



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΑΤΡΩΝ**
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**
(πρώην Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής – Μεσολόγγι)

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΚΗ: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ
ΕΞΕΛΙΞΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΜΕ ΕΜΦΑΣΗ ΣΤΑ
ΧΡΟΝΙΑ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΥΦΕΣΗΣ**

**ΒΛΑΣΙΟΣ Π. ΖΗΣΗΣ
ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Α. ΔΗΜΗΤΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ**

**Εποπτεύουσα
Κα Καμπούρη Μαρία**

ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ

11/2019

Περίληψη

Ο όρος «πολιτική μερισμάτων» αναφέρεται στην πρακτική που ακολουθεί η διοίκηση για τη λήψη αποφάσεων πληρωμής μερισμάτων ή, με άλλα λόγια, το μέγεθος και τη συχνότητα του διαμοιρασμού μετρητών κατά την διάρκεια του χρόνου στους μετόχους. Υπάρχουν αρκετές θεωρίες που αναλύουν την μερισματική πολιτική των εταιριών, εκ των οποίων άλλες προτάσσουν την καταβολή υψηλών μερισμάτων και άλλες την καταβολή μικρότερων, ως την καλύτερη επιλογή για την εταιρία. Η εταιρία Μασούτης Α.Ε δραστηριοποιείται στην ελληνική οικονομία πάνω από 40 χρόνια. Η έρευνα που έλαβε χώρα ήταν προσανατολισμένη στις πιθανές επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στην πορεία της επιχείρησης και για τον λόγο αυτό, το χρονικό διάστημα που επιλέχτηκε αφορούσε τα έτη από το 2007 μέχρι και σήμερα. Η μελέτη των επιμέρους στοιχείων δείχνει ότι η ανοδική πορεία της εταιρίας ήταν σχεδόν χωρίς διακοπή σε όλη την υπό μελέτη δεκαετία, καθώς η επιχείρηση διαρκώς μεγάλωνε τον αριθμό των καταστημάτων και των υπαλλήλων της, διευρύνοντας τα κέρδη της. Τα χρόνια κατά τα οποία δεν παρουσίασε θετικά αποτελέσματα, εξάλλου, κατά κανόνα ήταν χρόνια τα οποία πραγματοποίησε σημαντικές επενδύσεις. Τις χρονιές αυτές δεν προχώρησε σε διανομή μερίσματος, ακόμη κι όταν υπήρχαν κέρδη.

Abstract

The term "dividend policy" refers to the management's practice in making dividend payment decisions or, in other words, the size and frequency of cash-sharing over time to shareholders. There are a number of theories that analyze the company's dividend policy, some of which prefer to pay high dividends and others to pay less, as the best choice for the company. Massoutis SA has been active in the Greek economy for more than 40 years. The survey that was conducted was geared to the possible impact of the economic crisis on the company's financial results, and so the time period was chosen for analysis, included years from 2007 until today. The study of the individual data shows that the company's upward trend has been virtually uninterrupted as the company has steadily increased its number of branches and employees by expanding its profits. The years in which it did not show positive results were, generally, years that have made significant investments. These years did not proceed to dividend distribution, even when there were profits.

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	11
1. Η μερισματική πολιτική γενικά	13
1.1 Εισαγωγικά στοιχεία	13
1.2. Διαφορές μερισματικής πολιτικής	14
2. Ιστορική αναδρομή στην έννοια της Μερισματικής Πολιτικής	17
2.1. Πρώτες αναφορές για την εφαρμογή Μερισματικής Πολιτικής.....	17
2.2. Νεώτερες εξελίξεις	18
3. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής.....	21
3.1. Γενικά στοιχεία	21
3.2. Οι σημαντικότερες θεωρίες μερισματικής πολιτικής	22
3.3. Μερισματική πολιτική και αναπτυσσόμενες οικονομίες.....	25
4. Η αποτίμηση της οικονομικής κατάστασης και της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας Μασούτης Α.Ε.	27
4.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρία.	27
4.2. Γενικά οικονομικά στοιχεία.....	29
4.3. Στοιχεία Μερισματικής Πολιτικής.....	38
4.4. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες	47
4.4.1. Μεταβολή Κερδών προ φόρων	48
4.4.2. Αριθμοδείκτης Κερδών ανά μετοχή	50
4.4.3. Αριθμοδείκτης της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή	51

4.4.4. Η εσωτερική αξία της μετοχής	53
4.4.5. Η τιμή προς την εσωτερική αξία της μετοχής	55
4.4.6. Ο λόγος του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή.....	57
4.4.7. Ο αριθμοδείκτης της μερισματικής απόδοσης.....	59
Συμπεράσματα	62
Βιβλιογραφία	64

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1. Η εξέλιξη των Πωλήσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017. .29	
Πίνακας 2. Η εξέλιξη των Αποσβέσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	31
Πίνακας 3. Η εξέλιξη του EBITDA της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	32
Πίνακας 4. Η εξέλιξη των επενδύσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	34
Πίνακας 5. Η εξέλιξη του αριθμού των καταστημάτων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	35
Πίνακας 6. Η εξέλιξη του αριθμού των υπαλλήλων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	37
Πίνακας 7. Η εξέλιξη των Κερδών μετά από φόρους σε ευρώ της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	38
Πίνακας 8. Η εξέλιξη του αριθμού των μετοχών της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	40
Πίνακας 9. Η εξέλιξη του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	42
Πίνακας 10. Η εξέλιξη του ύψους του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	44
Πίνακας 11. Η εξέλιξη των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	45
Πίνακας 12. Η εξέλιξη των Κερδών προ φόρων της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.	48
Πίνακας 13. Η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	50

Πίνακας 14. Η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.....	52
Πίνακας 15. Η εξέλιξη της εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	53
Πίνακας 16. Η εξέλιξη της τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	55
Πίνακας 17. Η εξέλιξη του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	57
Πίνακας 18. Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της μερισματικής απόδοσης της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.	59

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1. Το οργανόγραμμα της εταιρίας.....	28
Διάγραμμα 2. Ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	30
Διάγραμμα 3. Ο ρυθμός μεταβολής των αποσβέσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	32
Διάγραμμα 4. Ο ρυθμός μεταβολής του EBITDA της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	33
Διάγραμμα 5. Ο ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	35
Διάγραμμα 6. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των καταστημάτων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	36
Διάγραμμα 7. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των υπαλλήλων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	38
Διάγραμμα 8. Ο ρυθμός μεταβολής των κερδών μετά από φόρους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	40
Διάγραμμα 9. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των μετοχών της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	42
Διάγραμμα 10. Η εξέλιξη του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	43
Διάγραμμα 11. Ο ρυθμός μεταβολής του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	45

Διάγραμμα 12. Ο ρυθμός μεταβολής των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	47
Διάγραμμα 13. Ο ρυθμός μεταβολής των Κερδών προ φόρων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	49
Διάγραμμα 14. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	51
Διάγραμμα 15. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.....	53
Διάγραμμα 16. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη της εσωτερικής αξίας της μετοχής από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	55
Διάγραμμα 17. Ο ρυθμός μεταβολής της τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	57
Διάγραμμα 18. Ο ρυθμός μεταβολής του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	59
Διάγραμμα 19. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμοδείκτη μερισματικής απόδοσης της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.	61

Εισαγωγή

Οι Bishop et al. (2000) δηλώνουν ότι, στον τομέα της εταιρικής χρηματοδότησης, ο οικονομικός διευθυντής θεωρείται γενικά ότι αντιμετωπίζει δύο επιχειρησιακές αποφάσεις: την επένδυση (ή τον προϋπολογισμό κεφαλαίου) και τις αποφάσεις χρηματοδότησης. Η απόφαση για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου αφορά τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία που πρέπει να αποκτήσει η επιχείρηση, ενώ η απόφαση χρηματοδότησης αφορά τον τρόπο χρηματοδότησης αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Εντούτοις, μπορεί να προκύψει μια τρίτη απόφαση όταν η επιχείρηση αρχίζει να αποφέρει κέρδη. Πρέπει η επιχείρηση να διανείμει στους μετόχους όλα ή ένα μέρος των κερδών που αποκόμισε με τη μορφή μερισμάτων ή θα πρέπει αυτά να επανατοποθετηθούν στην επιχείρηση; Πιθανόν, κατά τη λήψη οποιουδήποτε τρόπου δράσης, τα στελέχη πρέπει να επικεντρωθούν στον τρόπο μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων για τους οποίους λειτουργεί η επιχείρηση. Οι διαχειριστές πρέπει όχι μόνο να εξετάζουν το πόσο από τα κέρδη της εταιρείας χρειάζονται για επενδύσεις, αλλά επίσης να λαμβάνουν υπόψη την πιθανή επίδραση των αποφάσεών τους στις τιμές των μετοχών.

Ο όρος «πολιτική μερισμάτων» αναφέρεται στην πρακτική που ακολουθεί η διοίκηση για τη λήψη αποφάσεων πληρωμής μερισμάτων ή, με άλλα λόγια, το μέγεθος και τη συχνότητα των διανομών μετρητών με την πάροδο του χρόνου στους μετόχους (Lease et al., 2000). Αυτό το ζήτημα της πολιτικής μερισμάτων είναι εκείνο που απασχολεί στον μεγαλύτερο βαθμό τα διευθυντικά στελέχη από τη γέννηση της σύγχρονης εμπορικής εταιρείας

Ωστόσο, η μερισματική πολιτική παραμένει ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα ζητήματα χρηματοδότησης. Η μελέτη της πολιτικής των μερισμάτων έχει προσελκύσει την προσοχή των μελετητών από τα μέσα του περασμένου αιώνα. Προσπάθησαν να επιλύσουν διάφορα θέματα που σχετίζονται με τα μερίσματα και να διαμορφώσουν θεωρίες και μοντέλα για να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των εταιρικών μερισμάτων.

Η παρούσα εργασία ασχολείται με το θέμα της μερισματικής πολιτικής και της ευρύτερης οικονομικής επίδοσης μιας εταιρίας στην Ελλάδα της οικονομικής κρίσης. Για τον λόγο αυτό, η εργασία αποτελείται από τέσσερα κεφάλαια. Στα τρία πρώτα λαμβάνει χώρα η παρουσίαση θεωρητικών ζητημάτων που άπτονται της μερισματικής πολιτικής γενικά και στο τέταρτο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της ανάλυσης της εταιρίας Μασούτης Α.Ε. Τέλος, εξάγονται τα σημαντικότερα συμπεράσματα και παρατίθεται η σχετική βιβλιογραφία.

1. Η μερισματική πολιτική γενικά

1.1 Εισαγωγικά στοιχεία

Το θέμα της μερισματικής πολιτικής παραμένει ένα από τα πιο αμφιλεγόμενα ζητήματα της εταιρικής χρηματοδότησης. Για περισσότερο από μισό αιώνα οι οικονομολόγοι έχουν ασχοληθεί με τη μοντελοποίηση και την εξέταση της εταιρικής πολιτικής πληρωμών. Τριάντα χρόνια πριν, ο Black (1974) έγραψε ότι «Όσο πιο πολύ παρατηρεί κανείς την μεταβολή των μερισμάτων, τόσο περισσότερο αυτή μοιάζει με ένα παζλ με κομμάτια που δεν ταιριάζουν μαζί».

Το «αίνιγμα» του μερίσματος δεν ήταν μόνο ένα διαρκές ζήτημα χρηματοδότησης, αλλά παραμένει άλυτο. Οι Allen, et al. (2000) συνόψισαν την επικρατούσα άποψη σήμερα, όταν κατέληξαν στο συμπέρασμα, σύμφωνα με το οποίο, αν και έχουν υποβληθεί πολλές θεωρίες στη βιβλιογραφία για να εξηγήσουν τη διάχυτη παρουσία τους, τα μερίσματα παραμένουν ένα από τα πιο ακανθώδη παζλ στην εταιρική χρηματοδότηση".

Ωστόσο, σχεδόν πενήντα χρόνια από τότε, έχει δημιουργηθεί μια ευρεία βιβλιογραφία που εξετάζει την πολιτική των μερισμάτων. Σχετικά πρόσφατα, ωστόσο, οι Frankfurter et al. (2002) κατέληξαν στο ίδιο πνεύμα με τον Black, σύμφωνα με το οποίο τα μερίσματα αποτελούν στην ουσία ένα παζλ, καθώς είναι ένα χαρακτηριστικό της ενίσχυσης της αξίας των μετοχών, αλλά παράλληλα και ένα αποτέλεσμα άσκησης μιας πολιτικής από την πλευρά της διοίκησης της εταιρίας και ως εκ τούτου, είναι ένα από τα πιο απαιτητικά θέματα της σύγχρονης διοίκησης των επιχειρήσεων και γενικότερα, της οικονομικής των επιχειρήσεων.

Η έρευνα σχετικά με τη μερισματική πολιτική έδειξε όχι μόνο ότι η γενική θεωρία της οικονομικής πολιτικής για τα μερίσματα παραμένει αόριστη, αλλά και ότι η πρακτική των εταιρικών μερισμάτων ποικίλλει διαχρονικά, μεταξύ επιχειρήσεων και μεταξύ των χωρών. Οι Fama & French (2001), για παράδειγμα, καταγράφουν μια απότομη πτώση των μερισμάτων σε μετρητά που καταβάλλονται από εταιρείες που

διαπραγματεύονται στο εμπόριο (μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις) στις ΗΠΑ τα τελευταία 25 χρόνια.

Το 1973 και το 1978, το ποσοστό των εταιρειών που κατέβαλαν μερίσματα ήταν 52,8% και 66,5% αντίστοιχα, ενώ το 1999 μόνο το 20,8% των εταιρειών κατέβαλε μερίσματα. Αυτή η σημαντική μείωση του αριθμού των εταιρειών που καταβάλλουν μερίσματα οφείλεται εν μέρει στην αύξηση των επιχειρήσεων που δεν έχουν ποτέ καταβάλει μερίσματα (καθώς έχουν είτε μικρό μέγεθος, είτε λιγότερη κερδοφορία και περισσότερες επιλογές ανάπτυξης) και σε μείωση της τάσης για πληρωμή μερισμάτων ανεξάρτητα από τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων.

Ωστόσο, σε μια πρόσφατη μελέτη, οι De Angelo et al. (1999) διαπίστωσαν ότι παρόλο που ο αριθμός των εταιριών που πληρώνουν μερίσματα μειώθηκε κατά την περίοδο 1978-2000, το μέγεθος των μερισμάτων που κατέβαλαν οι αμερικανικές επιχειρήσεις έχει αυξηθεί. Οι ερευνητές δείχνουν ότι αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη συγκέντρωση των μερισμάτων και των κερδών. Για παράδειγμα, το 2000 οι 25 κορυφαίες εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα αντιπροσώπευαν περίπου το 55% των συνολικών καταβληθέντων μερισμάτων της βιομηχανίας και το 51% περίπου των συνολικών κερδών.

Σε πραγματικούς όρους, οι De Angelo et al (1999) αναφέρουν ότι το επίπεδο των μερισμάτων που καταβάλλονται από αυτές τις 25 επιχειρήσεις το 2000 υπερβαίνει το επίπεδο του 1978 κατά 9,2 δισ. δολάρια. Αυτό το παράδειγμα υπογραμμίζει ένα άλλο διαρκές χαρακτηριστικό της συζήτησης για τη μερισματική πολιτική. Οι ερευνητές συχνά διαφωνούν σχετικά με την ερμηνεία των ίδιων εμπειρικών δεδομένων.

