

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ»



**«Η αντίδραση των τιμών των μετοχών σε μερισματικές ανακοινώσεις:
Η περίπτωση της Ελλάδας»**

Διπλωματική εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛ.ΜΕ.ΠΑ

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση

από τον:

Γιώργο Καζανάκη

Ηράκλειο

Οκτώβριος 2022

« Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη-εμπορικός, μη-κερδοσκοπικός, αλλά εκπαιδευτικός-ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λπ.) του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

«Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την Σ.Ε. του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΕΛ.ΜΕ.ΠΑ, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Κανονισμό Διπλωματικών Εργασιών του ΠΜΣ «Χρηματοοικονομική Διοίκηση». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Καθηγητής Χ. Φλώρος (Επιβλέπων)
- Καθηγητής Δ. Κυρίκος (Μέλος)
- Επίκουρος Καθηγητής Γ. Γαλυφιανάκης (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από την Σ.Ε. δεν υποδηλώνει την αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στην ολοκλήρωση της παρούσης διπλωματικής διατριβής θερμές ευχαριστίες οφείλω να αποδώσω στον διευθυντή του ΠΜΣ και Αντιπρύτανη του Πανεπιστημίου Καθηγητή κ. Χρήστο Φλώρο, ο οποίος ανέλαβε και την επίβλεψη αυτής της εργασίας. Οι γνώσεις που παρείχε μέσα από τις διαλέξεις των μαθημάτων καθώς και οι οδηγίες που έδωσε κατά την διάρκεια της συγγραφής έπαιξαν σημαντικό ρόλο στην επιλογή του θέματος και στην διεκπεραίωση της. Επιπλέον, πολλές ευχαριστίες οφείλονται και στους διδάσκοντες του ΠΜΣ, Επίκουρο Καθηγητή κ. Γεώργιο Γαλυφιανάκη και Αναπληρωτή Καθηγητή κ. Ευάγγελο Τσουκάτο, για τις χρήσιμες υποδείξεις τους κατά την διάρκεια των μαθημάτων πάνω στην συγγραφή ερευνητικών εργασιών, οι οποίες υπήρξαν πολύ σημαντικές για την ορθή συγγραφή της παρούσης μελέτης. Επίσης, ευχαριστίες αξίζουν σε όλους τους διδάσκοντες στον κύκλο του ΠΜΣ για την έμπρακτη στήριξη σε όλους τους φοιτητές κατά την διάρκεια των μαθημάτων. Ακόμα, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω και σε όλους τους συναδέλφους ΜΦ στο ΠΜΣ της «Χρηματοοικονομικής Διοίκησης» για την χρήσιμη αλληλεπίδραση μεταξύ τους, η οποία βοήθησε στην κατανόηση των όσων διδαχθήκαμε, και η οποία θεωρώ ότι κάνει εφικτή την κατάκτηση της γνώσης από τον άνθρωπο.

Ευγνωμοσύνη χρωστάω, ακόμα στην οικογένειά μου για όλη την στήριξη που μου παρείχε για όλο αυτό το διάστημα. Οφείλονται θερμές ευχαριστίες σε αυτούς τους ανθρώπους που με στήριξαν ηθικά και ουσιαστικά και με ενθάρρυναν στην απόφασή μου αυτή να παρακολουθήσω το ΠΜΣ. Τους ευχαριστώ για την έμπρακτη στήριξη και τις θυσίες τους, τόσο σε προπτυχιακό όσο και σε μεταπτυχιακό επίπεδο.

Τέλος, ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στον Θεό, που στην πορεία μου αυτή στον δρόμο της γνώσης, μου επέτρεψε να παρακολουθήσω το ΠΜΣ της «Χρηματοοικονομικής Διοίκησης».

Στην οικογένειά μου

Περιεχόμενα

| | |
|--|----|
| 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ | 1 |
| 2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ | 2 |
| 2.1 θεωρία της μη-σχετικότητας των μερισμάτων | 2 |
| 2.1.1 το μοντέλο των Modigliani-Miller | 2 |
| 2.1.2 εμπειρικές μελέτες | 6 |
| 2.2 Η θεωρία του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι» | 10 |
| 2.2.1 το βασικό επιχείρημα | 10 |
| 2.2.2 το αποτέλεσμα της πελατείας | 12 |
| 2.2.3 εμπειρικές μελέτες | 14 |
| 2.3 Η θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων | 18 |
| 2.3.1 το μοντέλο μερικής προσαρμογής του Lintner | 18 |
| 2.3.2 το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων | 20 |
| 2.3.3 εμπειρικές μελέτες | 24 |
| 2.4 Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης | 29 |
| 2.4.1 το βασικό επιχείρημα | 29 |
| 2.4.2 η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών | 33 |
| 2.4.3 εμπειρικές μελέτες | 35 |
| 3. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ | 38 |
| 3.1 Η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα | 39 |
| 3.2 Η μερισματική πολιτική κατά την περίοδο κρίσεων | 44 |
| 3.3 Δεδομένα και μεθοδολογία | 49 |
| 3.3.1 Δεδομένα | 49 |
| 3.3.2 Μεθοδολογία | 50 |
| 4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ | 54 |
| 4.1 Περιγραφικά στατιστικά | 54 |
| 4.2 Εμπειρικά αποτελέσματα | 58 |
| 4.3 Αποτελέσματα τεστ Wilcoxon | 63 |
| 5. ΣΥΖΗΤΗΣΗ | 65 |
| 6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ | 70 |
| 7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 71 |
| 8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ | 98 |

Κατάλογος πινάκων, σχημάτων και γραφημάτων

| | |
|---|----|
| Πίνακας 3.1: μερισματικές ανακοινώσεις Ελληνικών επιχειρήσεων ανά έτος..... | 41 |
| Σχήμα 3.1: περίοδος εκτίμησης και διάστημα γεγονότος για το γεγονός μιας μερισματικής ανακοίνωσης..... | 52 |
| Πίνακας 4.1: περιγραφικά στατιστικά εταιριών πληρωτών και μη-πληρωτών για τα έτη 2007-2021 | 54 |
| Πίνακας 4.2 μέρος Α: περιγραφικά στατιστικά εταιριών μη-πληρωτών ανά πενταετία..... | 56 |
| Πίνακας 4.2 μέρος Β: περιγραφικά στατιστικά εταιριών-πληρωτών ανά πενταετία..... | 56 |
| Πίνακας 4.3: ημερήσιες μέσες υπερβάλλουσες και σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις εταιριών-πληρωτών και μη-πληρωτών..... | 58 |
| Γράφημα 4.1: σωρευτικές υπερ-αποδόσεις για τις εταιρίες-πληρωτές και μη-πληρωτές..... | 62 |
| Πίνακας 4.4: Αποτελέσματα ελέγχων στατιστικά σημαντικών διαφορών..... | 64 |
| Γράφημα 3.1 μέρος Α: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ανά περιοχές..... | 88 |
| Γράφημα 3.1 μέρος Β: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν Ευρωπαϊκών χωρών | 88 |
| Γράφημα 3.2 μέρος Α: Ρυθμός αύξηση του ΑΕΠ ανά περιοχές..... | 89 |
| Γράφημα 3.2 μέρος Β: Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ Ευρωπαϊκών χωρών | 89 |
| Γράφημα 3.3: Ποσοστό ανεργίας χωρών του ΟΟΣΑ..... | 90 |
| Γράφημα 3.4: Ποσοστό σχηματισμού σταθερού κεφαλαίου χωρών του ΟΟΣΑ..... | 90 |
| Γράφημα 3.5: Ιστορικές τιμές του δείκτη μεταβλητότητας V _{XV} | 91 |

Περίληψη

Σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να εξετάσει την επίδραση των μερισματικών ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών των εισηγμένων Ελληνικών επιχειρήσεων. Ειδικότερα, επιθυμούμε να εξετάσουμε εάν υπάρχει κάποια ιδιαίτερη αντίδραση της Ελληνικής αγοράς μετοχών σε κοντινές περιόδους από μια ανακοίνωση σχετική με τα μερίσματα και εάν η αντίδραση αυτή είναι συνεχής ή για μεμονωμένες ημέρες. Η μελέτη αφορά σε ένα δείγμα ανακοινώσεων για μια περίοδο από το 2007 μέχρι το 2021, η οποία χαρακτηρίζεται από πολλαπλές κρίσεις για το Ελληνικό περιβάλλον. Επιπλέον, μας ενδιαφέρει να δούμε αν η Ελληνική αγορά αποτιμά θετικά τις εταιρίες που αποφασίζουν να διανέμουν μερίσματα σε περιόδους κρίσεων. Μια τυπική μεθοδολογία ανάλυσης οικονομικών γεγονότων αξιοποιείται για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων των μετοχών για την περίοδο που εξετάζουμε. Οι υπολογισμοί γίνονται με βάση το προσαρμοσμένο μοντέλο της αγοράς ενώ ένας έλεγχος t χρησιμοποιείται για να ελεγχθεί η σημαντικότητα των μη-κανονικών αποδόσεων. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά ευνοϊκά στην ανακοίνωση μιας καταβολής μερίσματος για αρκετές μέρες πριν και μετά από μια ανακοίνωση. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με την θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και ενισχύει την υπόθεση ότι η διανεμητική πολιτική που υιοθετεί η διοίκηση επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, η Ελληνική αγορά φαίνεται να αποτιμά θετικά επιχειρήσεις που αποφασίζουν να μην διακόψουν τις πληρωμές προς τους μετόχους, ακόμα και σε περιόδους περιορισμένης ρευστότητας και μειωμένης κερδοφορίας.

Λέξεις-κλειδιά: μερίσματα, μέτοχοι, ανακοινώσεις, αποδόσεις, κρίση

Abstract

The main objective of this study is to examine the impact of dividend announcements on the stock prices of Greek listed firms. Specifically, we wish to examine if there is a reaction of the Greek stock market near periods of a dividend payment occurs and if so, whether it is continuous or for specific days. This study examines an announcement sample for a period from 2007 to 2021, which is characterized by multiple crises in the Greek environment. Moreover, we are interested to see whether the Greek market values positively the companies who decide to distribute dividends during crises. A standard event study methodology is used for the calculation of the stocks' abnormal returns for the examined period. Calculations are made using the market-adjusted model and a t-test is used to check for abnormal returns significance. The results show that the market reacts favorably in the announcement of a dividend payment for multiple days before and after the announcement is made. This result is consistent with the dividend information content theory and reinforces the hypothesis that the distribution policy a company's management adopts is influential to its value. Subsequently, the Greek market seems to value positively companies who decide not to omit their dividends even during periods of limited liquidity and reduced profitability.

Keywords: dividends, shareholders, announcements, returns, crisis

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής εξακολουθεί να απασχολεί ερευνητές διεθνώς καθώς τόσο οι διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις όσο και οι εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει έρχονται πολύ συχνά σε αντικρουόμενα συμπεράσματα. Παρόλο, που αρκετές έρευνες επισημαίνουν ότι η υιοθέτηση νέων μορφών καταβολής έχει μειώσει την σημασία που έχουν τα μερίσματα για άτομα εντός και εκτός της επιχείρησης, εντούτοις, τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι η αγορά εξακολουθεί να συνδέει την πορεία της επιχείρησης με τις ανακοινώσεις που κάνει για την πολιτική διανομής της. Αυτή τη σύνδεση επιθυμούμε να εξετάσουμε στην παρούσα έρευνα για την Ελληνική οικονομία. Ιδιαίτερα, θέλουμε να εξετάσουμε πως η Ελληνική αγορά αποτιμά τις ανακοινώσεις που κάνουν οι εταιρίες σχετικά με την πολιτική διανομής σε μία περίοδο που χαρακτηρίζεται από αρκετές διακυμάνσεις για την Ελληνική οικονομία καθώς αυτή έρχεται αντιμέτωπη με τις προκλήσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης αλλά και της πρόσφατης υγειονομικής κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, επιθυμούμε να εξετάσουμε αν η τιμές των μετοχών των εισηγμένων Ελληνικών επιχειρήσεων αντιδρούν κατά τις ημέρες ανακοίνωσης ενός μερίσματος και, αν υπάρχει κάποια αντίδραση, κατά πόσο διάστημα διαρκεί. Δεύτερον, θέλουμε να διαπιστώσουμε αν η συμπεριφορά της αγοράς άλλαξε κατά την διάρκεια μεγάλων κρίσεων και τρίτον, κατά πόσο επηρεάστηκαν οι αποφάσεις των διοικήσεων για μερίσματα από τις συνέπειες αυτών των προκλήσεων. Το Ελληνικό περιβάλλον κρίνεται ενδιαφέρον για μια τέτοια έρευνα καθώς όχι μόνο χαρακτηρίζεται από σημαντικές διαφορές στην νομοθεσία για τα μερίσματα σε σχέση με άλλες χώρες αλλά και διότι η πορεία της μέσα από την Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007 ήταν αρκετά διαφορετική από ότι στο διεθνές περιβάλλον. Η παρούσα έρευνα κρίνεται χρήσιμη για επενδυτές, στελέχη επιχειρήσεων αλλά και μελετητές προκειμένου να δοθεί μια σαφέστερη εικόνα για την σημασία που έχουν τα μερίσματα για την Ελληνική αγορά. Μελετώνται δευτερογενή δεδομένα επιχειρήσεων εισηγμένων στο Ελληνικό χρηματιστήριο. Μια δυσκολία που αντιμετωπίστηκε κατά την διάρκεια της έρευνας ήταν η δυσκολία συλλογής δεδομένων για τις μερισματικές ανακοινώσεις των επιχειρήσεων λόγω της έλλειψης ενός συγκροτημένου ημερολογίου μερισμάτων για την Ελληνική αγορά. Συλλέχθηκαν ημερήσια δεδομένα για τις εταιρίες αυτές για μια περίοδο από το

2007 μέχρι το 2021 και πληροφορίες για τις μερισματικές ανακοινώσεις από τους διαδικτυακούς τόπους του Χρηματιστηρίου Αξιών και των μελετώμενων επιχειρήσεων. Μια τυπική ανάλυση οικονομικών γεγονότων (event study methodology) χρησιμοποιήθηκε για τους σκοπούς της έρευνας ενώ διενεργήθηκε και ένας έλεγχος Wilcoxon για την διερεύνηση ύπαρξης σημαντικών διαφορών μεταξύ χρονικών περιόδων. Η ανάλυση των δεδομένων έγινε με την χρήση των υπολογιστικών φύλλων MS Excel και του οικονομετρικού προγράμματος Gretl. Η διάρθρωση της εργασίας έχει ως εξής: στο δεύτερο κεφάλαιο ακολουθεί μια παρουσίαση των κυριότερων θεωριών που αφορούν την μερισματική πολιτική μαζί με επισκόπηση σχετικών ερευνών. Στο τρίτο κεφάλαιο ακολουθεί μια εμβάθυνση στο περιβάλλον της αγοράς και στο χρονικό ορίζονται που εξετάζονται και ακολουθεί η κύρια περιγραφή της μεθοδολογίας της εργασίας. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της ανάλυσης ενώ στο πέμπτο ακολουθεί μια συζήτηση και μια ερμηνεία πάνω σε αυτές με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Τέλος, το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα κύρια συμπεράσματα και ολοκληρώνει την έρευνα.

2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 θεωρία της μη-σχετικότητας των μερισμάτων

2.1.1 το μοντέλο των Modigliani-Miller

Από τις πιο σημαντικές δημοσιεύσεις που αφορούν την μερισματική πολιτική αποτελεί η μελέτη που δημοσίευσαν οι νομπελίστες Merton Miller και Franco Modigliani το 1961 (9938 αναφορές¹) με την οποία ανέπτυξαν την θεωρία τους ότι, σε μία «τέλεια» αγορά, η αξία της επιχείρησης δεν σχετίζεται με την πολιτική των μερισμάτων της. Αυτή η εργασία αποτέλεσε και την αφορμή για τον εκτενή διάλογο που υφίσταται μέχρι και σήμερα για την σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής καθώς ερχόταν σε ρήξη με την μέχρι τότε πεποίθηση ότι η επιλογή μιας επιχείρησης για τα μερίσματα μπορεί να

¹ Google scholar.com

αυξήσει την αξία της. Πιο αναλυτικά, πριν το άρθρο των Modigliani-Miller στο Journal of Business θεωρούνταν ότι οι επιχειρήσεις που πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα θα πρέπει να πωλούν τις μετοχές τους σε υψηλότερη τιμή λόγω της προτίμησης των επενδυτών προς αυτές, μία άποψη που είναι γνώστη στην βιβλιογραφία με τον όρο η υπόθεση του «κάλιο πέντε και στο χέρι». Σε αντιπαράθεση του επιχειρήματος αυτού οι Modigliani και Miller αναπτύσσουν το μαθηματικό τους μοντέλο στο οποίο αποδεικνύουν την μη σχετικότητα των μερισμάτων.

Για την κατασκευή του υποδείγματός τους οι Modigliani και Miller αξιοποιούν τις εξής βασικές υποθέσεις:

1. «Τέλειες κεφαλαιαγορές»
2. «Ορθολογική συμπεριφορά»
3. «Πλήρης βεβαιότητα»

Για να εξειδικεύσουμε αυτές τις βασικές υποθέσεις, με τον όρο της τέλειας κεφαλαιαγοράς οι Modigliani και Miller αναφέρονται στην αγορά τίτλων στην οποία δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών στις αγοραπωλησίες των μετοχών αλλά ούτε και «τριβές» φόρων² που να κάνουν τους επενδυτές προσκείμενους σε κάποιον συγκεκριμένο τρόπο πληρωμής. Δεύτερον, η αγορά χαρακτηρίζεται από τέλεια και συμμετρική πληροφόρηση, οπότε όλοι οι εμπλεκόμενοι έχουν ίση πρόσβαση σε οποιαδήποτε νέα πληροφορία που αφορά κάποια μετοχή και δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, όπως αμοιβές χρηματιστών. Επιπλέον, στο πλαίσιο της τέλειας κεφαλαιαγοράς, κανένας κάτοχος τίτλου δεν μπορεί να προβεί σε κάποια ιδιαίτερη συναλλαγή ώστε να επηρεάσει την τιμή μιας μετοχής σε σημαντικό βαθμό καθώς κανένα μέλος της αγοράς δεν είναι αρκετά ισχυρό για να προκαλέσει κάποια αξιολογική μεταβολή.

Όσον αφορά την δεύτερη υπόθεση της ορθολογικής συμπεριφοράς, οι Modigliani και Miller αναφέρονται στα κίνητρα που καθορίζουν τις συναλλαγές των επενδυτών. Κατά

² Αξίζει να επισημανθεί ότι η επίδραση των φόρων για τους Modigliani-Miller μπορεί να αφορά τόσο στην ελαφρύτερη φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών όσο και στην φορολόγηση στην συναλλαγή ενός τίτλου.

τους ίδιους, κάθε επενδυτής «θα προτιμά περισσότερο πλούτο παρά λιγότερο» και θα συναλλάσσονται ανεξάρτητα από το αν η αύξηση αυτή είναι συνέπεια εισροής μετρητών ή από μια αύξηση της αξίας της επενδυτικής τους θέσης.

Ακόμα, οι Modigliani και Miller υιοθετούν και την υπόθεση της πλήρους βεβαιότητας την οποία χρησιμοποιούν για να ελέγξουν την επίδραση που έχουν οι διαφορές των αξιογράφων. Συγκεκριμένα, με την υπόθεση αυτή αναφέρουν ότι κάθε επενδυτής γνωρίζει με βεβαιότητα το επενδυτικό πρόγραμμα καθώς και τα μελλοντικά κέρδη κάθε επιχείρησης. Κατά συνέπεια, ο διαχωρισμός μεταξύ αξιόγραφου και χρεογράφου δεν είναι απαραίτητος για την ανάπτυξη του μοντέλου και γι' αυτό οι Modigliani και Miller χρησιμοποιούν ένα μόνο είδους τίτλου στο οποίο αναφέρονται ως μετοχή.

Σε αυτό το θεωρητικό πλαίσιο οι Modigliani και Miller αναπτύσσουν το υπόδειγμά τους χρησιμοποιώντας τον τύπο υπολογισμού της τιμής της. Λαμβάνοντας την μερισματική προσέγγιση, υποστηρίζουν ότι σε μία αγορά με τα παραπάνω χαρακτηριστικά η απόδοση της μετοχής θα ισούται με το μέρισμα της τρέχουσας περιόδου συν τυχόν κεφαλαιακά κέρδη της. Αλγεβρικά αυτή η έκφραση αναπαρίσταται ως εξής:

$$r(t) = \frac{d(t) + [P(t+1) - P(t)]}{P(t)}$$

Με: $r(t)$: η απόδοση της μετοχής την περίοδο t

$d(t)$: το μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο t

$P(t)$: η τιμή της μετοχής την περίοδο t

$P(t+1)$: η αναμενόμενη αγοραία τιμή την περίοδο $t+1$

Αναδιανέμοντας τους όρους της εξίσωσης προκύπτει ότι η τιμή της μετοχής θα ισούται με:

$$P(t) = \frac{d(t) + P(t+1)}{1+r}$$

Και επεκτείνοντας για το σύνολο των μετοχών η εξίσωση μετατρέπεται ως εξής:

$$n(t)P(t) = \frac{n(t)d(t) + n(t)P(t+1)}{1+r(t)}$$

όπου $n(t)$ ο αριθμός των μετοχών την περίοδο t . Ο όρος $n(t)d(t)$ εκφράζει τα συνολικά μερίσματα που πληρώνει μια επιχείρηση ενώ ο όρος $n(t)P(t)$ δίνει την αξία της επιχείρησης. Αντικαθιστώντας τους, λοιπόν, με $D(t)$ και $V(t)$ αντίστοιχα η εξίσωση γίνεται:

$$V(t) = \frac{D(t) + [V(t+1) - m(t+1)P(t+1)]}{1 + r(t)}$$

όπου $m(t+1)$ είναι ο αριθμός νέων μετοχών που εκδίδονται την περίοδο $t+1$. Κατά συνέπεια, προκύπτει εύκολα ότι η αξία των μετοχών της περιόδου t θα είναι ότι απομένει από την αξία της επιχείρησης $V(t+1)$ αν αφαιρέσουμε την αξία των νέων μετοχών. Όμως η αξία των νέων μετοχών μπορεί και να θεωρηθεί και ως η ανάγκη της επιχείρησης για κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτήσει το επενδυτικό της πρόγραμμα. Σε αυτήν την περίπτωση αν λάβουμε υπόψη την εξίσωση πηγών και χρήσεων πόρων παίρνουμε το εξής αποτέλεσμα:

$$m(t+1)P(t+1) + CF(t) = I(t) + D(t)$$

όπου: $CF(t)$: οι λειτουργικές χρηματικές ροές της επιχείρησης

$I(t)$: οι επενδυτικές δαπάνες την περίοδο t

Αντικαθιστώντας, λοιπόν, την τελευταία στο μοντέλο, έχουμε ότι η αξία της επιχείρησης θα ισούται τελικά με:

$$V(t) = \frac{D(t) + V(t+1) - I(t) + CF(t) - D(t)}{1 + r(t)}$$

$$\Leftrightarrow V(t) = \frac{V(t+1) - I(t) + CF(t)}{1 + r(t)}$$

Συνεπώς, εφόσον, ο όρος $D(t)$ δεν εμφανίζεται στην εξίσωση, η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την μερισματική της πολιτική αλλά είναι συνάρτηση των λειτουργικών της κερδών, των επενδύσεων και της απόδοσής της. Το τελευταίο αποτέλεσμα μπορεί να γενικευθεί και για μελλοντικές περιόδους καθώς με εμπρόσθια αντικατάσταση εύκολα βλέπουμε ότι η αξία της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί με παρόμοιο τρόπο για κάθε

περίοδο και συνεπώς αλλαγές στην μερισματική πολιτική δεν μπορούν να συσχετιστούν με μεταβολές στην αξία. Η τελευταία εξίσωση αποτελεί και την μαθηματική απόδειξη του επιχειρήματος των Modigliani-Miller ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τον τρόπο που αξιοποιεί τα κεφάλαιά της και όχι από το πως αυτά διανέμονται στους μετόχους.

Σε μεταγενέστερες έρευνες, το αποτέλεσμα αυτό στηρίχθηκε (βλ. Miller, Scholes, 1978, 1982) ωστόσο οι συγγραφείς δέχθηκαν έντονη κριτική καθώς πολλά εμπειρικά αποτελέσματα δεν έβρισκαν συναφή αποτελέσματα.

2.1.2 εμπειρικές μελέτες

Η θεωρία των Modigliani-Miller ερχόταν σε αντίθεση με αποτελέσματα και θεωρίες που υπήρχαν για την επίδραση των μερισμάτων στην αξία των μετοχών. Ένα παρατηρούμενο αποτέλεσμα με το οποίο διαφώνησαν οι Modigliani-Miller ήταν η τάση των επιχειρήσεων να διαμορφώνουν την μερισματική τους πολιτική ανάλογα με τις προτιμήσεις των επενδυτών για ρευστότητα όπως εντοπίζονται στις δημοσιεύσεις των Lintner (1956) και Gordon (1959). Ορισμένοι επενδυτές επιθυμούν να διαθέτουν μεγαλύτερη ρευστότητα κάτι που καθορίζει ανάλογα και την επενδυτική τους στρατηγική προς εταιρίες που πληρώνουν υψηλά μερίσματα, κάτι που όπως θα δούμε παρακάτω ονομάζεται «αποτέλεσμα πελατείας». Στην θεωρία των Modigliani-Miller κάτι τέτοιο δεν ισχύει καθώς υποστηρίζουν ότι σε μια τέλεια κεφαλαιαγορά «κάθε πελατειακή ομάδα είναι εξίσου ελκυστική με οποιαδήποτε άλλη».

Επιπλέον, οι Modigliani-Miller επιχειρηματολόγησαν ότι δεν έχει νόημα οι επενδυτές να αναζητούν την άντληση επιπλέον ρευστότητας μέσω των μερισμάτων που εισπράττουν από τις δυνητικές τους επενδύσεις αφού έχουν την δυνατότητα να αναδιαμορφώσουν το χαρτοφυλάκιό τους έτσι ώστε να επωφεληθούν από την κεφαλαιακή αξία των αξιογράφων τους, δηλαδή με άλλα λόγια να δημιουργήσουν την δική τους μερισματική ροή προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιθυμητή ρευστότητα. Η τακτική αυτή υπάρχει στην βιβλιογραφία ως «οικιακό μέρισμα» και κατ' επέκταση δεν έχει σημασία η μερισματική πολιτική που θα επιλέξουν οι επιχειρήσεις (βλ. και Brav et al., 2005).

