόδοσης ενώ την περίοδο 12/2001-12/2007 είναι υψηλότερος στο χαρτοφυλάκιο με τις μετοχές χαμηλής μερισματικής απόδοσης.

Τέλος, ένας επενδυτής ο οποίος θα προτιμήσει να επενδύσει σε μη σταθμισμένα χαρτοφυλάκια θα απολαμβάνει υψηλότερες αποδόσεις και στις τρεις περιόδους, με αυξημένο όμως κίνδυνο, μιας και θα δίνει την ίδια αξία, τόσο στις μικρές εταιρείες, οι οποίες μπορεί να αντιμετωπίσουν προβλήματα στο μέλλον και να είναι ασταθείς, όσο και στις μεγάλες εταιρείες οι οποίες αποπνέουν μεγαλύτερη σιγουριά. Οι τυπικές αποκλίσεις των μη σταθμισμένων χαρτοφυλακίων (χαμηλής μερισματικής απόδοσης και υψηλής μερισματικής απόδοσης) τόσο διαχρονικά όσο και λαμβάνοντας υπ' όψιν τις μηνιαίες αποδόσεις, είναι υψηλότερες από τις τυπικές αποκλίσεις των σταθμισμένων, βάσει χρηματιστηριακής αξίας, χαρτοφυλακίων, γεγονός που αποδεικνύει ότι η μερισματική απόδοση δεν έχει θετική επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών, μιας και η απόδοση αυτή έχει υψηλή τυπική απόκλιση και επηρεάζεται σημαντικά από το μέγεθος των εταιρειών.

Τα παραπάνω αποτελέσματα, ωστόσο αφορούν το συγκεκριμένο πλαίσιο ανάλυσης τόσο χρονικά όσο και μεθοδολογικά. Το δείγμα ήταν πολύ μικρό καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου, δεν χρησιμοποιήθηκαν διάφοροι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τα συγκεκριμένα αποτελέσματα (δείκτης τιμής προς κέρδη μετοχών, λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία, συστηματικός κίνδυνος κλπ) ενώ το γενικό κλίμα στο ελληνικό χρηματιστήριο και στην ελληνική οικονομία γενικότερα ήταν ασταθές και συνεχώς μεταβαλλόμενο.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οι πίνακες που περιέχονται στο συγκεκριμένο παράρτημα περιλαμβάνουν τις μηνιαίες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων χαμηλής και υψηλής μερισματικής απόδοσης, τις διακυμάνσεις και τις τυπικές αποκλίσεις που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα εργασία. Αναλυτικά :

- **Date** : Ο μήνας για τον οποίο κατασκευάστηκαν τα χαρτοφυλάκια υψηλής και χαμηλής μερισματικής απόδοσης
- **RILow DY** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση.
- **RIHigh DY** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση.
- **RIHigh DY – RILow DY** : Η διαφορά στη μηνιαία απόδοση μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης και του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης.
- **VarianceLow** : Η διακύμανση της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου των 20 μετοχών με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση.
- **VarianceHigh** : Η διακύμανση της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου των 20 μετοχών με την υψηλότερη μερισματική απόδοση.
- **SDLow** : Η τυπική απόκλιση (τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης) του χαρτοφυλακίου των 20 μετοχών με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση.
- **SDHigh** : Η τυπική απόκλιση (τετραγωνική ρίζα της διακύμανσης) του χαρτοφυλακίου των 20 μετοχών με την υψηλότερη μερισματική απόδοση.
- **RILow DY – SDLow** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση μείον (-) την τυπική απόκλιση από το μέσο, ώστε να υπολογιστεί η ελάχιστη τιμή της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης.
- **RILow DY + SDLow** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση συν (+) την τυπική απόκλιση από το μέσο, ώστε να υπολογιστεί η μέγιστη τιμή της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου χαμηλής μερισματικής απόδοσης.
- **RIHigh DY – SDHigh** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση μείον (-) την τυπική απόκλιση από το μέσο, ώστε να υπολογιστεί η ελάχιστη τιμή της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

- ***RIHigh DY + SDHigh*** : Η μηνιαία απόδοση του χαρτοφυλακίου, το οποίο περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση συν (+) την τυπική απόκλιση από το μέσο, ώστε να υπολογιστεί η μέγιστη τιμή της μηνιαίας απόδοσης του χαρτοφυλακίου υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/12/2001-31/12/2002

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
<i>31/12/2001</i>	3,31%	4,24%	0,93%	0,025562695	0,005168106	0,159883379	0,071889539	-12,68%	10,50%	-2,95%	11,43%
<i>31/1/2002</i>	-7,04%	-9,64%	-2,60%	0,014360027	0,007722348	0,11983333	0,087876889	-19,03%	1,74%	-18,43%	-0,85%
<i>28/2/2002</i>	-2,63%	-4,62%	-1,99%	0,011264191	0,004597575	0,106132895	0,06780542	-13,24%	4,15%	-11,40%	2,16%
<i>29/3/2002</i>	-6,21%	-5,41%	0,80%	0,014149955	0,008522676	0,118953585	0,092318339	-18,11%	3,02%	-14,64%	3,82%
<i>30/4/2002</i>	1,69%	1,47%	-0,22%	0,006137186	0,005372773	0,078340195	0,073299202	-6,14%	9,02%	-5,86%	8,80%
<i>31/5/2002</i>	-6,23%	-2,56%	3,66%	0,006082148	0,009703649	0,077988127	0,0985071	-14,03%	3,62%	-12,42%	7,29%
<i>28/6/2002</i>	-12,19%	-7,43%	4,76%	0,005877277	0,007857105	0,0766634	0,088640311	-19,86%	-3,33%	-16,29%	1,43%
<i>31/7/2002</i>	0,09%	-2,17%	-2,25%	0,016785794	0,00213061	0,129560002	0,04615853	-12,87%	4,70%	-6,78%	2,45%
<i>30/8/2002</i>	-15,10%	-22,75%	-7,65%	0,024467303	0,025568522	0,156420276	0,159901601	-30,74%	0,89%	-38,74%	-6,76%
<i>30/9/2002</i>	2,48%	0,61%	-1,86%	0,034734997	0,005466853	0,186373272	0,07393817	-16,16%	9,87%	-6,78%	8,01%
<i>31/10/2002</i>	8,33%	19,63%	11,29%	0,018319865	0,021428127	0,135350897	0,146383492	-5,20%	22,97%	4,99%	34,26%
<i>29/11/2002</i>	-16,85%	-17,27%	-0,42%	0,053644899	0,017906415	0,231613685	0,133814853	-40,01%	-3,47%	-30,65%	-3,89%
<i>31/12/2002</i>	-9,71%	-8,84%	0,87%	0,015574051	0,008878221	0,124796036	0,094224314	-22,19%	-0,29%	-18,26%	0,59%