1.2. Διαφορές μερισματικής πολιτικής

Τα πρότυπα των εταιρικών πολιτικών πληρωμών ποικίλλουν όχι μόνο με την πάροδο του χρόνου αλλά και μεταξύ των χωρών, ιδίως μεταξύ ανεπτυγμένων και των αναπτυσσόμενων κεφαλαιαγορών. Οι Glen et al. (1995) διαπίστωσαν ότι οι

μερισματικές πολιτικές στις αναδυόμενες αγορές διέφεραν από εκείνες των ανεπτυγμένων αγορών. Αναφέρουν ότι οι αναλογίες πληρωμών μερισμάτων στις αναπτυσσόμενες χώρες ήταν μόνο περίπου τα δύο τρίτα εκείνων των ανεπτυγμένων χωρών. Πιο πρόσφατα, ο Ramcharan (2001) παρατηρεί επίσης χαμηλές μερισματικές αποδόσεις για τις αναδυόμενες αγορές.

Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις στις αναδυόμενες κεφαλαιαγορές αντιμετωπίζουν περισσότερους οικονομικούς περιορισμούς και περιορισμένους πόρους για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους ευκαιριών, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη εξάρτηση από τα διαφυγόντα κέρδη και συνεπώς να οδηγήσει σε χαμηλότερους δείκτες πληρωμών. Ωστόσο, αυτή η εξήγηση είναι σε μεγάλο βαθμό κερδοσκοπική, δεδομένου ότι έχουν πραγματοποιηθεί ελάχιστες έρευνες σχετικά με τη μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές μετοχών.

Οι La Porta et al. (2000) προτείνουν ότι οι διαφοροποιήσεις της πολιτικής για τα μερίσματα μεταξύ των χωρών μπορούν να εξηγηθούν από τις διαφορές στα νομικά τους συστήματα. Διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις σε χώρες που διέπονται από το κοινό δίκαιο (καλύτερη προστασία των μετόχων) πραγματοποίησαν υψηλότερες πληρωμές μερισμάτων από τις υπόλοιπες χώρες. Για παράδειγμα, οι ερευνητές αυτοί ανέφεραν μεσοπρόθεσμο δείκτη αποδόσεων (μερίσματα / κέρδη) 37,42 τοις εκατό για το δείγμα των χωρών της πρώτης περίπτωσης και μόνο 25,11 τοις εκατό για ένα δείγμα των χωρών της δεύτερης περίπτωσης.

Οι Aivazian, et al. (2003) συνέκριναν ένα δείγμα επιχειρήσεων που λειτουργούν σε οκτώ αναδυόμενες αγορές με ένα δείγμα 99 αμερικανικών εταιρειών. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι πολιτικές μερισμάτων των επιχειρήσεων στις αναδυόμενες αγορές αντιδρούν σε μεταβλητές παρόμοιες με εκείνες στις Ηνωμένες Πολιτείες. Ωστόσο, η ευαισθησία τους σε αυτές τις μεταβλητές ποικίλλει μεταξύ των χωρών.

Σε αντίθεση με τους Glen et al. (1995), παρατήρησαν ότι, γενικά, οι δείκτες αποπληρωμής για τις επιχειρήσεις των αναδυόμενων αγορών ήταν συγκρίσιμοι με τους αντίστοιχους αμερικανικούς δείκτες. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι Aivazian et al. (2003) χρησιμοποίησε τη βάση δεδομένων της International Finance Corporation

(IFC), παρόμοια με εκείνη που χρησιμοποιείται από τους Glen et al. (1995), όπου συμπεριλήφθηκαν μόνο οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις από κάθε αναδυόμενη αγορά.

Αυτό μπορεί να επηρέασε σε κάποιο βαθμό τα αποτελέσματά τους, αλλά υπογραμμίζει, σε κάθε περίπτωση, τον αμφιλεγόμενο χαρακτήρα της μερισματικής πολιτικής.

2. Ιστορική αναδρομή στην έννοια της Μερισματικής Πολιτικής

2.1. Πρώτες αναφορές για την εφαρμογή Μερισματικής Πολιτικής

Το θέμα των εταιρικών μερισμάτων έχει μακρά ιστορία και, όπως παρατηρούν οι Frankfurter & Wood (1997), συνδέεται με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής. Τα εταιρικά μερίσματα χρονολογούνται τουλάχιστον από τις αρχές του 16ου αιώνα στην Ολλανδία και τη Μεγάλη Βρετανία όταν οι πλοίαρχοι των μεγάλων εμπορικών πλοίων του 16ου αιώνα άρχισαν να πωλούν οικονομικούς τίτλους στους επενδυτές, γεγονός που τους επέτρεπε να μοιράζονται τα έσοδα από τα ταξίδια.

Στο τέλος κάθε ταξιδιού, τα κέρδη και το κεφάλαιο διανεμήθηκαν στους επενδυτές, ρευστοποιούνταν και τερματίζονταν με αυτόν τον τρόπο η ζωή της επιχείρησης. Μέχρι τα τέλη του δέκατου έκτου αιώνα, οι εν λόγω οικονομικές απαιτήσεις άρχισαν να διαπραγματεύονται σε ανοικτές αγορές στο Άμστερνταμ και αντικαταστάθηκαν σταδιακά από μετοχές ιδιοκτησίας. Αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και τότε πολλοί επενδυτές αγόραζαν μετοχές από περισσότερους από έναν καπετάνιο για να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο που συνδέεται με αυτό το είδος της επιχειρηματικής δράσης.

Στο τέλος κάθε ταξιδιού, η εκκαθάριση της επιχείρησης εξασφάλιζε τη διανομή των κερδών στους ιδιοκτήτες και συνέβαλε στη μείωση των δυνατοτήτων απάτης από τους καπετάνιους (Baskin, 1988). Ωστόσο, καθώς η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυτών καθιερώθηκε και έγινε τακτικότερη, η διαδικασία εκκαθάρισης των περιουσιακών στοιχείων κατά την ολοκλήρωση κάθε ταξιδιού καθίστατο όλο και πιο δυσάρεστη και δαπανηρή.

Οι επιτυχίες των επιχειρήσεων αύξησαν την αξιοπιστία τους και οι μέτοχοι έγιναν πιο σίγουροι απέναντι στη διοίκησή των επιχειρήσεων (καπετάνιοι) και αυτό επιτεύχθηκε μεταξύ άλλων με την καταβολή «γενναιόδωρων μερισμάτων» (Baskin, 1988). Ως αποτέλεσμα, αυτές οι εταιρείες άρχισαν να διαπραγματεύονται ως

οντότητες που λειτουργούν και διανέμουν μόνο τα κέρδη και όχι το σύνολο του επενδυμένου σε αυτές κεφαλαίου.

Η εμφάνιση των επιχειρήσεων ως «συνεχιζόμενης δραστηριότητας» οδήγησε στη θεμελιώδη πρακτική των επιχειρήσεων να αποφασίσουν ποιο ποσοστό των εισοδημάτων τους (και όχι των περιουσιακών στοιχείων) να επιστρέψουν στους επενδυτές και με αυτόν τον τρόπο, ξεκίνησαν να λειτουργούν και να εφαρμόζονται στην πράξη οι πρώτοι κανονισμοί για τις πληρωμές μερισμάτων (Frankfurter & Wood, 1997). Σταδιακά, οι διάφορες εταιρίες άρχισαν να περιορίζουν τις πληρωμές μερισμάτων μόνο μετά την εμφάνιση κερδών.

Η ιδιοκτησιακή δομή των ναυτιλιακών εταιρειών εξελίχθηκε σταδιακά σε μορφή μετοχικών εταιρειών. Ωστόσο, οι περισσότερες εμπορικές επιχειρήσεις γενικότερα υιοθέτησαν την κοινή μετοχή ολοένα και πιο συχνά. Το 1613, η Βρετανική Εταιρεία Ανατολικής Ινδίας εξέδωσε τις πρώτες μετοχές της με ονομαστική αξία. Ωστόσο, δεν έγινε καμία διάκριση μεταξύ κεφαλαίου και κερδών (Walker, 1963). Τον δέκατο έβδομο αιώνα, η επιτυχία αυτού του τύπου εμπορικής εταιρείας φαινόταν έτοιμη να επιτρέψει τη διάδοση αυτής της μορφής επιχειρηματικής οργάνωσης ώστε να περιλαμβάνει και άλλες δραστηριότητες όπως η εξόρυξη, ο τραπεζικός τομέας, τα είδη ένδυσης και οι υπηρεσίες κοινής ωφέλειας.

Πράγματι, στις αρχές της δεκαετίας του 1700, ο ενθουσιασμός για τις δυνατότητες επέκτασης του εμπορίου και της εταιρικής μορφής είχε ως αποτέλεσμα την δημιουργία μιας κερδοσκοπικής μορφής φούσκας, η οποία κατέρρευσε θεαματικά όταν η εταιρεία South Sea Company έπεσε σε πτώχευση. Ο νόμος περί οικονομικών υπερβολών “Bubble Act” του 1711 επιβράδυνε αποτελεσματικά, αλλά δεν σταμάτησε, την ανάπτυξη της εταιρικής μορφής στη Βρετανία για σχεδόν έναν αιώνα (Walker, 1963).

2.2. Νεώτερες εξελίξεις

Στα πρώτα στάδια της ιστορίας των επιχειρήσεων, οι διευθυντές συνειδητοποίησαν τη σημασία των υψηλών και σταθερών πληρωμών μερισμάτων. Υπό ένα συγκεκριμένο τρόπο σκέψης, αυτό οφείλεται στην διαρκώς διευρυμένη αναλογία των επενδυτών που άρχισαν να αναγνωρίζουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα σε αυτήν την μορφή χρηματοοικονομικής ασφάλειας και έτσι, αναπτύχθηκε παράλληλα και η αγορά κρατικών ομολόγων.

Τα ομόλογα κατέβαλαν τακτική και σταθερή πληρωμή τόκων και οι διευθυντές των εταιρειών διαπίστωσαν ότι οι επενδυτές προτιμούν μετοχές που προσομοιάζαν σε συμπεριφορά τις ομολογίες (δηλαδή πλήρωναν τακτικό και σταθερό μέρισμα). Για παράδειγμα, η Τράπεζα της Βόρειας Αμερικής το 1781 κατέβαλε μερίσματα μετά από έξι μόνο μήνες λειτουργίας και ως αποτέλεσμα, ολόκληρος σχεδόν ο τραπεζικός κλάδος εξουσιοδότησε στην συνέχεια το διοικητικό του συμβούλιο να διανέμει τακτικά μερίσματα από τα κέρδη. Η καταβολή σταθερών μερισμάτων παρέμενε πρωταρχικής σημασίας για τους διευθυντές κατά το πρώτο μισό του 19ου αιώνα, σύμφωνα με τους Frankfurter & Wood (1997).

Εκτός από τη σημασία που αποδίδουν οι επενδυτές στη σταθερότητα των μερισμάτων, ένα άλλο θέμα της σύγχρονης πολιτικής εταιρικών μερισμάτων που ξεκίνησε στις αρχές του δέκατου ένατου αιώνα ήταν η παραδοχή σύμφωνα με την οποία, τα μερίσματα θεωρήθηκαν σύντομα ως μια σημαντική μορφή πληροφόρησης. Η έλλειψη και η απουσία αξιοπιστίας των οικονομικών στοιχείων οδήγησαν συχνά τους επενδυτές να κάνουν τις εκτιμήσεις τους για τις εταιρείες μέσω των πληρωμών μερισμάτων αντί για τα κέρδη που δηλώνονταν από αυτές.

Εν ολίγοις, οι επενδυτές αντιμετώπισαν συχνά ανακριβείς πληροφορίες σχετικά με την απόδοση μιας επιχείρησης και χρησιμοποιούσαν την πολιτική μερισμάτων ως τρόπο μέτρησης των απόψεων της διοίκησης σχετικά με τη μελλοντική απόδοση της εταιρίας. Κατά συνέπεια, η αύξηση των διαιρεμένων πληρωμών τείνει να αντανακλάται στις αυξανόμενες τιμές των μετοχών. Καθώς οι εταιρείες έλαβαν γνώση αυτού του φαινομένου, έθεσαν το ενδεχόμενο οι διαχειριστές εταιρειών να χρησιμοποιούν μερίσματα για να δηλώσουν πιθανές προοπτικές κέρδους ή και να υποστηρίξουν μια τιμή μετοχής της εταιρείας, επειδή υπέθεταν ότι οι επενδυτές μπορούν να διαβάσουν τις ανακοινώσεις μερισμάτων ως υποκατάστατο πληροφόρησής τους για την μελλοντική αύξηση των κερδών.

Συνοψίζοντας, η ανάπτυξη των πληρωμών μερισμάτων στους μετόχους έχει συνδεθεί με την ανάπτυξη της εταιρικής μορφής. Οι διευθυντές εταιρειών διαπίστωσαν έγκαιρα τη σημασία των πληρωμών μερισμάτων για την ικανοποίηση των προσδοκιών των τιμών των μετόχων. Συχνά εξομάλυναν το ύψος των μερισμάτων με την πάροδο του χρόνου, πιστεύοντας ότι οι μειώσεις μερισμάτων ενδέχεται να έχουν δυσμενείς επιπτώσεις στην τιμή των μετοχών και ως εκ τούτου, χρησιμοποίησαν τα μερίσματα ως μέσο για την ενημέρωση των πληροφοριών στην αγορά. Επιπλέον, η πολιτική των μερισμάτων θεωρείται ότι επηρεάζει την τιμή των μετοχών. Από τη δεκαετία του 1950, η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην σταθερή αξία και άλλα θέματα της πολιτικής εταιρικών μερισμάτων έχουν υποβληθεί σε μια μεγάλη συζήτηση μεταξύ των χρηματιστών. Το επόμενο τμήμα εξετάζει αυτές τις εξελίξεις αυτές κυρίως στο θέμα της μελέτης των γνωστότερων θεωριών που ασχολούνται με το θέμα της μερισματικής πολιτικής.

3. Θεωρίες μερισματικής πολιτικής

3.1. Γενικά στοιχεία

Το προηγούμενο τμήμα καθόριζε ότι η πολιτική μερισμάτων συνδέεται με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής. Διαπιστώθηκε ότι η εμφάνιση της μερισματικής πολιτικής, η οποία είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους επενδυτές, οφειλόταν, σε κάποιο βαθμό, στην εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η επένδυση σε μετοχές θεωρήθηκε αρχικά ανάλογη με την επένδυση στα κρατικά ομόλογα, επομένως η κανονικότητα των πληρωμών ήταν σημαντική. Διαπιστώθηκε επίσης ότι, ελλείψει τακτικών και ακριβών εταιρικών αναφορών, τα μερίσματα συχνά προτιμώνται έναντι των επανεπενδυόμενων κερδών από την οικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων και συχνά θεωρούνται ως καλύτερη ένδειξη της εταιρικής απόδοσης από τους δημοσιευμένους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσης. Ωστόσο, καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές αναπτύχθηκαν και έγιναν πιο αποτελεσματικές, θεωρήθηκε από μερικούς ότι η πολιτική των μερισμάτων θα καθίστατο ολοένα και πιο άσχετη προς την συμπεριφορά και τις προσδοκίες των επενδυτών. Εξάλλου, με την πάροδο του χρόνου, τέθηκε σε αμφισβήτηση ακόμη και η σημασία αυτή καθεαυτή της μερισματικής πολιτικής.