Εκτός από αυτό, οι Modigliani-Miller επιχειρηματολόγησαν υπέρ της θεωρίας της μη σχετικότητας των μερισμάτων αναφέροντας ότι η μερισματική πολιτική που επιλέγουν οι εταιρίες δεν επηρεάζουν ούτε την μεταβλητότητα των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρουν ότι ο κίνδυνος των ταμειακών ροών εξαρτάται από την ικανότητα των επιχειρήσεων να δημιουργεί κέρδη από τις δραστηριότητές της και όχι από τον τρόπο που αυτά διανέμονται στους μετόχους. Αντίθετα, οι λειτουργικές ροές της εταιρίας είναι αυτές που επηρεάζουν το ρίσκο των μερισματικών πληρωμών αλλά το αντίστροφο δεν ισχύει (βλ. και Mamun et al., 2013).

Ένα άλλο σημείο διαφωνίας των Modigliani-Miller με προγενέστερες μελέτες είναι ο ρόλος του αρμπιτράζ στον σχεδιασμό της επενδυτικής στρατηγικής των επενδυτών. Σε μία κεφαλαιαγορά που χαρακτηρίζεται από τέλεια πληροφόρηση και πλήρη βεβαιότητα η χρήση στρατηγικής αρμπιτράζ από μέρους των επενδυτών δεν επιφέρει κάποιο επιπλέον όφελος. Οι Neugebauer et al. (2020) σχεδιάζοντας μια υποθετική οικονομία με πειραματικά δεδομένα δείχνουν ότι στο αυστηρό πλαίσιο των υποθέσεων των Modigliani-Miller, πράγματι τα μερίσματα παραμένουν μη σχετικά ανεξάρτητα από την εφαρμογή αρμπιτράζ. Σε αυτό το επιχείρημα, η απάντηση των συγγραφέων είναι ότι δεν χρειάζεται περαιτέρω εξειδίκευση για το επιχείρημα του αρμπιτράζ εφόσον οι υποθέσεις του μοντέλου δίνουν μια απλή ερμηνεία που επαρκεί για την στήριξη της θεωρίας (Miller, 1988).

Ωστόσο, το κυριότερο σημείο κριτικής είναι η μη-ρεαλιστικότητα των υποθέσεων των Modigliani-Miller καθώς σε πραγματικές συνθήκες υπάρχουν τριβές φορολογίας, ατελής πληροφόρηση και κόστη συναλλαγών που επιβάλλουν την ανάληψη ενεργειών προκειμένου να υπάρξει ευθυγράμμιση των συμφερόντων των επενδυτών με αυτά των επιχειρήσεων. Επιπλέον, εμπειρικά, η συμπεριφορά των επενδυτών απέχει από την ορθολογική που περιγράφουν οι Modigliani-Miller στο μοντέλο τους (Brennan, 1971). Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν έρευνες που παρέχουν αποτελέσματα υπέρ της θεωρίας της μη-σχετικότητας των μερισμάτων υπό ορισμένων προϋποθέσεων.

Η μελέτη των Black-Scholes (1974) παρέχει αποτελέσματα για την μη-σχετικότητα των μερισμάτων για τις επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Κατασκευάζοντας 25 χαρτοφυλάκια από μετοχές εισηγμένες στον NYSE χωρισμένα ανάλογα με μετοχές που πληρώνουν υψηλά ή χαμηλά μερίσματα, χρησιμοποιούν μία

παραλλαγή του Υποδείγματος CAPM για να υπολογίσουν την απόδοση κάθε χαρτοφυλακίου. Τα εμπειρικά αποτελέσματα που προκύπτουν είναι ότι οι συντελεστές κάθε χαρτοφυλακίου δεν παρουσιάζουν μεγάλη απόκλιση μεταξύ τους. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις χαρτοφυλακίων υψηλών και χαμηλών δεν έχουν σημαντική διαφορά κάτι που ενισχύει την θεωρία της μη-σχετικότητας των μερισμάτων.

Ο Hakansson (1982) υποστήριξε την μη-σχετικότητα των μερισμάτων κατασκευάζοντας ένα μοντέλο δύο περιόδων για να εξετάσουν πτυχές του θέματος της μερισματικής πολιτικής. Τα αποτελέσματά τους στηρίζουν την θεωρία των Modigliani-Miller δεδομένων ότι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες και η αγορά χαρακτηρίζεται από πλήρη αποτελεσματικότητα. Ωστόσο, οι ίδιοι σημειώνουν ότι σε ένα περιβάλλον ετερογενών προσδοκιών και που οι αγορές είναι ατελείς τα μερίσματα μπορούν να αποτελέσουν ένα υποκατάστατο για την σηματοδότηση πληροφόρησης στους επενδυτές. Κατ' επέκταση, υπάρχει η δυνατότητα να βελτιώνουν την ευημερία των επενδυτών.

Ο Magni (2007) ελέγχει την επίδραση των μερισμάτων στην τιμή μετοχών σε αντιπαράθεση με τη στρατηγική παρακράτησης κερδών για χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων. Τα συμπεράσματα της έρευνας του είναι ότι τα μερίσματά των εταιριών παραμένουν μη σχετικά, ανεξάρτητα από την επιλογή της παρακράτησης για χρηματοδότηση επενδύσεων. Ωστόσο, ο ερευνητής τονίζει και τον ρόλο που έχουν τα προβλήματα εντολοδόχου, καθώς προκειμένου να ισχυροποιήσουν την θέση τους στην εταιρία οι διευθυντές μπορεί να επιλέξουν μια διαφορετική στρατηγική παρακράτησης και διαμοίρασης κερδών έτσι ώστε η μη σχετικότητα των μερισμάτων να παύει να ισχύει.

Οι έρευνες των Hamid, Uddin (2003) και Mollah (2007) που αφορά επίσης στην αγορά του Μπαγκλαντές μελετούν με την μεθοδολογία ανάλυσης οικονομικών γεγονότων σε μερισματικές ανακοινώσεις επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ντάκα. Τα αποτελέσματα και των δύο ερευνών δείχνουν ότι η αποκοπή των μερισμάτων δεν δημιουργήσει επιπλέον αξία για τους επενδυτές, κάτι που συμφωνεί με την θεωρία των Modigliani-Miller. Ταυτόχρονα και οι δύο ερευνητές συμπεραίνουν ότι τα μερίσματα δεν έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο για την αγορά του Μπαγκλαντές. Με τις παραπάνω έρευνες συμφωνεί και η έρευνα του Ali (2011).

Πιο πρόσφατες έρευνες αφορούν επίσης αναπτυσσόμενες αγορές. Οι Periyathamby και Jenitta (2012) εξετάζουν τον συντελεστή συσχέτισης μεταξύ μερισμάτων και τιμών μετοχών σε 20 εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Κολόμπο της Σρι Λάνκα. Το αποτέλεσμα που προέκυψε ήταν χαμηλή τιμή του δείκτη Pearson, που σημαίνει ασθενή συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών. Ο Toby (2014) χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης αναλύουν την τιμή μετοχής για εταιρίες της Νιγηρίας για μια περίοδο επτά ετών. Ο ερευνητής καταλήγει ότι η παρακράτηση κερδών προκύπτει στατιστικά σημαντικότερη από τον συντελεστή της μεταβλητής των μερισμάτων. Επιπρόσθετα, η απόσβεση του κεφαλαίου και το επίπεδο επανεπένδυσης είναι αυτά που επηρεάζουν περισσότερο τις τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο της Νιγηρίας. Σε παρόμοια αποτελέσματα καταλήγει και η μελέτη των Bilal, Jamil (2015) για την αγορά του Ομάν. Χρησιμοποιώντας μια προσέγγιση δεδομένων πάνελ καταλήγουν ότι οι τιμές των μετοχών εξαρτώνται κατά κύριο λόγο από τα κέρδη ανά μετοχή και την απόδοση ιδίων κεφαλαίων και λιγότερο από τα μερίσματα και τα παρακρατηθέντα κέρδη. Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την θεωρία των Modigliani-Miller για την μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής.

Μελέτες που έχουν γίνει επιβεβαιώνουν τα συμπεράσματα των Modigliani-Miller ακόμα και για αναπτυσσόμενες αγορές. Ο Anoguo (2014) εξετάζει την σχέση αιτιότητας μεταξύ πραγματικών μερισμάτων και τιμών μετοχών στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών χρησιμοποιώντας ένα διανυσματικό αυτοπαλίνδρομο εναλλαγής Markov. Τα ευρήματα της έρευνας είναι ότι ο βαθμός ολοκλήρωσης των δύο μεταβλητών είναι 1 αλλά δεν υπάρχει συνολοκλήρωση μεταξύ τους. Ο έλεγχος αιτιότητας μεταξύ των μεγεθών δείχνει ότι υπάρχει από τις τιμές των μετοχών προς τα μερίσματα αλλά όχι το αντίστροφο. Επομένως, τα μερίσματα δεν έχουν προβλεπτική ικανότητα για την μελλοντική πορεία των μετοχικών τίτλων.

Άλλη μια πρόσφατη έρευνα είναι αυτή του Alaeto (2018), η οποία εξετάζει σε ένα πλαίσιο ανάλυσης οικονομικών γεγονότων στις εισηγμένες επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για μία περίοδο πέντε ετών. Ο ερευνητής διαπιστώνει ότι δεν παρατηρούνται μη κανονικές αποδόσεις για την περίοδο μελέτης, κάτι που στηρίζει την μη σχετικότητα των μερισμάτων. Η μελέτη αυτή, όπως και όσες αναφέραμε παραπάνω, διαφωνούν με το επιχείρημα του πληροφοριακού περιεχομένου μερισμάτων,

που είναι και το βασικό αντικείμενο μελέτης ερευνών και συχνά εξετάζεται προκειμένου να διαπιστωθεί αν υφίσταται σχέση μεταξύ μερισμάτων και μετοχικών τιμών.

2.2 Η θεωρία του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι»

2.2.1 το βασικό επιχείρημα

Πριν την δημοσίευση των Modigliani-Miller η γενική θεώρηση στην επιχειρησιακή χρηματοοικονομική ήταν ότι τα μερίσματα έχουν σημασία τόσο για την επιχείρηση όσο και για εξωτερικούς επενδυτές. Η φράση των Graham-Dodd (1934) ότι: «ο μοναδικός σκοπός για την ύπαρξη επιχειρήσεων είναι για να πληρώνουν μερίσματα» αποτυπώνει αυτήν την άποψη για την καταβολή πληρωμής από τις επιχειρήσεις³. Ωστόσο, δεν υπήρχε κάποιο εκτεταμένη βιβλιογραφία που να θεμελιώνει ένα θεωρητικό σώμα για αυτήν.

Η βάση για την θεωρία της σχετικότητας των μερισμάτων τέθηκε από τον Lintner το 1956 όταν σε έρευνα του εξέτασε τον τρόπο διανομής των επιχειρήσεων μεταξύ φορολογικών υποχρεώσεων, μερισμάτων και παρακρατηθέντων κερδών. Αφού προσδιόρισε 15 προσδιοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής εξέτασε την επίδραση τους στην λήψη αποφάσεων μέσω συνεντεύξεων με στελέχη από το δείγμα των εταιριών. Δύο σημαντικά αποτελέσματα αυτής της έρευνας είναι καθοριστικά για την θεωρία της σχετικότητας των μερισμάτων:

- 1) Οι επιχειρήσεις που εξετάστηκαν διατηρούν ένα ποσοστό διανομής-στόχο και προσαρμόζουν τα μερίσματα που πληρώνουν προκειμένου να τον επιτύχουν. Η προσαρμογή αυτή είναι ομαλή και συντηρητική καθώς τα στελέχη δεν είναι πρόθυμα να κάνουν μεγάλες αυξήσεις στα μερίσματα τα οποία είναι αμφίβολο ότι μπορούν να διατηρηθούν.
- 2) Η διοίκηση των επιχειρήσεων ήταν απρόθυμη να μειώσει μερίσματα ακόμα και αν η εταιρία υφίστατο ζημιές καθώς μια τέτοια απόφαση θα έστελνε αρνητικά μηνύματα στην αγορά. Για τον ίδιο λόγο δεν προχωρούσαν και σε μεγάλες αυξήσεις μερισματικών πληρωμών εάν ανέμεναν ότι θα έπρεπε αργότερα να τις

³ Βλ. Al-Malkawi et al. (2010)

ανακαλέσουν. Αυτό έδειχνε και ότι στην επίτευξη του στόχου αποπληρωμής δεν έκαναν μεγάλα και τολμηρά βήματα αλλά προτιμούσαν να εξομαλύνουν τα μερίσματα τους προς αυτήν την κατεύθυνση.

Έχοντας ως βάση τα αποτελέσματα του ο Lintner προχώρησε στην ανάπτυξη του μοντέλου του με το οποίο συνδέει τα παρελθόντα κέρδη με τα τρέχοντα μερίσματα, στο οποίο όμως θα αναφερθούμε αναλυτικά παρακάτω⁴.

Το μοντέλο του Lintner αποτέλεσε μια πρώτη αποτύπωση της σχετικότητας των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησης σε ένα θεωρητικό υπόδειγμα. Το επόμενο καθοριστικό βήμα για την ανάπτυξη της θεωρίας του «κάλλιο πέντε και στο χέρι» έγινε με την έρευνα του Gordon (1959) επιχειρηματολογεί ότι λόγω της αβεβαιότητας που έχουν οι μελλοντικές ταμειακές πληρωμές, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν διαφορετικά τις διαθέσιμες τους επιλογές ανάλογα με το ρίσκο που αυτές ενέχουν. Αξιοποιώντας τον τύπο προεξόφλησης των μερισματικών ροών για τον προσδιορισμό της αξίας μιας μετοχής, ο Gordon επιχειρηματολόγησε ότι κάθε είδους πληρωμή προεξοφλείται διαφορετικά ανάλογα με την αβεβαιότητά της, η οποία αυξάνεται όσο αυξάνεται και το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί. Εφόσον, λοιπόν, τα μερίσματα μιας μετοχής θεωρούνται πιο βέβαιη πληρωμή απ' ότι τα κεφαλαιακά κέρδη οι επενδυτές προεξοφλούν με μικρότερο ποσοστό τις μετοχές που πληρώνουν μερίσματα απ' ότι αντίστοιχες με μεγαλύτερο ποσοστό παρακράτησης κερδών με αποτέλεσμα οι πρώτες να έχουν μεγαλύτερη τιμή σε σχέση με τις τελευταίες και να προτιμώνται από τους επενδυτές.⁵

Η θεωρία του «κάλλιο πέντε και στο χέρι» βασίζεται στην διαίσθηση ότι η πληρωμή των βέβαιων μερισμάτων («πέντε και στο χέρι») είναι προτιμότερη από την αναμονή για την είσπραξη μεγαλύτερων αλλά αβέβαιων πληρωμών στο μέλλον («δέκα και καρτέρει»). Το επιχείρημα του Gordon μας δείχνει ότι αυτή η ρήση χαρακτηρίζει και την συμπεριφορά των επενδυτών σύμφωνα με αυτήν την θεωρία: μετοχές που πληρώνουν τακτικά και

⁴ Για μια εφαρμογή του μοντέλου του Lintner βλ. και Olarewaju et al. (2017)

⁵ Το αποτέλεσμα αυτό γίνεται εύκολα αντιληπτό αν θυμηθούμε τον τύπο του Gordon για την αξία των μετοχών: $P = \frac{D(1+g)}{r-g}$,

όπου D: τρέχον μερίσμα, g: ρυθμός αύξησης του μερίσματος, r: επιτόκιο προεξόφλησης.
Για ένα σχόλιο πάνω στο μοντέλο αποτίμησης του Gordon δεξ και Brennan (1971).

βέβαια μερίσματα θα έχουν μεγαλύτερη ζήτηση και ως εκ τούτου θα πρέπει να πωλούνται σε υψηλότερη τιμή, συνέπεια της αποστροφής των επενδυτών στον κίνδυνο.

Κατά συνέπεια, η θεωρία του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι» προβλέπει ότι η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων θα πρέπει να αποτελεί μια σημαντική απόφαση της διοίκησης στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, καθώς συνδέεται θετικά με την τιμή της μετοχής της. Η θεωρία αυτή στηρίχτηκε αρκετά εμπειρικά σε μετέπειτα μελέτες όμως συνδέθηκε και με άλλες θεωρίες που προέβλεπαν το ίδιο αποτέλεσμα καθώς δεν μπορούσε από μόνη της να δώσει ένα επαρκές πλαίσιο για το ζήτημα της μερισματικής πολιτικής.

2.2.2 το αποτέλεσμα της πελατείας

Μια εμπειρική παρατήρηση που συνδέθηκε με την σχετικότητα των μερισμάτων ήταν ότι η μερισματική πολιτική εταιριών προσέλκυε κατηγορίες με επενδυτών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και ανάγκες, τα οποία αυτή καλύπτει. Οι Modigliani-Miller (1961) επισημαίνουν ότι, πρακτικά, τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών επηρεάζονται από ορισμένες ατέλειες της αγοράς όπως οι φόροι και τα κόστη συναλλαγών, έτσι ώστε ορισμένες κατηγορίες επενδυτών να επηρεάζονται από συγκεκριμένους τύπους πληρωμών (βλ. και Ali Banafa, 2014)⁶.

Ο Scholz (1992) τονίζει ότι τα μερίσματα φορολογούνται πιο πολύ σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, με αποτέλεσμα αυτό να έχει επίδραση στις βέλτιστες χρηματοοικονομικές αποφάσεις της διοίκησης. Από την άλλη, η ρευστοποίηση των μετοχών απαιτεί από πλευράς επενδυτών χρόνο και την καταβολή αμοιβών σε χρηματιστές, με αποτέλεσμα να δημιουργείται ένα ζήτημα χρονικής προτίμησης, αλλά και αντιστάθμισης μεταξύ της φορολογικής ωφέλειας και του κόστους συναλλαγής από την απολαβή εισοδήματος στην μορφή των κεφαλαιακών κερδών. Κατά συνέπεια, οι μετοχές εταιριών με υψηλό ποσοστό αποπληρωμής με την μορφή μερισμάτων θα προτιμώνται από επενδυτές που φορολογούνται με χαμηλό οριακό συντελεστή.

⁶ Ωστόσο, κάτι τέτοιο δεν επηρεάζει την θεωρία της μη-σχετικότητας καθώς, όπως αναφέρουν οι ίδιοι σε μια τέλεια κεφαλαιαγορά δεν υπάρχει τέτοια «πελατειακή επίδραση» (βλ. και παραπάνω).

Οι Allen et al., (2000) επεκτείνουν την λογική αυτή συγκρίνοντας τις περιπτώσεις μεμονωμένων και θεσμικών επενδυτών, καθώς οι τελευταίοι φορολογούνται σχετικά ελαφρύτερα σε σχέση με τους προηγούμενους κάτι που διαμορφώνει μια «ιδιοκτησιακή πελατεία». Συγκεκριμένα, η διοίκηση μιας εταιρίας θα θέλει να προσελκύει θεσμικούς επενδυτές διότι θεωρούνται ότι έχουν πιο αποτελεσματικούς μηχανισμούς προκειμένου να ανιχνεύουν τις εταιρίες με την μεγαλύτερη ποιότητα και έτσι θα δοθεί ένα θετικό σήμα στην αγορά. Από την άλλη μεριά, οι θεσμικοί επενδυτές έχουν μεγαλύτερα κίνητρα να ανιχνεύσουν ποιες εταιρίες είναι πιο αποδοτικές, λόγω του φορολογικού τους πλεονεκτήματος, αλλά και λόγω πιθανών νομικών περιορισμών που καθιστούν πιο συμφέρουσες εταιρίες που πληρώνουν μεγάλο μέρος των κερδών τους, όπως ο «κανόνας του συνετού άνδρα». Στην ισορροπία, λοιπόν, οι επιχειρήσεις με υψηλά μερίσματα θα προτιμώνται από τους θεσμικούς επενδυτές ενώ οι μεμονωμένοι θα επενδύουν σε εταιρίες με υψηλό ποσοστό παρακράτησης, τις οποίες δεν συμφέρει να δίνουν υψηλά μερίσματα για να σηματοδοτήσουν την αξία τους στην αγορά. Η προτίμηση όμως των θεσμικών επενδυτών αντιμετωπίζεται θετικά από την αγορά με αποτέλεσμα να υπάρχει ανατίμηση της αξίας της επιχείρησης. Επομένως, οι μελετητές διαπιστώνουν ότι μια καλή μερισματική πολιτική σχετίζεται θετικά με την αξία της επιχείρησης.

Ωστόσο, εκτός από φορολογικούς λόγους που συμβάλλουν στην διαμόρφωση επενδυτικής πελατείας έχουν παρατηρηθεί παρόμοιες συμπεριφορές με έμφαση σε διαφορετικές ανάγκες που αποδίδονται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε κατηγορίας επενδυτών. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι αναγκαίο να εξετασθεί πως επιδρούν στην συμπεριφορά των επενδυτών κυρίως, εάν αυτά φαίνονται να ενσωματώνονται στις τιμές των μετοχών (Elton, Gruber, 1970).

Οι παράγοντες αυτή στην συμπεριφορά των επενδυτών προσεγγίζουν περισσότερο την συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Εξετάζοντας την ύπαρξη του αποτελέσματος της πελατείας των μερισμάτων ο Pettit (1977) επισημαίνει ότι η αναμενόμενη χρησιμότητα των επενδυτών εξαρτάται από τις αποδόσεις, τα κόστη συναλλαγών τους φόρους και την επιθυμία για κατανάλωση. Σε σχέση με την τελευταία, ο ίδιος αναφέρει ότι η επιθυμία για κατανάλωση είναι ανάλογη της ηλικίας του επενδυτή. Κατ' επέκταση επενδυτές με μεγαλύτερη ηλικία έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για ρευστότητα και γι' αυτό θα επενδύουν σε μετοχές με υψηλά μερίσματα.

Μια διαφορετική προσέγγιση εξετάζεται από τους Graham, Kumar (2006) οι οποίοι εξετάζουν ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα από μεμονωμένους επενδυτές στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών. Ειδικότερα, παρατηρούν ότι οι ηλικίες των επενδυτών συνδέεται θετικά με την επιλογή εταιριών με υψηλό ποσοστό αποπληρωμής. Επιπλέον, από τα αποτελέσματά τους υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της στάσης απέναντι στον κίνδυνο και του τρόπου αποπληρωμής που προτιμά κάθε κατηγορία επενδυτών. Συγκεκριμένα, τα υψηλότερα εισοδήματα από μερίσματα λαμβάνονται από επενδυτές με μεγαλύτερη διαφοροποίηση στα χαρτοφυλάκιά τους. Επομένως, οι εταιρίες με μεγαλύτερα μερίσματα φαίνονται να προτιμώνται από επενδυτές που αποστρέφονται περισσότερο τον κίνδυνο με αποτέλεσμα να διαμορφώνεται μια πελατεία αποστροφής προς τον κίνδυνο.

Το αποτέλεσμα πελατείας εξετάστηκε παράλληλα με τις θεωρίες σχετικότητας των μερισμάτων καθώς φαίνεται να συσχετίζεται με τις κινήσεις επενδυτών προς εταιρίες με συγκεκριμένη πολιτική αποπληρωμής. Ωστόσο, το αποτέλεσμα αυτό δεν επιβεβαιώνεται πάντα, καθώς μπορεί μεν να παρατηρείται μια συσχέτιση μεταξύ αξίας και μερισμάτων, ωστόσο δεν παρατηρούνται ισχυρές ενδείξεις υπέρ της διαμόρφωσης πελατείας.

2.2.3 εμπειρικές μελέτες

Η σχετικότητα των μερισμάτων έχει επίσης μελετηθεί εκτενώς σε διάφορες οικονομίες με αποτελέσματα που επιβεβαιώνουν την υπόθεση της σημασίας των μερισμάτων και ταυτόχρονα έρχονται σε αντίθεση με αντίστοιχες υπέρ της θεωρίας των Modigliani-Miller. Δεν είναι σπάνιο δε, έρευνες που έχουν διεξαχθεί στην ίδια χώρα να βγάζουν διαφορετικά συμπεράσματα για την σχετικότητα των μερισμάτων. Το φαινόμενο αυτό αφορά τόσο για τις αναπτυγμένες αγορές (βλ. για παράδειγμα Cole, Yan, Hemley, 2016) όσο και για αναπτυσσόμενες (βλ. Sulaiman, Migiro, 2015, Ozuomba, Anichebe, Okoye, 2016, Abdullah, Quader, Saha, 2018). Το γεγονός αυτό καθιστά κατανοητή και την δυσκολία θεμελίωσης ενός γενικού πλαισίου για την μερισματική πολιτική.

Η έρευνα των Baker, et al. (2001) επικεντρώνεται στις απόψεις των στελεχών των εισηγμένων επιχειρήσεων του δείκτη Nasdaq για τους παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική τους πολιτική. Από τις συνεντεύξεις των στελεχών προκύπτει ότι οι

επικρατέστερες παράγοντες για την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των προηγούμενων περιόδων καθώς και τα επίπεδα των κερδών τόσο του παρελθόντος όσο και τα αναμενόμενα. Τα ευρήματα αυτά συμφωνούν με τον Lintner και συνηγορούν στην άποψη ότι οι αγορές δίνουν σημασία στις αλλαγές που κάνει μια εταιρία στην μερισματική της πολιτική.

Η Sponholtz (2005) επιχειρηματολογεί ότι οι μερισματικές ανακοινώσεις επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών ακόμα και αν η αγορά χαρακτηρίζεται από υψηλό επίπεδο πληροφόρησης. Η έρευνα του εξέτασε τις επιχειρήσεις στην Δανία, όπου οι ανακοινώσεις των τρεχόντων κερδών και μερισμάτων αλλά και οι προβλέψεις για την κερδοφορία της επόμενης περιόδου γίνεται ταυτόχρονα. Η πρακτική αυτή σε συνδυασμό με την υψηλή συγκέντρωση της αγορά και της ιδιοκτησία που χαρακτηρίζει την οικονομία της Δανίας συνηγορούν σε μειωμένα κόστη πληροφόρησης και κατ' επέκταση στον περιορισμό του αποτελέσματος σηματοδότησης των μερισμάτων. Αξιοποιώντας την ανάλυση οικονομικών γεγονότων παρατηρούνται πάλι θετικές και σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις κοντά σε μερισματικές ανακοινώσεις και κατ' επέκταση μια πραγματική επίδραση των ανακοινώσεων στις τιμές μετοχών⁷.