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/1/2003-31/12/2003

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
31/1/2003	-7,67%	-5,13%	2,54%	0,017846633	0,015282664	0,13359129	0,123623074	-21,03%	4,69%	-17,50%	7,23%
28/2/2003	-8,21%	-9,27%	-1,07%	0,037913456	0,013368652	0,194713779	0,115622887	-27,68%	3,36%	-20,84%	2,29%
31/3/2003	22,05%	37,86%	15,80%	0,049733062	0,052471798	0,223009108	0,229067234	-0,25%	44,96%	14,95%	60,76%
30/4/2003	3,46%	2,72%	-0,74%	0,017300744	0,007461107	0,131532293	0,086377699	-9,70%	12,10%	-5,92%	11,35%
30/5/2003	11,85%	20,79%	8,93%	0,095883433	0,034748203	0,309650501	0,1864087	-19,11%	30,49%	2,14%	39,43%
30/6/2003	22,68%	35,54%	12,85%	0,044818459	0,086041987	0,211703706	0,293329144	1,51%	52,02%	6,21%	64,87%
31/7/2003	0,45%	2,09%	1,64%	0,019344984	0,01187928	0,139086246	0,108992112	-13,46%	11,35%	-8,81%	12,99%
29/8/2003	-20,46%	-13,11%	7,35%	0,014993923	0,009456008	0,122449674	0,097242008	-32,71%	-10,74%	-22,83%	-3,39%
30/9/2003	5,33%	3,36%	-1,96%	0,021525792	0,002404219	0,146716706	0,049032841	-9,35%	10,23%	-1,54%	8,26%
31/10/2003	-3,34%	-1,40%	1,93%	0,008378647	0,003579302	0,091534951	0,059827271	-12,49%	2,65%	-7,39%	4,58%
28/11/2003	-2,70%	0,27%	2,97%	0,009861558	0,003975843	0,099305379	0,063054285	-12,63%	3,61%	-6,03%	6,58%
31/12/2003	6,03%	7,67%	1,64%	0,01869473	0,005798451	0,136728675	0,076147559	-7,64%	13,64%	0,06%	15,29%

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 30/1/2004-31/12/2004

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance _{Low}	Variance _{High}	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
30/1/2004	-9,30%	-3,25%	6,05%	0,025926643	0,004582122	0,161017523	0,067691371	-25,40%	-2,53%	-10,02%	3,52%
27/2/2004	-7,80%	-7,20%	0,59%	0,01406369	0,003703122	0,118590431	0,060853284	-19,65%	-1,71%	-13,29%	-1,12%
31/3/2004	2,86%	-0,71%	-3,57%	0,006294601	0,005157261	0,079338522	0,071814074	-5,07%	10,04%	-7,89%	6,48%
30/4/2004	-5,08%	-6,45%	-1,37%	0,014507024	0,003183574	0,120445108	0,056423172	-17,12%	0,56%	-12,09%	-0,80%
31/5/2004	-6,70%	-6,34%	0,35%	0,020520891	0,014380955	0,143251145	0,11992062	-21,02%	5,30%	-18,34%	5,65%
30/6/2004	-0,08%	4,57%	4,65%	0,027503011	0,007186151	0,165840319	0,084771169	-16,66%	8,40%	-3,91%	13,05%
30/7/2004	-3,55%	-4,22%	-0,67%	0,014995764	0,008047755	0,122457192	0,089709278	-15,80%	5,42%	-13,19%	4,75%
31/8/2004	-7,02%	-2,39%	4,62%	0,008921373	0,013040011	0,094453018	0,114192867	-16,46%	4,40%	-13,81%	9,03%
30/9/2004	4,36%	1,68%	-2,68%	0,009030908	0,008322398	0,095031088	0,091227177	-5,15%	13,48%	-7,45%	10,80%
29/10/2004	4,64%	6,82%	2,17%	0,012275416	0,004617073	0,110794477	0,067949048	-6,44%	11,44%	0,02%	13,61%
30/11/2004	-3,82%	2,18%	5,99%	0,03536325	0,013916498	0,188051189	0,117968208	-22,62%	7,98%	-9,62%	13,97%
31/12/2004	0,57%	11,66%	11,08%	0,018018544	0,048324486	0,13423317	0,21982831	-12,85%	22,56%	-10,33%	33,64%

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/1/2005-30/12/2005

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance _{Low}	Variance _{High}	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
31/1/2005	-4,29%	3,20%	7,50%	0,017501747	0,009538394	0,132294169	0,097664701	-17,52%	5,47%	-6,56%	12,97%
28/2/2005	-10,68%	-11,44%	-0,76%	0,016920381	0,02883608	0,130078367	0,169811895	-23,69%	6,30%	-28,42%	5,54%
31/3/2005	-4,51%	-4,35%	0,15%	0,010322785	0,016507023	0,101601106	0,128479659	-14,67%	8,34%	-17,20%	8,49%
29/4/2005	-1,11%	2,55%	3,66%	0,009238352	0,01285594	0,096116347	0,113384036	-10,72%	10,23%	-8,79%	13,89%
31/5/2005	-2,10%	-1,79%	0,31%	0,013487185	0,011972724	0,116134339	0,109419942	-13,72%	8,84%	-12,73%	9,15%
30/6/2005	8,80%	12,93%	4,13%	0,016159129	0,02079975	0,127118562	0,144221183	-3,91%	23,22%	-1,49%	27,35%
29/7/2005	0,02%	-3,50%	-3,52%	0,021033942	0,002119607	0,14503083	0,046039189	-14,48%	4,63%	-8,10%	1,10%
31/8/2005	5,19%	4,12%	-1,07%	0,009067524	0,04753574	0,095223548	0,218026925	-4,33%	27,00%	-17,68%	25,93%
30/9/2005	0,81%	-0,52%	-1,33%	0,008649838	0,0035472	0,093004507	0,059558378	-8,50%	6,76%	-6,48%	5,43%
31/10/2005	-1,17%	1,65%	2,82%	0,030709417	0,00479776	0,175241026	0,069265868	-18,70%	5,75%	-5,28%	8,57%
30/11/2005	9,59%	6,63%	-2,96%	0,009740859	0,009674194	0,098695792	0,098357482	-0,28%	19,43%	-3,21%	16,46%
30/12/2005	13,71%	12,93%	-0,79%	0,034785879	0,027159602	0,18650973	0,164801706	-4,94%	30,19%	-3,55%	29,41%