Σε γενικές γραμμές, είναι δυνατόν να εντοπιστούν τρεις κύριες και διαφορετικές θεωρίες που ασχολούνται με το θέμα της μερισματικής πολιτικής. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι η αύξηση των πληρωμών μερισμάτων αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης. Μια άλλη άποψη υποστηρίζει ότι οι υψηλές πληρωμές μερίσματος έχουν την αντίθετη επίδραση στην αξία μιας επιχείρησης, δηλαδή, μειώνει την σταθερή της αξία. Η τρίτη θεωρητική προσέγγιση δηλώνει ότι τα μερίσματα θα πρέπει να μην συνδέονται με την αξία της επιχείρησης και ότι όλη η προσπάθεια που δαπανάται για την απόφαση περί μερίσματος δεν φαίνεται να έχει ιδιαίτερη σημασία για την πορεία της επιχείρησης.

Αυτές οι απόψεις είναι ενσωματωμένες σε τρεις κεντρικές θεωρίες της μερισματικής πολιτικής: τα υψηλά μερίσματα αυξάνουν τη θεωρία της αξίας των μετοχών (το λεγόμενο επιχείρημα «bird-in-the-hand»), τα χαμηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (σύμφωνα με την υπόθεση που σχετίζει την θεωρία μερισμάτων με την φορολογική πολιτική), ενώ υπάρχει και η λεγόμενη υπόθεση της μη σύνδεσης του ύψους των μερισμάτων με την αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, η συζήτηση για τα μερίσματα δεν περιορίζεται στις τρεις αυτές προσεγγίσεις. Έχουν παρουσιαστεί αρκετές άλλες θεωρίες για τη μερισματική πολιτική, γεγονός που αυξάνει περαιτέρω την πολυπλοκότητα της ανάλυσης όλου του εύρους των θεωριών στο πεδίο αυτό. Ορισμένα από τα πιο δημοφιλή από αυτά τα επιχειρήματα είναι αυτά που αναφέρονται στο περιεχόμενο των μερισμάτων (signaling), το γνωστό στην βιβλιογραφία ως “ clientele effect” και η εφαρμογή της θεωρίας της ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους πρακτόρευσης στην θεωρία μερισμάτων.

3.2. Οι σημαντικότερες θεωρίες μερισματικής πολιτικής

Οι οικονομικοί ερευνητές έχουν κατά καιρούς δείξει ότι η πολιτική των μερισμάτων συνδέεται με την ιστορική εξέλιξη των εταιριών. Στη σύγχρονη μορφή της, ωστόσο, η θεωρία της πολιτικής για τα μερίσματα άρχισε μόνο το 1961 με τη δημοσίευση του πρωτοποριακού εγγράφου των Miller και Modigliani, που αποδεικνύει ότι υπό ορισμένες υποθέσεις, συμπεριλαμβανομένων των ορθολογικών επενδυτών και της τέλει κεφαλαιαγοράς, η αγοραία αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την μερισματική πολιτική. Η αξία της επιχείρησης καθορίζεται αποκλειστικά από τις αποφάσεις που αφορούν την κερδοφορία και τις επενδύσεις, οι οποίες είναι ανεξάρτητες από την πολιτική των μερισμάτων.

Η υπόθεση της αδιαφορίας των μερισμάτων κατέχει κεντρική θέση στην ανάπτυξη της οικονομικής θεωρίας ως επιστημονικού λόγου. Συγκεκριμένα, βοήθησε στην ενσωμάτωση της μερισματικής πολιτικής στην ευρύτερη θεωρητική πειθαρχία της χρηματοοικονομικής θεωρίας δίνοντάς της παρόμοιες θεωρητικές βάσεις. Ωστόσο, η υπόθεση της αδιαφορίας του μερίσματος είναι αρκετά αμφιλεγόμενη και η εμπειρική υποστήριξη για αυτήν είναι περιορισμένη. Σε μια προσπάθεια να

αναπτύξουν περισσότερα εμπειρικά υποστηριζόμενα μοντέλα πολιτικής μερισμάτων, οι οικονομολόγοι έχουν προτείνει μια σειρά ανταγωνιστικών θεωριών. Αυτές προσπάθησαν να εξηγήσουν τα πραγματικά πρότυπα της συμπεριφοράς των εταιρικών μερισμάτων και γιατί η πολιτική των μερισμάτων φαίνεται να είναι σχετική στον πραγματικό κόσμο, όπου δεν υπάρχουν υποθετικές τέλει αγορές. Ο προσδιορισμός των ατελειών της αγοράς που επηρεάζουν τον καθορισμό της πολιτικής για τα μερίσματα αποτέλεσε τη βάση για όλες σχεδόν τις μετέπειτα θεωρίες της πολιτικής των μερισμάτων.

Η θεωρία *bird-in-hand* (μια θεωρία πριν από τη θεωρία των Miller-Modigliani) υποστηρίζει ότι σε έναν κόσμο αβεβαιότητας και ασυμμετρίας πληροφόρησης τα μερίσματα αποτιμώνται διαφορετικά από τα κέρδη εις νέον (κέρδη κεφαλαίου). Λόγω της αβεβαιότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών, οι επενδυτές θα τείνουν συχνά να προτιμούν τα μερίσματα από τα κέρδη εις νέον. Ως αποτέλεσμα, ένας υψηλότερος λόγος αποπληρωμής θα μειώσει το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης (κόστος κεφαλαίου) και, κατά συνέπεια, θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης. Το επιχείρημα αυτό έχει επικριθεί ευρέως και δεν έχει λάβει ισχυρή εμπειρική υποστήριξη.

Η θεωρία της επίδρασης της φορολογίας υποδηλώνει ότι οι χαμηλοί δείκτες πληρωμής μερισμάτων μειώνουν τον απαιτούμενο ρυθμό απόδοσης και αυξάνουν την αποτίμηση της αγοράς των αποθεμάτων μιας επιχείρησης. Λόγω του σχετικού φορολογικού μειονεκτήματος των μερισμάτων σε σύγκριση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερη απόδοση αποθεμάτων με υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις (Brennan, 1970).

Μια άλλη στενά συνδεδεμένη θεωρία με το θέμα της μερισματικής πολιτικής είναι αυτή που αναφέρεται στην βιβλιογραφία ως η θεωρία που στηρίζεται στην υπόθεση «*clientele effect*». Σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα, οι επενδυτές ενδέχεται να προσελκύονται από τους τύπους των αποθεμάτων που ταιριάζουν με τις προτιμήσεις τους σχετικά με την κατανάλωση ή την αποταμίευση. Δηλαδή, εάν το εισόδημα από τα μερίσματα φορολογείται με υψηλότερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές (ή πελάτες) σε υψηλές φορολογικές κλίμακες ενδέχεται να προτιμούν μετοχές που δεν πληρώνουν μερίσματα ή μερίσματα χαμηλών αποδόσεων και αντίστροφα. Επίσης, η παρουσία κόστους συναλλαγών

ενδέχεται να δημιουργήσει ορισμένες ειδικές «πελατειακές» σχέσεις. Για παράδειγμα, για να αποφευχθούν τα έξοδα συναλλαγής που σχετίζονται με την πώληση μετοχών, οι μικροί επενδυτές που βασίζονται στο εισόδημα από μερίσματα για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες ρευστότητάς τους μπορεί να προτιμούν να επενδύσουν σε σταθερά μερίσματα και μερίσματα υψηλής αποπληρωμής. Για τον ίδιο λόγο, οι πλούσιοι επενδυτές που δεν βασίζονται στο εισόδημα από μερίσματα μπορούν να προσελκύνονται από τις μετοχές χαμηλών αποδόσεων. Υπάρχουν πολλές εμπειρικές μελέτες για την επαλήθευση της υπόθεσης αυτής της θεωρίας, αλλά τα ευρήματα είναι μικτά.

Παρά τη φορολογική επιβάρυνση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επιχειρήσεις μπορούν να πληρώνουν μερίσματα για να υποδείξουν τις μελλοντικές τους προοπτικές. Αυτή η εξήγηση είναι γνωστή ως το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων ή της υπόθεσης «σηματοδότησης» στην αγορά (.signalling hypothesis). Η λογική που στηρίζεται σε αυτό το επιχείρημα βασίζεται στην ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των διαχειριστών (εσωτερικών) και των εξωτερικών ενδιαφερόμενων μερών (επενδυτών), όπου οι διαχειριστές έχουν ιδιωτικές πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες επιδόσεις και τις μελλοντικές κινήσεις της επιχείρησης που δεν είναι διαθέσιμες σε τρίτους.

Με βάση την θεωρία αυτή, οι διευθυντές και οι μάνατζερ πιστεύεται ότι έχουν το κίνητρο να κοινοποιήσουν αυτές τις πληροφορίες στην αγορά. Σύμφωνα με τα μοντέλα σηματοδότησης (Miller & Rock, 1985) τα μερίσματα περιέχουν αυτές τις ιδιωτικές πληροφορίες και επομένως μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μέσον σηματοδότησης για να επηρεάσουν την τιμή της μετοχής. Η ανακοίνωση της αύξησης των μερισμάτων θεωρείται ως καλή είδηση και ως εκ τούτου η τιμή της μετοχής αντιδρά ευνοϊκά σε αυτήν και αντίστροφα.

Μόνο οι εταιρείες υψηλής ποιότητας μπορούν να στείλουν μηνύματα στην αγορά μέσω των μερισμάτων τους, καθώς οι εταιρείες χαμηλής ποιότητας δεν μπορούν να μιμηθούν τις πρώτες λόγω των δαπανών που συνεπάγεται η σηματοδότηση (π.χ. το κόστος συναλλαγών εξωτερικής χρηματοδότησης ή φορολογικές κυρώσεις επί μερισμάτων ή η στρέβλωση επενδυτικών αποφάσεων). Επιπλέον, όπως πρότεινε ο Lintner (1956), οι επιχειρήσεις δεν αυξάνουν τα μερίσματα εκτός αν το νέο επίπεδο των μερισμάτων μπορεί να διατηρηθεί

τουλάχιστον στο εγγύς μέλλον. Είναι επίσης απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα, επειδή οι διαχειριστές πιστεύουν ότι αυτό βλάπτει τη φήμη της επιχείρησης.

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των μανάτζερ και των μετόχων, μαζί με τον διαχωρισμό της κυριότητας και του ελέγχου, αποτέλεσαν τη βάση για μια άλλη εξήγηση για το γιατί η μερισματική πολιτική μπορεί να έχει σημασία, η οποία σχετίζεται με την θεωρία της πρακτόρευσης. Αυτό το επιχειρήμα βασίζεται στην υπόθεση ότι τα διευθυντικά στελέχη μπορούν να διεξάγουν ενέργειες σύμφωνα με το δικό τους συμφέρον, γεγονός που μπορεί να μην είναι πάντοτε επωφελές για τους μετόχους. Παραδείγματος χάριν, μπορούν να ξοδεύουν πλουσιοπάροχα σε προνόμια ή υπερπληροφόρηση για να διευρύνουν το μέγεθος των επιχειρήσεων τους πέρα από το βέλτιστο μέγεθος, δεδομένου ότι η αποζημίωση των στελεχών συχνά συνδέεται με το μέγεθος της επιχείρησης (Gaver & Gaver, 1993).

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, προβλέπεται ότι οι πληρωμές μερισμάτων μπορούν να μειώσουν τα προβλήματα που σχετίζονται με την ασυμμετρία των πληροφοριών. Τα μερίσματα μπορούν επίσης να χρησιμεύσουν ως μηχανισμός για τη μείωση των ταμειακών ροών υπό τον έλεγχο της διοίκησης, και έτσι να βοηθήσουν στην άμβλυνση των προβλημάτων του οργανισμού. Η μείωση των κεφαλαίων υπό τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ένταση στις κεφαλαιαγορές, με αποτέλεσμα να τίθενται υπό έλεγχο από τους προμηθευτές κεφαλαίου (Easterbrook, 1984). Μια σημαντική επίπτωση για το επιχειρήμα αυτό είναι ότι η καταβολή μερισμάτων μπορεί να έχει θετικό αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης, επειδή μειώνει το πρόβλημα της πρακτόρευσης.

3.3. Μερισματική πολιτική και αναπτυσσόμενες οικονομίες

Οι θεωρίες που συζητήθηκαν παραπάνω παρουσιάζουν διαφορετικές εξηγήσεις για τους καθοριστικούς παράγοντες της πολιτικής εταιρικών μερισμάτων και παρείχαν μερική λύση στο παζλ των μερισμάτων, καθώς η συζήτηση μεταξύ αυτών των εξηγήσεων παραμένει ανεπίλυτη. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία επικεντρώθηκε κυρίως στην εξέταση της πολιτικής των μερισμάτων στις

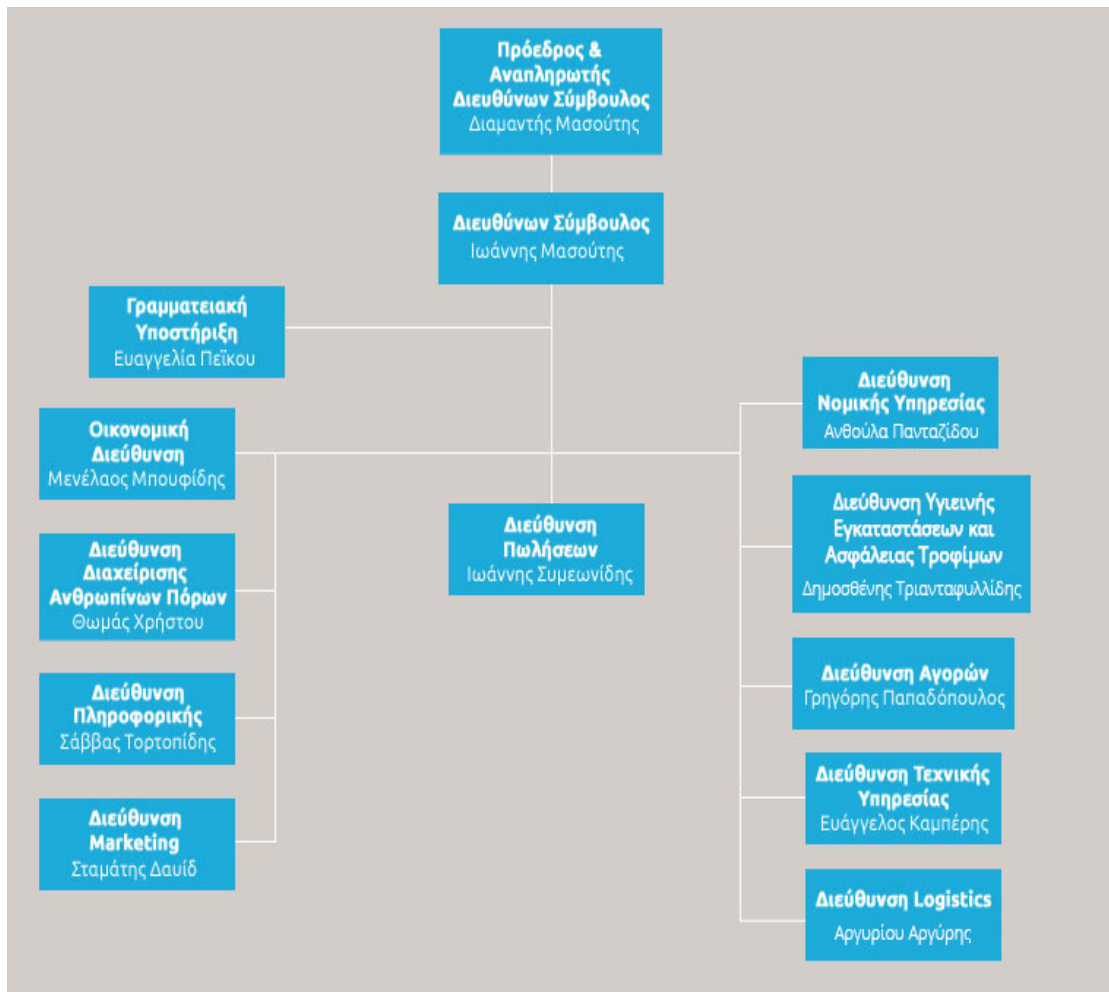
αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ. Σχετικά περιορισμένα στοιχεία υπάρχουν σε σχέση με τις αναδυόμενες αγορές. Μεταξύ των πρώτων που εξετάζουν την πολιτική εταιρικών μερισμάτων στις αναδυόμενες αγορές ήταν οι Glen et al. (1995).