Οι Gunasekarage και Power (2006) βρίσκουν επίσης συσχέτιση μεταξύ μερισματικών ανακοινώσεων και της επίδοσης των μετοχών για την αγορά της Αγγλίας αναλύοντας την επίδοση των μετοχών με βάση ορισμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Εξετάζοντας τις υπερ-κανονικές αποδόσεις γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης καταλήγουν ότι η ανταπόκριση της αγοράς είναι θετική σε αυξήσεις μερισμάτων και αρνητική σε αντίθετη περίπτωση. Επιπλέον, οι αποφάσεις για μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από την επίδοση του παρελθόντος παρά από την μελλοντική κερδοφορία, αποτέλεσμα συναφές με το μοντέλο του Lintner. Ωστόσο, τονίζουν ότι στην μακροχρόνια περίοδο οι εταιρίες που μείωσαν μερίσματα ξεπέρασαν την επίδοση εταιριών που επέλεξαν την αύξηση. Οι ίδιοι το ερμηνεύουν ως μια ανωμαλία της αγοράς καθώς δεν καταφέρνει να αντιληφθεί τα κίνητρα της διοίκησης για τις αλλαγές στα μερίσματα και να ενσωματώσει σωστά την δημόσια πληροφορία στις

⁷ Αξίζει να επισημανθεί ότι η έρευνα της Sponholtz αφορά μερισματικές ανακοινώσεις πέραν των προγραμματισμένων ετήσιων ανακοινώσεων. Ωστόσο, η ίδια στην δημοσίευσή της απορρίπτει την θεωρία της μη-σχετικότητας.

τιμές των μετοχών. Συναφής είναι και η μελέτη των Hayunga και Stephens (2009) για τα επενδυτικά trust στον κλάδο των μεσιτικών στα οποία παρατηρούνται υπερ-κανονικές αποδόσεις σχετιζόμενες με τα μερίσματα αλλά και τάση των στελεχών να εξομαλύνουν τα μερίσματά τους σε τρίμηνη και ετήσια βάση.

Πέρα από τις μελέτες για την μερισματική πολιτική στις αναπτυγμένες αγορές, σημαντικό μέρος της βιβλιογραφίας έχει αφιερωθεί και στην εμπειρική παρατήρηση της σχέσης τιμής-μερισματικής πολιτικής και στις αναδυόμενες αγορές. Η μελέτη στις οικονομίες αυτές πέρα από την πολυπλοκότητα που προσδίδουν στην εξέταση του φαινομένου αυτού δίνουν και χρήσιμα συμπεράσματα για την συμπεριφορά των τίτλων σε μη-αποτελεσματικές αγορές, όπως περιγράφονται από το μοντέλο των Modigliani-Miller. Περιπτώσεις που συναντώνται συχνά στην βιβλιογραφία είναι το Πακιστάν (βλ. Rehman, 2015, Farrukh et al., 2017), Κένυα (βλ. Banafa, 2014, Kibet, Jagongo, Ndede, 2016), Μπαγκλαντές (βλ. Abdullah, Quader, Saha, 2018) αλλά και αγορές όπως η Νότια Αφρική (βλ. De Wet, Mpinda, 2013), Ινδονησία (βλ. Pontoh, 2015) και τα Μπαρμπέντος (Robinson, 2006).

Η εξέταση του αποτελέσματος της πελατείας δίνει επίσης χρήσιμες ενδείξεις για την σχετικότητα των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών, καθώς σε πολλές περιπτώσεις εξηγούν μεγάλο μέρος της μεταβολής στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών. Ο Pettit (1977) εξετάζοντας ένα δείγμα ατομικών χαρτοφυλακίων επιχειρηματολογεί ότι η μεταβολές αυτών εξηγούνται σε σημαντικό βαθμό από την διαφορά στον φορολογικό συντελεστή μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών όπως προβλέπεται από την υπόθεση της πελατείας. Οι Dahlquist et al., (2014) εντοπίζουν παρόμοια πελατεία φορολογίας στην αγορά της Σουηδίας στην οποία το φορολογικό καθεστώς αποτελείται από πολλαπλές διατάξεις για διαφορετικές κατηγορίες επενδυτών. Εντοπίζοντας τέσσερις κατηγορίες επενδυτών (φορολογικά ουδέτεροι, άτομα και επιχειρήσεις, επενδυτικά κεφάλαια και συνεργασίες), οι ερευνητές καταλήγουν ότι ανά κατηγορία, το επενδυτικό κοινό δείχνει προτίμηση για διανομή με την μορφή των κεφαλαιακών κερδών τα οποία φορολογούνται σχετικά ελαφρύτερα από τα μερίσματα, αποτέλεσμα που συμφωνεί με την υπόθεση της πελατείας αναφορικά με τα φορολογικά κίνητρα.

Η περίπτωση διαμόρφωσης πελατείας ανάλογα με την στάση των επενδυτών απέναντί στον κίνδυνο εξετάζεται σύμφωνα με διαφορετικές προσεγγίσεις, όμως τα αποτελέσματα

που παρατηρούνται δεν δίνουν σαφή εικόνα για την επίδραση του κινδύνου στην διαμόρφωση πελατείας. Οι Bajaj και Vijh (1990) επιχειρούν να διαπιστώσουν αν μεταβολές στους συντελεστές βήτα (beta) μετά από μερισματικές ανακοινώσεις μπορούν να στηρίξουν μια ερμηνεία των αντιδράσεων των τιμών σε σχέση με μεταβολή στο ρίσκο των μετοχών. Εντούτοις, τα αποτελέσματα που προέκυψαν δεν στηρίζουν την υπόθεση ότι οι μεταβολές στην τιμή των μετοχών μετά από μια ανακοίνωση μερισμάτων μπορεί να εξηγηθεί από μεταβολή στον κίνδυνο των τίτλων όπως αποτυπώνεται από τα βήτα των μετοχών.

Οι Michaely et al., (1994) επιχειρούν με ανάλογη μεθοδολογία να συσχετίσουν την αντίδραση των μετοχών μετά από μια μερισματική ανακοίνωση με το ρίσκο καταλήγοντας σε παρόμοια συμπεράσματα με τους Bajaj-Vijh. Οι Graham και Kumar (2006) ακολουθούν διαφορετική προσέγγιση και εξετάζοντας τον βαθμό διαφοροποίησης των χαρτοφυλακίων του δείγματος τους καθώς και τον ποσοστό μεταφοράς περιουσιακών στοιχείων σε αμοιβαία κεφάλαια για να ελέγξουν την υπόθεση για πελατεία με βάση το ρίσκο. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι για διαφορετικές κατηγορίες ο βαθμός διαφοροποίησης είναι διαφορετικός όπως και το εισόδημα από μερίσματα που λαμβάνεται, δηλαδή υπάρχει ένας διαχωρισμός σε σχέση με τον βαθμό αποστροφής στον κίνδυνο. Κατά συνέπεια, η άποψη για την διαμόρφωση πελατείας που βασίζεται στην στάση προς τον κίνδυνο δεν μπορεί να απορριφθεί εντελώς.

Ο Lee (2011) εστιάζει στην διαμόρφωση πελατείας μερισμάτων με βάση δημογραφικά χαρακτηριστικά. Συγκεκριμένα, αναλύει την διαφορά των λόγων αγοραίας-προσ-λογιστική αξία των μετοχών για επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα και αντίστοιχες που παρακρατούν τα κέρδη τους σε δείκτες μέτρησης δημογραφικών παραγόντων, επενδυτικού κλίματος, σηματοδότησης, αντιπροσώπευσης, φορολογίας, χρονικής τάσης και διακυμάνσεων στον επιχειρηματικό κύκλο. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι επενδυτές μεγαλύτερης ηλικίας τείνουν να προτιμούν μετοχές που πληρώνουν μερίσματα υποστηρίζοντας την υπόθεση ότι οι προτιμήσεις για μερίσματα ή κεφαλαιακά κέρδη καθορίζονται και από δημογραφικούς παράγοντες.

Εν γένει, η θεωρία του «κάλλιο πέντε και στο χέρι» έχει λάβει εμπειρική ενίσχυση από έρευνες σε διαφορετικά οικονομικά περιβάλλοντα και συνθήκες. Μέχρι και πρόσφατα υπάρχουν ευρήματα που υποδεικνύουν ότι η θεωρία αυτή αποτελεί μια καλή προσέγγιση

για το φαινόμενο της μερισματικής πολιτικής (βλ. Bajaj, Jain, 2019, Sami Ali, 2020, Nambukara-Gamage, Peries, 2020). Ωστόσο, η ανάπτυξη πολλαπλών θεωριών για την εξήγηση του μερισματικού φαινομένου δείχνει ότι οι διαφορετικές πτυχές του φαινομένου απαιτούν κι αυτές διερεύνηση για την κατανόηση των αποφάσεων για την μερισματική πολιτική.

2.3 Η θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων

2.3.1 το μοντέλο μερικής προσαρμογής του Lintner

Η βασική διαίσθηση πίσω από την υπόθεση ότι τα μερίσματα παρέχουν πληροφορίες στους συμμετέχοντες στην αγορά σχετικά με την μελλοντική πορεία των εταιριών βρίσκεται και αυτή πίσω από την μελέτη του Lintner. Τα αποτελέσματά του για την επιθυμία της διοικήσεων να ακολουθούν μια ομαλή μερισματική πολιτική προς ένα ποσοστό αποπληρωμής-στόχο, σε συνδυασμό με την διστακτικότητα να αυξήσουν τα μερίσματα εάν υπήρχε υψηλή πιθανότητα να τα μειώσουν στο μέλλον, οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η μερισματική πολιτική συνδέεται με την κερδοφορία των επιχειρήσεων από την οποία και υπαγορεύεται. Για να διατυπώσει, αυτή την «εξομαλυντική» συμπεριφορά των επιχειρήσεων, ανέπτυξε ένα μοντέλο το οποίο δείχνει την προσαρμογή των μερισμάτων στον χρόνο σε συνάρτηση με την κερδοφορία της επιχείρησης διαχρονικά. Κατά τον ίδιο, η αλλαγή του τρέχοντος μερίσματος είναι κυρίως σε σχέση με την απόκλιση από τον στόχο αποπληρωμής. Συγκεκριμένα:

$$D_{it} - D_{it-1} = a_i + Ci(D_{it}^* - D_{it-1}) + u_{it}$$

Όπου: D_{it-j} : το μέρισμα της επιχείρησης i , την περίοδο $t-j$

D_{it}^* : το επιθυμητό ποσοστό αποπληρωμής της εταιρίας i

όπου: $i = 1, 2, \dots, N$, $j = 0, 1, 2, \dots, k$

Επιπλέον, επειδή το ποσοστό αποπληρωμής-στόχος θα είναι ένα ποσοστό επί των κερδών r , μπορεί να εκφραστεί και ως:

$$D_{it}^* = r_i E_{it}$$

Όπου: E_{it} : το καθαρό εισόδημα της επιχείρησης i την περίοδο t

Αντικαθιστώντας, λοιπόν, και αναδιανέμοντας τους όρους στην αρχική εξίσωση έχουμε την σχέση:

$$D_{it} = a_i + c_i r_i E_{it} + (1 - c_i) D_{it-1} + u_{it}$$

Με τον σταθερό όρο a_i να ορίζεται ομοίως και τον όρο $c_i r_i$ να εκφράζει το ποσοστό αποπληρωμής-στόχο ενώ ο συντελεστής $(1 - c_i)$, την ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων σε μεταβολές των κερδών (δες και Felimban et al., 2021). Συγκεκριμένα, ο συντελεστής δείχνει πόσο γρήγορα προσαρμόζεται η μεταβολή στα μερίσματα μετά από μία μεταβολή στα κέρδη της επιχείρησης. Κατ' επέκταση εταιρίες που έχουν την δυνατότητα να προσαρμόζουν γρήγορα την μερισματική τους πολιτική, θα την διαμορφώνουν άμεσα και θα εξομαλύνουν λιγότερο τα μερίσματά τους στον χρόνο. Συνεπώς, η ταχύτητα προσαρμογής και η εξομάλυνση των μερισμάτων θα συνδέονται αντίστροφα (δες και Al-Malkwai et al., 2014 και Javakhadze et al., 2014).

Το υπόδειγμα του Lintner συνδέει άμεσα την κερδοφορία της επιχείρησης με την επιλογή της για το μέρισμα που θα διανείμει στους μετόχους της⁸. Συνεπώς, η αγορά θα αναμένει καλύτερες επιδόσεις και θετικότερες προοπτικές από εταιρίες που ανακοινώνουν πληρωμές ή αυξήσεις μερισμάτων, με αποτέλεσμα οι χρηματοοικονομικοί διευθυντές να αποφεύγουν να παραλείπουν διανομές κερδών προς τους μετόχους για μην εκληφθεί μια τέτοια ενέργεια ως επιδείνωση της κερδοφορίας της εταιρίας.

Από το μοντέλο της μερικής προσαρμογής φαίνεται ότι οι πιο σημαντικοί παράγοντες για τις μερισματικές αποφάσεις είναι τα μερίσματα του παρελθόντος (Al-Malkawi et al., 2014) και η κερδοφορία της επιχείρησης (Baker et al., 2007, Karpavičius, 2014). Ωστόσο, η απόφαση για την έναρξη ή την αύξηση μερισμάτων, όπως προκύπτει εμπειρικά, φαίνεται να υιοθετείται σε μεγάλο βαθμό και για να μειώσει την ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης και αγοράς. Οι Felimban et al., (2021) στην μελέτη τους για τις χώρες του Κόλπου διαπιστώνουν ότι επιχειρήσεις για τις οποίες οι επενδυτές έχουν

⁸ Η συσχέτιση αναμένεται να είναι θετική εφόσον $r_i \geq 0$ εξ' ορισμού και $0 \leq c_i \leq 1$. Επομένως θετική κερδοφορία συνδέεται με αυξήσεις μερισμάτων. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. και Felimban et al. (2021).

λιγότερη γνώση για τις προοπτικές της θα εξομαλύνουν τα μερίσματά τους σε μεγαλύτερο βαθμό προκειμένου να επιτρέψουν στις μονάδες της αγοράς να αξιολογήσουν σωστά την κερδοφορία της επιχείρησης⁹.

Συνεπακόλουθα, η πληρωμή μερίσματος ενέχει και πληροφοριακό περιεχόμενο για την κερδοφορία της επιχείρησης που είναι χρήσιμο για τις μονάδες της αγοράς προκειμένου να αξιολογήσουν σωστά την τιμή της μετοχής της γι' αυτό και η διεύθυνση πολλών εταιριών δίνει προσοχή στις ανακοινώσεις των μερισμάτων της προκειμένου να μην εκλάβει η αγορά μια μεταβολή στο μέρισμα της ως ένα αρνητικό σήμα για μείωση των κερδών. Σε ορισμένες περιπτώσεις, μάλιστα, παρατηρείται και η πρόθεση των στελεχών να προειδοποιήσουν την αγορά όταν χρειάζεται να μειώσουν τα μερίσματά τους προκειμένου να συγκρατήσουν την αρνητική επίδραση που θα έχει μια τέτοια ανακοίνωση στην τιμή της μετοχής (βλ. McCluskey et al., 2007). Αυτός ο πληροφοριακός χαρακτήρας των μερισμάτων, λοιπόν, προσδίδει και αξία στις ανακοινώσεις πληρωμής γι' αυτό και οι επιχειρήσεις εύλογα τα εξετάζουν προσεκτικά στα πλαίσια μιας στρατηγικής μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρίας.

2.3.2 το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων

Το μοντέλο της μερικής προσαρμογής παρόλο που συσχετίζει τις μερισματικές πληρωμές με τα κέρδη της επιχείρησης, εντούτοις, δεν δίνει κάποια ένδειξη για σηματοδότηση των πληρωμών αυτών προς την αγορά. Επιπλέον, η θεωρία που αναπτύχθηκε από τους Gordon και Lintner τόνιζε κυρίως την αξία που είχαν τα μερίσματα για τους επενδυτές λόγω της βεβαιότητάς τους έναντι των μελλοντικών τρόπων πληρωμής. Πολλά θεωρητικά μοντέλα, όμως, που δημιουργήθηκαν στην συνέχεια, επιχειρηματολογούν ότι η αξία που έχουν τα μερίσματα υπόκειται κυρίως στο γεγονός ότι μειώνουν την ασυμμετρία στην πληροφόρηση μεταξύ ατόμων εντός της επιχείρησης και της αγοράς.

Πιο αναλυτικά, στις πραγματικές αγορές, η διοίκηση των επιχειρήσεων έχουν συνήθως καλύτερη πληροφόρηση για την πορεία και την εξέλιξη της επιχείρησης σε σχέση με

⁹ Συγκεκριμένα οι μελετητές παρατηρούν για τις χώρες του Κόλπου ότι επιχειρήσεις που εξομαλύνουν περισσότερο ανήκουν στον χρηματοπιστωτικό τομέα όπου γενικότερα υπάρχει εσωτερική πληροφόρηση και συνεπώς δημόσια πληροφόρηση προς την αγορά.

άτομα εκτός της επιχείρησης, όπως επενδυτές και αναλυτές. Αυτή η ασυμμετρία πληροφόρησης μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένη αξιολόγηση των προοπτικών της επιχείρησης από την αγορά και κατά συνέπεια να τις καθιστά υποτιμημένες. Για να σηματοδοτήσουν, επομένως, τις θετικές προοπτικές της εταιρίας στην αγορά, τα στελέχη χρειάζεται να μεταδώσουν αυτήν την ιδιωτική πληροφόρηση προκειμένου να συγκλίνει η τιμή της μετοχής με την εσωτερική της αξία (Baker et al., 2002). Αυτόν τον σκοπό εξυπηρετούν οι καταβολές μερισμάτων καθώς δείχνουν τις εκτιμήσεις της διοίκησης για την θετική πορεία της επιχείρησης στο άμεσο μέλλον. Αυτό το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων δίνει και στις επιχειρήσεις ένα χρήσιμο εργαλείο για την μεγιστοποίηση της αξίας τους καθώς εμπειρικά φαίνεται να οδηγεί σε μεταβολές των τιμών των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση.

Αν και το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων έχει αποτελέσει αντικείμενο εξέτασης σε πολλά θεωρητικά υποδείγματα, εντούτοις στην βιβλιογραφία μνημονεύεται κυρίως αυτό του Sudipto Bhattacharya στο άρθρο του “Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy” στο Bell Journal of Economics, το 1979. Συγκεκριμένα, ο ίδιος υποστήριξε ότι το επιχείρημα του «κάλλιο πέντε και στο χέρι» είναι «παραπλανητικό» σε μία κεφαλαιαγορά με τέλεια πληροφόρηση ακόμα και σε συνθήκες αβεβαιότητας (Bhattacharya, 1979, p. 260). Στο θεωρητικό του υπόδειγμα υιοθετώντας τις υποθέσεις για υψηλότερη φορολογία στα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, αλλά και της ατελούς πληροφόρησης των εξωτερικών επενδυτών για την κερδοφορία της επιχείρησης, καταλήγει ότι υπάρχει ισορροπία στην οποία τα μερίσματα σηματοδοτούν τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης.

Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγει και το υπόδειγμα των Miller και Rock (1985), οι οποίοι προσαρμόζοντας το μοντέλο των τριών χρηματοοικονομικών αποφάσεων της επιχείρησης (επενδύσεις-χρηματοδότηση-μερίσματα) στην υπόθεση της ανώτερης πληροφόρησης για την κατάστασή της εταιρίας από την διεύθυνση, επιχειρηματολογούν ότι, αν και είναι λιγότερο αποτελεσματική από την ισορροπία με τέλεια πληροφόρηση, υπάρχει ωστόσο κατάσταση ισορροπίας στην οποία τα μερίσματα λειτουργούν ως σήμα για την καλή κατάσταση της εταιρίας. Συνοπτικά, λοιπόν, η θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων υποστηρίζει ότι οι μεταβολές των μερισμάτων συσχετίζονται θετικά με τις τιμές των μετοχών καθώς μια αύξηση των μερισματικών πληρωμών σηματοδοτεί στην

αγορά τις προσδοκίες των διοικήσεων για θετική πορεία των εταιριών στο μέλλον, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να στρέφονται προς αυτές τις εταιρίες προκαλώντας έτσι αύξηση στην τιμή των μετοχών τους. το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων αποτελεί από τα πιο ισχυρά επιχειρήματα στην συζήτηση για την σχετικότητα των μερισμάτων καθώς μετέπειτα έρευνες έδειξαν ότι δεν περιορίζεται μόνο στην πληροφόρηση που παρέχει για την αναμενόμενη κερδοφορία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την έρευνα των Baker et al., (2008) οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων σχετίζονται και με τον κλάδο, στον οποίο ανήκει αυτή ανήκει. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας δείγμα επιχειρήσεων από τον Καναδά παρατηρούν ότι τα στελέχη οργανισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα λαμβάνουν υπόψη τους διαφορετικές παραμέτρους για την μερισματική τους πολιτική από το υπόλοιπο δείγμα. Υποστηρίζουν, επιπλέον, τα αποτελέσματά τους ότι, για τον χρηματοπιστωτικό κλάδο, οι μερισματικές ανακοινώσεις αποτελούν σήμα ότι η επιχείρηση είναι υγιής. Οι Tripathy et al., (2021), επικεντρώνουν στην περίπτωση των τραπεζών και υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις έχουν ανώτερη γνώση σε σχέση με την αγορά για τα στοιχεία του ενεργητικού του οργανισμού, την οποία θέλουν να αποκτήσει και η αγορά προκειμένου να προσδιορίσει την ποιότητα των περιουσιακών στοιχείων, ειδικότερα, την πιστωτική κατάσταση των δανείων της. Έτσι, παρόλο που εντοπίζουν μικτές ενδείξεις σηματοδότησης για την κερδοφορία, εντούτοις, τα μερίσματα αποτελούν ένδειξη για την υγεία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Οι Grullon et al., (2002) επιχειρηματολογούν υπέρ της σηματοδότησης της μείωσης του ρίσκου για εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματά τους. συγκεκριμένα, αποδίδουν τις υπερκανονικές αποδόσεις που παρατηρούνται στην μείωση του κόστους κεφαλαίου των εταιριών που αυξάνουν τα μερίσματά τους, λόγω της μείωσης του συστηματικού κινδύνου που επέφερε η ανακοίνωση μιας μερισματικής αύξησης. Έτσι, ακόμα και με αρνητική κερδοφορία μπορεί να στηριχθεί μια θετική ανταπόκριση της μετοχής σε μία αύξηση μερίσματος. Οι Kato et al., (2002) διαπιστώνουν παρόμοια στοιχεία και στις επιχειρήσεις της Ιαπωνίας καθώς οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματά τους, χαρακτηρίζονται από λιγότερα χρέη και μικρότερο ποσοστό μόχλευσης. Συνεπώς, το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων μπορεί να στηριχθεί και σε μεταβολές του κινδύνου των επιχειρήσεων.

Ένα άλλο επιχείρημα που έχει προταθεί για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων είναι και η σηματοδότηση της ποιότητας μιας εταιρίας, δηλαδή, κατά πόσο τα μελλοντικά της κέρδη έχουν μικρό ρίσκο. Οι εταιρίες θα θέλουν να διαχωριστούν από τις υπόλοιπες του κλάδου σηματοδοτώντας ότι τα μελλοντικά τους κέρδη αναμένονται να είναι θετικά μέσω της πληρωμής μερισμάτων, την οποία είναι λιγότερο πιθανό να μιμηθούν εταιρίες με αμφίβολα κέρδη, καθώς η ανάκληση των μερισμάτων θα δώσει αρνητική εντύπωση στην αγορά (Shapiro, Zhuang, 2015). Με άλλα λόγια, η επιλογή της σηματοδότησης μέσω των μερισμάτων συνεπάγεται και ένα κόστος το οποίο επωμίζεται η εταιρία εάν αναγκαστεί στο μέλλον να μειώσει τις πληρωμές της καθώς θα έχει στείλει ένα λάθος μήνυμα στην αγορά για την ποιότητα των κερδών της¹⁰. Αυτό το κόστος είναι και αυτό που καθιστά δύσκολη την μίμηση των «καλών» εταιριών από τις «κακές» (Dong et al., 2005).

Ωστόσο, ένα τέτοιο αποτέλεσμα θα πρέπει να εξεταστεί με προσοχή καθώς ορισμένες έρευνες δείχνουν ότι επιχειρήσεις μπορεί να προχωρήσουν σε καταβολές μερισμάτων με βάση τις ανακοινώσεις που έκαναν ανταγωνιστές της. Από την πλευρά της αγοράς, κάτι τέτοιο δεν μπορεί να καταγραφεί εύκολα κυρίως και των μη-ορθολογικών συναλλαγών (noise trading) που διενεργούνται σε συνδυασμό με την γενικότερη προτίμηση των επενδυτών να διαθέτουν πληροφόρηση ακόμα και αν υπάρχει κάποιος «θόρυβος» μέσα σε αυτήν (Fuller, 2003)¹¹. Επομένως, δεν είναι απίθανο να παρατηρηθεί το φαινόμενο μιμητισμού ή/και αγελαίας συμπεριφοράς ανάμεσα σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου (Baker et al., 2008). Πιθανά κίνητρα για αυτές τις ενέργειες είναι η αντιστάθμιση πιθανών απωλειών στο μέλλον και ταυτόχρονη μείωση των οφελών των ανταγωνιστών από θετικές ανακοινώσεις ή ακόμα και αύξηση του μεριδίου της εταιρίας στην αγορά. Πρωτίστως όμως είναι κυρίως η επιθυμία της εταιρίας να μην διαχωριστεί από τους ανταγωνιστές της (Hu et al., 2019)¹².

¹⁰ Για μια ανασκόπηση στην σηματοδότηση δεξ και Conelly et al., (2011).

¹¹ Στην ίδια έρευνα, καταγράφεται και μία αντίστροφη σχέση μεταξύ αντίδρασης τιμής και πληροφόρησης, κάτι που δίνει ενδείξεις υπέρ του επιχειρήματος ότι οι επενδυτές αναζητούν επιπλέον πληροφόρηση ακόμα και αν εμπεριέχουν αβεβαιότητα.

¹² Πρέπει να επισημανθεί ότι οι Hu et al. διαχωρίζονται από την αγελαία συμπεριφορά καθώς χρησιμοποιούν τον όρο «αποτέλεσμα του οχήματος της μπάντας» το οποίο ορίζεται παρομοίως στην χρηματοοικονομική αλλά κατά τους ίδιους χρησιμοποιείται σε πρακτικές που αποκτούν δυναμική (Hu et al., 2019, p. 339).

Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί και το γεγονός που παρατηρούν ορισμένες μελέτες της μείωσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων που με την σειρά του οδηγεί και στον περιορισμό της χρήσης του ως μέσο πληροφόρησης από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Πιθανές εξηγήσεις που έχουν δοθεί στην παρατήρηση αυτή είναι οι εναλλακτικές μέθοδοι που χρησιμοποιεί η αγορά για να αξιολογήσει τις επιχειρήσεις όπως η αξιολόγηση του χρέους από οίκους αξιολόγησης (Grullon et al., 2002). Επιπλέον, το φαινόμενο μπορεί να αποδοθεί και στην πληρωμή των μετόχων μέσω επαναγορών μετοχών, οι οποίες αντικατέστησαν σε ορισμένες περιπτώσεις τα μερίσματα καθώς η αγορά τις αντιμετωπίζει με παρόμοια λογική όταν ανακοινώνονται (Hobbs, Schneller, 2012). Οι Amihud, Li (2006) αποδίδουν την τάση μείωσης των μερισμάτων και στην υψηλότερη συγκέντρωση των μετοχών στα χαρτοφυλάκια των καλύτερα πληροφορημένων θεσμικών επενδυτών πριν τις ανακοινώσεις, με αποτέλεσμα να μειώνεται το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων εφόσον ήδη έχει ενσωματωθεί στην τιμή της μετοχής.

Παρ' όλα αυτά, η αξία των μερισματικών ανακοινώσεων σε σχέση με τα κέρδη της επιχείρησης συνεχίζει να υποστηρίζεται ακόμα και σε πρόσφατες έρευνες. Γενικότερα, οι μερισματικές ανακοινώσεις αντιμετωπίζονται θετικά από την αγορά είτε είναι αναμενόμενες είτε έκτακτες (βλ. και Brickley, 1983). Παρόλο που φαίνεται να έχει περιοριστεί η χρήση τους τα μερίσματα εξακολουθούν να συνδέονται με την βραχυχρόνια ή/και την μακροχρόνια κερδοφορία της επιχείρησης (Bask, 2020). Πρόσφατες έρευνες επεκτείνουν την χρήση μερισματικών ανακοινώσεων για τον εντοπισμό ανωμαλιών της αγοράς (βλ. και Basse et al., 2021), ωστόσο κάτι τέτοιο δεν καλύπτεται από το εύρος της παρούσης εργασίας.

2.3.3 εμπειρικές μελέτες

Η θεωρία της σηματοδότησης των μερισμάτων εξετάζεται στην βιβλιογραφία με διττό τρόπο, είτε με την εξέταση της ταχύτητας προσαρμογής των κερδών στις μεταβολές μερισμάτων όπως προβλέπει το μοντέλο του Lintner, είτε με την αντίδραση της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση μερισμάτων. Αρχικές εμπειρικές μελέτες αφορούν περισσότερο αναπτυγμένες αγορές όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο, προκειμένου

να εξεταστεί κατά πόσο λειτουργούν αποτελεσματικά (βλ. Charest, 1978b, Lonie et al. 1996). Στην περίπτωση των μερισματικών ανακοινώσεων, που γίνονται κατά κανόνα σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, μια αποτελεσματική αγορά θα έπρεπε να ενσωματώνει πλήρως την διαθέσιμη πληροφόρηση στην τιμή της μετοχής πριν την ανακοίνωση και ως εκ τούτου να μην υπάρχει η δυνατότητα υπερ-κανονικού οφέλους σε συγκεκριμένες ημερομηνίες (Bessembinder, Zhang, 2015). Ωστόσο, πολλές έρευνες δείχνουν ότι σε πολλές αγορές δεν παρατηρείται ένα τέτοιο μοτίβο.

Στις αναπτυγμένες οικονομίες τα μερίσματα φαίνονται να συσχετίζονται με την κερδοφορία των επιχειρήσεων και με την θετική της πορεία, κάτι που αναγνωρίζεται τόσο από την πλευρά των στελεχών όσο και από τους συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά (βλ. Baker et al., 2007, Asem, 2009). Εντούτοις, δεν είναι σπάνιο στην βιβλιογραφία να τονίζεται ο ρόλος που έχουν τα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας και οι εκάστοτε συνθήκες στην απόφαση για καταβολή μερισμάτων. Το γεγονός αυτό εξηγεί εν μέρει και την λήψη διαφορετικών χωρών ως δείγμα μελέτης του γενικότερου φαινομένου του γρίφου των μερισμάτων.

Οι Capstaff et al., (2004) εντοπίζουν μη-κανονικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία μερισματικών ανακοινώσεων στην περίπτωση της Νορβηγίας, λαμβάνοντας ως δείγμα τις επιχειρήσεις του Χρηματιστηρίου του Όσλο ενώ οι ανακοινώσεις που ακολουθούνται από αύξηση των ταμειακών ροών παρατηρούνται ότι επιτυγχάνουν και καλύτερες επιδόσεις στην κεφαλαιαγορά. Μια ιδιαιτερότητα της Νορβηγικής οικονομίας είναι η ουδέτερη φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ μερισμάτων-κεφαλαιακών κερδών ενώ, σε αντίθεση με την αγορά των ΗΠΑ, η συγκέντρωση των επιχειρήσεων είναι αρκετά υψηλότερη μειώνοντας την ασυμμετρία πληροφόρησης. Επιπλέον, η εμπλοκή του κράτους στις επιχειρήσεις είναι αρκετά υψηλή καθώς, μέχρι και σήμερα, διατηρεί το υψηλότερο ποσοστό της ιδιοκτησίας σε μερικές από τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις της Νορβηγίας. Ταυτόχρονα, οι κατευθυντήριες γραμμές για την εταιρική διακυβέρνηση δίνονται από το υπουργείο Εμπορίου και Βιομηχανίας και το υπουργείο Οικονομικών (Baker et al., 2006). Τα αποτελέσματα αυτά δίνουν χρήσιμες ενδείξεις για την επίδραση των μερισμάτων στην περίπτωση πανομοιότυπης φορολογικής αντιμετώπισης μεταξύ μορφών διανομής κεφαλαιακού εισοδήματος, που επιτρέπει την προσέγγιση του φαινομένου χωρίς τις τριβές των φόρων.

Μελέτες στην αγορά του Χονγκ Κονγκ παρέχουν παρόμοιες ενδείξεις, αν και όχι τόσο ισχυρές όσο σε άλλες αναπτυγμένες οικονομίες. Η αγορά του Χονγκ Κονγκ αποτελεί μια καλή περίπτωση για την μελέτη των μερισμάτων χωρίς τις επιδράσεις των φόρων καθώς τα μερίσματα δεν υπόκεινται σε φόρους. Ωστόσο, η αγορά του Χονγκ Κονγκ χαρακτηρίζεται από υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης καθώς, σε μεγάλο βαθμό, η ιδιοκτησία των επιχειρήσεων είναι συγκεντρωμένη (κυρίως σε οικογένειες), ενώ ταυτόχρονα, η ρυθμιστικές αρχές δεν θέτουν υψηλές απαιτήσεις δημοσιοποίησης πληροφοριών ή προβλέψεων από τις επιχειρήσεις, με αποτέλεσμα η εταιρική διαφάνεια να είναι χαμηλή. Ως εκ τούτου, στην αγορά του Χονγκ Κονγκ δεν υπάρχει τόσο η ανάγκη θετικής σηματοδότησης μέσω των μερισμάτων, καθώς οι επιχειρήσεις προτιμούν μια πιο ευέλικτη πολιτική αποπληρωμών. Εντούτοις, κατά τις ημερομηνίες ανακοινώσεων, η αντίδραση της αγοράς φαίνεται να είναι σημαντική, κυρίως για τις εταιρίες που ανακοινώνουν αυξήσεις στις διανομές τους. Μια πιθανή εξήγηση αυτού του αποτελέσματος είναι ότι, σε ένα περιβάλλον με υψηλή ασυμμετρία πληροφόρησης, άτομα εκτός της επιχείρησης αντλούν σημαντικές πληροφορίες ώστε να εκτιμήσουν τις προσδοκίες της διοίκησης για την πορεία των επιχειρήσεων στο μέλλον (Chemmanur et al., 2010, Cheng et al., 2007).

Πιο πρόσφατες μελέτες εξετάζουν τις περιπτώσεις αναδυόμενων οικονομιών και προσθέτοντας στην γνώση για το φαινόμενο των μερισμάτων αλλά και ενισχύοντας ταυτόχρονα και την πολυπλοκότητά του, όταν έρχονται σε αντίθεση με αποτελέσματα του παρελθόντος. Σε γενικές γραμμές, τα αποτελέσματα ερευνών σε αυτές τις χώρες συμφωνούν με τις αντίστοιχες αναπτυγμένες οικονομίες καθώς εντοπίζονται σημαντικές αντιδράσεις της αγοράς σε μερισματικές ανακοινώσεις που είναι σύμφωνες με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων για την κερδοφορία της επιχείρησης, έστω και σε βραχυχρόνιο ορίζοντα (βλ. Al-Shattarat et al., 2018, Ngoc, Cuong, 2016). Κατ' επέκταση, και στις αναδυόμενες οικονομίες βρίσκει εφαρμογή η ημι-ισχυρή μορφή της Υπόθεσης Αποτελεσματικής Αγοράς καθώς η αντιδράσεις των αγορών γύρω από ημερομηνίες ανακοίνωσης δείχνουν ότι οι συμμετέχοντες ενσωματώνουν την νέα διαθέσιμη πληροφόρηση στις εκτιμήσεις τους, κάτι που αντανακλάται στις τιμές των μετοχών, που αναπροσαρμόζονται (βλ. Asiri, 2014, Menike, 2014).

Η μη-αποτελεσματικότητα των αγορών αποδεικνύεται και από τις περιπτώσεις που η αντίδραση της αγοράς έπεται χρονικά της ημερομηνίας ανακοίνωσης. Οι Travlos, Trigeorgis και Vafeas (2001) στην μελέτη τους για την περίπτωση της Κυπριακής οικονομίας διαπιστώνουν θετική αντίδραση της αγοράς σε αυξήσεις μερισμάτων μετρητών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης, αλλά μια καθυστέρηση μίας ημέρας για την παρατήρηση της ίδιας αντίδρασης στην περίπτωση των μερισμάτων μετοχών. Οι ίδιοι αποδίδουν αυτό το αποτέλεσμα στο γεγονός ότι οι μερισματικές αποφάσεις λαμβάνονται σε συμβούλια που πραγματοποιούνται κυρίως το απόγευμα, με αποτέλεσμα, οι εκτιμήσεις της αγοράς να εμφανίζονται στην τιμή της επόμενης ημέρας (Travlos et al., 2001, p. 103). Συνολικά, οι μελετητές βρίσκουν ενδείξεις για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων στην οικονομία της Κύπρου, το οποίο εξυπηρετεί την μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης και την προστασία των μικρότερων μετόχων από τους μεγάλους μεριδιούχους.

Οι Oyinlola και Ajegbe (2014) στηρίζουν και αυτοί την προβλεπτική σημασία των μερισμάτων και την επίδρασή τους στην τιμή της μετοχής για το Χρηματιστήριο της Νιγηρίας, καθώς καταγράφουν μια αμφίδρομη αιτιότητα ανάμεσα στις δύο μεταβλητές. Κατά συνέπεια, επιχειρηματολογούν ότι υπάρχει περιθώριο από τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την αξία τους στην αγορά μέσω μιας βέλτιστης πολιτικής αποπληρωμών. Γενικότερα, μέχρι και πρόσφατα η σχέση μεταξύ μερισμάτων και της αξίας της μετοχής συνεχίζει να στηρίζεται εμπειρικά (βλ. Mulchandani et al., 2020, Ozo, Arun, 2019), καθιστώντας τα μερίσματα ως μια σημαντική απόφαση της διοίκησης και όχι ως υποπροϊόν των επενδυτικών αποφάσεων της. Ωστόσο, ο ρόλος μιας σωστής πολιτικής αποπληρωμών κρίνεται χρήσιμος και για τον σχεδιασμό ενός θεσμικού πλαισίου ελέγχου των επιχειρήσεων από θεσμούς όπως οι εκάστοτε εποπτικές αρχές κεφαλαιαγορών ή αντίστοιχους ρυθμιστικούς φορείς προκειμένου να μειωθεί η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης και να υπάρξει ενίσχυση της επίδοσης των επιχειρήσεων και αύξηση της αξίας τους, κάτι που γίνεται πιο εμφανές στην περίπτωση των αναδυόμενων οικονομιών (βλ. Farrukh et al., 2017, Tanveer. Jamil, 2019).

Μια άλλη πτυχή του φαινομένου των μερισμάτων που θεωρούμε ότι αξίζει να αναφερθεί είναι και η συμπεριφορά τους κατά την παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007-08. Οι μελέτες που έχουν γίνει για αυτό το ζήτημα παρέχουν μικτά αποτελέσματα,

ενδεικτικά της γενικότερης πολυπλοκότητας του θέματος των μερισμάτων. Αναφορικά με τις ΗΠΑ, από την οποία ξεκίνησε και αρχικά η κρίση, οι επιχειρήσεις παρουσιάζονται να στηρίχτηκαν αρκετά έντονα στην σηματοδότηση των μερισμάτων κατά την διάρκεια της κρίσης, αλλά και κατόπιν, προκειμένου να αποκτήσουν καλή φήμη στην αγορά. Το ίδιο όμως δεν ισχύει και για χώρες που δεν επηρεάστηκαν τόσο πολύ από την κρίση καθώς μελέτες δείχνουν ότι ενώ σε ορισμένες χώρες οι επιχειρήσεις αύξησαν τα μερίσματά τους, σε άλλες, οι πολιτικές αποπληρωμών έμειναν αμετάβλητες (Nguyen, Tran, 2016, Al-Malkawi et al., 2014). Επομένως, παρατηρείται ότι σε ένα πλαίσιο ενός μακροοικονομικού φαινομένου οι αποφάσεις των επιχειρήσεων ενδέχεται να επηρεάζει χωρίς ωστόσο το αποτέλεσμα να είναι συμμετρικό για όλες τις επιχειρήσεις.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι και μελέτες που εξετάζουν συγκεκριμένα την θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων παράγουν ασθενή ή/και μικτά αποτελέσματα. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι η μη πληρωμή ή η μείωση ενός μερίσματος για την εύρεση χρηματοδοτικών πόρων για επενδύσεις μπορεί να εκληφθεί λανθασμένα ως σήμα για την δυσμενή πορεία της επιχείρησης (Fairchild, 2010, Oyinlola, Ajeigbe, 2014)¹³. Επιπλέον, πολλές χώρες αξιοποιούν διάφορα μέσα για την μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης, μειώνοντας έτσι την ανάγκη σηματοδότησης μέσω των μερισμάτων, τα οποία έχουν ένα δεσμευτικό χαρακτήρα, λόγω των αρνητικών συνεπειών που έχει η μείωσή τους. Σύμφωνα με τον Harakeh (2020) η υποχρεωτική επιβολή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς σε ορισμένες χώρες λειτούργησε υπέρ της μείωσης της ασυμμετρίας αναγκάζοντας τις επιχειρήσεις να δημοσιοποιούν στοιχεία για την πορεία τους, κάτι που μείωσε την ανάγκη για διανομή μερισμάτων. Παρόλο που η εξήγηση χρίζει περαιτέρω έρευνας, το γεγονός παραμένει ότι τα αντικρουόμενα αποτελέσματα για την θεωρία σηματοδότησης περιπλέκουν την εξήγηση του φαινομένου τόσο για τις αναπτυγμένες όσο και για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες¹⁴. Παρ' όλα αυτά, η θεωρία σηματοδότησης των μερισμάτων εξακολουθεί να παραμένει μία από τις πιο ισχυρές εξηγήσεις στην βιβλιογραφία και να στηρίζεται εμπειρικά από

¹³ Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Florida Power&Light, που το 1994 μείωσε τα τριμηνιαία μερίσματά της κατά 32% προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις νέες επενδύσεις της. Το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης ήταν μια πτώση 20 ποσοστιαίων μονάδων στην τιμή της μετοχής. Η αγορά εξέλαβε την ανακοίνωση ως σήμα χειροτέρευσης των επιδόσεων της εταιρίας, κάτι που αναθεωρήθηκε μόλις οι αναλυτές διαπίστωσαν τον λόγο για την περικοπή. Για περισσότερες πληροφορίες δες και Banafa, (2014).

¹⁴ Για παραδείγματα τέτοιων μελετών βλ. και Chen et al. (2007), Hussainey, Aal-Eisa (2009), Vieira, Raposo (2007).

μελέτες που δείχνουν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων εξακολουθεί να υφίσταται.

2.4 Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης

2.4.1 το βασικό επιχείρημα

Στο σύγχρονο μοντέλο της επιχείρησης αναπτύχθηκε και η άποψη ότι τα μερίσματα μπορούν να συμβάλουν στην εξυγίανση προβλημάτων δυσμενούς επιλογής ή/και ηθικού κινδύνου. Τέτοιες περιπτώσεις προκύπτουν από την σύγκρουση συμφερόντων ατόμων εντός και εκτός της επιχείρησης και εξαιτίας της ασυμμετρίας πληροφόρησης, με συνέπεια κάθε πλευρά να θέλει να εξασφαλίζει ότι οι στόχοι της είναι ευθυγραμμισμένη με τον στόχο μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρίας. Η πιθανότητα παρουσίασης αυτών των προβλημάτων συνεπάγεται ένα επιπλέον κόστος για την κάθε πλευρά προκειμένου να ανιχνεύει τις κινήσεις αυτών που διαχειρίζονται τα επενδυμένα κεφάλαια. Σε αυτό το πλαίσιο μια μερισματική πολιτική θεωρείται ότι μπορεί να λειτουργήσει ως μηχανισμός σύγκλισης μεταξύ των διαφορετικών συμφερόντων.

Σύμφωνα με τους Al-Najjar και Kilincarslan (2019) τα προβλήματα που εμπίπτουν στην θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης είναι τριών ειδών:

- α) το πρόβλημα της ιδιοκτησίας-διοίκησης
- β) το πρόβλημα των μεγάλων μεριδιούχων-μικρών μεριδιούχων
- γ) το πρόβλημα των μεριδιούχων-ομολογιούχων

Το πρώτο πρόβλημα προκύπτει από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από την διεύθυνση της επιχείρησης καθώς τα συμφέροντα των δύο πλευρών μπορεί να διαφέρουν. Οι μέτοχοι της εταιρίας (εντολέας) επιδιώκουν την μεγιστοποίηση του πλούτου τους, που είναι συνυφασμένος με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Αντίθετα, οι διευθυντές (εντολοδόχος) αντλούν χρησιμότητα και από άλλα οφέλη που τους παρέχει η θέση τους, πέραν των χρηματικών αποδοχών τους (εταιρικές παροχές, επιτυχημένο προφίλ, συνεισφορές κοινωνικής ευθύνης). Συνεπακόλουθα, ο διευθυντής δεν έχει κίνητρο να

καταβάλει την βέλτιστη προσπάθεια για αύξηση του πλούτου των μετόχων κάτι που οι μέτοχοι δεν μπορούν εύκολα να διαπιστώσουν χωρίς κόστος καθώς δεν έχουν κάποιο τρόπο να ελέγχουν τις ενέργειές του (Jensen, Meckling, 1976).

Τα μερίσματα αποτελούν έναν έμμεσο τρόπο επίβλεψης των ενεργειών του διευθυντή, ως αίτιο της μείωσης διαθέσιμων πόρων για την υλοποίηση των επενδύσεων από τον διευθυντή (βλ. Blau, Fuller, 2008). Κατά συνέπεια, ο διευθυντής θα πρέπει να στραφεί στην κεφαλαιαγορά για την άντληση πόρων, της οποίας οι συμμετέχοντες είναι περισσότερο αποτελεσματικοί στην παρατήρηση των ενεργειών της διοίκησης (Gautam, 2019). Ο Rozeff (1982) υποστήριξε ότι μια σωστή μερισματική πολιτική μπορεί να ελαχιστοποιήσει τα κόστη συναλλαγών και αντιπροσώπευσης ενώ η κατοχή μετοχών από άτομα εκτός της επιχείρησης θα σχετίζεται με μια αύξηση στην ζήτηση μερισμάτων, οπότε η απαίτηση για καταβολή μερισμάτων από τον διευθυντή γίνεται μεγαλύτερη όσο αυξάνεται η διασπορά της μετοχικής βάσης (όπως αν. Gautam, 2019).

Παρόμοια προβλήματα ηθικού κινδύνου μπορούν να προκύψουν και μεταξύ των μεγάλων και των μικρών μεριδιούχων. Στο μοντέλο του ο Rozeff αναδεικνύει την θετική σχέση μεταξύ διασποράς της ιδιοκτησίας και μερισμάτων ως μηχανισμοί συμμόρφωσης, και επισημαίνει ότι, αν η ιδιοκτησία είναι συγκεντρωμένη σε λίγα άτομα ή ακόμα και σε θεσμικούς επενδυτές τότε είναι επίσης δυνατή η επίδραση στις αποφάσεις της διοίκησης, ειδικά αν υπάρχει εμπλοκή της ιδιοκτησίας στην λήψη αποφάσεων. Στην πράξη, αυτό το επιχείρημα βρίσκει στήριξη κυρίως σε οικογενειακές επιχειρήσεις στις οποίες οι ιδιοκτήτες έχουν συνήθως και ενεργό ρόλο στην διοίκηση της εταιρίας¹⁵. Επομένως, και η υψηλή συγκέντρωση μπορεί να αποδειχτεί αποτελεσματικός μηχανισμός στην μείωση του κόστους από το πρόβλημα της ιδιοκτησίας-διοίκησης.

Η υψηλή συγκέντρωση, όμως, δημιουργεί διαφορετικά προβλήματα ηθικού κινδύνου σε σχέση με τους μετόχους. Οι ιδιοκτήτες μεγάλου ποσοστού της επιχείρησης έχουν την δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν τα δικαιώματα που τους παρέχει το υψηλό ποσοστό μετοχών για να δημιουργήσουν πλεονεκτήματα ελέγχου και να συγκεντρώσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μερίδιο από τα κέρδη της επιχείρησης εις βάρος των μικρότερων

¹⁵ Για μια επισκόπηση μελετών πάνω στο ζήτημα των επιχειρήσεων με υψηλή συγκέντρωση δεξ και Al-Najjar-Kilincarslan, (2019).

μεριδιούχων. Το ενδεχόμενο αυτό γίνεται πιο πιθανό σε οικονομίες με αδύναμη νομική προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων και μικρές απαιτήσεις εταιρικής διαφάνειας και δημοσιοποίησης πληροφοριών. Τα μερίσματα αποτελούν ένα μέσο για να μετριαστεί το πρόβλημα της εκμετάλλευσης των μικρότερων μετόχων καθώς αποτελούν μία αναλογική πληρωμή σε όλους τους μετόχους ενώ ταυτόχρονα μειώνουν το περιθώριο εταιρικού πλούτου που δύνανται οι μεγαλύτεροι μέτοχοι να αποσπάσουν.

Εντούτοις, σε διαφορετικά νομικά καθεστάτα η συσχέτιση μεταξύ των μερισματικών καταβολών και τα προβλήματα εκμετάλλευσης είναι διαφορετική. Σε μελέτη τους από ένα δείγμα 33 χωρών, οι La Porta et al. (2000a) προτείνουν δύο υποδείγματα για το πως διαμορφώνεται η μερισματική πολιτική με βάση το νομικό καθεστώς κάθε χώρας. Σύμφωνα με το «μοντέλο του αποτελέσματος» τα μερίσματα είναι αποτέλεσμα της πίεσης της μειωσιμότητας των μετόχων για διανομή κερδών όταν θεωρούν ότι δεν υπάρχουν επενδυτικές ευκαιρίες που μπορεί να εκμεταλλευτεί η επιχείρηση ή όταν η επιχείρηση βρίσκεται στην φάση της ωρίμανσής της. Το υπόδειγμα αυτό προβλέπει ότι θα υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μερισματικών καταβολών και προστασίας των μετόχων προκειμένου οι μικρότεροι μέτοχοι να έχουν την νομική ισχύ να απαιτήσουν από την εταιρία να προχωρήσει σε αποπληρωμή των μετόχων. Από την άλλη, το «μοντέλο της υποκατάστασης» προβλέπει ότι σε περιβάλλοντα με αναποτελεσματική προστασία των επενδυτών οι εταιρίες διανέμουν μερίσματα για να διατηρήσουν μια φήμη καλής συμπεριφοράς απέναντι στους μετόχους, έτσι ώστε να μπορεί να αντλεί εξωτερικά κεφάλαια με ευνοϊκούς όρους. Τα αποτελέσματα της έρευνας στηρίζουν το πρώτο υπόδειγμα ωστόσο σε μετέπειτα έρευνες έχουν βρεθεί αποτελέσματα και υπέρ του δεύτερου.

Η τρίτη κατηγορία προβλημάτων από την σύγκρουση συμφερόντων που προκύπτει όταν η εταιρία εκδίδει χρέος. Αυτό το ζήτημα εξετάζεται επίσης από τους Jensen και Meckling στην μελέτη τους για την θεωρία αντιπροσώπευσης. Πιο αναλυτικά, αξιοποιώντας την έννοια του ιδιοκτήτη-διευθυντή, οι συγγραφείς αναδεικνύουν το κίνητρο της διοίκησης, που δρα προς όφελος των μετόχων να, αναλαμβάνει δραστηριότητες υψηλού ρίσκου καθώς στην θετική έκβαση λαμβάνει μεγάλο μερίδιο του οφέλους ενώ σε αντίθετη περίπτωση οι δανειστές αντιμετωπίζουν την μεγαλύτερη ζημιά.

Εκτός από αυτό, οι μέτοχοι μπορεί να απαιτήσουν από την διοίκηση να διανείμει μερίσματα δημιουργώντας έτσι μια μεταφορά πλούτου από τους πιστωτές στους ιδιοκτήτες. Συνεπώς, οι δανειστές θα έχουν την ανάγκη για ορισμένες συμφωνίες που θα περιορίζουν την συμπεριφορά του διευθυντή ως προς την ανάληψη κινδύνου καθώς και την ανίχνευση της διάθεσης των κεφαλαίων της εταιρίας. Το κόστος εξειδίκευσης τέτοιων συμφωνιών αλλά και επιβολής αυτών στην εταιρία θα επηρεάσει ακολούθως και την τιμή του χρέους που αυτή θα εκδώσει. Συγχρόνως, η διοίκηση αναγνωρίζει ότι η επιβολή τέτοιων συμφωνιών συνεπάγεται ένα κόστος που θα επωμιστεί η διοίκηση και γι' αυτό έχει κίνητρο να παρέχει ο ίδιος την πληροφόρηση που απαιτούν οι πιστωτές προκειμένου να μειωθεί το επιπλέον αυτό κόστος του δανεισμού.