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/1/2006-29/12/2006

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
31/1/2006	3,56%	3,63%	0,06%	0,02319754	0,007553293	0,152307385	0,086909683	-11,67%	12,25%	-5,07%	12,32%
28/2/2006	-5,17%	-5,33%	-0,16%	0,010991585	0,007351119	0,104840759	0,085738666	-15,65%	3,41%	-13,90%	3,25%
31/3/2006	0,77%	-1,48%	-2,25%	0,009031778	0,007851967	0,095035666	0,088611327	-8,73%	9,64%	-10,34%	7,38%
28/4/2006	0,20%	3,44%	3,24%	0,018841186	0,016557177	0,137263199	0,128674696	-13,53%	13,07%	-9,42%	16,31%
31/5/2006	-4,63%	-2,63%	2,00%	0,009770727	0,004558717	0,098846988	0,067518269	-14,52%	2,12%	-9,39%	4,12%
30/6/2006	2,94%	5,15%	2,21%	0,005577837	0,021632208	0,074684917	0,147078917	-4,53%	17,65%	-9,55%	19,86%
31/7/2006	12,92%	7,79%	-5,12%	0,042820962	0,010347876	0,206932263	0,101724511	-7,78%	23,09%	-2,38%	17,97%
31/8/2006	-0,63%	3,58%	4,21%	0,020908361	0,009162664	0,144597237	0,095721805	-15,09%	8,94%	-5,99%	13,16%
29/9/2006	4,95%	4,66%	-0,29%	0,006885516	0,016684865	0,082979011	0,129169906	-3,35%	17,87%	-8,26%	17,58%
31/10/2006	0,35%	-0,35%	-0,69%	0,013275097	0,003285224	0,115217609	0,057316873	-11,18%	6,08%	-6,08%	5,39%
30/11/2006	11,70%	3,85%	-7,86%	0,012908937	0,004232181	0,113617502	0,065055216	0,34%	18,21%	-2,66%	10,36%
29/12/2006	5,81%	2,42%	-3,39%	0,027876841	0,007316508	0,166963593	0,085536586	-10,88%	14,37%	-6,13%	10,97%

ΠΙΝΑΚΑΣ 6 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/1/2007-31/12/2007 και μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων χαρτοφυλακίων περιόδου 2001-2007

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
31/1/2007	0,97%	-3,84%	-4,81%	0,031378492	0,007274696	0,177139753	0,085291829	-16,74%	9,50%	-12,37%	4,69%
28/2/2007	0,03%	-2,19%	-2,23%	0,019477837	0,009620184	0,139563021	0,098082536	-13,92%	9,84%	-12,00%	7,62%
30/3/2007	6,62%	4,67%	-1,95%	0,008553171	0,001388315	0,092483354	0,037260097	-2,63%	10,35%	0,95%	8,40%
30/4/2007	8,96%	12,97%	4,01%	0,014144754	0,02553319	0,118931721	0,159791083	-2,94%	24,93%	-3,01%	28,95%
31/5/2007	5,45%	2,85%	-2,59%	0,014489897	0,006286329	0,120373989	0,079286371	-6,59%	13,37%	-5,08%	10,78%
29/6/2007	1,34%	0,04%	-1,29%	0,006253886	0,008437141	0,079081516	0,091853912	-6,57%	10,52%	-9,14%	9,23%
31/7/2007	-6,86%	-5,42%	1,44%	0,004788681	0,006224165	0,069200296	0,078893376	-13,78%	1,03%	-13,31%	2,47%
31/8/2007	1,72%	0,20%	-1,52%	0,007840086	0,002908919	0,088544263	0,053934393	-7,14%	7,11%	-5,20%	5,59%
28/9/2007	-0,97%	-1,47%	-0,50%	0,009324098	0,002566957	0,096561369	0,050665146	-10,63%	4,10%	-6,54%	3,59%
31/10/2007	-6,32%	-7,21%	-0,89%	0,009528414	0,006651075	0,097613595	0,081554124	-16,08%	1,84%	-15,37%	0,95%
30/11/2007	4,21%	1,27%	-2,94%	0,005883786	0,003983837	0,076705838	0,063117641	-3,46%	10,53%	-5,04%	7,59%
31/12/2007	-15,29%	-12,21%	3,08%	0,015095866	0,004775054	0,122865235	0,069101764	-27,58%	-8,38%	-19,12%	-5,30%
<i>Period Average</i>			1,02%								

Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις αποδόσεις των μετοχών στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 31/1/2008-31/12/2008

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
31/1/2008	-2,59%	0,86%	3,44%	0,007354438	0,002892022	0,085758019	0,053777528	-11,16%	2,79%	-4,52%	6,23%
29/2/2008	-6,04%	-7,02%	-0,99%	0,028337068	0,009306793	0,168336177	0,096471723	-22,87%	3,61%	-16,67%	2,62%
31/3/2008	3,12%	8,12%	5,00%	0,011914477	0,016890173	0,109153456	0,129962198	-7,79%	16,12%	-4,87%	21,12%
30/4/2008	2,26%	1,63%	-0,63%	0,022723631	0,004670895	0,150743594	0,068343948	-12,81%	9,10%	-5,21%	8,46%
30/5/2008	-9,97%	-8,80%	1,17%	0,016125359	0,003887669	0,126985664	0,062351175	-22,67%	-3,73%	-15,04%	-2,57%
30/6/2008	-1,54%	3,16%	4,69%	0,007121392	0,07389585	0,084388341	0,271837911	-9,98%	25,65%	-24,03%	30,34%
31/7/2008	1,03%	-2,84%	-3,87%	0,02589368	0,011010426	0,160915133	0,104930579	-15,06%	11,52%	-13,34%	7,65%
29/8/2008	-20,13%	-17,40%	2,72%	0,01891141	0,011311334	0,137518763	0,106354754	-33,88%	-9,49%	-28,04%	-6,77%
30/9/2008	-26,97%	-31,14%	-4,17%	0,047465204	0,015471743	0,217865105	0,124385461	-48,76%	-14,53%	-43,58%	-18,70%
31/10/2008	0,74%	0,99%	0,26%	0,037331666	0,014219587	0,193214042	0,119245909	-18,58%	12,66%	-10,93%	12,92%
28/11/2008	2,79%	-3,17%	-5,96%	0,018896099	0,03722054	0,137463081	0,192926256	-10,96%	22,08%	-22,47%	16,12%
31/12/2008	-5,96%	-4,87%	1,09%	0,016423495	0,017948938	0,128154185	0,133973648	-18,78%	7,44%	-18,26%	8,53%