Από τη δημοσίευση του Glen et al., Έχουν γίνει ορισμένες εργασίες για τη μερισματική πολιτική στις αναπτυσσόμενες χώρες, αλλά πρόσφατα ο Ramcharran (2001) παρατήρησε ότι η πολιτική των μερισμάτων στις αναδυόμενες αγορές μετοχών από την άποψη των εταιρικών οικονομικών δεν έχει εξεταστεί εμπειρικά μέχρι σήμερα. Οι συνεχείς χρηματοπιστωτικές μεταρρυθμίσεις στις αναδυόμενες αγορές, μαζί με την εγκυρότητα πιο δημοσιευμένων στοιχείων, θα ενθαρρύνουν περαιτέρω έρευνα για άλλους καθοριστικούς παράγοντες της πολιτικής για τα μερίσματα, τον αντίκτυπο του κόστους των ενδιάμεσων φορέων, των πληροφοριών και των φόρων καθώς και της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων ». Αυτό υποδηλώνει ότι πρέπει να διεξαχθεί πολύ περισσότερη έρευνα για τη μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές, αλλά και γενικότερα.

4. Η αποτίμηση της οικονομικής κατάστασης και της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας Μασούτης Α.Ε.

4.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρία.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1976 στην Θεσσαλονίκη. Το 1989 άνοιξε το πρώτο της κατάστημα εκτός του νομού Θεσσαλονίκης και συγκεκριμένα, στον νομό Χαλκιδικής. Ειδικά τα τελευταία χρόνια γνώρισε μεγάλη ανάπτυξη, γεγονός που αποτυπώνεται στην ανάλυση των οικονομικών δεικτών που ακολουθεί στην συνέχεια. Το επόμενο διάγραμμα παρουσιάζει αναλυτικά το οργανόγραμμα, το οποίο ισχύει σήμερα για την εταιρία.



Διάγραμμα 1. Το οργανόγραμμα της εταιρίας

Εξάλλου, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι βασικές αξίες της εταιρίας είναι οι εξής:

- ✓ Ποιότητα
- ✓ Ασφάλεια
- ✓ Οικονομία
- ✓ Έμφαση στα ελληνικά προϊόντα
- ✓ Εξυπηρέτηση
- ✓ Φροντίδα
- ✓ Εμποιστοσύνη
- ✓ Συνέπεια
- ✓ Ανθρώπινο πρόσωπο
- ✓ Ομαδικότητα

- ✓ Διάρκεια
- ✓ Καινοτομία
- ✓ Πνεύμα καλής συνεργασίας
- ✓ Εταιρική κοινωνική ευθύνη

4.2. Γενικά οικονομικά στοιχεία

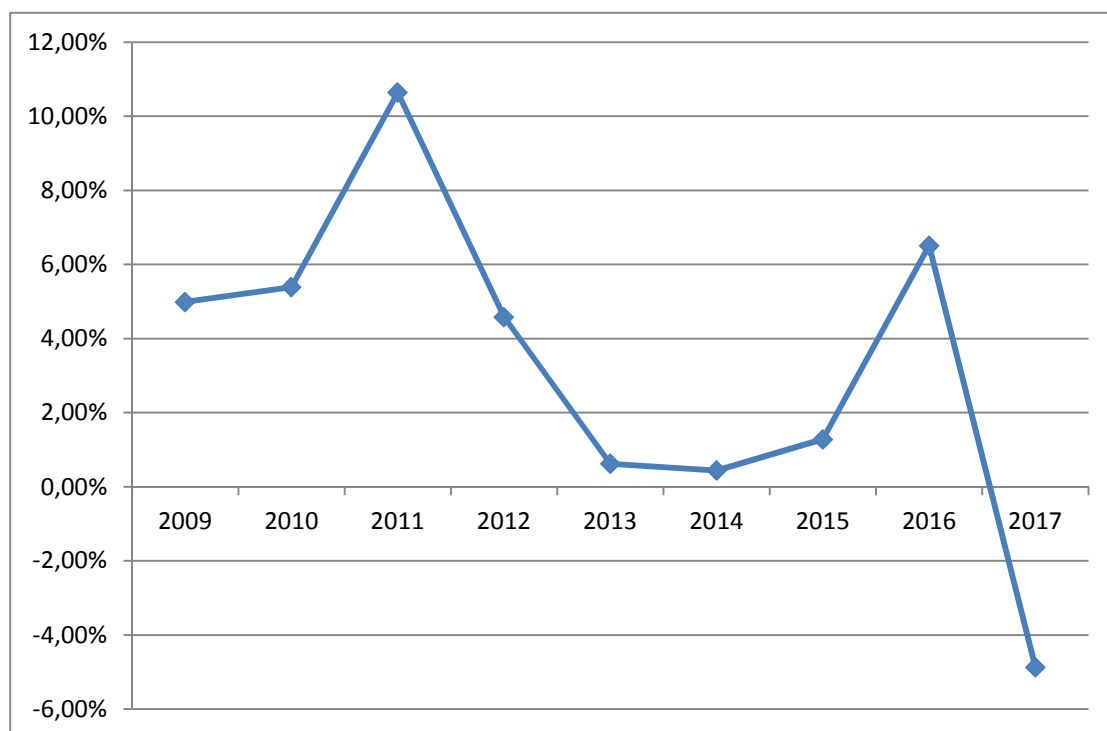
Στην συνέχεια, δίνονται πληροφορίες για μια σειρά από μεγέθη που αναφέρονται στην οικονομική δράση της επιχείρησης από το 2007 ή 2008, ανάλογα με την διαθέσιμη πληροφόρηση, μέχρι και το 2017, ώστε να διαπιστωθεί όσο αυτό είναι δυνατόν, ο βαθμός επηρεασμού της εταιρίας από την οικονομική κρίση. Αρχικά παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη των πωλήσεων της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία αύξησε σημαντικά τον όγκο των πωλήσεων της, με κυριότερες χρονιές να είναι το 2010 και το 2011, χρονιές που η οικονομική κρίση έπληξε ιδιαίτερα έντονα την ελληνική οικονομία.

Πίνακας 1. Η εξέλιξη των Πωλήσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Πωλήσεις σε ευρώ	Ρυθμός μεταβολής πωλήσεων
2008	573.550.000	
2009	602.180.000	4,99%
2010	634.630.000	5,39%
2011	702.180.000	10,64%
2012	734.350.000	4,58%

2013	738.890.000	0,62%
2014	742.176.000	0,44%
2015	751.660.000	1,28%
2016	800.583.000	6,51%
2017	761.589.000	-4,87%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 2. Ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

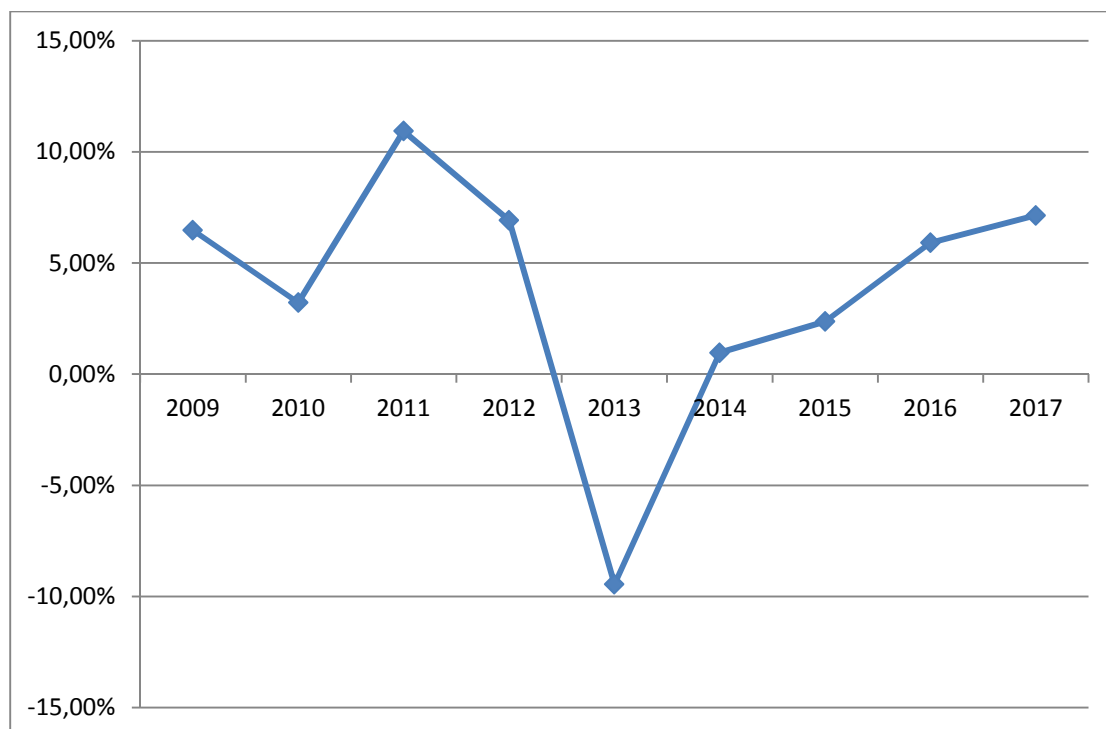
Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη των αποσβέσεων της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία διατήρησε έναν σχετικά σταθερό αριθμό αποσβέσεων.

Εξάλλου, στην διάρκεια των υπό μελέτη ετών, μόνο το 2013 εμφανίζει αρνητικό ρυθμό αποσβέσεων.

Πίνακας 2. Η εξέλιξη των Αποσβέσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αποσβέσεις σε ευρώ	Ρυθμός μεταβολής αποσβέσεων
2008	13.140.000	
2009	13.990.000	6,47%
2010	14.440.000	3,22%
2011	16.020.000	10,94%
2012	17.128.000	6,92%
2013	15.510.000	-9,45%
2014	15.661.000	0,97%
2015	16.032.000	2,37%
2016	16.980.000	5,91%
2017	18.192.000	7,14%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 3. Ο ρυθμός μεταβολής των αποσβέσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

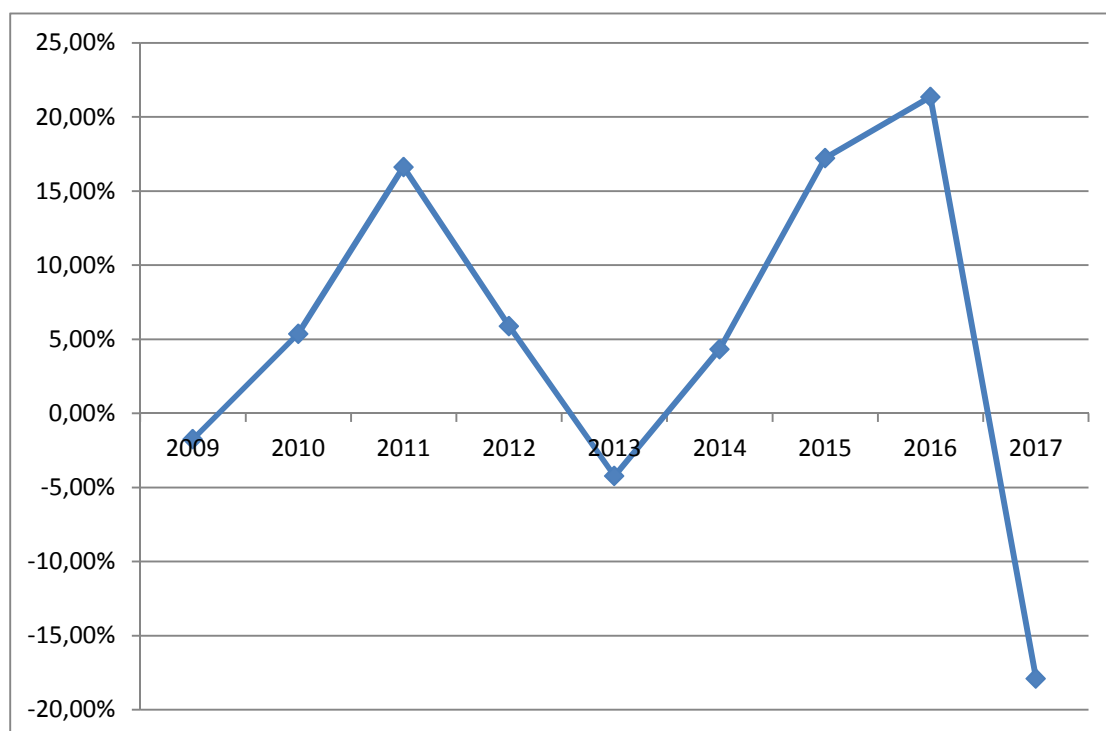
Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη των κερδών πριν από τους φόρους, τους τόκους και τις αποσβέσεις, το οποίο είναι γνωστότερο στην βιβλιογραφία ως επίπεδο EBITDA της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία διατήρησε έναν ικανοποιητικό επίπεδο EBITDA, το οποίο και πάλι, μόνο το 2013 παίρνει αρνητικές τιμές.

Πίνακας 3. Η εξέλιξη του EBITDA της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	EBITDA σε ευρώ	Ρυθμός μεταβολής EBITDA
2008	32.732.000	
2009	32.162.000	-1,74%

2010	33.890.000	5,37%
2011	39.526.000	16,63%
2012	41.853.000	5,89%
2013	40.086.000	-4,22%
2014	41.827.000	4,34%
2015	49.028.000	17,22%
2016	59.496.000	21,35%
2017	48.861.000	-17,88%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



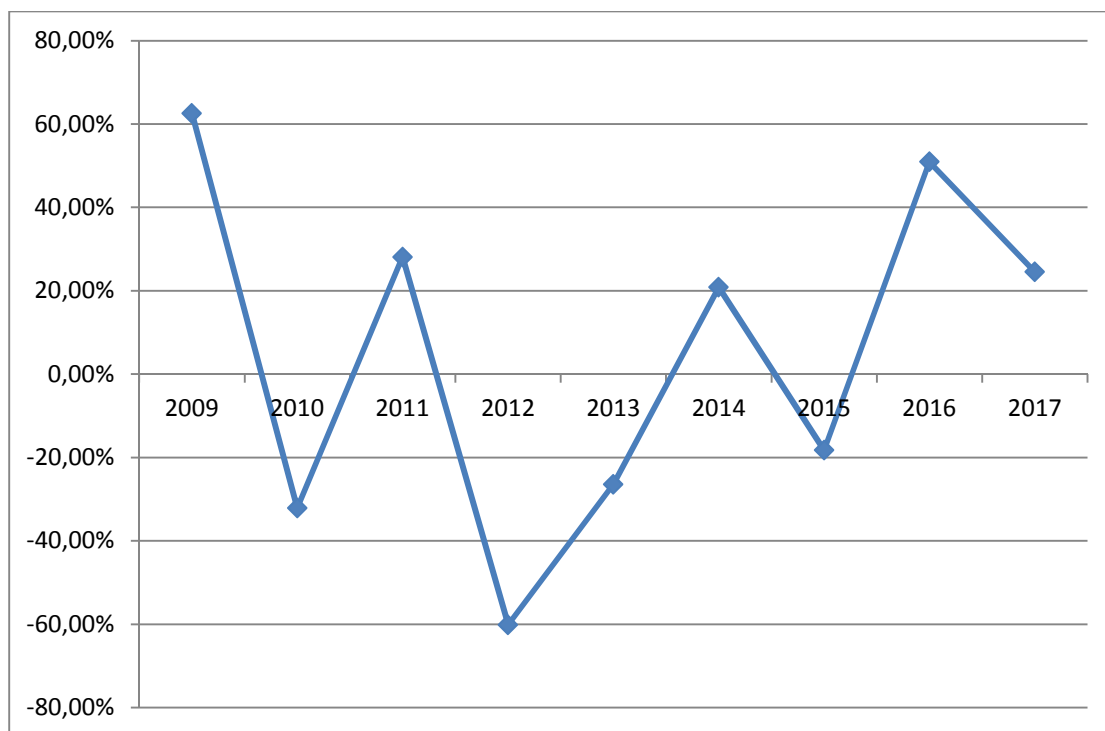
Διάγραμμα 4. Ο ρυθμός μεταβολής του EBITDA της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη των επενδύσεων της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία παρουσίασε αρκετά διαφορετικά ύψη επενδύσεων από χρονιά σε χρονιά. Αυτό αποτυπώνεται και στο διάγραμμα, όπου οι μεγάλες μεταβολές είναι αρκετά εμφανείς από χρονιά σε χρονιά.