Οι Brockman και Unlu (2009) επιχειρηματολογούν ότι η μερισματική πολιτική των εταιριών θα επηρεάζεται από την προστασία που παρέχει το νομικό καθεστώς κάθε οικονομίας στους πιστωτές. Εξετάζοντας δείγμα εταιριών από 52 χώρες συμπεραίνουν ότι η σύναψη συμφώνων που περιορίζουν την διοίκηση από το να διανείμει υψηλά μερίσματα λειτουργεί ως υποκατάσταση του χαμηλού βαθμού προστασίας των δανειστών. Επιπλέον, οι διευθυντές δεσμεύονται σε μια περιοριστική διανομή στους μετόχους προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν τα κόστη αντιπροσώπευσης από την έκδοση χρέους. Κατ' επέκταση η μερισματική πολιτική των εταιριών θα είναι λιγότερο περιοριστική σε οικονομίες με επαρκή προστασία των πιστωτών.

Σε νεότερη έρευνα ωστόσο, οι Tran et al., (2017) εξετάζουν ένα δείγμα επιχειρήσεων από 41 χώρες για μια περίοδο που καλύπτει και την παγκόσμια Χρηματοοικονομική Κρίση και συμπεραίνουν ότι το διεθνές αυτό φαινόμενο είχε επίπτωση στα δικαιώματα τόσο των μετόχων όσο και των πιστωτών καθώς, κατά την διάρκεια της Κρίσης και έπειτα, οι επιχειρήσεις διένειμαν μερίσματα προκειμένου να οικοδομήσουν φήμη ευρωστίας μολονότι η κερδοφορία τους παρέμενε σε χαμηλά επίπεδα. Ακολούθως, η συμμόρφωση των διευθυντών με τα συμφέροντα των μετόχων ή των δανειστών καταγράφεται λιγότερο αποτελεσματική μετά την Κρίση κάτι που σημαίνει μεγαλύτερη εκμετάλλευση της μίας ή της άλλης πλευράς αναλόγως την διαφορά νομικής προστασίας που υπάρχει για τα συμφέροντά της. Ωστόσο, η ισορροπία ανάμεσα στο κόστος αντιπροσώπευσης χρέους και ιδίων κεφαλαίων εξακολουθεί να επηρεάζει τις αποφάσεις για τις μερισματικές

καταβολές και συνεπώς την ανάγκη για την ανίχνευση των ενεργειών του διευθυντή που λαμβάνει τις αποφάσεις.

2.4.2 η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών

Τα προβλήματα που προκύπτουν από την σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και διευθύνοντος συμβούλου αναδεικνύονται περισσότερο στο κομμάτι της θεωρίας αντιπροσώπευσης που είναι γνωστό ως «Υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών». Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα κίνητρα των διευθυντών αποκλίνουν από αυτά των μετόχων διότι οι πρώτοι πέραν των χρηματικών απολαβών, αντλούν χρησιμότητα και από στοιχεία που δεν έχουν σχέση με την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, όπως για παράδειγμα η φήμη τους στην αγορά.

Η εικόνα της διοίκησης ενός επιχειρηματικού κολοσσού αποτελεί σημαντικό κίνητρο για τον διευθυντή να επενδύει μεγάλο ποσοστό από τα κεφάλαια της εταιρίας για να αυξήσει το μέγεθος της επιχείρησης ακόμα και πέρα από το βέλτιστο (Jensen, 1986). Εν γένει, οι διευθυντές μπορούν να δαπανήσουν μεγάλο μέρος των κεφαλαίων της εταιρίας ακόμα και σε δραστηριότητες που δεν έχουν ωφέλεια για την εταιρία αλλά προσφέρουν διαφορετικά οφέλη στους ίδιους, ακόμα και σε επενδύσεις με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία (Easterbrook, 1984). Για παράδειγμα, αν η υιοθέτηση δραστηριοτήτων κοινωνικής ευθύνης από την εταιρία προσδίδει στον διευθύνοντα σύμβουλο την φήμη ενός υπεύθυνου διοικούντα τότε ο ίδιος έχει κίνητρο να επενδύσει σε κοινωνικές και περιβαλλοντικές δραστηριότητες, περισσότερο απ' ότι είναι ωφέλιμο για τη ίδια την εταιρία (δες και Benlemlih, 2019).

Τόσο το ενδεχόμενο της υπερεπένδυσης από πλευράς του διευθυντή, όσο και η αντίθετη περίπτωση της απόρριψής κερδοφόρων σχεδίων λόγω υπερβολικής αποστροφής προς τον κίνδυνο του διευθυντή, μπορούν να περιοριστούν αν η επιχείρηση αντλεί συχνά πόρους μέσω της κεφαλαιαγοράς. Η μείωση εσωτερικών πόρων στην διάθεση του διευθυντή για χρηματοδότηση των σχεδιασμένων επενδύσεων σημαίνει ότι θα πρέπει να αντλήσει κεφάλαια από την αγορά και συνακόλουθα να δεχτεί να υπόκειται στους ελεγκτικούς μηχανισμούς της αγοράς και των επενδυτών. Συνεπώς, οι μέτοχοι έχουν κίνητρο να

πιέσουν την διοίκηση να διανείμουν μέρος των μετρητών της εταιρίας προκειμένου να αποτρέψουν τον διευθυντή να τα επενδύσει αναποτελεσματικά (δες Easterbrook, 1984, Jensen, 1986).

Ένας τρόπος διανομής μετρητών στους μετόχους είναι μέσω των μερισμάτων. Ωστόσο, όπως αναφέρουν οι Yoon και Starks οι αλλαγές στα μερίσματα εξαρτώνται από τις επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας (Yoon, Starks, 1995, p. 1004). Γι' αυτό δεν είναι σπάνιες στην βιβλιογραφία οι έρευνες που μελετούν την επίδοση των μετοχικών τιμών σε σχέση με τις ευκαιρίες ανάπτυξης κάθε επιχείρησης. Ένας δείκτης που χρησιμοποιείται για την μέτρηση των επενδυτικών ευκαιριών είναι ο Tobin's Q, που χρησιμοποιείται και ως προσέγγιση της αναμενόμενης κερδοφορίας από μελλοντικές επενδύσεις αλλά και ως ενδεικτικό της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και διευθυντών (Denis et al., 1994, Lee et al., 2010)¹⁶.

Οι Lang και Lintzenberger (1989) χρησιμοποιούν τον συγκεκριμένο δείκτη για να κατατάξουν το δείγμα της μελέτης τους ανάμεσα σε εταιρίες που επενδύουν περισσότερο ή λιγότερο από το βέλτιστο επίπεδό τους. Συγκεκριμένα, αν οι επενδύσεις μιας εταιρίας παρουσιάζουν μειούμενη οριακή αποτελεσματικότητα κεφαλαίου τότε μια τιμή του δείκτη μικρότερη της μονάδας σημαίνει ότι η εταιρία υπερ-επενδύει, ενώ σε αντίθετη περίπτωση οι επενδυτικές δαπάνες είναι κάτω από το βέλτιστο σημείο. Για τις πρώτες, οι ερευνητές διαπιστώνουν ότι οι μερισματικές μεταβολές που πραγματοποιούν είναι μεγαλύτερες σε σύγκριση με τις τελευταίες, κάτι που συνδέεται με μεγαλύτερα ποσοστά απόδοσης αυτών των μετοχών κατά την περίοδο μερισματικών ανακοινώσεων.

Οι Yoon, Starks (1995) επιχειρηματολογούν ότι, επειδή οι εταιρίες με χαμηλό Q θεωρούνται ότι επενδύουν και σε σχέδια με αρνητική παρούσα αξία, όταν ανακοινώνουν αυξήσεις στα μερίσματά τους, τότε η αγορά αναμένει μια μείωση στις άσκοπες κεφαλαιακές δαπάνες. Μια τέτοια ανακοίνωση από εταιρία με υπερβάλλουσες επενδύσεις αντιμετωπίζεται πιο θετικά, απ' ότι εταιρίες με επενδύσεις κοντά στο βέλτιστο, προκαλώντας μεγαλύτερη αύξηση στην τιμή των μετοχών των πρώτων. Εντούτοις, οι συγγραφείς δεν βρίσκουν αποτελέσματα που επιβεβαιώνουν αυτό το

¹⁶ Επίσης ο δείκτης Q χρησιμοποιείται και ως μέτρο της αγοραίας αξίας της επιχείρησης λόγω και του τρόπου με τον οποίο ορίζεται: αγοραία αξία προς λογιστική αξία περιουσιακών στοιχείων (assets) της εταιρίας. Για ένα παράδειγμα δες και Amidu (2007).

επιχείρημα και καταλήγουν ότι η διαφορά στην αντίδραση της τιμής μεταξύ εταιριών με υψηλό και χαμηλό Q οφείλεται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων και όχι στις επενδυτικές ευκαιρίες που έχει κάθε εταιρία.

Οι Denis et al., (1994) καταλήγουν σε παρόμοια συμπεράσματα στην μελέτη τους διαπιστώνοντας ότι οι εταιρίες του δείγματος, με μικρότερο Q, είχαν αυξήσει τις κεφαλαιακές τους δαπάνες μετά από αυξήσεις μερισμάτων, αντίθετα απ' ότι αναμενόταν από μια επιχείρηση-υπερπενδυτή. Οι συγγραφείς αποδίδουν την θετική πορεία των αποδόσεων αυτών των μετοχών στην βελτίωση των αξιολογήσεων των αναλυτών για τις ταμειακές ροές των επιχειρήσεων, γεγονός που συνάδει με το επιχείρημα της σηματοδότησης για τις μερισματικές ανακοινώσεις. Ωστόσο, οι υπερ-αποδόσεις γύρω από μερισματικές ανακοινώσεις δεν συσχετίζονται με μεταβολές στο επίπεδο των εταιρικών επενδύσεων.

Σε άλλες μελέτες, η χρήση του δείκτη Q γίνεται για την μέτρηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Σε μεμονωμένους κλάδους, με παρόμοιες επενδυτικές ευκαιρίες, ο δείκτης Q χρησιμοποιείται για να μετρήσει σχετικά με ζητήματα ατελούς πληροφόρησης, όπως η ποιότητα της διοίκησης ή το ποσοστό της κρατικής ιδιοκτησίας. Σε τέτοιες περιπτώσεις, μπορεί να παρατηρηθεί και θετική σχέση μεταξύ του δείκτη και των μερισματικών αποφάσεων, κάτι που επίσης συνάδει με την υπόθεση ότι οι εταιρίες αποφασίζουν να διανείμουν μετρητά για να σηματοδοτήσουν στην αγορά την θετική πορεία των ταμειακών ροών τους ή/και για να μειώσουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης σχετιζόμενα με την ατελή πληροφόρηση, γεγονός που αντιμετωπίζεται θετικά από την αγορά (δες και Lee et al., 2010). Σε κάθε περίπτωση, η πολλαπλή χρήση του δείκτη Q έχει δώσει διαφορετικά αποτελέσματα στην βιβλιογραφία της θεωρίας κόστους αντιπροσώπευσης, προσδίδοντας έτσι πολυπλοκότητα στον γρίφο των μερισμάτων.

2.4.3 εμπειρικές μελέτες

Στην εμπειρική διερεύνηση της επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης σημαίνοντα ρόλο έχει η εξέταση της δομής ιδιοκτησίας

της κάθε επιχείρησης. Και σε αυτήν την περίπτωση, οι εμπειρικές έρευνες παρέχουν μικτά αποτελέσματα σχετικά με την σχέση μερισμάτων-ιδιοκτησίας. Έρευνες όπως των Hamil, Al-Shattarat (2012) αποτυπώνουν μια αρνητική σχέση μεταξύ εσωτερικής ιδιοκτησίας και μερισμάτων που είναι σύμφωνη με το μοντέλο του Rozeff. Άλλοι συγγραφείς επιχειρηματολογούν ότι η διοίκηση είναι πιο πρόθυμη να διανείμει μερίσματα όταν είναι μικρότερη η συμμετοχή ατόμων εκτός της επιχείρησης στο συμβούλιο των μετόχων (δες Al-Najjar, Hussainey, 2009). Ωστόσο, σε νεότερες έρευνες εξετάζεται περισσότερο η επίδραση της ιδιοκτησίας από άτομα εκτός των επιχειρήσεων.

Ένα ζήτημα που μελετάται επίσης είναι και κατά πόσο το ποσοστό ιδιοκτησίας από θεσμικούς επενδυτές επιδρά στην απόφαση για διανομή μερισμάτων, καθώς οργανισμοί όπως μεγάλες επιχειρήσεις και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν αποτελεσματικότερα μέσα επιτήρησης της διοίκησης και ως εκ τούτου καθιστούν λιγότερο αναγκαία την μερισματική πολιτική για αυτόν τον σκοπό. Εντούτοις, δεν είναι λίγες οι έρευνες που εντοπίζουν θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισματικών πληρωμών και της θεσμικής ιδιοκτησίας.

Σημαίνοντα ρόλο στην αντιμετώπιση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης έχει και η συμπεριφορά του διευθύνοντα συμβούλου. Ένας διευθυντής, αν δεν έχει ιδιαίτερο κίνητρο, ενδέχεται να παρακρατεί ίδιους πόρους και να μειώνει τα μερίσματα για την χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων. Οι Desmukh et al., (2013) αναφέρουν ότι τέτοιες ενέργειες είναι πιθανότερες για υπεραισιόδοξους διευθυντές, οι οποίοι υπερεκτιμούν την αξία των επενδύσεων και θεωρούν ότι τα κεφάλαια από την αγορά έχουν μεγαλύτερο κόστος. Οι Tehranian, Waeglein (1985) επιχειρηματολογούν ότι το πρόβλημα της υπερβάλλουσας παρακράτησης πόρων εντός της επιχείρησης μπορεί να ελεγχθεί με την παροχή συμφωνιών που θα παρέχουν επιπρόσθετο όφελος για τον διευθυντή, το οποίο όμως θα συνδέεται με τα μερίσματα που πληρώνονται.

Οι Abdullah et al., (2012) επιχειρηματολογούν ότι η παραχώρησης ποσοστού ιδιοκτησίας στον διευθύνοντα σύμβουλο παρέχει κίνητρο για καταβολή προσπάθειας καθιστώντας λιγότερο αναγκαία μια καταβολή μετρητών για αυτόν τον σκοπό. Εντούτοις, δεν διαπιστώνουν σημαντική σχέση μεταξύ αυτής της τακτικής και της μερισματικής πολιτικής καθώς οι επιχειρήσεις διατηρούν σταθερές μερισματικές πολιτικές διαχρονικά για συμμόρφωση των διευθυντών.

Η συμμετοχή των κυβερνητικών αρχών στην ιδιοκτησία της επιχείρησης έχει επίσης εξεταστεί εάν έχει θετική επίδραση στην απόφαση για πληρωμή μερίσματος στους μετόχους. Ειδικότερα, σε οικονομίες με χαμηλή προστασία της μειοψηφίας των μετόχων ή σε αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές η συμμετοχή της κυβέρνησης αποτελεί σημαντικό παράγοντα πίεσης προκειμένου η εταιρία να διανείμει μερίσματα. Το κίνητρο της κυβερνητικής ιδιοκτησίας είναι η διατήρηση της φήμης της προάσπισης του δημοσίου συμφέροντός, προκειμένου να περιοριστούν προβλήματα αντιπροσώπευσης με τους πολίτες. Επιπλέον, η φήμη της καλής μεταχείρισης των μειοψηφικών μετόχων ενισχύει και την εικόνα του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, η οποία με την σειρά της τον καθιστά ελκυστικό για επενδύσεις από μικρούς επενδυτές (Al-Kuwari, 2010).

Σε κάθε περίπτωση, τα δικαιώματα των μετόχων στην εκάστοτε οικονομία έχουν σημαίνοντα ρόλο στην αξιοποίηση των μερισμάτων για την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Στα πρότυπα της δημοσίευσης των LaPorta et al. (2000), έχουν δημοσιευθεί αρκετές έρευνες που μελετούν τα δικαιώματα των μετόχων σε σχέση με τα μερίσματα. Με τις προβλέψεις του «μοντέλου του αποτελέσματος» είναι σύμφωνα και τα αποτελέσματα από μεταγενέστερες έρευνες (βλ. Alzahrani, Lasfer, 2012). Ωστόσο, εμπειρική υποστήριξη έχει λάβει και το δεύτερο «μοντέλο της υποκατάστασης» καθώς σε πολλές χώρες η μικρή προστασία που παρέχεται στην μειοψηφία των μετόχων δημιουργεί την ανάγκη για διαμόρφωση μιας καλής εταιρικής φήμης, ιδιαίτερα όταν η επιχείρηση χρειάζεται να αντλήσει πόρους από την κεφαλαιαγορά (βλ. Gomes, 2000, Βοϊτος, Pirtea, 2014). Εν γένει, όμως, τόσο η εταιρική διακυβέρνηση όσο και η εθνική έχουν ρόλο στην προστασία των επενδυτών και κατά συνέπεια και στην μερισματική πολιτική των εταιριών (Sawicki, 2009).

Εναλλακτικά μέσα για την μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης έχουν επίσης εξεταστεί στην σχετική βιβλιογραφία. Ενδιαφέρον έχει ελκύσει η έκδοση χρέους ως εναλλακτικός μηχανισμός μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης, ιδιαίτερα μετά την δημοσίευση του Jensen. Ειδικότερα, μια επιχείρηση με υψηλή μόχλευση είναι πιο πιθανό να υπόκειται σε επιτήρηση από τους πιστωτές της μέσω δεσμευτικών συμφωνιών (Trojanowski, Renneboog, 2005). Οι Iturriaga, Crisostomo (2010) επιχειρηματολογούν ότι το χρέος και τα μερίσματα μπορούν να λειτουργήσουν ως συμπληρωματικοί μέσα πειθάρχησης της διοίκησης. Ωστόσο, στο μοντέλο του ο Douglas (1990) υποστηρίζει ότι

τα μερίσματα είναι πιο αποτελεσματικός μηχανισμός τόσο από το χρέος, όσο και από την επαναγορά μετοχών καθώς αντιμετωπίζει ταυτόχρονα και τα προβλήματα δυσμενούς επιλογής αλλά και ηθικού κινδύνου.

Όσον αφορά τις επαναγορές μετοχών, οι αντίστοιχες ανακοινώσεις έχουν επίσης εξεταστεί με παρόμοιες προσεγγίσεις με τα μερίσματα, καθώς παρουσιάζουν παρόμοια χαρακτηριστικά. Όπως και τα μερίσματα, έτσι και οι επαναγορές θεωρούνται ότι μειώνουν τα προβλήματα αντιπροσώπευσης καθώς μειώνουν τους πόρους στην διάθεση του διευθυντή και αναγκάζοντάς τον να αναζητήσει άλλες πηγές χρηματοδότησης όπως η κεφαλαιαγορά και η έκδοση χρέους. Το κίνητρο για μια επαναγορά είναι η σηματοδότηση στην αγορά ότι η τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη και γι' αυτό η πιθανότητα μιας επαναγοράς είναι μεγαλύτερη σε περιβάλλον με μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης (Bukalaska et al., 2018). Εντούτοις, οι Firdmuck, Jacob (2010) επιχειρηματολογούν ότι οι επενδυτές δεν θεωρούν απαραίτητα την επαναγορά ως εξίσου αξιόπιστο εργαλείο όσο τα μερίσματα καθώς δεν ανακοινώνονται με την ίδια συχνότητα και ακολούθως δεν είναι τόσο αναμενόμενα από τους επενδυτές.

Εν γένει, λοιπόν, η χρησιμότητα των μερισμάτων για τον έλεγχο προβλημάτων αντιπροσώπευσης έχει προσελκύσει αρκετό ενδιαφέρον, καθώς με την σειρά της, η μερισματική πολιτική σχετίζεται την επίδοση των εταιριών. Η σχέση αυτή επεκτείνεται και στην σύνδεση με τις αναπτυξιακές ευκαιρίες που διαθέτει κάθε επιχείρηση καθώς όσο επεκτείνεται η εταιρία και όσο περισσότερες επενδυτικά σχέδια μπορεί να αναλάβει, τόσο η ανάγκη για εξασφάλιση χρηματοδότησης αυξάνεται με αποτέλεσμα και το επίπεδο των μερισμάτων να είναι χαμηλότερο σε αυτές τις περιπτώσεις (δες και Shan, 2007, Thanatawee, 2011). Ωστόσο, δίνεται ακόμα μια ένδειξη γιατί οι επενδυτές εκτιμούν τις εταιρίες που αποφασίζουν να διανείμουν μερίσματα.

3. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

3.1 Η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα

Στην Ελληνική οικονομία, η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις διαφέρουν σημαντικά από άλλες αναπτυγμένες οικονομίες, λόγω και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του θεσμικού πλαισίου. Η πρώτη διαφοροποίηση της Ελληνικής οικονομίας έγκειται στο γεγονός ότι η μερισματική πολιτική δεν βρίσκεται στην πλήρη ευχέρεια των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, με τον Ελληνικό εταιρικό νόμο υπ' αριθμόν 2190/1920 οι Ελληνικές εταιρίες υποχρεούνται να διαμοιράζουν στους μετόχους ένα ελάχιστο ποσό ως μέρισμα. Με τον ίδιο νόμο το ποσό αυτό καθορίζεται, είτε ως το 35% των καθαρών κερδών, μετά από την αφαίρεση του ποσοστού που αντιστοιχεί για την δημιουργία τακτικού αποθεματικού, είτε το 6% του μετοχικού κεφαλαίου. Αν και η τελική διανομή προβλέπεται να είναι το μεγαλύτερο ποσό από τα δύο, σε περίπτωση που το πρώτο υπερβαίνει του δεύτερου, δίνεται η δυνατότητα να καταβληθεί το μικρότερο ποσό με απόφαση των μετόχων που αντιστοιχεί στο 80% του εκπροσωπούμενου στην Γενική Συνέλευση. Επιπλέον, η διοίκηση μπορεί να αποφασίσει να μην διανείμει μέρισμα εάν υπάρχει πάλι απόφαση της πλειοψηφίας των μετόχων για το 80% του εκπροσωπούμενου κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση, η αυξημένη απαρτία των μετόχων πρέπει να τηρείται (Dasilas et al., 2009).

Δεύτερον, αντίθετα με οικονομίες όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο που διανείμουν μερίσματα σε εξαμηνιαία ή τριμηνιαία βάση, οι Ελληνικές επιχειρήσεις διανείμουν μερίσματα, κατά κανόνα, ετησίως. Κατά τους Dasilas, Leventis (2011) αυτή η πρακτική στερεί από τις τακτικές μερισματικές ανακοινώσεις το στοιχείο της εκπλήξεως, καθιστώντας τις προβλέψιμες από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Εντούτοις, είναι στις δυνατότητες μιας εταιρίας η απόφαση να διανείμει και έκτακτο μέρισμα κατά την διάρκεια της χρονιάς. Τα έκτακτα μερίσματα ανακοινώνονται κατά την διάρκεια του έτους και οι επιχειρήσεις προτιμούν να τα ανακοινώνουν ταυτόχρονα με τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις της εταιρίας κατά το τρίτο τρίμηνο του έτους. Τόσο γι' αυτό όσο και για το γεγονός ότι τα έκτακτα μερίσματα είναι μικρότερα σε σχέση με

τα τακτικά¹⁷, η αγορά αντιμετωπίζει τις ανακοινώσεις τους με προσοχή (Dasilas et al., 2008).

Ένα ακόμα χαρακτηριστικό που καθιστά την Ελλάδα, μια ενδιαφέρουσα περίπτωση μελέτης της μερισματικής πολιτικής είναι και το πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης που ακολουθείται. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις, όπως και σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες, χαρακτηρίζονται από υψηλό βαθμό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας ενώ δεν παρατηρείται τόσο ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας-διοίκησης. Πράγματι, στην Ελλάδα οι επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται ως οικογενειακές κατέχουν μεγάλο ποσοστό του επιχειρείν ενώ στις περισσότερες περιπτώσεις τα μέλη κατέχουν και σημαντικές θέσεις λήψεως αποφάσεων. Επιπλέον, στην Ελληνική αγορά, παρατηρείται και η ύπαρξη μεγάλων κατόχων μεριδίων ως κύριοι μέτοχοι, κυρίως μέλη της οικογένειας, ή θεσμικοί επενδυτές. Τα παραπάνω συμβάλλουν στην περιορισμένη εμφάνιση προβλημάτων αντιπροσώπευσης καθώς και στην μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης με αποτέλεσμα να μην απαιτείται από την εταιρία να διαδώσει πληροφόρηση στην αγορά μέσω των μερισμάτων (Sygiourou et al., 2007).

Ίσως, όμως, η σημαντικότερη διαφορά του Ελληνικού περιβάλλοντος μέχρι σήμερα να ήταν η εξαίρεση των μερισμάτων από φορολογικές υποχρεώσεις. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον νόμο 2065/1992 τα μερίσματα καθορίζονταν ως ποσοστό των κερδών της επιχείρησης μετά την αφαίρεση των εταιρικών φόρων και δεν φορολογούνταν σε ατομικό επίπεδο μετά την διανομή (Dasilas, Leventis, 2011). Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι δεν υπόκεινται σε διπλή φορολόγηση όπως στις ΗΠΑ (Dasilas et al., 2008, 2009). Συνεπακόλουθα, ένας επενδυτής θα ήταν αδιάφορος στην λήψη εισοδήματος είτε με την μορφή μερίσματος είτε με κάποια άλλη μορφή που δεν εμπίπτει σε φόρους όπως κεφαλαιακά κέρδη ή απόδοση κεφαλαίου (βλ. και Maditinos et al., 2007). Το πλαίσιο αυτό άλλαξε κατά τα πρώτα χρόνια της Παγκόσμιας Χρηματοοικονομικής Κρίσης με την εισαγωγή του νόμου 3697/2008, που επέβαλε για πρώτη φορά φορολογικό συντελεστή 10% για τα εισοδήματα από μερίσματα, θέτοντας ένα τέλος στην έκπτωση των μερισμάτων από φόρους προσώπων. Έκτοτε, ο φορολογικός αυτός συντελεστής

¹⁷ Σύμφωνα με τον νόμο 2190/1920, τα έκτακτα μερίσματα δεν μπορούν να ξεπερνούν το 50% των τακτικών.

διακυμάνθηκε αρκετά τα επόμενα χρόνια¹⁸ και η φορολογική πρακτική υπέστη μεταβολές, αλλά τα μερίσματα εξακολουθούν να ανήκουν στο φορολογητέο εισόδημα. Σήμερα, ο συντελεστής αυτός έχει διαμορφωθεί στο 5% με τον νόμο 4646/2019¹⁹.