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 30/1/2009-31/12/2009

<i>RI</i>											
Date	RI _{Low} DY	RI _{High} DY	RI _{High} DY - RI _{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD _{Low}	SD _{High}	RI _{Low} DY - SD _{Low}	RI _{Low} DY + SD _{Low}	RI _{High} DY - SD _{High}	RI _{High} DY + SD _{High}
30/1/2009	-7,88%	-6,52%	1,36%	0,02523924	0,023666979	0,158868625	0,153840759	-23,76%	7,51%	-21,90%	8,87%
27/2/2009	0,08%	3,90%	3,82%	0,016353568	0,024545057	0,127881069	0,156668622	-12,71%	15,75%	-11,77%	19,56%
31/3/2009	23,71%	33,23%	9,52%	0,049132224	0,017765186	0,221657899	0,133286107	1,54%	37,04%	19,90%	46,56%
30/4/2009	12,80%	14,24%	1,44%	0,022301486	0,033835757	0,149336821	0,183944983	-2,13%	31,20%	-4,16%	32,63%
29/5/2009	-6,68%	-2,19%	4,49%	0,013184616	0,024335576	0,114824285	0,155998641	-18,16%	8,92%	-17,79%	13,41%
30/6/2009	4,46%	3,58%	-0,87%	0,021251856	0,013409217	0,145780165	0,115798174	-10,12%	16,04%	-8,00%	15,16%
31/7/2009	-4,64%	1,38%	6,02%	0,021342796	0,010890244	0,146091739	0,104356331	-19,25%	5,80%	-9,06%	11,81%
31/8/2009	7,65%	-2,23%	-9,89%	0,096725701	0,00942592	0,311007559	0,097087178	-23,45%	17,36%	-11,94%	7,48%
30/9/2009	-1,31%	1,61%	2,92%	0,005148596	0,003870129	0,071753719	0,062210364	-8,49%	4,91%	-4,62%	7,83%
30/10/2009	-13,36%	-9,44%	3,92%	0,007401748	0,007437076	0,086033412	0,086238484	-21,97%	-4,74%	-18,07%	-0,82%
30/11/2009	2,11%	1,62%	-0,49%	0,014373749	0,004010649	0,119890572	0,063329685	-9,88%	8,44%	-4,71%	7,95%
31/12/2009	-8,06%	-5,02%	3,04%	0,01531513	0,011526848	0,123754311	0,107363161	-20,44%	2,68%	-15,76%	5,71%

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις χαρτοφυλακίων από 29/1/2010-31/12/2010, μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων χαρτοφυλακίων περιόδου 2008-2010 και συνολικός μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων χαρτοφυλακίων

RI											
Date	RI_{Low} DY	RI_{High} DY	RI_{High} DY - RI_{Low} DY	Variance Low	Variance High	SD_{Low}	SD_{High}	RI_{Low} DY - SD_{Low}	RI_{Low} DY + SD_{Low}	RI_{High} DY - SD_{High}	RI_{High} DY + SD_{High}
29/1/2010	-6,99%	-6,66%	0,33%	0,02169802	0,011116745	0,147302476	0,105435977	-21,72%	3,55%	-17,20%	3,88%
26/2/2010	6,37%	6,05%	-0,32%	0,012463862	0,029331611	0,111641669	0,171264739	-4,79%	23,50%	-11,08%	23,17%
31/3/2010	-10,89%	-12,79%	-1,90%	0,029078599	0,010381323	0,170524482	0,101888776	-27,94%	-0,70%	-22,97%	-2,60%
30/4/2010	-5,78%	-4,00%	1,78%	0,014861383	0,014617607	0,121907272	0,120903294	-17,97%	6,31%	-16,09%	8,09%
31/5/2010	-0,06%	0,59%	0,66%	0,030494353	0,013525694	0,174626323	0,116300017	-17,53%	11,57%	-11,04%	12,22%
30/6/2010	5,60%	10,99%	5,39%	0,006798929	0,009202136	0,08245562	0,095927765	-2,65%	15,19%	1,39%	20,58%
30/7/2010	-2,51%	-5,18%	-2,67%	0,006228847	0,005357484	0,078923044	0,073194839	-10,40%	4,81%	-12,50%	2,14%
31/8/2010	-2,66%	-8,53%	-5,86%	0,037765804	0,010370091	0,194334258	0,101833644	-22,10%	7,52%	-18,71%	1,66%
30/9/2010	4,32%	-1,22%	-5,54%	0,012696123	0,026256077	0,112677073	0,162037272	-6,95%	20,52%	-17,42%	14,99%
29/10/2010	-10,73%	-13,47%	-2,75%	0,017743627	0,003965537	0,133205207	0,062972509	-24,05%	-4,43%	-19,77%	-7,18%
30/11/2010	3,39%	4,39%	1,00%	0,018299566	0,009113896	0,135275889	0,095466729	-10,14%	12,93%	-5,16%	13,93%
31/12/2010	9,96%	9,65%	-0,31%	0,031164442	0,010594347	0,176534534	0,102928844	-7,69%	20,25%	-0,65%	19,94%
Period Average			0,5%								
Total Average			0,85%								

ΠΙΝΑΚΑΣ 10 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/12/2001-31/12/2002