Πίνακας 4. Η εξέλιξη των επενδύσεων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Επενδύσεις σε ευρώ	Ρυθμός μεταβολής επενδύσεων
<i>2008</i>	33.570.000	
<i>2009</i>	54.580.000	62,59%
<i>2010</i>	37.040.000	-32,14%
<i>2011</i>	47.450.000	28,10%
<i>2012</i>	18.930.000	-60,11%
<i>2013</i>	13.928.000	-26,42%
<i>2014</i>	16.834.000	20,86%
<i>2015</i>	13.768.000	-18,21%
<i>2016</i>	20.786.000	50,97%
<i>2017</i>	25.884.000	24,53%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 5. Ο ρυθμός μεταβολής των επενδύσεων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

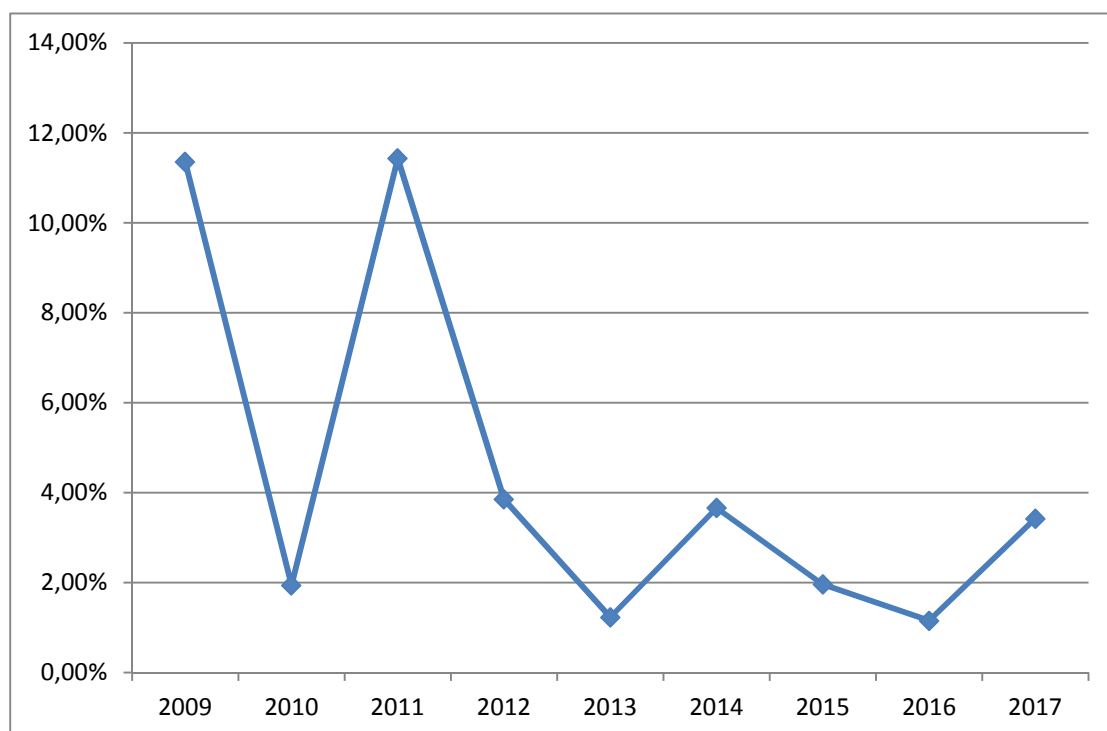
Εξάλλου, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη του αριθμού των καταστημάτων της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία παρουσίασε διαχρονική συνεχόμενη αύξηση του αριθμού των καταστημάτων της, καθώς από το 2008 μέχρι το 2017, η εταιρία αύξησε κατά 50% τον αριθμό των καταστημάτων της.

Πίνακας 5. Η εξέλιξη του αριθμού των καταστημάτων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αριθμός καταστημάτων	Ρυθμός μεταβολής αριθμού καταστημάτων
2008	185	
2009	206	11,35%

2010	210	1,94%
2011	234	11,43%
2012	243	3,85%
2013	246	1,23%
2014	255	3,66%
2015	260	1,96%
2016	263	1,15%
2017	272	3,42%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



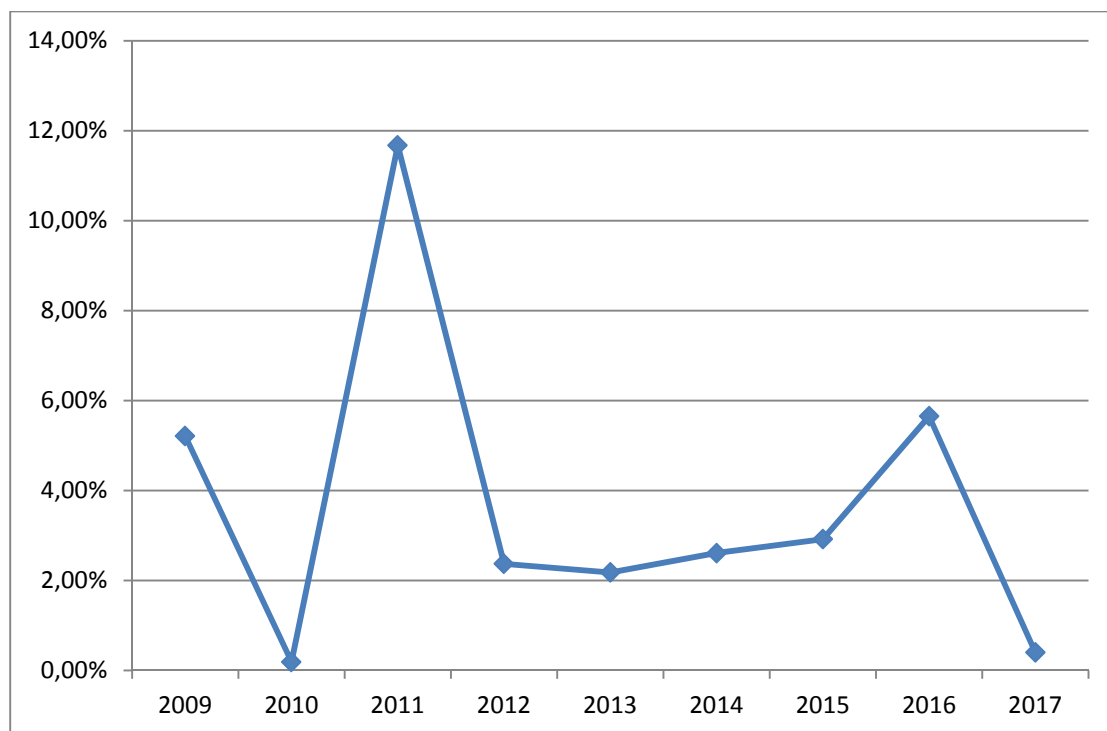
Διάγραμμα 6. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των καταστημάτων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

Τέλος, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη του αριθμού των υπαλλήλων της εταιρίας. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα, αλλά και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εταιρία παρουσίασε διαχρονική παρόμοια συνεχόμενη αύξηση του αριθμού των υπαλλήλων της, με αυτήν του αριθμού καταστημάτων της, καθώς από το 2008 μέχρι το 2017, η εταιρία αύξησε κατά 37% τον αριθμό των εργαζομένων της.

Πίνακας 6. Η εξέλιξη του αριθμού των υπαλλήλων της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αριθμός υπαλλήλων	Ρυθμός μεταβολής αριθμού υπαλλήλων
2008	4.876	
2009	5.130	5,21%
2010	5.140	0,19%
2011	5.740	11,67%
2012	5.876	2,37%
2013	6.004	2,18%
2014	6.161	2,61%
2015	6.341	2,92%
2016	6.699	5,65%
2017	6.726	0,40%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 7. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των υπαλλήλων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

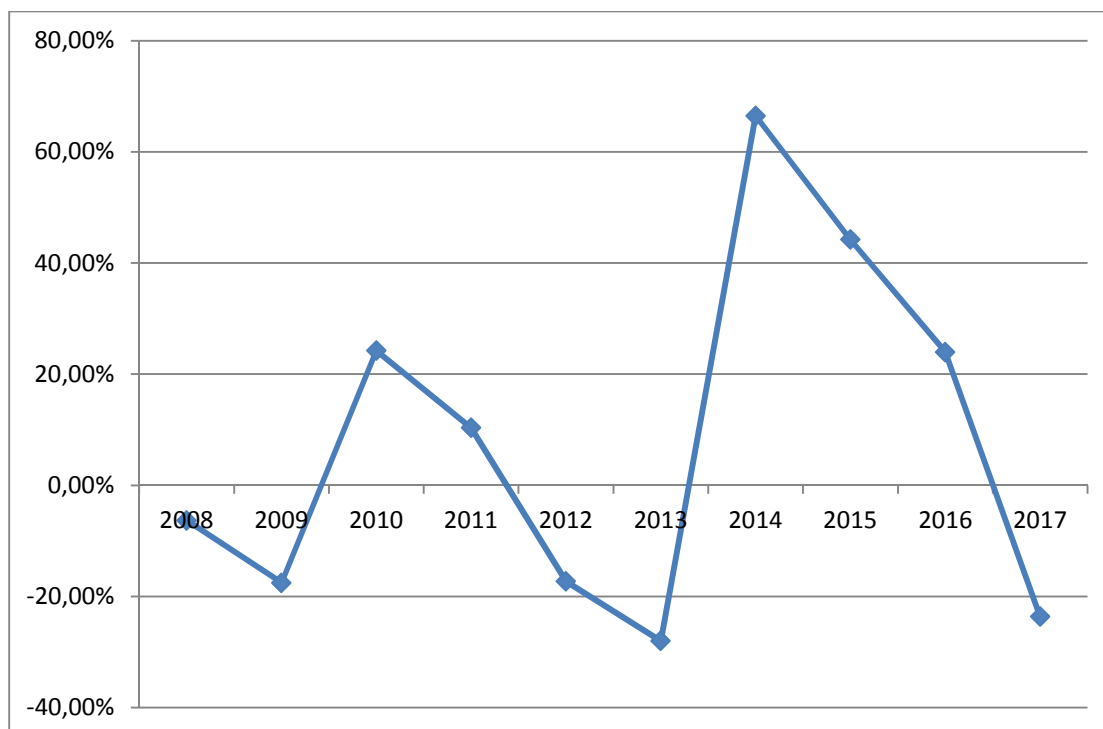
4.3. Στοιχεία Μερισματικής Πολιτικής

Στην παράγραφο αυτή παρατίθενται χρήσιμες πληροφορίες που είναι δυνατόν να βοηθήσουν στην ανάλυση της μερισματικής πολιτικής της εταιρίας, αλλά και στον υπολογισμό των σημαντικών επενδυτικών αριθμοδεικτών που παρουσιάζονται στην επόμενη παράγραφο. Αρχικά, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη των Κερδών μετά από φόρους, τα οποία, μετά από κάποιες σημαντικές μεταβολές, δείχνουν να παρουσιάζουν σταθερή αύξηση συνολικά, η οποία ξεπερνά τα επτά εκατομμύρια ευρώ στην δεκαετία.

Πίνακας 7. Η εξέλιξη των Κερδών μετά από φόρους σε ευρώ της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Καθαρά Κέρδη	Ρυθμός μεταβολής Καθαρών Κερδών
<i>2007</i>	13.399.000	
<i>2008</i>	12.553.000	-6,31%
<i>2009</i>	10.353.000	-17,53%
<i>2010</i>	12.863.000	24,24%
<i>2011</i>	14.197.000	10,37%
<i>2012</i>	11.745.000	-17,27%
<i>2013</i>	8.459.000	-27,98%
<i>2014</i>	14.083.000	66,49%
<i>2015</i>	20.311.000	44,22%
<i>2016</i>	25.181.000	23,98%
<i>2017</i>	19.242.000	-23,59%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 8. Ο ρυθμός μεταβολής των κερδών μετά από φόρους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

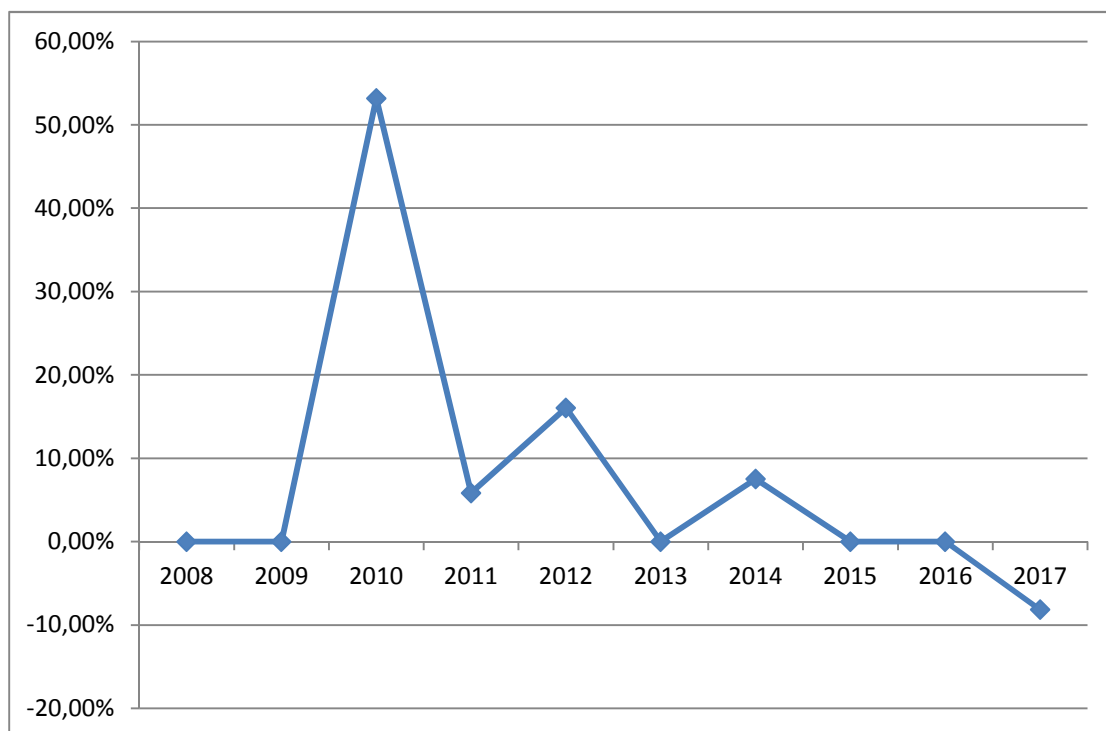
Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη του αριθμού των μετοχών της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα και του διαγράμματος που ακολουθούν, ο αριθμός των μετοχών μετά από τέσσερις αυξήσεις που σημειώθηκαν αυτά τα χρόνια, υπερδιπλασιάστηκε.