Γενικότερα, οι δυσμενείς συνθήκες που επέβαλε η κρίση δημοσιονομικού χρέους στην Ελληνική οικονομία επηρέασε την κερδοφορία των επιχειρήσεων αλλά και την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές με αποτέλεσμα να εξετάζουν εναλλακτικούς τρόπους διανομής πληρωμών. Η πτώση της κερδοφορίας των Ελληνικών επιχειρήσεων οδήγησε πολλές από αυτές να εξέλθουν από το χρηματιστήριο ενώ ταυτόχρονα η αύξηση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή των κερδών άσκησε περισσότερη πίεση στα καθαρά αποτελέσματα των εταιριών. Ως αποτέλεσμα, οι Ελληνικές επιχειρήσεις στράφηκαν και σε άλλες μορφές διανομής όπως η διαμοίραση σωρευμένων κερδών προηγούμενων χρήσεων. Ωστόσο, η ανακοίνωση μερισματικών καταβολών για τα έτη που ακολούθησαν έτυχαν θετικής απόκρισης από την αγορά, δεδομένης και της προσπάθειας των Ελληνικών εταιριών να επιβιώσουν από τις συνέπειες της Κρίσης (Dasilas, Grose, 2019). Στον παρακάτω πίνακα 3.1 παρουσιάζουμε μια διαχρονική κατανομή των ανακοινώσεων που έγιναν για όλη την περίοδο μελέτης, στον οποίο αποτυπώνονται τα παραπάνω. Όπως βλέπουμε η μεγαλύτερη μείωση μερισμάτων έγινε τις χρονιές 2010 ενώ οι περισσότερες περικοπές έγιναν το 2012. Ωστόσο, τα επόμενα χρόνια η εικόνα αυτή σταθεροποιείται ενώ προς το τέλος της περιόδου όλο και περισσότερες εταιρίες αποφασίζουν να καταβάλουν μερίσματα. Εντούτοις ο αριθμός παραμένει χαμηλός σε σχέση με τα προ-Κρίσης επίπεδα.

Πίνακας 3.1: μερισματικές ανακοινώσεις Ελληνικών επιχειρήσεων ανά έτος

| Έτος | Περικοπές Μερισμάτων | Πληρωμές Μερισμάτων |
|------|----------------------|---------------------|
| 2021 | 90 | 39 |
| 2020 | 91 | 34 |
| 2019 | 96 | 35 |
| 2018 | 95 | 36 |
| 2017 | 104 | 29 |
| 2016 | 110 | 22 |
| 2015 | 108 | 15 |
| 2014 | 109 | 19 |

¹⁸ Για μια επισκόπηση των μεταβολών της φορολογίας των μερισμάτων βλ. και Dasilas, Grose (2019).

¹⁹ <https://www.taxheaven.gr/news/47325/meiwsh-syntelesth-forologias-kai-parakrathshs-foroy-merismatwn-apo-10-se-5-egkyklios-apo-thn-aade>

| | | |
|------|-----|----|
| 2013 | 113 | 15 |
| 2012 | 115 | 19 |
| 2011 | 105 | 26 |
| 2010 | 76 | 49 |
| 2009 | 61 | 64 |
| 2008 | 43 | 82 |
| 2007 | 35 | 90 |

Πριν την Κρίση του 2007-08 η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα παρουσίαζε την εξομαλυντική συμπεριφορά που προβλέπει το μοντέλο μερικής προσαρμογής του Lintner, όπως έχουν δείξει προγενέστερες έρευνες. Πιο αναλυτικά, οι Τζοάννος και Φίλιππας (1979) επιχειρηματολόγησαν ότι το μοντέλο της μερικής προσαρμογής ερμηνεύει αποτελεσματικότερα την πολιτική των Ελληνικών επιχειρήσεων σε σύγκριση με άλλα μοντέλα που έχουν προταθεί στην βιβλιογραφία. Τα αποτελέσματά τους είναι σύμφωνα με αυτά των Eriotis, Vasiliou (2002, 2003), οι οποίοι εντοπίζουν μια τάση των Ελληνικών επιχειρήσεων να σταθεροποιούν τα μερίσματά τους στον χρόνο, σε συνάρτηση πάντα με τα τρέχοντα κέρδη, καθώς θεωρούν ότι η αγορά αξιολογεί θετικότερα εταιρίες που πληρώνει σταθερά μερίσματα. Σε μεταγενέστερη έρευνα, οι Eriotis et al., (2010) ανέλυσαν ποιοτικά αυτήν την συμπεριφορά των επιχειρήσεων μέσω ερωτηματολογίων. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι ερωτηθέντες θεωρούν ότι τα μερίσματα επιδρούν στην τιμή της μετοχής λόγω του μικρότερου ρίσκου που ενέχουν και γι' αυτό δεν κάνουν μεγάλες αλλαγές στις πληρωμές τους για να ελαχιστοποιήσουν την αβεβαιότητα των επενδυτών για την τοποθέτησή τους.

Τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων που πληρώνουν μερίσματα αναλύθηκαν από τους Patra, et al., (2012). Τα αποτελέσματα της μελέτης τους έδειξαν ότι οι μεγαλύτερες και πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις διανέμουν μεγαλύτερα μερίσματα ενώ αντίθετα οι πιο μοχλευμένες και οι εταιρίες με την μεγαλύτερη μεταβλητότητα στα κέρδη τους είναι αυτές που καταβάλουν μικρότερες πληρωμές στους μετόχους. Μια ενδιαφέρουσα παρατήρηση της μελέτης αυτής είναι η αρνητική σχέση μεταξύ επενδυτικών ευκαιριών και μερισματικών καταβολών που υποδεικνύει ότι οι Ελληνικές επιχειρήσεις επιθυμούν να παρακρατούν διαθέσιμους πόρους για την χρηματοδότηση σχεδίων. Το τελευταίο συμπέρασμα συνάδει με το επιχείρημα του κόστους αντιπροσώπευσης, κάτι που σημαίνει

συνάδει και με τις παρατηρήσεις άλλων ερευνών για την ύπαρξη προβλημάτων που σχετίζονται με την αντίστοιχη θεωρία (δες και Gwilym et al., 2006).

Το γεγονός ότι τα μερίσματα των Ελληνικών εταιριών επιδρούν στην τιμή της μετοχής συνάδει και με τις μελέτες που αποδίδουν αυτήν την συσχέτιση στο πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Πράγματι, μελέτες που έχουν γίνει για τις Ελληνικές επιχειρήσεις υποστηρίζουν αυτό το επιχείρημα καθώς κατά τις δημοσιοποιήσεις των μερισμάτων παρατηρούνται μη-κανονικές αποδόσεις για τις τιμές των μετοχών. Τα αποτελέσματα αυτά ενισχύουν την άποψη ότι η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων έχει πληροφοριακό περιεχόμενο και κατά συνέπεια μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής (δες και Gkeka et al., 2018, Vazakidis, Athianos, 2010, Κοσμίδης και συν., 2012).

Αξίζει να σημειωθεί η παρατήρηση του Dasilas (2009), που σημειώνει ότι σε μία αγορά χωρίς τριβές και αβεβαιότητα, η πτώση της τιμής της μετοχής θα πρέπει να είναι ταυτόσημη του ποσού του μερίσματος. Στην περίπτωση αυτή, ένας επενδυτής θα ήταν αδιάφορος να πουλήσει την μετοχή πριν ή μετά την αποκοπή του μερίσματος. Ο ίδιος εξετάζει αυτήν την υπόθεση για το Ελληνικό περιβάλλον, δεδομένου ότι μέχρι πρότινος οι τριβές από φόρους και προβλήματα αντιπροσώπευσης ήταν περιορισμένες. Τα αποτελέσματα των ερευνών του δείχνουν ότι σε ημερομηνίες αποκοπής μερίσματος πραγματοποιούνται υπερ-κανονικές αποδόσεις καθώς η τιμή της μετοχής μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Κατά τον ίδιο αυτό αποδίδεται στους επενδυτές βραχυχρόνιου ορίζοντα, οι οποίοι για να παρακρατήσουν το μέρισμα ασκούν αγοραστική πίεση τις ημέρες πριν την αποκοπή και πωλούν μαζικά μετά από αυτήν (Δασίλας, 2008). Συνεπώς, παρόλο, που οι τριβές της Ελληνικής οικονομίας είναι περιορισμένες σε σχέση με άλλες κεφαλαιαγορές, υπάρχουν δεδομένα για να στηρίξουν την άποψη ότι η συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της αξίας της επιχείρησης ισχύει και για την Ελληνική αγορά.

Το ιδιαίτερο περιβάλλον, που χαρακτηρίζει την Ελληνική οικονομία είχε ως παράπλευρη συνέπεια να μην έχει μελετηθεί εκτεταμένα καθώς, λόγω του υποχρεωτικού χαρακτήρα

των μερισμάτων, πολλοί ερευνητές δεν προχωρούσαν σε σύγκριση με άλλες οικονομίες²⁰ (δες LaPorta et al., 2000a). Εν προκειμένω, από τις μελέτες που έχουν διενεργηθεί στο Ελληνικό περιβάλλον περισσότερη υποστήριξη φαίνεται να έχει λάβει οι θεωρίες σχετικότητας των μερισμάτων τόσο για την περίοδο πριν την Κρίση όσο και για την διάρκεια που ακολούθησε μετά της είσοδο της οικονομίας σε αυτήν. Συνεπώς, φαίνεται ότι και οι συμμετέχοντες στην Ελληνική αγορά θεωρούν ότι τα μερίσματα είναι παράγοντες επίδρασης στην αξία των Ελληνικών επιχειρήσεων.

3.2 Η μερισματική πολιτική κατά την περίοδο κρίσεων

Η Κρίση που ξεκίνησε με την κατάρρευση της μεσιτικής αγοράς στις Ηνωμένες Πολιτείες το 2007, επέφερε ένα νέο σύνολο προκλήσεων τόσο σε μακροοικονομικό, όσο και σε επίπεδο επιχειρήσεων καθώς, τα προβλήματα που αναδείχθηκαν προκάλεσαν και μια αναγκαστική αναπροσαρμογή των προτεραιοτήτων οικονομιών και αγορών. Η χρηματοοικονομική μόλυνση από τίτλους που βασιζόνταν σε επισφαλή ενυπόθηκα δάνεια σύντομα επεκτάθηκε μέσω των αγορών και σε αναπτυγμένες αλλά και σε αναδυόμενες οικονομίες καθιστώντας την Κρίση αυτή ένα διεθνές φαινόμενο. Η μόλυνση αυτή, ενισχύθηκε και από την μετάδοση μέσω του παγκόσμιου εμπορίου με αποτέλεσμα, η συντριπτική πλειοψηφία των οικονομιών να έρθει σύντομα αντιμέτωπη με συνέπειες στην αναπτυξιακή πορεία τους.

Ενδεικτικοί είναι η εικόνα από το ΑΕΠ, το οποίο κατέγραψε απότομα καθοδικούς ρυθμούς ανάπτυξης για τις περισσότερες χώρες. Ειδικότερα, για το έτος 2008 ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ για αρκετές χώρες διεθνώς σημείωσε σημαντική μείωση σε σχέση με το προηγούμενο έτος ενώ για το έτος 2009 καταγράφονται και αρνητικού ρυθμοί ανάπτυξης. Οι χώρες της Ασίας δεν φαίνεται να υφίστανται τόσο πολύ μείωση στο ΑΕΠ τους για την διετία 2008-09 ενώ οι χώρες της Υπο-Σαχάριας Αφρικής φαίνεται να παρουσιάζουν την μικρότερη διακύμανση. Ωστόσο, για τις χώρες της Ασίας και της Αφρικής η επίδραση της Κρίσης γίνεται εμφανέστερη αργότερα. Τα δεδομένα για το ΑΕΠ σε απόλυτες τιμές ενισχύουν την παραπάνω εικόνα. Ωστόσο, από το 2010 και μετά

²⁰ Λίγες χώρες ακολουθούν την ίδια πρακτική με την Ελλάδα της υποχρεωτικής καταβολής μερισμάτων. Ενδεικτικά αναφέρουμε μερικές εξ' αυτών: Βραζιλία, Βενεζουέλα, Κολομβία, Χιλή.

οι περισσότερες οικονομίες φαίνονται να προσεγγίζουν τους ρυθμούς προ-κρίσης και κάποιες από αυτές να επιτυγχάνουν ακόμα υψηλότερους, κάτι που σημαίνει ότι παρά το σοκ που υπέστησαν οι οικονομίες μετά την κρίσιμη διετία μπόρεσαν να ξεπεράσουν τα αποτελέσματα της κρίσης²¹.

Επιπλέον, πρέπει να επισημανθεί ότι η περίοδος της Κρίσης 2008-09 χαρακτηρίζεται από αύξηση των ποσοστών ανεργίας στις περισσότερες χώρες καθώς και από μια τάση αποεπένδυσης. Σύμφωνα με στοιχεία του Οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) στο σύνολο των χωρών που τον απαρτίζουν το ποσοστό ανεργίας από τον Οκτώβριο του 2007 αυξήθηκε από 5,85% σε 8,62 επί του εργατικού δυναμικού μέχρι το τέλος του 2009. Παρόμοιες επιδόσεις σημείωσε και ο Καναδάς (από 5,9 σε 8,5% αντίστοιχα) με τις ΗΠΑ να ακολουθούν (από 4,7 σε 9,9%) ενώ οι χώρες της Ιβηρικής φαίνονται να καταγράφουν τα μεγαλύτερα ποσοστά ανεργίας για την περίοδο αυτή. Κάποιες χώρες, όπως η Αυστραλία, η Ιαπωνία, η Νορβηγία και το Ηνωμένο Βασίλειο παρουσιάζουν μικρότερη αύξηση στα ποσοστά ανεργίας τους, ωστόσο η διεύρυνση του φαινομένου φαίνεται ότι αποτέλεσε γενικότερη πρόκληση για τις περισσότερες από τις οικονομίες.

Όσον αφορά την επένδυση σε επίπεδο οικονομιών, τα δεδομένα από τα πρώτα έτη της Κρίσεως δείχνουν μια μείωση στα ποσοστά επένδυσης ανά τον κόσμο. Πιο αναλυτικά, το ποσοστό σχηματισμού φυσικού κεφαλαίου για τις χώρες του ΟΟΣΑ σημείωσε πτώση από 1,1% σε -0,4 για την μετάβαση από το τελευταίο τρίμηνο του 2007 στους πρώτους μήνες του 2008. Η ίδια εικόνα παρατηρείται και στις ΗΠΑ, ωστόσο η διαφορά με την γενικότερη εικόνα του ΟΟΣΑ είναι ότι η επένδυση των Ηνωμένων Πολιτειών και για τις περισσότερες από τις ευρωπαϊκές χώρες πλην ορισμένων εξαιρέσεων αλλά και άλλες περιοχές όπως οι αγορές BRICS²². Σε κάποιες χώρες, η επένδυση ακολουθεί αυξητικούς ρυθμούς το πρώτο τρίμηνο του 2008 όμως στην συνέχεια αυτή η πορεία αντιστρέφεται όπως στις περιπτώσεις του Καναδά, της Αυστραλίας και της Ιαπωνίας. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι τα πρώτα χρόνια της Κρίσης παρατηρείται μια μείωση της επένδυσης σε εθνικό επίπεδο που εκδηλώνεται σύντομα στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές ενώ πολύ

²¹ Τα παραπάνω δεδομένα είναι από την βάση δεδομένων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Για μια παρουσίαση αυτών των δεδομένων βλ. Παράρτημα Α.

²² Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα, Νότια Αφρική

σύντομα επεκτείνεται και σε άλλες οικονομίες ανά τον κόσμο. Ωστόσο, το πρώτο εξάμηνο του 2009 οι χώρες παρουσιάζουν θετικούς ρυθμούς σχηματισμού σταθερού κεφαλαίου, κάτι που υποδεικνύει ότι οι οικονομίες σταδιακά διαθέτουν περισσότερους πόρους σε επενδύσεις κεφαλαίου. Η εικόνα που δίνεται είναι ότι όσο απομακρυνόμαστε από την έναρξη της Κρίσεως οι ρυθμοί σχηματισμού κεφαλαίου των χωρών συγκλίνουν υποδεικνύοντας ότι όσο ανακάμπτουν οι οικονομίες, τείνουν να σταθεροποιούν τις δαπάνες τους για αυτόν τον σκοπό, κάτι που διακόπτεται έντονα πάλι κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2019 (βλ. Παράρτημα Α).

Τα παραπάνω συνηγορούν στον αρνητικό αντίκτυπο που είχε η Κρίση του 2007-08 στην οικονομική δραστηριότητα. Εκτός από αυτό, είναι αξιοσημείωτη και η αύξηση της μεταβλητότητας που επικρατεί στις αγορές κατά τα πρώτα της Κρίσεως. Ενδεικτικά είναι τα δεδομένα από τον δείκτη μεταβλητότητας VXV για την αμερικανική αγορά, ο οποίος σημείωσε γρήγορη άνοδο μέσα στο δεύτερο εξάμηνο του 2008 για να καταγράψει ιστορικά υψηλότερη τιμή στα μέσα Νοεμβρίου. Όμως, η αύξηση αυτή της μεταβλητότητας σταδιακά παρατηρείται και σε άλλες αγορές του κόσμου, όπως επίσης και οι αναφορές για διεθνή κρίση ανά τον κόσμο. Το αποτέλεσμα αυτό καταγράφεται στην βιβλιογραφία ως χρηματοοικονομική μόλυνση από τις ΗΠΑ προς τις άλλες αγορές με αποτέλεσμα την διαμόρφωση ενός περιβάλλοντος έντονης αβεβαιότητας στις αγορές, ιδιαίτερα για την διετία 2008-09 (Jin, An, 2016, Mun, Brooks, 2012).

Το κλίμα αυτό επικράτησε ταυτόχρονα και με την μείωση της ρευστότητας των αγορών δημιουργώντας πρόβλημα για τις επιχειρήσεις. Ιδιαίτερα, για τα τραπεζικά ιδρύματα η εμφάνιση της Κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ανέδειξε ότι το ρυθμιστικό πλαίσιο για την επάρκεια του κεφαλαίου των τραπεζών δεν επαρκούσε για να εξασφαλίσει στις τράπεζες την απαραίτητη ρευστότητα για να απορροφήσουν ζημιές. Η αναδιάρθρωση αυτού του πλαισίου έγινε με γνώμονα την ανάγκη των χρηματοπιστωτικών οργανισμών να γίνουν πιο επιφυλακτικές σε σχέση με τους δανεισμούς που παρέχουν και ταυτόχρονα να αυστηροποιηθεί το πλαίσιο παρακράτησης κεφαλαίων από τις τράπεζες για κάλυψη μη αναμενόμενων ζημιών. Οι στόχοι αυτοί οδήγησαν τελικά και στην υιοθέτηση του ρυθμιστικού πλαισίου της Βασιλείας III, το οποίο προβλέπει την διεύρυνση του ρυθμιστικού κεφαλαίου των τραπεζών καθώς και την εισαγωγή διατάξεων για την ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών.

Ωστόσο, οι περιορισμοί αυτοί κατέστησαν δυσκολότερο τον τραπεζικό δανεισμό για τις επιχειρήσεις ιδιαίτερα κατά την διάρκεια εμφάνισης των συνεπειών της Κρίσης (Anginer et al., 2021).

Συγχρόνως, οι συνέπειες της κατάρρευσης της μεσιτικής αγοράς των ΗΠΑ στο χρηματοπιστωτικό σύστημα επέφερε και επιπτώσεις στην δυνατότητα των επιχειρήσεων να αντλούν πόρους από την κεφαλαιαγορά για την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους. Η επιφυλακτικότητα των χρηματοπιστωτικών οργανισμών στις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες, αλλά και η αυστηρότερη νομισματική πολιτική που υιοθετήθηκε από αρκετές χώρες έστρεψε τις επιχειρήσεις σε άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως ομολογιακά δάνεια και χρηματοδότηση με ίδιους πόρους, προκειμένου να καλύψουν τις επιπτώσεις από την διαταραχή στην εξωτερική χρηματοδότηση. Συνεπακόλουθα, η αύξηση της χρήσης εσωτερικής χρηματοδότησης από τις εταιρίες οδήγησε και σε διαφορετικές πολιτικές όσον αφορά τα μερίσματα (Akbar et al., 2017).

Ειδικότερα, κατά την διάρκεια της Κρίσης, που η κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώθηκε, η προσπάθειά τους φαίνεται να επικεντρώνεται στην βιωσιμότητά τους παρά στην ανάπτυξή τους. Τα κέρδη των επιχειρήσεων κατά την περίοδο αυτή παρουσιάζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα με αποτέλεσμα η διαχείριση των κερδών από την διοίκηση κατά την περίοδο αυτή να επικεντρώνεται περισσότερο στην αποφυγή ζημιών (Persakis, Iatridis, 2015). Σε αυτό το πλαίσιο, οι μερισματικές πολιτικές των επιχειρήσεων αναδιαμορφώθηκαν προκειμένου να ενισχύσουν τους στόχους που έθεσε η κάθε επιχείρηση για την διαχείριση των συνεπειών της Κρίσης.

Η γενικότερη τάση που παρατηρείται στις περισσότερες χώρες είναι η μείωση των ενάρξεων ή/και αυξήσεων μερισμάτων κατά την περίοδο της Κρίσεως. Εν μέρει, η παρατήρηση αυτή ερμηνεύεται από το γεγονός ότι εντός της Κρίσεως, η βιωσιμότητα των επιχειρήσεων είναι η βασική προτεραιότητά τους και γι' αυτό οι διοικήσεις προτιμούν να περικόπτουν μερίσματα για την εξασφάλιση υψηλότερης ρευστότητας. Συνεπακόλουθα, η αγοράς φαίνεται να αντιλαμβάνονται αυτό το γεγονός καθώς οι αντιδράσεις σε μειώσεις μερισμάτων δεν είναι στον ίδιο βαθμό με τις αντίστοιχες προκρίσης. Αυτό δείχνει και ότι η Κρίση είχε επίπτωση στις μερισματικές αποφάσεις των εταιριών καθώς μέχρι πρότινος οι εταιρίες ήταν απρόθυμες να κάνουν μεγάλες αλλαγές στα μερίσματά τους, όμως την περίοδο αυτή δεν φαίνονται να επηρεάζονται στον ίδιο

βαθμό από μια πιθανή αντίδραση της αγοράς σε μια δυσμενή μερισματική ανακοίνωση (Hauser, 2013).

Η τακτική αυτή ήρθε να ενισχύσει την γενικότερη τάση προ-κρίσης, της σταδιακής μείωσης των μερισμάτων υπέρ εναλλακτικών μορφών διανομής κερδών, ιδιαίτερα των επαναγορών μετοχών. Είναι αξιοσημείωτο, όμως, ότι για την περίοδο αυτή το συνολικό ποσό που δίνεται σε μερίσματα παρουσιάζεται αυξημένο σε σχέση με τα έτη πριν το 2000, υποδεικνύοντας μια συγκέντρωση των μερισματικών πληρωμών στις πιο κερδοφόρες εταιρίες (von Eije, Megginson, 2008). Παρόλο που η Κρίση του 2007 αντέστρεψε αυτό το κλίμα για αρκετές χώρες, η γενικότερη εικόνα δείχνει ότι το ποσοστό των εταιριών που πλήρωσαν μερίσματα κατά την διάρκεια αυτή και λίγο αργότερα είναι περίπου σε ελαφρά μειωμένα επίπεδα σε σχέση με αυτά προ-κρίσης. Η συγκέντρωση παραμένει επίσης αρκετά υψηλή αλλά και αυτή ελαφρώς μειωμένη. Σε κάθε περίπτωση, και πάλι οι μεγαλύτερες και πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις παρουσιάζονται να είναι η πλειοψηφία μεταξύ των εταιριών που καταβάλουν μερίσματα (Bildik et al., 2015).

Μεταξύ αυτών συμπεριλαμβάνονται και οι τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Κατά την περίοδο αυτή, που οι τράπεζες βρέθηκαν στο επίκεντρο της διεθνούς Κρίσης, αρκετά μεγάλα ιδρύματα παραμένουν συνεπή στις πληρωμές προς τους μετόχους παρά τις συνθήκες υψηλού ρίσκου και χαμηλής ρευστότητας (Jaana, Dhalou, 2018). Εν μέρει, η τακτική αυτή των τραπεζών αποδίδεται στην ανάγκη που έχουν οι τράπεζες να σηματοδοτήσουν την χρηματοπιστωτική τους υγεία στις αγορές αλλά και ότι σε επίπεδο ρίσκου και ανάπτυξης βρίσκονται είναι καλύτερα από τον μέσο όρο του κλάδου, που έχει επηρεαστεί έντονα από την Κρίση (Abreu, Gulamhussen, 2013, Tripathy et al., 2021). Η τακτική αυτή των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων φαίνεται να αντιμετωπίζεται ιδιαίτερα θετικά από την αγορά, υποδεικνύοντας ότι οι ανακοινώσεις που έγιναν επέδρασαν θετικά στην τιμή της μετοχής.

Επιπλέον, παρόλο που οι εταιρίες που πληρώνουν μερίσματα μειώνονται στο διάστημα της Κρίσεως η πληροφοριακή αξία των ανακοινώσεων αυτών φαίνεται αυξημένη, καθώς σε μια περίοδο επιβίωσης για τις επιχειρήσεις, η δυνατότητα πληρωμής μερισμάτων αντιμετωπίζεται πιο θετικά απ' ό,τι σε περιόδους σταθερότητας. Οι εταιρίες φαίνονται να αναγνωρίζουν αυτήν την αντιμετώπιση και γι' αυτό στηρίζονται στην μερισματική τους πολιτική για να διαμορφώσουν μια καλή φήμη ευρωστίας αλλά και καλής μεταχείρισης

προς τους μετόχους τους προκειμένου να προσελκύσουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών (Bozos et al., 2011).