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SD Low	SD High	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
31/12/2001	0,02%	0,18%	0,15%	1,26474E-05	1,2668E-05	0,003556316	0,003559219	-0,33%	0,38%	-0,18%	0,53%
31/1/2002	-0,53%	-0,40%	0,13%	0,000229086	4,09756E-05	0,015135576	0,006401218	-2,04%	0,99%	-1,04%	0,24%
28/2/2002	-0,11%	-0,11%	0,00%	2,25317E-05	9,94728E-06	0,004746757	0,003153931	-0,59%	0,36%	-0,43%	0,20%
29/3/2002	0,18%	-0,11%	-0,29%	0,000102324	1,81373E-05	0,010115543	0,004258793	-0,83%	1,19%	-0,54%	0,31%
30/4/2002	-0,04%	-0,03%	0,01%	2,15299E-05	2,25651E-05	0,00464003	0,004750275	-0,51%	0,42%	-0,51%	0,44%
31/5/2002	-0,01%	-0,20%	-0,19%	3,02527E-06	4,56569E-05	0,001739329	0,006756988	-0,19%	0,16%	-0,88%	0,47%
28/6/2002	-0,59%	-0,20%	0,39%	7,23579E-05	8,48241E-06	0,008506345	0,002912458	-1,44%	0,26%	-0,49%	0,09%
31/7/2002	-0,26%	0,05%	0,31%	0,000100508	1,22408E-05	0,010025353	0,003498681	-1,26%	0,75%	-0,30%	0,40%
30/8/2002	-0,59%	-0,80%	-0,21%	6,4547E-05	0,00019185	0,008034116	0,013850997	-1,40%	0,21%	-2,19%	0,58%
30/9/2002	-0,09%	0,02%	0,11%	3,44076E-05	2,41975E-06	0,005865796	0,001555555	-0,68%	0,49%	-0,13%	0,18%
31/10/2002	0,29%	0,02%	-0,27%	4,97155E-05	3,09896E-05	0,007050924	0,005566828	-0,41%	1,00%	-0,53%	0,58%
29/11/2002	-0,73%	-0,39%	0,34%	0,000264237	5,29417E-05	0,016255378	0,007276108	-2,36%	0,89%	-1,12%	0,33%
31/12/2002	-0,46%	0,23%	0,69%	5,61953E-05	0,000159979	0,007496355	0,012648292	-1,21%	0,29%	-1,03%	1,49%

ΠΙΝΑΚΑΣ 11 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/1/2003-31/12/2003

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
31/1/2003	-0,44%	-0,06%	0,38%	9,2766E-05	1,80762E-05	0,009631512	0,004251616	-1,40%	0,53%	-0,49%	0,36%
28/2/2003	-0,55%	-0,31%	0,24%	0,00010601	1,25748E-05	0,010296104	0,0035461	-1,58%	0,48%	-0,67%	0,04%
31/3/2003	0,76%	1,15%	0,39%	0,000276504	0,000365513	0,016628424	0,019118398	-0,90%	2,42%	-0,77%	3,06%
30/4/2003	0,04%	-0,28%	-0,32%	1,68427E-05	0,000120897	0,004103987	0,010995328	-0,37%	0,45%	-1,38%	0,82%
30/5/2003	1,17%	0,92%	-0,25%	0,001305285	0,000612234	0,036128727	0,024743363	-2,44%	4,78%	-1,56%	3,39%
30/6/2003	1,02%	0,93%	-0,09%	0,000296905	0,000365596	0,017230933	0,019120577	-0,71%	2,74%	-0,98%	2,84%
31/7/2003	-0,06%	-0,05%	0,02%	3,42657E-05	4,40259E-05	0,005853695	0,006635204	-0,65%	0,52%	-0,71%	0,62%
29/8/2003	-0,95%	-0,40%	0,55%	0,000233364	8,65026E-05	0,015276251	0,00930068	-2,48%	0,58%	-1,33%	0,53%
30/9/2003	0,57%	0,09%	-0,48%	0,000306606	7,13814E-06	0,017510174	0,002671731	-1,19%	2,32%	-0,18%	0,36%
31/10/2003	-0,10%	0,13%	0,24%	1,10057E-05	1,65751E-05	0,003317478	0,004071251	-0,44%	0,23%	-0,27%	0,54%
28/11/2003	-0,06%	0,21%	0,27%	6,82734E-05	3,59586E-05	0,008262773	0,005996546	-0,89%	0,77%	-0,39%	0,81%
31/12/2003	0,11%	0,64%	0,53%	9,68047E-05	0,000336496	0,009838936	0,018343823	-0,88%	1,09%	-1,20%	2,47%

ΠΙΝΑΚΑΣ 12 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 30/1/2004-31/12/2004

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
30/1/2004	-0,29%	0,18%	0,48%	5,60191E-05	0,000105639	0,007484592	0,010278062	-1,04%	0,46%	-0,84%	1,21%
27/2/2004	-0,15%	-0,31%	-0,17%	5,4593E-05	9,08847E-05	0,007388707	0,009533348	-0,88%	0,59%	-1,27%	0,64%
31/3/2004	0,30%	0,25%	-0,05%	4,07245E-05	7,08607E-05	0,006381574	0,008417878	-0,33%	0,94%	-0,59%	1,09%
30/4/2004	-0,18%	-0,47%	-0,29%	3,10633E-05	0,000261853	0,00557345	0,016181868	-0,74%	0,37%	-2,09%	1,15%
31/5/2004	0,05%	0,02%	-0,02%	0,000113225	2,12481E-05	0,010640706	0,004609566	-1,02%	1,11%	-0,44%	0,48%
30/6/2004	0,05%	0,18%	0,13%	5,06808E-05	3,91925E-05	0,007119046	0,00626039	-0,66%	0,76%	-0,44%	0,81%
30/7/2004	-0,05%	0,02%	0,07%	5,97264E-06	3,28997E-05	0,002443899	0,005735822	-0,29%	0,20%	-0,55%	0,60%
31/8/2004	-0,50%	-0,13%	0,37%	0,000320792	6,85001E-06	0,017910676	0,002617252	-2,29%	1,29%	-0,39%	0,13%
30/9/2004	0,09%	0,00%	-0,09%	1,95773E-05	0,000131206	0,004424627	0,011454525	-0,36%	0,53%	-1,15%	1,14%
29/10/2004	-0,04%	0,50%	0,55%	0,000136513	9,64334E-05	0,011683869	0,009820052	-1,21%	1,12%	-0,48%	1,49%
30/11/2004	-0,07%	0,07%	0,14%	7,66994E-06	5,91941E-06	0,002769465	0,002432985	-0,34%	0,21%	-0,17%	0,32%
31/12/2004	0,23%	0,88%	0,64%	3,79312E-05	0,000430771	0,006158828	0,020755028	-0,38%	0,85%	-1,20%	2,95%

ΠΙΝΑΚΑΣ 13 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/1/2005-30/12/2005