Πίνακας 8. Η εξέλιξη του αριθμού των μετοχών της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Μετοχές	Ρυθμός μεταβολής αριθμού μετοχών
2007	276.500	
2008	276.500	0,00%

2009	276.500	0,00%
2010	423.550	53,18%
2011	448.272	5,84%
2012	520.217	16,05%
2013	520.217	0,00%
2014	559.298	7,51%
2015	559.298	0,00%
2016	559.298	0,00%
2017	513.635	-8,16%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 9. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμού των μετοχών της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

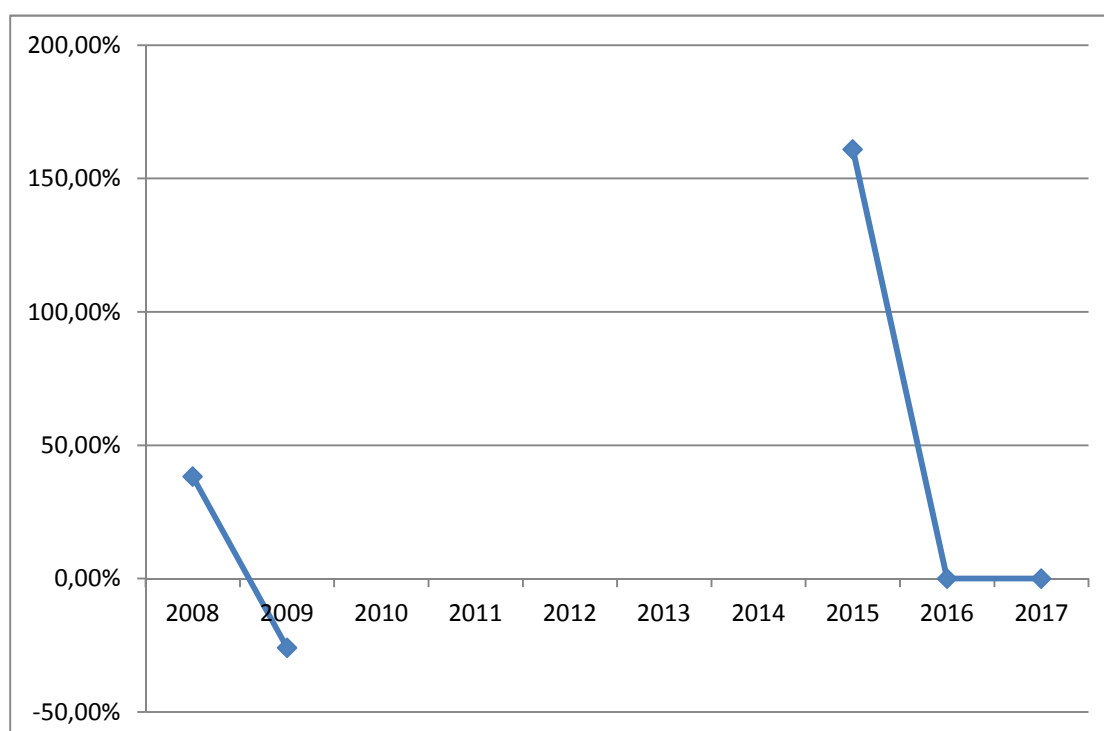
Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα και του διαγράμματος που ακολουθούν, μόνο τρία από τα συνολικά έντεκα έτη της υπό μελέτη χρονικής περιόδου δεν διαμοιράστηκε κεφάλαιο στους μετόχους, με το μέσο κεφάλαιο να ανέρχεται περίπου στα 9 εκατομμύρια ευρώ.

Πίνακας 9. Η εξέλιξη του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Διαμοιρασθέν στους μετόχους, κεφάλαιο	Ρυθμός μεταβολής του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους
<i>2007</i>	7.810.000	
<i>2008</i>	10.800.000	38,28%
<i>2009</i>	8.000.000	-25,9%
<i>2010</i>	0	
<i>2011</i>	3.500.000	
<i>2012</i>	0	
<i>2013</i>	0	
<i>2014</i>	4.600.000	

2015	12.000.000	160,87%
2016	12.000.000	0,00%
2017	12.000.000	0,00%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 10. Η εξέλιξη του διαμοιρασθέντος κεφαλαίου στους μετόχους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

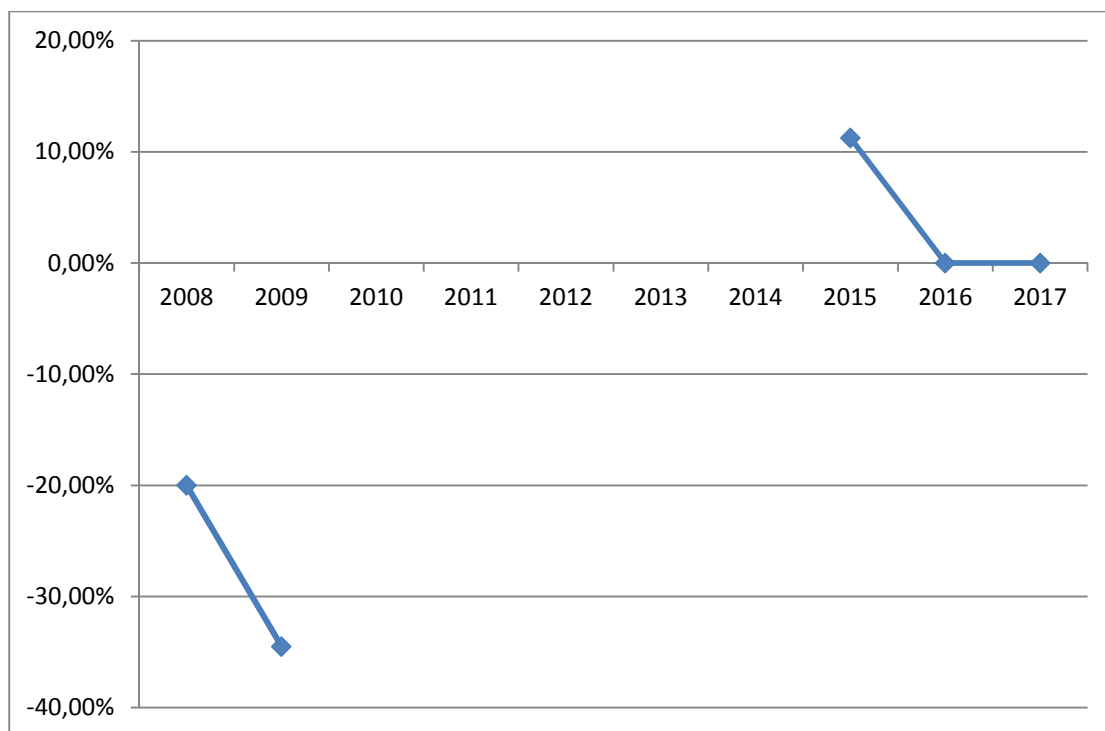
Στην συνέχεια, παρουσιάζονται στοιχεία για την εξέλιξη του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους της εταιρίας της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα και του διαγράμματος που ακολουθούν, μόνο τρία από τα συνολικά έντεκα έτη της υπό μελέτη χρονικής περιόδου δεν διαμοιράστηκε μέρισμα στους μετόχους, με το μέσο κεφάλαιο να ξεπερνά τα είκοσι

ευρώ και να εμφανίζεται σταθερό τα τελευταία τρία χρόνια της συγκεκριμένης περιόδου.

Πίνακας 10. Η εξέλιξη του ύψους του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Διαμοιρασθέν στους μετόχους, μέρισμα	Ρυθμός μεταβολής του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους
<i>2007</i>	36,16	
<i>2008</i>	28,93	-19,99%
<i>2009</i>	18,95	-34,50%
<i>2010</i>	0	
<i>2011</i>	16,42	
<i>2012</i>	0	
<i>2013</i>	0	
<i>2014</i>	21,43	
<i>2015</i>	23,84	11,25%
<i>2016</i>	23,84	0,00%
<i>2017</i>	23,84	0,00%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 11. Ο ρυθμός μεταβολής του διαμοιρασθέντος μερίσματος στους μετόχους της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

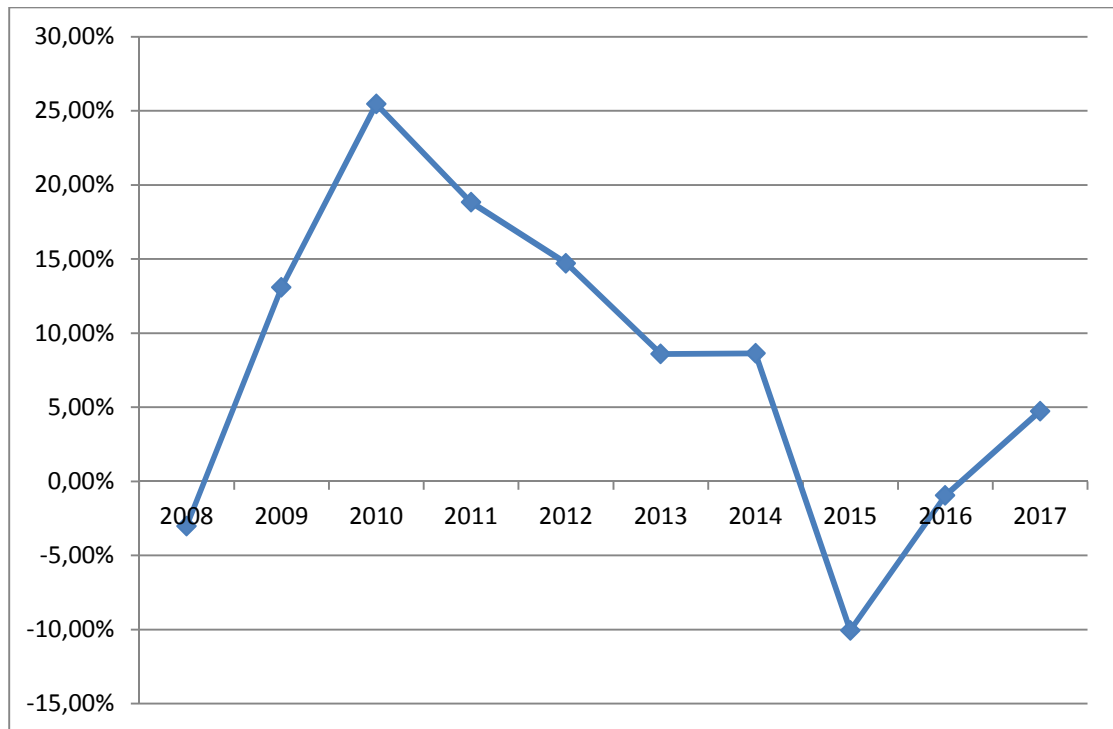
Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστούν και τα στοιχεία που αφορούν στην εξέλιξη του Ιδίου Κεφαλαίου της εταιρίας, καθώς αυτό θα χρησιμοποιηθεί στην επόμενη παράγραφο για τον υπολογισμό των επενδυτικών αριθμοδεικτών. Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα και του διαγράμματος που ακολουθούν, μόνο δυο από τα συνολικά έντεκα έτη της υπό μελέτης χρονικής περιόδου τα ίδια κεφάλαια μειώθηκαν κατά 3 και 10% αντίστοιχα, ενώ συνολικά, παρουσίασαν αύξηση μεγαλύτερη του 100% από την αρχή της περιόδου.

Πίνακας 11. Η εξέλιξη των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Ίδια Κεφάλαια	Ρυθμός μεταβολής των Ιδίων Κεφαλαίων
2007		
2008		
2009		
2010		
2011		
2012		
2013		
2014		
2015		
2016		
2017		

<i>2007</i>	52.482.000	
<i>2008</i>	50.894.000	-3,03%
<i>2009</i>	57.552.000	13,08%
<i>2010</i>	72.204.000	25,46%
<i>2011</i>	85.801.000	18,83%
<i>2012</i>	98.430.000	14,72%
<i>2013</i>	106.889.000	8,59%
<i>2014</i>	116.122.000	8,64%
<i>2015</i>	104.437.000	-10,06%
<i>2016</i>	103.448.000	-0,95%
<i>2017</i>	108.351.000	4,74%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 12. Ο ρυθμός μεταβολής των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.4. Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Στην παρούσα παράγραφο λαμβάνει χώρα ο υπολογισμός και η παρουσίαση των αποτελεσμάτων συγκεκριμένων επενδυτικών αριθμοδεικτών, οι οποίοι χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση της μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Ο αριθμοδείκτης που επιλέχτηκε να υπολογιστούν είναι οι εξής

1. Μεταβολή Κερδών προ φόρων
2. Αριθμοδείκτης Κερδών ανά μετοχή
3. Αριθμοδείκτης της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή
4. Η εσωτερική αξία της μετοχής
5. Η τιμή προς την εσωτερική αξία της μετοχής
6. Ο λόγος του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή και
7. Ο αριθμοδείκτης της μερισματικής απόδοσης

Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι καθώς η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο Αθηνών, δεν βρέθηκαν διαθέσιμα στοιχεία για στην τιμή της μετοχής, πέραν αυτών που αναφέρονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, σχετικά με την ονομαστική αξία των μετοχών, η οποία είναι σταθερή και ίση με 30 ευρώ. Με αυτήν την έννοια, τα αποτελέσματα των δεικτών έχουν συγκεκριμένα όρια ανάλυσης.