3.3 Δεδομένα και μεθοδολογία

3.3.1 Δεδομένα

Στην παρούσα μελέτη εξετάζονται ανακοινώσεις από 134 Ελληνικές επιχειρήσεις εισηγμένες από 1/1/2007 μέχρι 31/12/2021. Συλλέχθηκαν ημερήσια δεδομένα για τις τιμές των αντίστοιχων μετοχών για την ίδια περίοδο. Οι εταιρίες αυτές ομαδοποιήθηκαν σε 10 κλάδους: Ιατροφαρμακευτικός, Κατασκευαστικός, Λιανεμπόριο, Ναυσιπλοΐα, Παραγωγή ενέργειας/Καύσιμα, Τεχνολογίας, Υπηρεσίες ψυχαγωγίας/Διασκέδαση, Χρηματοπιστωτικός, Ωφέλειας²³. Λόγω της ελλείψεως συγκεντρωτικού ημερολογίου μερισμάτων στην Ελληνική αγορά η συλλογή των δεδομένων έγινε από την ιστοσελίδα του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών και από τους διαδικτυακούς τόπους των επιχειρήσεων του δείγματος. Τα δεδομένα για τις τιμές των μετοχών ανακτήθηκαν από την βάση δεδομένων της ιστοσελίδας Capital.gr (<http://www.capital.gr>). Από το δείγμα των ανακοινώσεων αφαιρέθηκαν 163 ανακοινώσεις λόγω ελλείψεως δεδομένων. Στην περίοδο του δείγματος δεν παρατηρήθηκε έντονα ταυτόχρονες ανακοινώσεις μερισματικών καταβολών και ανακοινώσεις αποτελεσμάτων περιόδου, ωστόσο η συμπερίληψή τους στο δείγμα, πιθανόν να σήμαινε επιπρόσθετο πληροφοριακό περιεχόμενο που εσφαλμένα θα αποδιδόταν στις μερισματικές ανακοινώσεις. Ως εκ τούτου, από το δείγμα αφαιρέθηκαν 72 μερισματικές ανακοινώσεις που πραγματοποιήθηκαν με διαφορά πέντε ημερών πριν ή μετά από μια ανακοίνωση αποτελεσμάτων περιόδου. Το τελικό δείγμα της εργασίας αποτελείται από 1582 μερισματικές ανακοινώσεις, οι οποίες για τις ανάγκες της έρευνας χωρίστηκαν σε ανακοινώσεις μερισματικών καταβολών και ανακοινώσεις περικοπών μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, το δείγμα μας αποτελείται από 1277 περικοπές μερισμάτων από εταιρίες, που είτε δεν κατέβαλαν ποτέ μέρισμα για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, είτε διέκοψαν τις πληρωμές στους μετόχους, και 489 ανακοινώσεις καταβολών, είτε αφορούν αύξηση

²³ Βλ. Παράρτημα Β

μερισμάτων, μείωση ή διατήρηση του ύψους των πληρωμών της προηγούμενης περιόδου.

3.3.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία ανάλυσης οικονομικών γεγονότων υιοθετήθηκε στην παρούσα έρευνα, όπως περιγράφεται στην δημοσίευση των Brown, Warner (1985)²⁴. Σε πρώτο στάδιο υπολογίστηκαν οι πραγματοποιηθείσες αποδόσεις για όλες τις μετοχές του δείγματος ως ακολούθως:

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

Όπου: $R_{i,t}$: η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής i την ημέρα t

$P_{i,t,j}$: η τιμή της μετοχής i την περίοδο $t-j$

$\forall i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T, j = 0, 1, \dots, k$

Κατόπιν, υπολογίστηκαν οι υπερ-κανονικές αποδόσεις των μετοχών με βάση το προσαρμοσμένο μοντέλο της αγοράς ως εξής:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Όπου: $AR_{i,t}$: οι μη-κανονικές αποδόσεις της μετοχής i την περίοδο t

$R_{m,t}$: οι πραγματοποιηθείσες αποδόσεις του δείκτη αγοράς για την περίοδο t

Για τις αποδόσεις της αγοράς χρησιμοποιήθηκε ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς περιλαμβάνει την πλειοψηφία των Ελληνικών επιχειρήσεων και αποτελεί μια καλή προσέγγιση της Ελληνικής αγοράς (βλ. και Dasilas, Leventis, 2009, 2011). Οι αποδόσεις του δείκτη υπολογίστηκαν και αυτές όπως οι αποδόσεις των μετοχών. Στην

²⁴ Για μερικές χρήσιμες συζητήσεις πάνω στην συγκεκριμένη μεθοδολογία δες και Dyckman et al., (1984) και Maynes, Rumsey, (1993).

συνέχεια, υπολογίζεται ο ημερήσιος μέσος όρος των υπερ-αποδόσεων για τις μετοχές ως εξής:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} , \quad \forall i = 1, 2, \dots, N$$

Όπου: $AAR_{i,t}$: ο μέσος όρος των υπερ-αποδόσεων των μετοχών την ημέρα t

N: ο αριθμός των εταιριών την ημέρα t

Στην συνέχεια, οι μέσες υπερ-αποδόσεις των μετοχών των μετοχών αθροίζονται για ένα διάστημα ημερών [T1, T2]:

$$CAAR_{T1,T2} = \sum_{t=T1}^{T2} AAR_t$$

Η μεθοδολογία ανάλυσης οικονομικών γεγονότων μας επιτρέπει να εξετάσουμε την επίδραση ενός οικονομικού γεγονότος διαπιστώνοντας αν το γεγονός αυτό έχει επίπτωση στις αποδόσεις των επενδυτών κατά την περίοδο που συμβαίνει το γεγονός. Αναφορικά με τις εταιρικές ανακοινώσεις μας ενδιαφέρει να εξετάσουμε αν μια ανακοίνωση αποτελεί επιπλέον πληροφορία για την αγορά και προκαλεί μια έντονες μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Σύμφωνα με την Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς των Fama, French αλλά και την θεωρία των Modigliani, Miller για την μη-σχετικότητα των μερισμάτων ειδικότερα, αν κάθε πληροφορία για τις μετοχές είναι διαθέσιμη στους επενδυτές κάθε στιγμή τότε δεν υπάρχει κάποιος τρόπος να επωφεληθούν οι επενδυτές από μια νέα πληροφορία και να πετύχουν υπερ-κέρδη. Κατά συνέπεια, οι αποδόσεις των μετοχών αναμένεται να μην παρουσιάζουν μεγάλη διαφορά από το σύνολο της αγοράς. Αν αυτό ισχύει για την Ελληνική αγορά τότε οι σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις δεν θα πρέπει να διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν. Καλούμαστε, λοιπόν, να εξετάσουμε αυτήν την υπόθεση ως εξής:

$$H_0: CAAR_{T1,T2} = 0$$

$$H_1: CAAR_{T1,T2} \neq 0$$

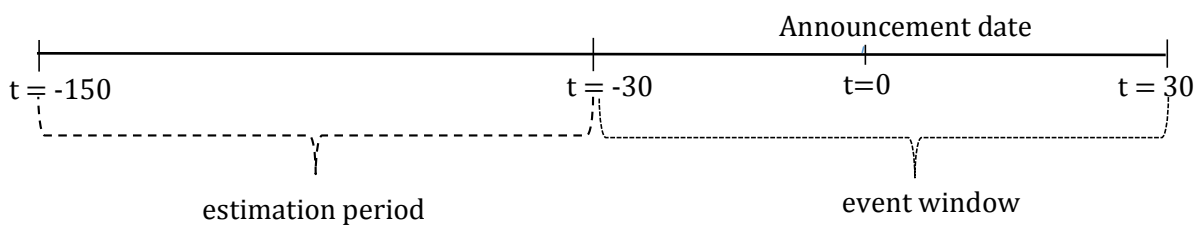
Ο έλεγχος που γίνεται είναι ένας έλεγχος σημαντικότητας μέσω της στατιστικής t η οποία είναι:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{T1,T2}}{s.e * \sqrt{days}}$$

Όπου: s.e: η τυπική απόκλιση των μέσων υπερ-αποδόσεων για την περίοδο εκτίμησης

Για τον υπολογισμό της διακύμανσης των μέσων υπερ-αποδόσεων μια περίοδος εκτίμησης 120 ημερών πριν την περίοδο του γεγονότος έχει ληφθεί, ενώ προκειμένου να εξεταστούν οι επιδόσεις των μετοχών στο μεσοπρόθεσμο διάστημα μια περίοδος 30 ημερών πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης ενός μερίσματος έχει χρησιμοποιηθεί (δες και Asadi, 2016, Czapiewski, Kubiak, 2018). Ακολουθώντας προγενέστερες έρευνες που αξιοποιούν την ίδια μέθοδο ορίζουμε ως ημέρα $t = 0$ την ημερομηνία ανακοίνωσης ενός μερίσματος και πιο συγκεκριμένα, την ημερομηνία στην οποία ανακοινώνεται για πρώτη φορά μέρισμα από την Γενική Συνέλευση των μετόχων των εταιριών. Τα παραπάνω φαίνονται σαφέστερα στο παρακάτω σχήμα:

Σχήμα 3.1: περίοδος εκτίμησης και διάστημα γεγονότος για το γεγονός μιας μερισματικής ανακοίνωσης



Η ύπαρξη στατιστικά σημαντικών αποδόσεων εντός της περιόδου του γεγονότος θα συνεπάγεται απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης που μας υποδεικνύει ότι οι μερισματικές ανακοινώσεις έχουν αξία για την αγορά και κατ' επέκταση επηρεάζουν την τιμή της μετοχής και τις αποδόσεις. Αντίθετα, τυχόν αποδοχή της μηδενικής υπόθεσης θα σημαίνει ότι δεν πραγματοποιήθηκαν υπερ-κανονικές αποδόσεις κατά την περίοδο εξέτασης και ακολούθως οι μερισματικές ανακοινώσεις δεν προκάλεσαν σημαντική μεταβολή στην αξία των επιχειρήσεων, συμπέρασμα που συνάδει με την θεωρία της μη-

σχετικότητας των μερισμάτων. Παράλληλα, τα αποτελέσματα θα μας δώσουν και χρήσιμες ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα της Ελληνικής αγοράς.

Μετά την εξέταση των μερισματικών ανακοινώσεων μας ενδιαφέρει να συγκρίνουμε ποια ήταν η αντίδραση της αγοράς σε αυτές τις ανακοινώσεις κατά την περίοδο εγχώριων και διεθνών εξελίξεων. Η περίοδος μελέτης της παρούσης εργασίας χαρακτηρίζεται από δύο μεγάλες παγκόσμιες κρίσεις: την Διεθνή Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007-08 και την πανδημική κρίση του 2020-2021. Θέλουμε να εξετάσουμε πως αντιμετώπισε η Ελληνική αγορά σε καθεμία από αυτές τις κρίσεις τα νέα μια μερισματικής ανακοίνωσης καθώς και αν υπήρξε διαφορετική αντίδραση κατά την διάρκεια κάθε κρίσης. Για τον σκοπό αυτό εισάγουμε άλλον ένα διαχωρισμό στο δείγμα μας που αφορά την χρονική περίοδο μελέτης. Συγκεκριμένα, διακρίνουμε τρεις χρονικές περιόδους: α) 2007-2011, η Διεθνής Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007-08, β) 2012-2016, η κρίση του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους και γ) 2017-2021, η παγκόσμια υγειονομική κρίση. Αυτό που θέλουμε να ελέγξουμε είναι εάν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά στα επιμέρους ζεύγη χρονικών περιόδων. Για τον λόγο αυτό, ο χρονικός διαχωρισμός δεν γίνεται απαραίτητως με βάση τις ακριβείς ημερομηνίες αλλά με στόχο την εξασφάλιση όσο το δυνατόν ομοιόμορφων δειγμάτων για την διενέργεια του ελέγχου.

Ο έλεγχος αφορά στην ύπαρξη στατιστικά σημαντικής διαφοράς ανάμεσα σε κάθε ζεύγος περιόδων. Συγκεκριμένα, εξετάζουμε την υπόθεση:

$$H_0: AAR_{T1,T2} = AAR_{T3,T4}$$

$$H_1: AAR_{T1,T2} \neq AAR_{T3,T4} \quad \forall T1, T2 \neq T3, T4$$

Απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης θα σημαίνει ότι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν παρουσιάζουν σύγκλιση και κατά συνέπεια οι επιδόσεις των μετοχών κατά τις δύο χρονικές περιόδους διαφέρουν σημαντικά. Συνεπακόλουθα, θα μπορούσαμε να λάβουμε χρήσιμες ενδείξεις για το αν οι Ελληνικές επιχειρήσεις συμπεριφέρθηκαν διαφορετικά σε κάθε κρίση, αναφορικά με τα μερίσματα και πως η αγορά αντιμετώπισε τυχόν ενέργειες των διοικήσεων.

Για να ελέγξουμε αυτήν την υπόθεση διενεργούμε ένα έλεγχο Wilcoxon, ο οποίος βασίζεται στις διαφορές των παρατηρήσεων μεταξύ των χρονικών περιόδων (Dong et al.,

2019, Lipson et al., 1998). Πιο αναλυτικά, αφού εξασφαλίσουμε ομοιομορφία μεταξύ των δειγμάτων κάθε χρονικής περιόδου, υπολογίζουμε τις διαφορές μεταξύ των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων και τις κατατάσσουμε κατά αύξουσα σειρά. Κατόπιν αναλόγως το πρόσημο κάθε διαφοράς, αθροίζουμε ξεχωριστά τις σειρές των θετικών και τις σειρές των αρνητικών διαφορών μεταξύ τους. Το μικρότερο από αυτά τα αθροίσματα χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της στατιστικής ελέγχου. Η στατιστική ελέγχου θα είναι²⁵:

$$W_{stat} = \frac{\min\{Sum_p, Sum_n\} - \mu}{\sigma} \sim N(0, 1)$$

Η μηδενική υπόθεση θα απορρίπτεται αν $|W_{stat}| \geq |W_{crit}|$, όπου W_{crit} εντοπίζεται από τους πίνακες της τυποποιημένης κανονικής κατανομής. Η ανάλυση έγινε με την χρήση των υπολογιστικών φύλλων Excel και του οικονομετρικού πακέτου Gretl. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης ακολουθούν στο επόμενο κεφάλαιο.

4. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

4.1 Περιγραφικά στατιστικά

Στον πίνακα 4.1 εμφανίζονται τα περιγραφικά στατιστικά των δύο ομάδων για όλη την εξεταζόμενη περίοδο:

Πίνακας 4.1: περιγραφικά στατιστικά εταιριών πληρωτών και μη-πληρωτών για τα έτη 2007-2021

| | Μη-πληρώτριες | Πληρώτριες |
|------------------------|---------------|--------------|
| Μέσος | -0,0368256% | 0,0004715% |
| Διάμεσος | -0,0011323% | 0,0507221% |
| Τυπική απόκλιση | 0,011945096 | 0,013015649 |
| Διακύμανση | 0,000142685 | 0,000169407 |
| Κύρτωση | 8,682222175 | 9,16618119 |
| Ασυμμετρία | -0,751742208 | -0,817853213 |
| Εύρος | 0,184755413 | 0,221283032 |

²⁵ Λόγω του μεγέθους του δείγματος ($n > 30$) χρησιμοποιείται η κανονική προσέγγιση όπου η μέση τιμή των παρατηρήσεων ισούται με: $\mu = n(n+1)/4$ και η διακύμανση με $\sigma^2 = n(n+1)(2n+1)/24$.

| | | |
|--------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Ελάχιστο | -0,112414752 | -0,12185438 |
| Μέγιστο | 0,072340661 | 0,099428652 |
| Πλήθος | 3709 | 3707 |
| Jarque-Bera | 11962,8 [p ≈ 0] | 13350,8 [p ≈ 0] |
| ADF | -9,68228 [p = 1,411e-018] | -14,7319 [p = 1,417e-031] |
| ARCH | 354,428 [p = 1,94827e-074] | 519,339 [p = 5,56807e-108] |

Jarque-Bera: στατιστική ελέγχου κανονικότητας της κατανομής των παρατηρήσεων, **ADF**: στατιστική ελέγχου μοναδιαίας ρίζας για την στασιμότητα των χρονοσειρών, **ARCH**: στατιστική ελέγχου μέγιστης πιθανοφάνειας για την εξέταση της ομοσκεδαστικότητας των καταλοίπων, τιμές p-value στις παρενθέσεις.

Όπως παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα, οι εταιρίες που πλήρωναν μερίσματα πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις, κατά μέσο όρο, ενώ αυτές που δεν κατέβαλαν έχασαν αξία κατά την περίοδο εξέτασης (0,0004715% και -0,03683% αντίστοιχα). Πρέπει, ωστόσο, να σημειωθεί και το γεγονός ότι και για τις δύο κατηγορίες η μέση τιμή είναι αρκετά μικρότερη από την διάμεσο (0,051% και -0,001% αντίστοιχα) που υποδηλώνει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις κινήθηκαν κάτω από τον μέσο όρο του αντίστοιχου συνόλου που σημαίνει αφενός ότι για τις πληρώτριες επιχειρήσεις, ότι οι μεγαλύτερες πραγματοποίησαν αρκετά υψηλές αποδόσεις για την εξεταζόμενη περίοδο, αφετέρου οι περισσότερες επιχειρήσεις από τις μη-πληρώτριες φαίνονται να έχασαν αξία την ίδια περίοδο. Επιπλέον, όπως φαίνεται από τον πίνακα, οι διακύμανση των δύο δειγμάτων κινήθηκε σε παρόμοια επίπεδα με τις πληρώτριες εταιρίες να εμφανίζουν λίγο μεγαλύτερη μεταβλητότητα, που σημαίνει ότι οι διαφορές στις αποδόσεις μεταξύ των δύο ομάδων δεν μπορούν να εξηγηθούν μόνο επειδή κάποιες μετοχές θεωρούνται πιο ριψοκίνδυνες από άλλες.

Όσον αφορά τις κατανομές των δύο κατηγοριών, οι συντελεστές κύρτωσης και ασυμμετρίας μας δείχνουν ότι και οι δύο έχουν μια λεπτόκυρτη κατανομή (8,63 και 9,17 > 3) ενώ, οι συντελεστές ασυμμετρίας ότι υπάρχει μια ελαφρά ασυμμετρία των παρατηρήσεων προς τα δεξιά (-0,75 και -0,82). Εκτός από αυτό, οι μέγιστες και οι ελάχιστες τιμές των δύο κατανομών βρίσκονται επίσης πολύ κοντά που σημαίνει ότι οι δύο κατανομές βρίσκονται πολύ κοντά, με αυτήν των εταιριών-πληρωτών να βρίσκεται δεξιότερα της αντίστοιχης των μη-πληρωτών. Συνεπώς, οι δύο κατανομές αποκλίνουν λίγο από την κανονική κατανομή παρουσιάζοντας συγκέντρωση γύρω από τις μέσες τιμές και μια ασυμμετρία αντίθετα με την κανονική κατανομή. Οι τιμές Jarque-Bera για τον

έλεγχο κανονικότητας των δύο κατανομών μας επιβεβαιώνει ότι δεν πρόκειται για κανονικές κατανομές.

Για μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα των αποδόσεων των δύο δειγμάτων παραθέτουμε και τους ελέγχους ADF και ARCH για την συμπεριφορά των δύο χρονοσειρών. Τα αποτελέσματα είναι τα προσδοκώμενα καθώς οι δύο σειρές παρουσιάζουν στασιμότητα σύμφωνα με τον έλεγχο ADF και ετεροσκεδαστικότητα κατά τον έλεγχο ARCH. Τα αποτελέσματα των ελέγχων μας δείχνουν ότι η συμπεριφορά των αποδόσεων των δύο δειγμάτων δεν παρουσιάζουν κάποια συμπεριφορά διαφορετική από αυτήν που αναμένεται καθώς διαχρονικά κινείται γύρω από μια μέση τιμή ενώ εξαρτάται από τις τιμές του παρελθόντος. Συνεπώς, τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι μπορούμε να προχωρήσουμε με την ανάλυσή μας.

Ορισμένα επιπρόσθετα στοιχεία για τις δύο κατηγορίες ακολουθούν στον πίνακα 4.2:

Πίνακας 4.2 μέρος Α: περιγραφικά στατιστικά εταιριών μη-πληρωτών ανά πενταετία

| | <i>Μη-πληρώτριες</i> | | |
|------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| | <i>2007-2011</i> | <i>2012-2016</i> | <i>2017-2021</i> |
| Μέσος | -0,00138547 | -0,000415389 | 0,00069733 |
| Διάμεσος | -0,00124612 | -0,00026518 | 0,000998866 |
| Τυπική απόκλιση | 0,01493673 | 0,010239753 | 0,009848043 |
| Διακύμανση | 0,000223106 | 0,000104853 | 9,69839E-05 |
| Κύρτωση | 5,015954072 | 3,084708722 | 23,62114135 |
| Ασυμμετρία | -0,187364871 | -0,45438134 | -2,441128264 |
| Εύρος | 0,181547862 | 0,095436566 | 0,161181519 |
| Ελάχιστο | -0,109207201 | -0,061442004 | -0,112414752 |
| Μέγιστο | 0,072340661 | 0,033994562 | 0,048766767 |
| Πλήθος | 1249 | 1214 | 1246 |
| Jarque-Bera | 1320 [p = 1,76458e-287] | 230,681 [p ≈ 0] | 25453,2 [p ≈ 0] |
| ADF | -13,1193 [p = 1,019e-027] | -11,514 [p = 1,525e-023] | -9,94242 [p = 5,078e-019] |
| ARCH | 114,018 [p = 2,719e-017] | 24,7148 [p = 0,000158158] | 313,019 [p = 2,74152e-061] |

Πίνακας 4.2 μέρος Β: περιγραφικά στατιστικά εταιριών-πληρωτών ανά πενταετία

| <i>πληρώτριες</i> | | |
|-------------------|--|--|
|-------------------|--|--|

| | 2007-2011 | 2012-2016 | 2017-2021 |
|------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Μέσος | -0,001149534 | 0,000598326 | 0,000584307 |
| Διάμεσος | -0,000506334 | 0,001014624 | 0,000886504 |
| Τυπική απόκλιση | 0,015004096 | 0,013092526 | 0,01047674 |
| Διακύμανση | 0,000225123 | 0,000171414 | 0,000109762 |
| Κύρτωση | 7,063181973 | 2,294713734 | 28,40307905 |
| Ασυμμετρία | -0,473289803 | -0,378168188 | -2,307495148 |
| Εύρος | 0,217796277 | 0,118721016 | 0,189848465 |
| Ελάχιστο | -0,118367624 | -0,070286477 | -0,12185438 |
| Μέγιστο | 0,099428652 | 0,04843454 | 0,067994085 |
| Πλήθος | 1249 | 1214 | 1244 |
| Jarque-Bera | 2491,33 [p ≈ 0] | 439,292 [p = 406346e-096] | 38095,3 [p ≈ 0] |
| ADF | -14,9225 [p = 6,226e-035] | -10,8045 [p = 1,243e-021] | -11,4882 [p = 1,787e-023] |
| ARCH | 179,339 [p = 7,61422e-037] | 45,6465 [p = 1,07184e-008] | 252,277 [p = 1,78416e-052] |

Jarque-Bera: στατιστική ελέγχου κανονικότητας της κατανομής των παρατηρήσεων, **ADF:** στατιστική ελέγχου μοναδιαίας ρίζας για την στασιμότητα των χρονοσειρών, **ARCH:** στατιστική ελέγχου μεγίστης πιθανοφάνειας για την εξέταση της ομοσκεδαστικότητας των καταλοίπων, τιμές p-value στις παρενθέσεις.

Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα 4.2, για το σύνολο των εταιριών η περίοδος της Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Κρίσης αποτέλεσε ένα διάστημα απωλειών, όπως αντιλαμβανόμαστε από τις τιμές των μέσων, των διάμεσων αλλά και των τυπικών αποκλίσεων για την πενταετία 2007-2011. Εκτός από αυτό οι τιμές των διακυμάνσεων για την ίδια περίοδο είναι υψηλότερες συγκριτικά με τις αντίστοιχες των υπολοίπων ετών, κάτι που υποδεικνύει ότι το περιβάλλον της περιόδου εκείνης χαρακτηριζόταν από υψηλότερο κίνδυνο σε σχέση με τα επόμενα χρόνια. Οι απώλειες φαίνονται να συνεχίζονται, κατά μέσο όρο, για τις εταιρίες που δεν πλήρωσαν μερίσματα για την πενταετία 2012-2016 ενώ αντίθετα οι επιδόσεις των πληρωτριών εταιριών μεταβάλλονται σε θετικές ενώ, παρόλο που η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από την κρίση του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους, ο κίνδυνος των μετοχών μικρότερος σε σχέση με τα πρώτα χρόνια της Διεθνούς Κρίσης. Τα αποτελέσματα είναι εντελώς διαφορετικά για την τελευταία πενταετία, καθώς και οι δύο κατηγορίες πραγματοποιούν θετικές αποδόσεις κατά μέσο όρο, ενώ και ο κίνδυνος των τίτλων είναι ο χαμηλότερος για το διάστημα αυτό. Εν μέρει μπορεί να αποδοθεί στο θετικό κλίμα της τριετίας 2017-2019 καθώς παρόλο την απότομη υγειονομική κρίση το 2020 οι εταιρίες φαίνονται να

πέτυχαν συνολικά αύξηση στις τιμές των μετοχών τους. Συνολικά, λοιπόν, η Κρίση του 2007-08 φαίνεται να είναι η πιο επιζήμια για τις Ελληνικές εταιρίες, οι οποίες πραγματοποίησαν απώλειες κατά το διάστημα αυτό. Οι απώλειες αυτές συνεχίστηκαν για τις περισσότερες από αυτές στα επόμενα χρόνια. Ωστόσο μέχρι και το έναρξη της πανδημικής κρίσης το 2020 οι Ελληνικές εταιρίες φαίνονται ότι κινήθηκαν ανοδικά ενώ και το ρίσκο των μετοχών βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με το παρελθόν.