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
<i>31/1/2005</i>	0,11%	-0,26%	-0,37%	4,96979E-05	0,000119329	0,007049674	0,010923784	-0,59%	0,82%	-1,35%	0,83%
<i>28/2/2005</i>	-0,41%	-0,55%	-0,14%	8,93351E-05	0,000133229	0,009451726	0,0115425	-1,36%	0,53%	-1,70%	0,61%
<i>31/3/2005</i>	0,20%	0,09%	-0,11%	0,000121275	8,3238E-05	0,011012485	0,009123485	-0,90%	1,30%	-0,83%	1,00%
<i>29/4/2005</i>	0,10%	0,12%	0,03%	1,43062E-05	1,31729E-05	0,00378235	0,003629452	-0,28%	0,48%	-0,24%	0,49%
<i>31/5/2005</i>	0,20%	0,07%	-0,13%	7,52498E-05	3,29719E-05	0,008674662	0,00574212	-0,67%	1,07%	-0,50%	0,65%
<i>30/6/2005</i>	0,60%	0,22%	-0,38%	0,000112648	4,91716E-05	0,010613582	0,007012244	-0,47%	1,66%	-0,48%	0,92%
<i>29/7/2005</i>	0,10%	0,03%	-0,08%	7,63669E-05	6,38092E-06	0,008738817	0,002526048	-0,77%	0,98%	-0,23%	0,28%
<i>31/8/2005</i>	-0,02%	0,20%	0,22%	2,23667E-05	7,4352E-05	0,004729343	0,008622763	-0,49%	0,45%	-0,67%	1,06%
<i>30/9/2005</i>	-0,24%	0,14%	0,38%	5,39462E-05	4,82404E-05	0,007344808	0,006945533	-0,98%	0,49%	-0,55%	0,84%
<i>31/10/2005</i>	-0,03%	0,25%	0,28%	7,87706E-06	0,000119972	0,00280661	0,010953189	-0,31%	0,25%	-0,85%	1,34%
<i>30/11/2005</i>	0,23%	0,19%	-0,04%	1,16495E-05	5,39191E-05	0,003413133	0,007342964	-0,11%	0,57%	-0,55%	0,92%
<i>30/12/2005</i>	0,53%	0,12%	-0,40%	0,000121035	7,00138E-06	0,011001583	0,002646012	-0,57%	1,63%	-0,14%	0,39%

ΠΙΝΑΚΑΣ 14 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/1/2006-29/12/2006

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
<i>31/1/2006</i>	0,03%	-0,22%	-0,25%	2,35134E-05	0,000108869	0,004849061	0,010434042	-0,46%	0,51%	-1,26%	0,83%
<i>28/2/2006</i>	-0,33%	0,25%	0,58%	3,83003E-05	0,00014534	0,006188727	0,012055699	-0,95%	0,29%	-0,96%	1,45%
<i>31/3/2006</i>	0,06%	-0,09%	-0,15%	1,9043E-05	1,03564E-05	0,004363832	0,003218132	-0,38%	0,49%	-0,41%	0,23%
<i>28/4/2006</i>	-0,12%	0,04%	0,17%	3,94222E-05	3,78265E-05	0,00627871	0,006150326	-0,75%	0,50%	-0,57%	0,66%
<i>31/5/2006</i>	-0,23%	-0,03%	0,20%	2,68447E-05	3,3187E-06	0,005181182	0,00182173	-0,75%	0,29%	-0,21%	0,15%
<i>30/6/2006</i>	0,13%	0,28%	0,15%	6,77512E-06	6,69504E-05	0,002602907	0,008182321	-0,13%	0,39%	-0,53%	1,10%
<i>31/7/2006</i>	0,36%	0,11%	-0,25%	4,88821E-05	6,21043E-06	0,006991574	0,002492073	-0,34%	1,06%	-0,14%	0,36%
<i>31/8/2006</i>	-0,10%	-0,14%	-0,04%	4,17136E-05	4,58385E-05	0,006458604	0,006770414	-0,75%	0,54%	-0,82%	0,54%
<i>29/9/2006</i>	0,24%	0,23%	-0,01%	1,06131E-05	6,36935E-05	0,003257777	0,007980821	-0,09%	0,56%	-0,57%	1,03%
<i>31/10/2006</i>	0,05%	0,00%	-0,05%	2,22318E-05	4,4902E-06	0,004715063	0,002119009	-0,42%	0,53%	-0,21%	0,21%
<i>30/11/2006</i>	0,52%	0,26%	-0,25%	5,7122E-05	5,82587E-05	0,007557911	0,007632738	-0,24%	1,27%	-0,50%	1,03%
<i>29/12/2006</i>	0,49%	-0,01%	-0,50%	0,000126257	1,47679E-05	0,011236426	0,003842905	-0,63%	1,61%	-0,39%	0,37%

ΠΙΝΑΚΑΣ 15 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/1/2007-31/12/2007 και μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων περιόδου 2001-2007

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
31/1/2007	0,20%	-0,29%	-0,49%	6,55735E-05	9,02973E-05	0,008097749	0,009502488	-0,61%	1,01%	-1,24%	0,66%
28/2/2007	0,36%	0,30%	-0,06%	0,000180399	0,000115567	0,013431265	0,010750187	-0,98%	1,70%	-0,78%	1,37%
30/3/2007	0,33%	-0,02%	-0,35%	7,01708E-05	1,77787E-05	0,008376802	0,004216478	-0,51%	1,17%	-0,45%	0,40%
30/4/2007	0,02%	0,12%	0,10%	6,69455E-05	9,13232E-06	0,008182022	0,003021973	-0,80%	0,84%	-0,18%	0,42%
31/5/2007	0,05%	-0,11%	-0,16%	4,27224E-05	3,40763E-05	0,006536238	0,005837488	-0,60%	0,71%	-0,70%	0,47%
29/6/2007	0,06%	-0,19%	-0,25%	6,56206E-06	3,12992E-05	0,002561652	0,005594567	-0,19%	0,32%	-0,75%	0,37%
31/7/2007	-0,20%	0,04%	0,24%	4,58568E-06	4,65132E-05	0,00214142	0,006820058	-0,42%	0,01%	-0,64%	0,72%
31/8/2007	0,68%	0,16%	-0,53%	0,000887611	1,91079E-05	0,029792795	0,004371258	-2,30%	3,66%	-0,28%	0,59%
28/9/2007	0,06%	0,00%	-0,06%	2,63603E-06	2,76949E-05	0,001623586	0,005262597	-0,10%	0,22%	-0,52%	0,53%
31/10/2007	0,54%	-0,28%	-0,83%	0,000859093	5,53421E-05	0,029310297	0,007439227	-2,39%	3,47%	-1,03%	0,46%
30/11/2007	0,29%	0,23%	-0,06%	0,000108974	7,12689E-05	0,01043907	0,008442093	-0,75%	1,34%	-0,61%	1,08%
31/12/2007	-0,68%	-0,68%	-0,00%	0,000433378	0,000524651	0,020817738	0,02290526	-2,76%	1,41%	-2,97%	1,61%
<i>Period Average</i>			0,01%								