4.4.1. Μεταβολή Κερδών προ φόρων

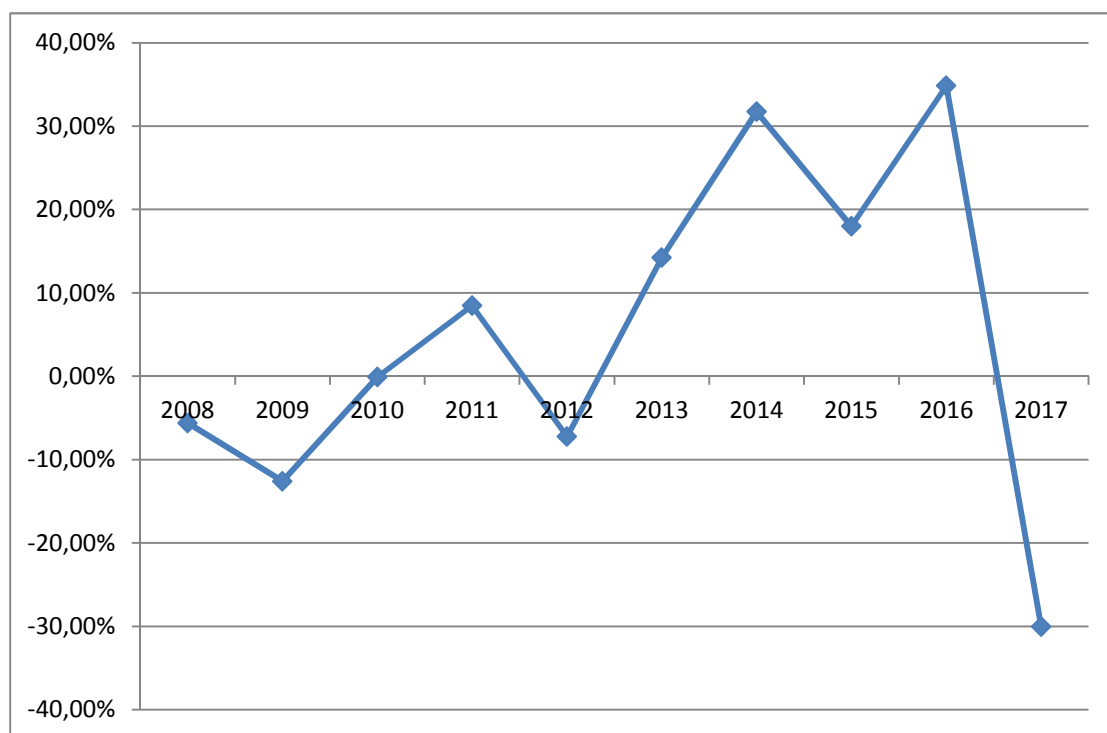
Αρχικά παρουσιάζεται η εξέλιξη των Κερδών προ φόρων της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρατίθενται στον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθεί, τα κέρδη της εταιρίας μέσα στα χρόνια της κρίσης αυξήθηκαν σε ποσοστό πάνω από 50%. Εξάλλου, από τις έντεκα χρονιές, οι περισσότερες ήταν κερδοφόρες, με τις υπόλοιπες να αποτελούν χρονιές σημαντικών επενδύσεων για την εταιρία.

Πίνακας 12. Η εξέλιξη των Κερδών προ φόρων της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017.

Έτος	Κέρδη προ φόρων	Ρυθμός μεταβολής των κερδών προ φόρων
2007	18.555.000	
2008	17.515.000	-5,60%
2009	15.312.000	-12,58%
2010	15.297.000	-0,10%
2011	16.594.000	8,48%

2012	15.394.000	-7,23%
2013	17.583.000	14,22%
2014	23.164.000	31,74%
2015	27.333.000	18,00%
2016	36.858.000	34,85%
2017	25.798.000	-30,01%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 13. Ο ρυθμός μεταβολής των Κερδών προ φόρων της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.4.2. Αριθμοδείκτης Κερδών ανά μετοχή

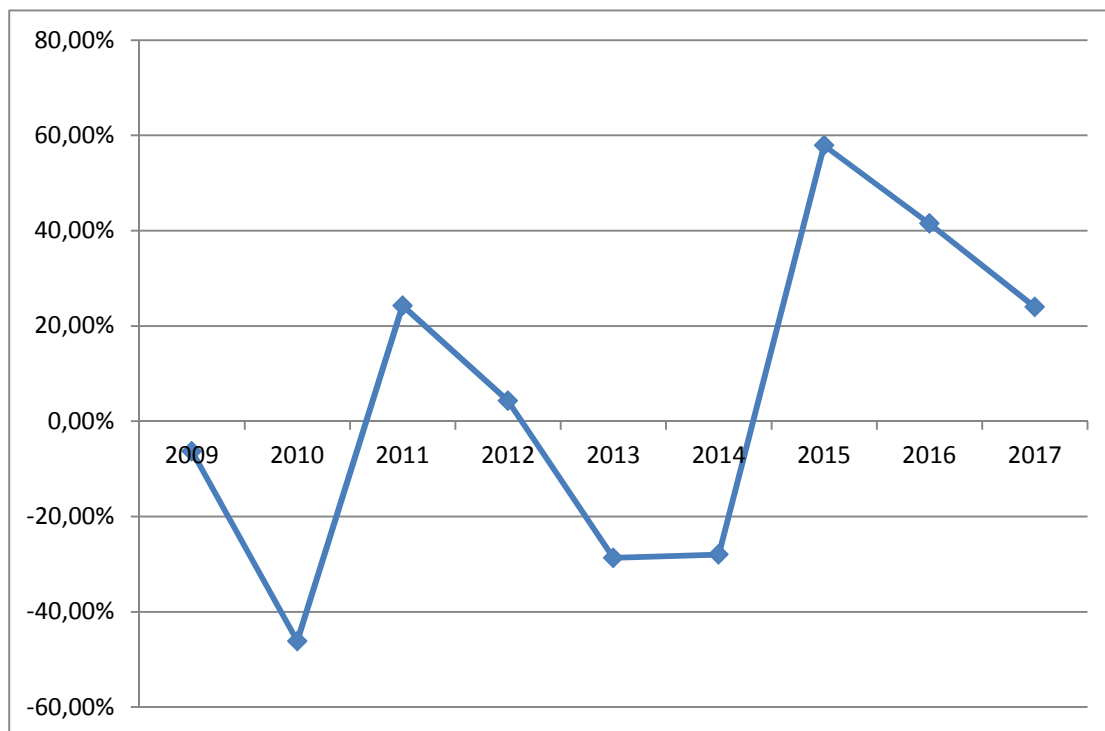
Στην συνέχεια παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σημειώνεται ότι η τιμή της μετοχής θεωρήθηκε η ονομαστική αξία των μετοχών, η οποία ανέρχεται στα 30 ευρώ, όπως προκύπτει από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της εταιρίας, όπου προσδιορίζεται και ο μέσος αριθμός των μετοχών της. Όπως είναι αναμενόμενο, ο δείκτης αυτός παρουσίασε σημαντικές μεταβολές, όμως η γενική του τάση ήταν θετική.

Πίνακας 13. Η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αριθμοδείκτης Κερδών ανά μετοχή	Ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή
2008	48,46	-
2009	45,40	-6,31%
2010	24,44	-46,17%
2011	30,37	24,26%
2012	31,67	4,28%
2013	22,58	-28,70%
2014	16,26	-27,99%
2015	25,67	57,87%
2016	36,32	41,49%

2017	45,02	23,95%
------	-------	--------

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 14. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη Κερδών ανά μετοχή της εταιρίας Μασούτης ΑΕ για την περίοδο 2008- 2017. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.4.3. Αριθμοδείκτης της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή

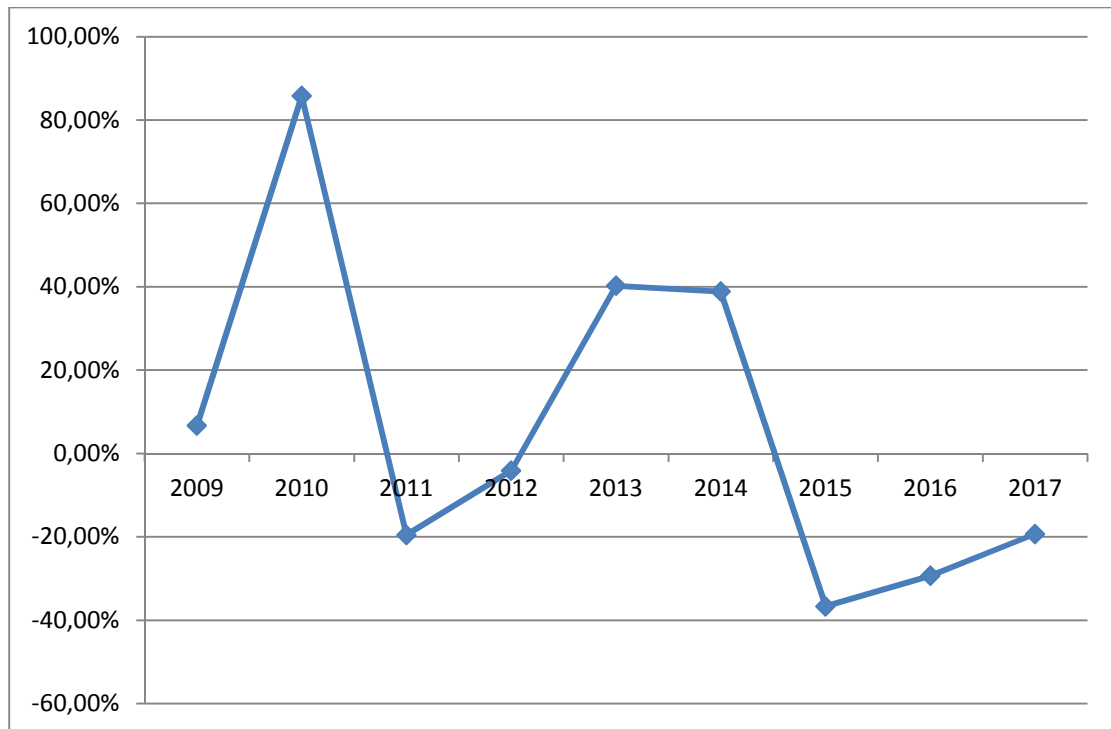
Στην συνέχεια παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σημειώνεται ότι η τιμή της μετοχής θεωρήθηκε η ονομαστική αξία των μετοχών, η οποία ανέρχεται στα 30 ευρώ, όπως προκύπτει από τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις της εταιρίας, όπου προσδιορίζεται και ο μέσος αριθμός των μετοχών της. Όπως είναι αναμενόμενο, ο δείκτης αυτός παρουσίασε παρόμοια εξέλιξη με τον προηγούμενο

αριθμοδείκτη, καθώς χρησιμοποιήθηκε σταθερή τιμή για τις μετοχές, η ονομαστική τους αξία.

Πίνακας 14. Η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αριθμοδείκτης της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή	Ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή
2008	61,91%	-
2009	66,08%	6,74%
2010	122,75%	85,76%
2011	98,78%	-19,53%
2012	94,73%	-4,10%
2013	132,86%	40,25%
2014	184,50%	38,87%
2015	116,87%	-36,66%
2016	82,60%	-29,32%
2017	66,64%	-19,32%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 15. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη της τιμής της μετοχής προς τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

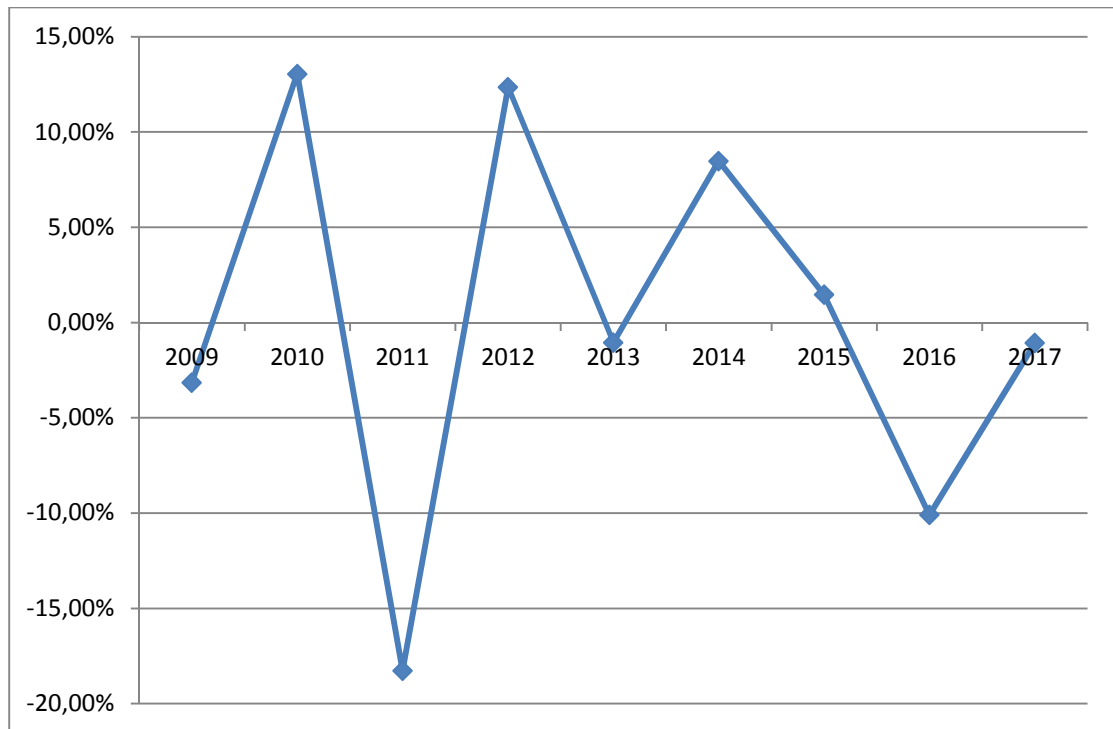
4.4.4. Η εσωτερική αξία της μετοχής

Στην συνέχεια παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Σημειώνεται ότι ο τύπος από τον οποίο προκύπτει η τιμή αυτού του αριθμοδείκτη είναι το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών της εταιρίας. Όπως προκύπτει από τα στοιχεία του πίνακα και του διαγράμματος που ακολουθούν, η εσωτερική αξία των μετοχών της εταιρίας είναι διαχρονικά πολύ υψηλότερη από την ονομαστική της αξία.

Πίνακας 15. Η εξέλιξη της εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Εσωτερική αξία της μετοχής	Ρυθμός μεταβολής της εσωτερικής αξίας της μετοχής
<i>2008</i>	190	-
<i>2009</i>	184	-3,16%
<i>2010</i>	208	13,04%
<i>2011</i>	170	-18,27%
<i>2012</i>	191	12,35%
<i>2013</i>	189	-1,05%
<i>2014</i>	205	8,47%
<i>2015</i>	208	1,46%
<i>2016</i>	187	-10,10%
<i>2017</i>	185	-1,07%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 16. Ο ρυθμός μεταβολής του Αριθμοδείκτη της εσωτερικής αξίας της μετοχής από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.4.5. Η τιμή προς την εσωτερική αξία της μετοχής

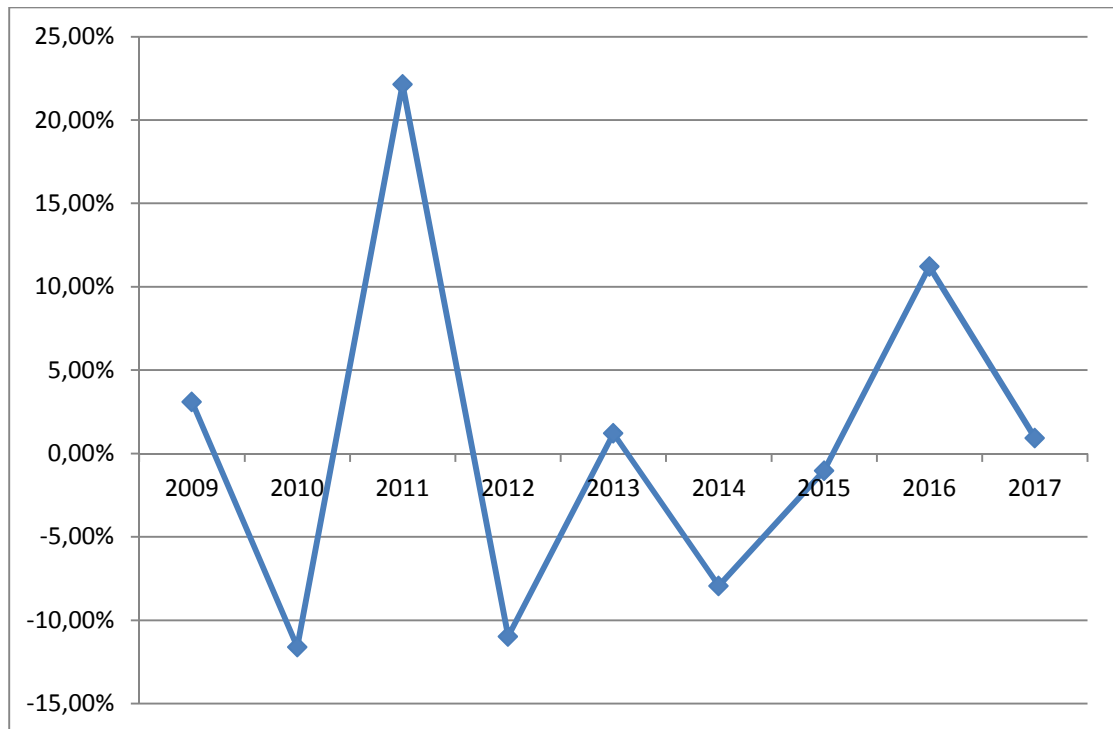
Στην συνέχεια παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Είναι αναμενόμενο και σε αυτήν την περίπτωση, καθώς η τιμή της μετοχής ήταν σταθερή, ο εξέλιξη αυτού του δείκτη να είναι παρόμοια με αυτήν του δείκτη που προηγήθηκε.

Πίνακας 16. Η εξέλιξη της τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Τιμή προς Εσωτερική αξία της μετοχής	Ρυθμός μεταβολής της τιμής προς την

		εσωτερική αξία της μετοχής
<i>2008</i>	15,81%	-
<i>2009</i>	16,30%	3,10%
<i>2010</i>	14,41%	-11,60%
<i>2011</i>	17,60%	22,14%
<i>2012</i>	15,67%	-10,97%
<i>2013</i>	15,86%	1,21%
<i>2014</i>	14,60%	-7,94%
<i>2015</i>	14,45%	-1,03%
<i>2016</i>	16,07%	11,21%
<i>2017</i>	16,22%	0,93%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 17. Ο ρυθμός μεταβολής της τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ.

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

4.4.6. Ο λόγος του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή

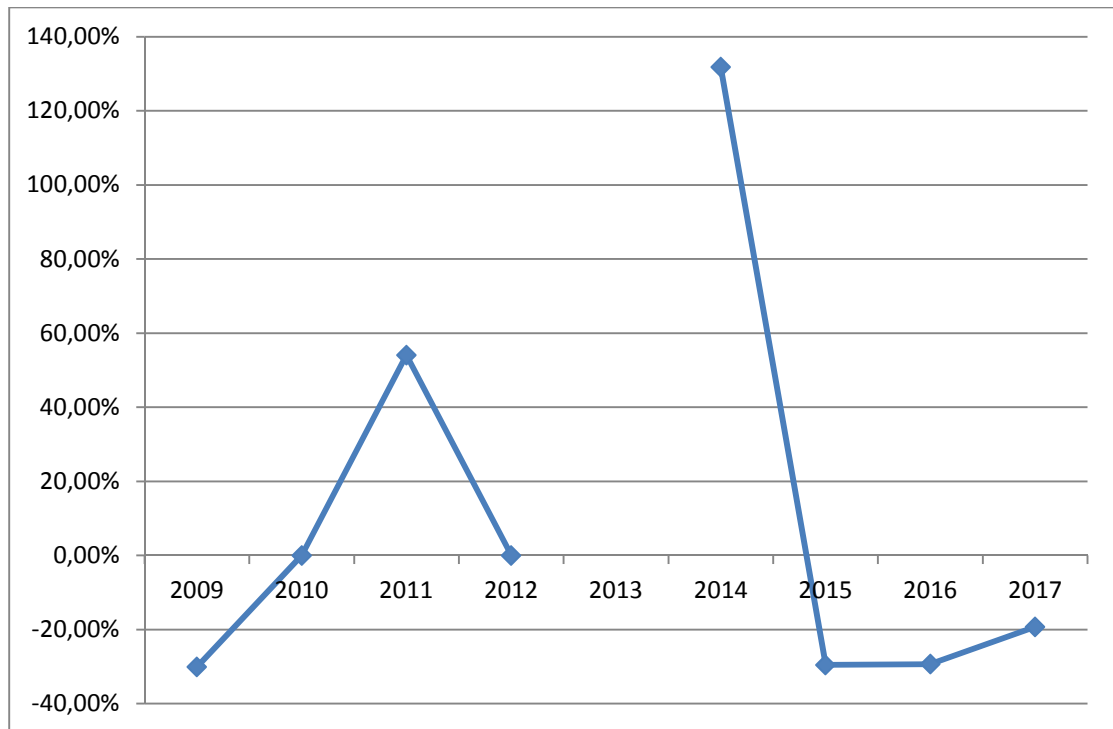
Στην συνέχεια παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017. Για τις χρονιές που διαμοιράστηκε μέρισμα, ο λόγος αυτός παρουσιάζει έντονη μεταβλητότητα, καθώς παρουσιάζει σημαντικές μεταπτώσεις. Σημειώνεται ότι το 2009 ήταν μόλις 40%, ενώ το 2014 ξεπερνούσε το 130%.

Πίνακας 17. Η εξέλιξη του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Μέρισμα προς Κέρδη	Ρυθμός μεταβολής του

	ανά μετοχή	μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή
<i>2008</i>	59,70%	-
<i>2009</i>	41,74%	-30,08%
<i>2010</i>	0,00%	-
<i>2011</i>	54,07%	54,07%
<i>2012</i>	0,00%	-
<i>2013</i>	0,00%	
<i>2014</i>	131,80%	131,80%
<i>2015</i>	92,87%	-29,54%
<i>2016</i>	65,64%	-29,32%
<i>2017</i>	52,95%	-19,33%

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 18. Ο ρυθμός μεταβολής του μερίσματος προς τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

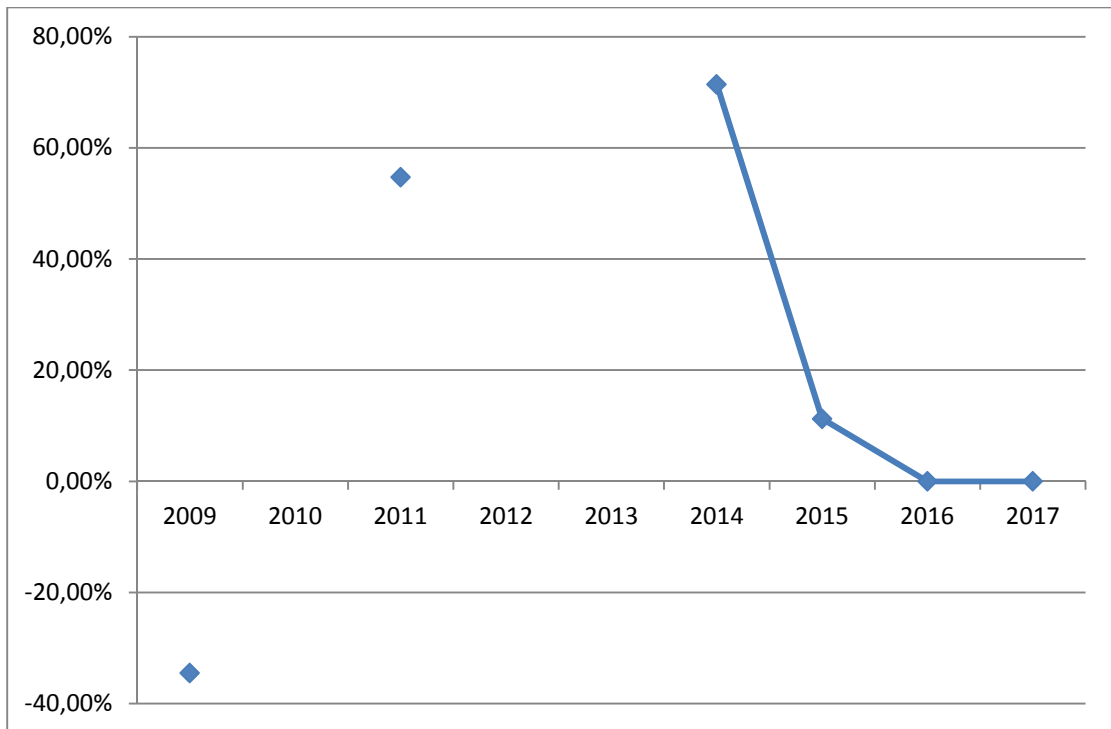
4.4.7. Ο αριθμοδείκτης της μερισματικής απόδοσης

Τέλος παρουσιάζεται η εξέλιξη του Αριθμοδείκτη της μερισματικής απόδοσης της εταιρίας από το 2007 μέχρι και το 2017, ο οποίος δείχνει την αναλογία του μερίσματος προς την τιμή της μετοχής. Σύμφωνα με τα στοιχεία που παρατίθενται στον πίνακα και το διάγραμμα που ακολουθεί, ο λόγος αυτός κυμάνθηκε από το 50 μέχρι το 90% περίπου για τα χρόνια που η εταιρία αποφάσισε να διαμοιράσει μέρισμα στους μετόχους της.

Πίνακας 18. Η εξέλιξη του αριθμοδείκτη της μερισματικής απόδοσης της εταιρίας από το 2008 μέχρι και το 2017.

Έτος	Αριθμοδείκτης μερισματικής απόδοσης	Ρυθμός μεταβολής του αριθμοδείκτη μερισματικής απόδοσης
<i>2008</i>	96,43%	-
<i>2009</i>	63,17%	-34,49%
<i>2010</i>	0,00%	
<i>2011</i>	54,73%	54,73%
<i>2012</i>	0,00%	
<i>2013</i>	0,00%	
<i>2014</i>	71,43%	71,43%
<i>2015</i>	79,47%	11,26%
<i>2016</i>	79,47%	0,00
<i>2017</i>	79,47%	0,00

Πηγή: Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις Μασούτης Α.Ε., 2007-2017.



Διάγραμμα 19. Ο ρυθμός μεταβολής του αριθμοδείκτη μερισματικής απόδοσης της εταιρίας από το 2009 μέχρι και το 2017 της εταιρίας Μασούτης ΑΕ. Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα.

Συμπεράσματα

Η μερισματική πολιτική αποτέλεσε αντικείμενο πολλών θεωρητικών και εμπειρικών ερευνών, κατά την διάρκεια της εξέλιξης των οικονομικών των επιχειρήσεων και των χρηματοοικονομικών οικονομικών. Προτάθηκαν πολλές θεωρίες, οι οποίες προσπαθούσαν να ερμηνεύσουν ή και να προβλέψουν την εξέλιξη της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων και να την συνδέσουν με την γενικότερη οικονομική τους απόδοση.

Η παρούσα μελέτη επικεντρώθηκε στην μελέτη των οικονομικών επιδόσεων μιας από τις σημαντικότερες επιχειρήσεις στον ελληνικό χώρο στον κλάδο των τροφίμων, που είναι η Μασούτης Α.Ε, η οποία δραστηριοποιείται στην ελληνική οικονομία πάνω από 40 χρόνια. Η έρευνα που έλαβε χώρα ήταν προσανατολισμένη στις πιθανές επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης στην πορεία της επιχείρησης και για τον λόγο αυτό, το χρονικό διάστημα που επιλέχτηκε αφορούσε τα έτη από το 2007 μέχρι και σήμερα.

Το βασικό συμπέρασμα στο οποίο είναι δυνατόν να καταλήξει κανείς από την μελέτη των στοιχείων που παρουσιάστηκαν είναι το ότι, σε γενικές γραμμές, η εταιρία δεν φάνηκε να επηρεάζεται ιδιαίτερα από την οικονομική κρίση, καθώς φαίνεται αυτή να την πέτυχε σε ένα σημείο του οικονομικού της κύκλου ιδιαίτερα αναπτυξιακό. Η μελέτη των επιμέρους στοιχείων δείχνει ότι η ανοδική πορεία της εταιρίας ήταν σχεδόν χωρίς διακοπή σε όλη την υπό μελέτη δεκαετία, καθώς η επιχείρηση διαρκώς μεγάλωνε τον αριθμό των καταστημάτων και των υπαλλήλων της, διευρύνοντας τα κέρδη της. Τα χρόνια κατά τα οποία δεν παρουσίασε θετικά αποτελέσματα, κατά κανόνα ήταν χρόνια τα οποία πραγματοποίησε σημαντικές επενδύσεις. Τις χρονιές αυτές δεν προχώρησε σε διανομή μερίσματος, ακόμη κι όταν υπήρχαν κέρδη.

Σε γενικές γραμμές, τέλος, δεν είναι δυνατόν να εξαχθούν πολλά συμπεράσματα για την μερισματική πολιτική της εταιρίας, αν και η πρόθεση της να διανέμει λελογισμένα μερίσματα είναι παραπάνω από εμφανής. Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι αν και δεν είναι εμφανής η επίδραση της οικονομικής κρίσης στα

οικονομικά και επενδυτικά αποτελέσματα της εταιρίας, δεν είναι αβάσιμο να υποθέσει κανείς ότι η επιχείρηση επηρεάστηκε στον βαθμό που όλοι οι οικονομικοί παράγοντες της χώρας επηρεάστηκαν από το γενικότερο αρνητικό οικονομικό κλίμα που επικρατούσε και ότι, σε περίπτωση που το κλίμα ήταν ευνοϊκότερο, κατά πάσα πιθανότητα, οι επιδόσεις της εταιρίας θα ήταν ακόμη καλύτερες.

Βιβλιογραφία

Aivazian, V., Booth, L., Cleary, L. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *The Journal of Financial Research* 26: 371-387.

Allen, F., Bernardo, A., Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance*. 55:2499-2536.

Baskin, J. (1988) The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600-1914: Overcoming Asymmetric Information, *The Business History Review*. 62:199-237.

Bishop, S., Crapp, H., Faff, R., Twite, G. (2000). *Corporate Finance*. Sydney: Prentice Hall Inc.

Black, F., Scholes, M. (1974) The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*. 1:1-22.

Brennan, M. (1970) Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*. 23:417-427.

De Angelo, H., De Angelo, L., Skinner, D. (1996). Reversal of Fortune: Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth, *Journal of Financial Economics*. 40:341-371.

Easterbrook, F. (1984). Two Agency Costs Explanations of Dividends, *American Economic Review*. 74:650-659.

Fama, E., French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*. 60:3-43.

Frankfurter, G., Kosedag, A., Schmidt, H., Topalov, M. (2002). The Perception of Dividends By Management. *Journal of Psychology and Financial Markets* 3:202-217.

Frankfurter, G., Wood, B. (1997). The Evolution of Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial Education*. 23:16-33.

Gaver, J., Gaver, K. (1993). Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16:125-160.

Glen, J., Karmokolias, Y., Miller, R., Shah, S. (1995). Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets. Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/325441468741588836/Dividend-policy-and-behavior-in-emerging-markets-to-pay-or-not-to-pay>. [5/12/2018].

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*. 55:1-33.

Lease, R., Kose J., Avner K., Loewenstein, U., Sarig, O. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston: Harvard Business School Press.

Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*. 46:97-113.

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

Miller, M., Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance*. 40:1031-1051.

Ramcharran, H. (2001). An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets. *Emerging Markets Quarterly*. 5:39-49.

Walter, J. (1963). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. *Journal of Finance*. 18:280-291.

Μασούτης Α.Ε. (2007- 2017). Ετήσιες Οικονομικές Εκθέσεις 2007- 2017. Διατίθενται στον διαδικτυακό τόπο: <https://www.masoutis.gr/Company/FinancialData>. [1/12/2018].