ΠΙΝΑΚΑΣ 16 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 31/1/2008-31/12/2008

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
31/1/2008	-0,33%	-0,18%	0,15%	0,000207096	0,000116066	0,014390823	0,010773372	-1,77%	1,11%	-1,26%	0,89%
29/2/2008	-0,09%	0,10%	0,19%	1,13071E-05	3,75786E-05	0,003362608	0,006130136	-0,42%	0,25%	-0,51%	0,71%
31/3/2008	-0,09%	0,46%	0,55%	8,4949E-06	0,000251414	0,002914601	0,015856035	-0,38%	0,20%	-1,13%	2,04%
30/4/2008	-0,12%	0,07%	0,19%	4,97085E-05	4,6853E-06	0,007050425	0,002164554	-0,83%	0,58%	-0,15%	0,28%
30/5/2008	-1,32%	-0,38%	0,94%	0,002354857	0,000118862	0,048526867	0,010902384	-6,17%	3,54%	-1,47%	0,71%
30/6/2008	-0,33%	0,05%	0,38%	0,000188193	4,19719E-05	0,013718343	0,00647857	-1,70%	1,04%	-0,60%	0,70%
31/7/2008	-0,52%	0,13%	0,66%	0,000392838	4,11114E-05	0,019820144	0,006411817	-2,51%	1,46%	-0,51%	0,78%
29/8/2008	-1,58%	-0,68%	0,90%	0,002441657	0,000236386	0,049413125	0,015374839	-6,52%	3,36%	-2,22%	0,86%
30/9/2008	-0,68%	-1,38%	-0,71%	0,000214095	0,000677184	0,014631994	0,026022765	-2,14%	0,79%	-3,99%	1,22%
31/10/2008	0,36%	0,07%	-0,29%	0,000450912	6,24297E-05	0,02123469	0,007901244	-1,76%	2,49%	-0,72%	0,86%
28/11/2008	0,07%	0,46%	0,38%	2,35442E-05	0,000488903	0,004852239	0,022111148	-0,41%	0,56%	-1,76%	2,67%
31/12/2008	0,42%	-0,48%	-0,90%	0,000374079	0,000225956	0,019341128	0,015031849	-1,51%	2,36%	-1,98%	1,02%

ΠΙΝΑΚΑΣ 17 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 30/1/2009-31/12/2009

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
30/1/2009	-0,36%	-0,49%	-0,13%	0,000156563	8,84785E-05	0,012512501	0,009406299	-1,61%	0,89%	-1,43%	0,45%
27/2/2009	0,33%	0,37%	0,04%	0,000322915	0,000119171	0,017969841	0,010916556	-1,46%	2,13%	-0,72%	1,46%
31/3/2009	0,64%	1,59%	0,95%	0,000147124	0,000719641	0,012129476	0,026826125	-0,58%	1,85%	-1,09%	4,27%
30/4/2009	0,56%	-0,18%	-0,74%	0,000178606	0,000165575	0,013364346	0,012867602	-0,78%	1,90%	-1,47%	1,10%
29/5/2009	-0,36%	-0,31%	0,05%	0,000156386	0,000188071	0,012505424	0,0137139	-1,61%	0,89%	-1,68%	1,07%
30/6/2009	0,22%	-0,39%	-0,61%	3,16745E-05	0,000388459	0,00562801	0,019709372	-0,34%	0,78%	-2,37%	1,58%
31/7/2009	-0,39%	0,19%	0,58%	0,000426715	2,59337E-05	0,020657091	0,005092511	-2,45%	1,68%	-0,31%	0,70%
31/8/2009	0,20%	0,18%	-0,02%	5,30786E-05	4,10317E-05	0,007285507	0,0064056	-0,53%	0,93%	-0,46%	0,82%
30/9/2009	0,04%	0,00%	-0,04%	3,30162E-05	4,98288E-06	0,005745976	0,002232236	-0,54%	0,61%	-0,23%	0,22%
30/10/2009	-0,59%	-0,40%	0,19%	0,000127097	0,000206981	0,011273738	0,014386837	-1,72%	0,54%	-1,84%	1,04%
30/11/2009	0,08%	0,03%	-0,05%	7,27949E-05	2,69233E-06	0,008531995	0,001640831	-0,77%	0,94%	-0,13%	0,20%
31/12/2009	-0,34%	0,09%	0,43%	2,44849E-05	3,79543E-05	0,004948222	0,006160708	-0,83%	0,16%	-0,52%	0,71%

ΠΙΝΑΚΑΣ 18 Αποδόσεις, διακυμάνσεις και τυπικές αποκλίσεις σταθμισμένων χαρτοφυλακίων από 29/1/2010-31/12/2010, μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων περιόδου 2008-2010 και συνολικός μέσος όρος διαφοράς αποδόσεων σταθμισμένων χαρτοφυλακίων

<i>RI (MV)</i>											
Date	RI (MV) Low DY	RI (MV) High DY	RI (MV)High DY - RI (MV)Low DY	Variance Low	Variance High	SDLow	SDHigh	RI (MV)Low DY - SDLow	RI (MV)Low DY + SDLow	RI (MV)High DY - SDHigh	RI (MV)High DY + SDHigh
29/1/2010	0,21%	-0,23%	-0,45%	0,000196199	6,92319E-05	0,014007106	0,008320573	-1,19%	1,61%	-1,06%	0,60%
26/2/2010	0,49%	0,45%	-0,03%	0,000272027	0,000167928	0,016493244	0,012958713	-1,16%	2,14%	-0,84%	1,75%
31/3/2010	-0,08%	-0,45%	-0,37%	4,21662E-05	0,00015415	0,006493552	0,012415728	-0,73%	0,57%	-1,69%	0,80%
30/4/2010	-0,66%	-0,81%	-0,15%	0,000299266	0,0005463	0,017299292	0,023373058	-2,39%	1,07%	-3,15%	1,52%
31/5/2010	0,01%	-0,46%	-0,48%	1,48759E-05	0,000225718	0,003856926	0,015023912	-0,37%	0,40%	-1,97%	1,04%
30/6/2010	0,21%	0,50%	0,29%	1,63877E-05	0,000121085	0,004048178	0,011003882	-0,19%	0,62%	-0,60%	1,60%
30/7/2010	-0,05%	-0,10%	-0,05%	2,77481E-05	5,37127E-05	0,005267646	0,007328894	-0,58%	0,48%	-0,83%	0,63%
31/8/2010	0,09%	-0,10%	-0,19%	3,52045E-05	1,66359E-05	0,005933335	0,004078718	-0,51%	0,68%	-0,51%	0,30%
30/9/2010	-0,05%	0,50%	0,55%	4,16536E-05	0,000227858	0,006453961	0,015094956	-0,69%	0,60%	-1,01%	2,01%
29/10/2010	0,02%	-0,47%	-0,49%	7,41631E-05	0,000147582	0,008611801	0,012148329	-0,84%	0,88%	-1,69%	0,74%
30/11/2010	0,10%	0,28%	0,18%	1,87559E-05	0,000112934	0,004330813	0,01062706	-0,33%	0,53%	-0,78%	1,34%
31/12/2010	0,43%	0,67%	0,24%	0,000224279	0,000315435	0,014975953	0,017760477	-1,06%	1,93%	-1,10%	2,45%
<i>Period Average</i>			0,06%								
<i>Total Average</i>			0,03%								

Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου, Δ. (2000). *Διαχείριση Χαρτοφυλακίου (Τόμος Β')*. Πάτρα: Ομάδα Εκτέλεσης Έργου ΕΑΠ/1997-2000.

Βασιλείου, Δ. (1999). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Τόμος Α')*. Πάτρα: Ομάδα Εκτέλεσης Έργου ΕΑΠ/1997-1999.

Βασιλείου, Δ., & Ηρειώτης, Ν. (2008). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση : Θεωρία και Πρακτική*. Αθήνα: Εκδόσεις Rosili.

Δράκος, Α. Α., & Καραθανάσης, Γ. Α. (2010). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Ε. Μπένου.

Ξανθάκης, Μ., & Αλεξάκης, Χ. (2007). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Ξένη Βιβλιογραφία

- Al-Rjoub, S. A., & Ananzeh, I. E. (2009). Dividend Yields Predictability of Stock Returns - Case of Emerging Markets. *Social Science Research Network* .
- Aono, K., & Iwaisako, T. (2010). On the Predictability of Japanese Stock Returns Using Dividend Yield. *Asia-Pacific Financial Markets* , 141-149.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects Of Dividend Yield and Dividend Policy On Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics* , 1-22.
- Blume, M. E. (1980). Stock Returns and Dividend Yields : Some More Evidence. *The Review of Economics and Statistics* , 567-577.
- Brealey, R., & Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance (7th Edition)*. New York: The McGraw-Hill Companies.
- Brzezczynski, J., & Gajdka, J. (2008). Performance of High Dividend Yield Investment Strategy on the Polish Stock Market 1997-2007. *Investment Management and Financial Innovations* , 86-92.
- Brzezczynski, J., Archibald, K., Gajdka, J., & Brzezczynska, J. (2008, February 28). Dividend Yield Strategy in the British Stock Market 1994 - 2007. *Social Science Research Network* .
- Chen, N.-F., Grundy, B., & Stambaugh, R. F. (1990). Changing Risk, Changing Risk Premiums, and Dividend Yield Effects. *Journal of Business* , S51-S71.
- Christie, W. G. (1990). Dividend Yield and Expected Returns. *Journal of Financial Economics* , 95-125.
- Clinebell, J. M., Squires, J. R., & Stevens, J. L. (1993). Investment Performance of High Income Stocks Over Up and Down Markets. *Journal Of Economics and Finance* , 77-91.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1988). Dividend Yield and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics* , 3-25.
- Goetzmann, W. N., & Jorion, P. (1995). A Longer Look at Dividend Yields. *Journal of Business* , 483-508.
- Gombola, M. J., & Liu, F.-Y. L. (1993). Dividend Yields and Stock Returns : Evidence of Time Variation Between Bull and Bear Markets. *The Financial Review* , 303-327.
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance* , 264-272.
- Henne, A., Ostrowski, S., & Reichling, P. (2009). Dividend Yield and Stability Versus Performance on the German Stock Market - A Descriptive Study. *Review of Managerial Science* , 225-248.

Hsu, A.-C., & Lin, S.-H. (2010). Trading Strategies Based On Dividend Yield - Evidence from the Taiwan Stock Market. *The International Journal of Business and Finance Research* , 71-84.

Keim, D. B. (1985). Dividend Yields and Stock Returns : Implications of Abnormal January Returns. *Journal of Financial Economics* , 473-489.

Kyriazis, D., & Diacogiannis, G. (2007). Testing the Performance of Value Strategies in the Athens Stock Exchange. *Applied Financial Economics* , 1511-1528.

Lemmon, M. L., & Nguyen, T. (2008, March 18). Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from a Country without Taxes. *Social Science Research Network* .

Levis, M. (1989). Stock Market Anomalies - A Re-assessment Based On The UK Evidence. *Journal of Banking and Finance* , 675-696.

Lewellen, J. (2004). Predicting Returns with Financial Ratios. *Journal of Financial Economics* , 209-235.

Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations . *Review of Economics and Statistics* , 243-269.

Lintzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices. *Journal of Financial Economics* , 163-196.

McManus, I. D., Gwilym, O. A., & Thomas, S. (2002). A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio. *EFMA Conference*. London.

McManus, I. D., Gwilym, O., & Thomas, S. H. (2002). A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio. *EFMA Conference*.

McQueen, G., Shields, K., & Thorley, S. R. (1997). Does the "Dow-10 Investment Strategy" Beat the Dow Statistically and Economically? *Financial Analyst Journal* , 66-72.

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

Morgan, G., & Thomas, S. (1998). Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market. *Journal of Banking & Finance* , 405-423.

Rao, R. P., Aggarwal, R., & Hiraki, T. (1992). Dividend Yields and Stock Returns - Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Economics and Business* , 187-200.

Visscher, S., & Filbeck, G. (2003). Dividend Yield Strategies in the Canadian Stock Market. *Financial Analysts Journal* , 99-106.