4.2 Εμπειρικά αποτελέσματα

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης των μερισματικών ανακοινώσεων συνοψίζονται στον πίνακα 4.3. Παρουσιάζονται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις δύο κατηγορίες του δείγματος καθώς και οι σωρευτικές μέσες υπερ-αποδόσεις από κοινού με τα επίπεδα σημαντικότητας για το διάστημα του γεγονότος:

Πίνακας 4.3: ημερήσιες μέσες υπερβάλλουσες και σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις εταιριών-πληρωτών και μη-πληρωτών

| days | Πληρώτριες | | | Μη-πληρώτριες | | |
|------|-----------------|---------------|--------|-----------------|---------------|--------|
| | AARS | CAARS | T-stat | AARS | CAARS | T-stat |
| -30 | 0,01% | 0,0% | 0,02 | -0,08% | -0,08% | -0,42 |
| -29 | 0,82%*** | 0,8%** | 1,99 | 0,44%** | 0,36% | 1,35 |
| -28 | 0,25% | 1,1%** | 2,12 | 0,14% | 0,49% | 1,53 |
| -27 | -0,10% | 1,0%* | 1,67 | -0,37%** | 0,12% | 0,33 |
| -26 | 0,04% | 1,0% | 1,55 | 0,03% | 0,15% | 0,37 |
| -25 | -0,11% | 0,9% | 1,26 | 0,17% | 0,32% | 0,71 |
| -24 | -0,18% | 0,7% | 0,93 | 0,24% | 0,56% | 1,14 |
| -23 | 0,07% | 0,8% | 0,95 | 0,33% | 0,89%* | 1,69 |
| -22 | -0,04% | 0,7% | 0,85 | -0,02% | 0,87% | 1,56 |
| -21 | -0,39% | 0,4% | 0,38 | -0,26% | 0,62% | 1,05 |
| -20 | 0,19% | 0,6% | 0,56 | -0,17% | 0,45% | 0,73 |
| -19 | 0,55%* | 1,1% | 1,08 | -0,08% | 0,37% | 0,58 |
| -18 | 0,50%* | 1,6% | 1,51 | 0,21% | 0,58% | 0,87 |
| -17 | -0,31% | 1,3% | 1,17 | -0,24% | 0,35% | 0,50 |
| -16 | 0,39% | 1,7% | 1,47 | -0,10% | 0,24% | 0,34 |
| -15 | 0,40% | 2,1%* | 1,77 | 0,09% | 0,33% | 0,44 |
| -14 | 0,49%* | 2,6%** | 2,11 | 0,08% | 0,41% | 0,53 |
| -13 | 0,05% | 2,6%** | 2,09 | 0,06% | 0,46% | 0,59 |
| -12 | -0,19% | 2,4%* | 1,89 | 0,04% | 0,50% | 0,61 |

| | | | | | | |
|-----|------------------|----------------|------|-----------------|----------------|------|
| -11 | 0,20% | 2,6%** | 1,99 | 0,36% | 0,85% | 1,03 |
| -10 | 0,38% | 3,0%** | 2,23 | 0,32% | 1,17% | 1,37 |
| -9 | 0,51%* | 3,5%** | 2,54 | -0,02% | 1,15% | 1,32 |
| -8 | -0,49%* | 3,0%** | 2,14 | -0,44%** | 0,72% | 0,80 |
| -7 | 0,29% | 3,3%** | 2,30 | -0,04% | 0,68% | 0,74 |
| -6 | 0,08% | 3,4%** | 2,31 | 0,06% | 0,74% | 0,79 |
| -5 | -0,13% | 3,3%** | 2,18 | 0,07% | 0,81% | 0,86 |
| -4 | 0,46% | 3,7%** | 2,43 | -0,01% | 0,81% | 0,83 |
| -3 | 0,32% | 4,0%*** | 2,59 | 0,22% | 1,03% | 1,05 |
| -2 | 0,14% | 4,2%*** | 2,64 | 0,06% | 1,09% | 1,09 |
| -1 | -0,12% | 4,1%** | 2,52 | -0,04% | 1,06% | 1,04 |
| 0 | 0,03% | 4,1%** | 2,50 | 0,16% | 1,22% | 1,17 |
| 1 | -0,07% | 4,0%** | 2,42 | -0,23% | 0,99% | 0,94 |
| 2 | 0,04% | 4,1%** | 2,40 | -0,15% | 0,84% | 0,79 |
| 3 | -0,01% | 4,1%** | 2,36 | 0,08% | 0,92% | 0,85 |
| 4 | 0,19% | 4,2%** | 2,44 | 0,22% | 1,14% | 1,04 |
| 5 | 0,18% | 4,4%** | 2,51 | 0,17% | 1,31% | 1,17 |
| 6 | 0,25% | 4,7%*** | 2,61 | 0,08% | 1,39% | 1,23 |
| 7 | 0,18% | 4,9%*** | 2,67 | 0,01% | 1,41% | 1,22 |
| 8 | 0,11% | 5,0%*** | 2,70 | 0,28% | 1,69% | 1,45 |
| 9 | -0,50%* | 4,5%** | 2,39 | 0,21% | 1,89% | 1,61 |
| 10 | -0,77%*** | 3,7%** | 1,96 | 0,06% | 1,96% | 1,64 |
| 11 | 0,19% | 3,9%** | 2,04 | -0,01% | 1,95% | 1,62 |
| 12 | -0,13% | 3,8%* | 1,95 | 0,03% | 1,98% | 1,62 |
| 13 | 0,11% | 3,9%** | 1,98 | 0,03% | 2,02% | 1,63 |
| 14 | 0,04% | 3,9%** | 1,98 | 0,32%* | 2,34%* | 1,87 |
| 15 | 0,17% | 4,1%** | 2,04 | -0,31%* | 2,03% | 1,60 |
| 16 | -0,42% | 3,7%* | 1,81 | 0,11% | 2,13%* | 1,67 |
| 17 | -0,06% | 3,6%* | 1,76 | 0,01% | 2,15%* | 1,66 |
| 18 | 0,21% | 3,8%* | 1,84 | 0,13% | 2,28%* | 1,75 |
| 19 | 0,12% | 3,9%* | 1,88 | 0,35%* | 2,63%** | 2,00 |
| 20 | -0,06% | 3,9%* | 1,84 | 0,30% | 2,93%** | 2,20 |
| 21 | -0,52%* | 3,3% | 1,57 | -0,04% | 2,89%** | 2,15 |
| 22 | -0,25% | 3,1% | 1,44 | -0,17% | 2,72%** | 2,01 |
| 23 | 0,02% | 3,1% | 1,44 | -0,07% | 2,65%* | 1,94 |
| 24 | -0,11% | 3,0% | 1,38 | 0,07% | 2,72%** | 1,97 |
| 25 | 0,20% | 3,2% | 1,45 | -0,07% | 2,65%* | 1,90 |
| 26 | 0,47% | 3,7%* | 1,65 | -0,04% | 2,61%* | 1,86 |
| 27 | 0,19% | 3,9%* | 1,72 | 0,27% | 2,88%** | 2,03 |
| 28 | 0,20% | 4,1%* | 1,80 | -0,13% | 2,75%* | 1,92 |
| 29 | -0,02% | 4,0%* | 1,78 | -0,14% | 2,60%* | 1,80 |

| | | | | | | |
|-----------|-------|--------------|------|--------|---------------|------|
| 30 | 0,31% | 4,4%* | 1,90 | -0,09% | 2,51%* | 1,73 |
|-----------|-------|--------------|------|--------|---------------|------|

Σημαντικότητα: α = 1%: ***, 5%: **, 10%: *

Οι στήλες 2,3 και 4 του πίνακα αναφέρονται στην ομάδα των εταιριών-πληρωτών του δείγματος. Όπως παρατηρούμε από τον πίνακα, οι εταιρίες που κατέβαλαν μερίσματα στους μετόχους τους πραγματοποίησαν σημαντικές θετικές μέσες ημερήσιες υπερ-αποδόσεις 29,19,18, 14 και 9 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ 8 ημέρες πριν και 9,10 και 21 ημέρες μετά οι υπερ-αποδόσεις αυτές γίνονται αρνητικές. Από την άλλη μεριά, και οι εταιρίες που δεν ανακοίνωσαν μέρισμα επιτυγχάνουν σημαντικές αρνητικές υπερ-αποδόσεις την 27^η και την 8^η ημέρα πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ και αυτές σημειώνουν θετικές μη κανονικές αποδόσεις 29 ημέρες πριν. Επιπλέον, μετά την ανακοίνωση οι εταιρίες αυτές έχουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την 14^η και την 19^η ημέρα ενώ την 15^η πάλι έχουν αρνητική επίδοση.

Όσον αφορά τις ημέρες κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης, παρόμοια εικόνα παρατηρείται και στις δύο ομάδες. Στις κοντινές ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση παρατηρούνται ως επί το πλείστον αρνητικές αποδόσεις που εναλλάσσονται με κάποιες θετικές. Μετά την ανακοίνωση ακολουθεί ένα διάστημα μίας έως τριών ημερών όπου και πάλι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι αρνητικές πριν μεταβληθούν σε θετικές μετά την 3^η ή την 4^η ημέρα που ακολουθεί μια ανακοίνωση.

Επιπλέον, την ημερομηνία ανακοίνωσης δεν παρατηρείται διαφορετική αντίδραση ανάμεσα στις πληρώτριες εταιρίες και στις μη-πληρώτριες καθώς και οι δύο πραγματοποιούν θετικές υπερ-αποδόσεις και ιδιαίτερα οι μη-πληρώτριες (0,16%). Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι και για τις δύο ομάδες η ανακοίνωση πληρωμής ή περικοπής των μερισμάτων δημιούργησαν θετικές υπερ-αποδόσεις εκείνη την ημέρα ενώ παρατηρούνται αρνητικές υπερ-αποδόσεις μη ημέρα πριν και μία μετά από την δημοσίευση των αποφάσεων των μετόχων. Ωστόσο, η αντίδραση της αγοράς δεν είναι έντονη για καμιά από τις δύο κατηγορίες εφόσον δεν έχουμε σημαντικές υπερ-αποδόσεις. Το ίδιο ισχύει και για τις κοντινές ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση.

Η εικόνα είναι διαφορετική όταν κοιτάζουμε τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για όλο το διάστημα του γεγονότος. Όπως διαπιστώνουμε από τον πίνακα, οι εταιρίες-πληρώτριες εμφανίζουν θετικές και αυξανόμενες υπερ-αποδόσεις τις ημέρες 29,28 και

27 πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης ενώ οι εταιρίες που δεν κατέβαλαν πληρωμές στους μετόχους τους πραγματοποιούν σημαντικές υπερ-αποδόσεις μόνο την 23 ημέρα πριν την ανακοίνωση. Οι υπερ-αποδόσεις και των δύο κατηγοριών πριν την ανακοίνωση είναι θετικές που σημαίνει ότι, ανεξαρτήτως από τις ανακοινώσεις των αποφάσεων των μετόχων, οι τοποθετήσεις στις δύο κατηγορίες μετοχών δημιούργησαν αξία για τους επενδυτές. Εντούτοις, οι σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις των εταιριών πληρωτών αυξάνονται με μεγαλύτερο βαθμό από ότι οι μη-πληρώτριες, όπως φαίνεται από τις ημερήσιες διαφορές στις τιμές των υπερ-αποδόσεων. Ειδικότερα, πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης, οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις των εταιριών-πληρωτών βαίνουν αυξανόμενες με την μέγιστη τιμή να επιτυγχάνεται δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση μερίσματος (4,2%) ενώ για την ίδια ημέρα, οι σωρευτικές αποδόσεις των μη-πληρωτών είναι κατά πολύ μικρότερες (1,22%). Εκτός από αυτό, το γεγονός ότι για ένα διάστημα 15 ημερών πριν και μέχρι την μέρα των ανακοινώσεων, οι εταιρίες πληρωτές καταγράφουν στατιστικά σημαντικές σωρευτικές υπερ-αποδόσεις κάτι που σε συνδυασμό με τις μεγαλύτερες σωρευτικές υπερ-αποδόσεις τους, υποδεικνύει εντονότερη αντίδραση της αγοράς για τις εταιρίες αυτές.

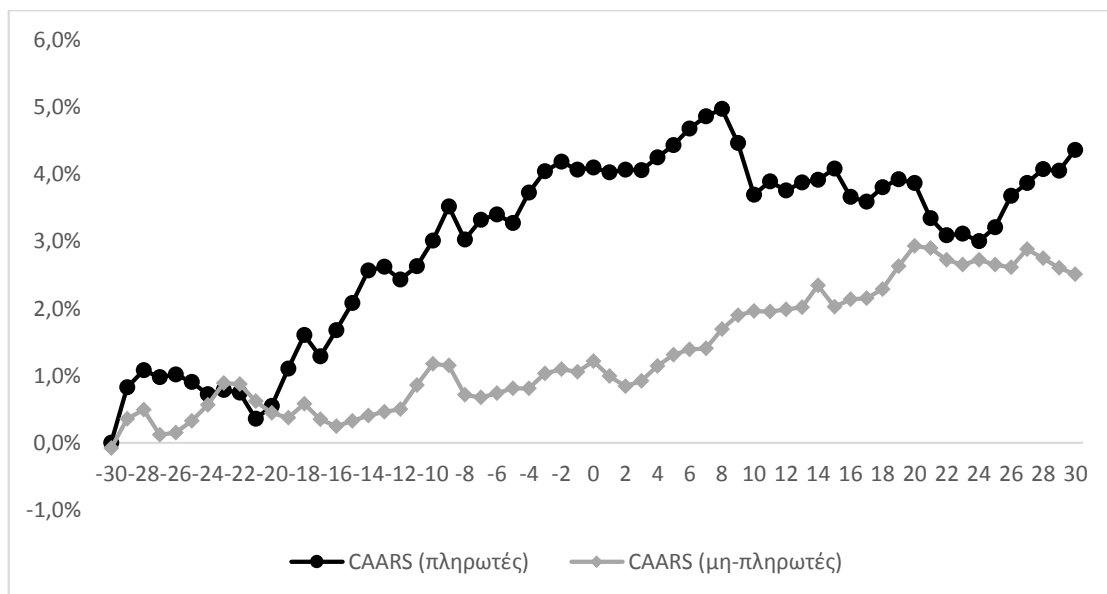
Την ημέρα της ανακοίνωσης οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις είναι και για τις δύο κατηγορίες θετικές. Η εικόνα είναι παρόμοια με αυτήν των προηγούμενων ημερών: οι εταιρίες πληρωτές πραγματοποιούν στατιστικά σημαντικές υπερ-αποδόσεις (4,1%) και οι μη-πληρωτές θετικές αλλά μη σημαντικές υπερ-αποδόσεις (1,22%). Μια διαφορά που θεωρούμε καλό να σημειώσουμε είναι ότι για το διάστημα των τριών επόμενων ημερών μετά την ανακοίνωση η συμπεριφορά των μετοχών είναι διαφορετική καθώς οι μεν εταιρίες-πληρωτές συνεχίζουν να έχουν αυξανόμενες υπερ-αποδόσεις, αντίθετα οι εταιρίες που δεν κατέβαλαν μερίσματα φαίνονται να χάνουν αξία μέχρι να επιστρέψουν σε αυξανόμενες επιδόσεις την τρίτη ημέρα.

Κατόπιν, τούτου, η εικόνα γίνεται και πάλι παρόμοια καθώς οι δύο ομάδες έχουν θετικές σωρευτικές υπερ-αποδόσεις οι οποίες είναι στην πλειοψηφία στους στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες πληρωτές καταγράφουν σημαντικές αποδόσεις το διάστημα [+1, +20] και [+26, +30] ενώ οι εταιρίες μη-πληρωτές, το διάστημα [+16, +30] καθώς και την 14^η ημέρα μετά τις ανακοινώσεις. Αξίζει να παρατηρήσουμε ότι για το διάστημα [+9, +26] οι εταιρίες-πληρωτές έχουν μια διακύμανση στις υπερ-αποδόσεις

καθώς παρατηρούμε ανά διαστήματα μειώσεις στις της αξίας τους όσο απομακρυνόμαστε από το γεγονός ενώ αντίθετα οι μη-πληρωτές πραγματοποιούν σταθερά θετικές υπερ-αποδόσεις. Ωστόσο, η τάση των σωρευτικών υπερ-αποδόσεων των πληρωτών γίνεται πάλι θετική προς το τέλος του διαστήματος του γεγονότος. Έτσι ενώ έχουμε μια σύγκλιση των τιμών των υπερ-αποδόσεων των δύο κατηγοριών, εντούτοις, οι μη-πληρωτές εξακολουθούν να έχουν αρκετά μεγαλύτερες υπερ-αποδόσεις.

Για μια σαφέστερη εικόνα παραθέτουμε και την πορεία των σωρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων 4.1:

Γράφημα 4.1: σωρευτικές υπερ-αποδόσεις για τις εταιρίες-πληρωτές και μη-πληρωτές



Στο γράφημα 4.1 βλέπουμε ότι και για τις δύο ομάδες οι σωρευτικές υπερ-αποδόσεις βαίνουν αυξανόμενες, κάτι που σημαίνει ότι για την περίοδο του γεγονότος δημιουργήθηκε αξία, κατά μέσο όρο, για τις Ελληνικές επιχειρήσεις, ανεξάρτητα από του είδους των ανακοινώσεων που έγιναν. Ωστόσο, βλέπουμε ότι, οι εταιρίες που κατέβαλαν μερίσματα καθ' όλη την περίοδο μελέτης παρουσιάζουν μια καλύτερη επίδοση από αυτές που περιέκοψαν τα μερίσματά τους. Εντούτοις, η αγορά δεν φαίνεται να αποτιμά αρνητικά ανακοινώσεις για διακοπή των μερισμάτων αλλά ταυτόχρονα η ανακοίνωση της πληρωμής μετρητών στους μετόχους φαίνεται να προκαλεί έντονη αντίδραση της αγοράς. Αυτό γίνεται φανερό από την 20^η ημέρα πριν τις ανακοινώσεις των μερισμάτων, κατά την οποία, η διαφορά μεταξύ των υπερ-αποδόσεων των δύο ομάδων αρχίζει να αυξάνεται. Η αγορά αντιδρά θετικότερα, όσο πλησιάζει η ημέρα της ανακοίνωσης ενώ

και μετά από αυτήν οι υπερ-αποδόσεις τείνουν θετικές μέχρι και την 8^η ημέρα. Κατόπιν, έχουμε μια απότομη μείωση των υπερ-αποδόσεων των πληρωτών μέχρι την 10^η ημέρα και μια σταθεροποίηση για τις ημέρες που ακολουθούν.

Η εικόνα είναι διαφορετική για τους μη-πληρωτές, οι οποίοι ακολουθούν μια σταθερά ανοδική πορεία για το μεγαλύτερο μέρος του διαστήματος χωρίς έντονες διακυμάνσεις στις υπερ-αποδόσεις τους. Την ημέρα της ανακοίνωσης, οι εταιρίες παρουσιάζουν μια εντονότερη επίδοση από ότι τις προηγούμενες ημέρες αλλά από την επόμενη οι επιδόσεις τους πάλι κινούνται πάλι σε μικρότερα επίπεδα. Ωστόσο, το γεγονός αυτό δείχνει ότι η αγορά δεν αποτιμά απαραίτητα αρνητικά τις εταιρίες που προχώρησαν σε περικοπές μερισμάτων. Επιπλέον, η επίτευξη θετικών υπερ-αποδόσεων από την 3^η ημέρα δείχνει ότι η αυτή η καθοδική πορεία είναι σύντομη. Συνολικά, οι δύο ομάδες ακολουθούν μια κοινή τάση για το περισσότερο διάστημα με διαφορές όμως στην πορεία των μετοχών. Ωστόσο, μια παρατήρηση που πρέπει να κάνουμε είναι ότι για τις τελευταίες ημέρες του διαστήματος η τάση αυτή διαφοροποιείται με τους μη-πληρωτές να εμφανίζουν αρνητική τάση για τις ημέρες αυτές, κάτι που υποδεικνύει διαφορετική αντίδραση της αγοράς και πάλι για τις δύο κατηγορίες. Χωρίς, ωστόσο, την εικόνα και από τις επόμενες ημέρες δεν μπορούμε να καταλήξουμε σε ασφαλή συμπεράσματα.

4.3 Αποτελέσματα τεστ Wilcoxon

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του ελέγχου διαφορών των υπερ-αποδόσεων των μετοχών ανάλογα με την χρονική περίοδο που εξετάζεται. Αυτό που θέλουμε να δούμε είναι αν η διαφοροποίηση της χρονικής περιόδου έχει σημασία για την ερμηνεία της πορείας των μετοχών σε περιόδους κρίσεων. Ο έλεγχος γίνεται ανά πενταετίες για μετοχές της ίδιας ομάδας. Ένας έλεγχος διαφοράς μέσω Z έχει διενεργηθεί για ελέγξουμε την ευρωστία των αποτελεσμάτων. Τα αποτελέσματα του ελέγχου συνοψίζονται στον πίνακα 4.4:

Πίνακας 4.4: Αποτελέσματα ελέγχων στατιστικά σημαντικών διαφορών

| | πληρώτριες | μη-πληρώτριες |
|---------------|--------------------------|---------------|
| | [2007-2011], [2012-2016] | |
| w-stat | -1,645 | -2,516 |
| z-stat | 1,118 | 2,413 |
| Σημαντικότητα | Όχι | Ναι |
| | [2007-2011], [2017-2021] | |
| w-stat | -2,563 | -2,10 |
| z-stat | -1,779 | 1,88 |
| Σημαντικότητα | Ναι | Ναι |
| | [2012-2016], [2017-2021] | |
| w-stat | -0,094 | -1,492 |
| z-stat | -0,153 | 1,197 |
| Σημαντικότητα | Όχι | Όχι |

Τα αποτελέσματα του πίνακα μας δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα για τις κρίσεις που μελετώνται. Η εικόνα είναι ξεκάθαρη όταν συγκρίνουμε την πανδημική κρίση με την διεθνή χρηματοπιστωτική και του δημοσιονομικού χρέους τόσο για τις εταιρίες-πληρωτές όσο και για τους μη-πληρωτές. Τα αποτελέσματα του ελέγχου Wilcoxon δείχνουν ότι υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των τιμών των υπερ-αποδόσεων μεταξύ της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης και της πρόσφατης υγειονομικής κρίσης σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, κάτι που υποδεικνύει ότι επιδόσεις των μετοχών ήταν διαφορετικές στις δύο αυτές περιόδους. Αντίθετα, όταν κοιτάμε την κρίση της πανδημίας από κοινού με την κρίση του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους, δεν παρατηρούνται διαφορές στις υπερ-αποδόσεις για καμία από τις δύο ομάδες, αποτέλεσμα που μας δείχνει ότι οι επιδόσεις των Ελληνικών εταιριών κατά την τελευταία πενταετία δεν παρουσίασαν κάποια απότομη μεταβολή, τουλάχιστον για τα πρώτα χρόνια αυτής της περιόδου. Τα αποτελέσματα του ελέγχου παρουσιάζουν ευρωστία καθώς επαληθεύονται και από τον έλεγχο Z.

Διαφορετικά αποτελέσματα έχουμε στην σύγκριση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους. Στον έλεγχο για τις μη-

πληρώτριες εταιρίες διαπιστώνουμε και πάλι στατιστικά σημαντικές διαφορές μεταξύ των υπερ-αποδόσεων των δύο περιόδων σε επίπεδο 5%, κάτι που επαληθεύεται και από τον έλεγχο Z για το ίδιο διάστημα. Η τιμή αυτή μας υποδηλώνει ότι η επίδοση των τιμών των εταιριών αυτών διέφερε σημαντικά με την έναρξη της κρίσης του Ελληνικού χρέους. Από την άλλη μεριά, η τιμή της στατιστικής w για τις εταιρίες πληρωτές προκύπτει ίση με -1,645, που ταυτίζεται με την κριτική τιμή της κατανομής. Αυτό δεν μας επιτρέπει να εξάγουμε με ασφάλεια συμπέρασμα για τις διαφορές των δύο περιόδων. Ο έλεγχος Z μας βοηθάει σε αυτήν την περίπτωση, καθώς μας δίνει μια τιμή ίση με 1,118 που μας οδηγεί στο να μην απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση για τις υπερ-αποδόσεις αυτών των εταιριών. Κατά συνέπεια, συμπεραίνουμε ότι δεν υπάρχουν στατιστικά σημαντικές διαφορές στις υπερ-αποδόσεις των εταιριών-πληρωτών για τα έτη αυτά και άρα η χρονική περίοδος δεν έχει σημαντικό ρόλο στην ερμηνεία αυτών των υπερ-αποδόσεων. Εκτεταμένη ερμηνεία αυτού του αποτελέσματος, όμως, ακολουθεί στο κεφάλαιο της Συζήτησης.

5. ΣΥΖΗΤΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό, προχωράμε στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων της έρευνας με βάση την διεθνή βιβλιογραφία και τα δεδομένα της εργασίας. Τα αποτελέσματα της έρευνας συνάδουν με αντίστοιχες έρευνες στο παρελθόν τόσο στην διεθνή βιβλιογραφία (Alshattarat et al., 2013, Chaudhary et al., 2016, Czapiewski, Kubiak, 2018, Felimban, et al., 2018, Mzyrgold, Nowak, 2017) όσο και με δημοσιεύσεις που αφορούν το Ελληνικό περιβάλλον (Dasilas, Leventis, 2011, Gkeka et al., 2018, Vazakidis, Athianos, 2010, Γκέκα και συν., 2012).

Όπως διαπιστώνουμε, οι μερισματικές ανακοινώσεις αποτελούν μια σημαντική είδηση για την Ελληνική αγορά, όπως συμπεραίνουμε από τις σημαντικές υπερ-αποδόσεις που πραγματοποιούνται κοντά σε ημερομηνίες ανακοινώσεων. Η ύπαρξη σημαντικών υπερ-αποδόσεων για τις μετοχές όλων των εταιριών του δείγματος δεν συνάδει με την θεωρία των Modigliani-Miller για την μη-σχετικότητα των μερισμάτων, καθώς όπως διαπιστώνουμε η αξία των επιχειρήσεων αυξάνεται κατά την ημερομηνία μιας ανακοίνωσης σε σχέση με τις προηγούμενες ημέρες. Αυτό δεν γίνεται τόσο φανερό από

τις ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις όσο από τις σωρευτικές καθώς παρατηρούμε ότι ένας επενδυτής που τοποθετείται σε εταιρία που ανακοινώνει συστηματικά μερίσματα κερδίζει κατά μέσο όρο μεγαλύτερη αξία κοντά στην ανακοίνωση μιας πληρωμής. Το αποτέλεσμα αυτό συνάδει με την θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, σύμφωνα με την οποία οι μερισματικές ανακοινώσεις διοχετεύουν χρήσιμη πληροφόρηση στην αγορά προσελκύοντας τους επενδυτές προς συγκεκριμένες μετοχές και κατά συνέπεια αυξάνοντας την αξία των τίτλων.

Όσον αφορά τις εταιρίες που δεν κατέβαλαν κανένα μέρισμα για την περίοδο μελέτης παρατηρούμε ότι και εκεί επιτυγχάνονται ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις αλλά λιγότερες σε σχέση με τις εταιρίες-πληρωτές. Αυτό που αξίζει να αναφερθεί είναι ότι και αυτές οι εταιρίες καταγράφουν θετικές σωρευτικές υπερ-αποδόσεις χωρίς ωστόσο αυτές να είναι σημαντικές κοντά στην ημερομηνία ανακοίνωσης. Αυτό σημαίνει ότι η Ελληνική αγορά δεν αποτιμά αρνητικά αυτές τις μετοχές για τα έτη που εξετάζουμε όπως παρατηρούμε και από την σταθερή ανοδική πορεία των υπερ-αποδόσεών τους, κάτι που δεν συνάδει απαραίτητα με την θεωρία σηματοδότησης.

Μια ερμηνεία για αυτήν την παρατήρηση είναι ότι το διάστημα που εξετάζουμε χαρακτηρίζεται από πολλαπλές κρίσεις τόσο στο διεθνές, όσο και στο εγχώριο περιβάλλον. Κατά συνέπεια, η αγορά πιθανόν να αποτιμά λιγότερο αρνητικά μια εταιρία που περικόπτει τα μερίσματά της, λαμβάνοντας υπόψη τις δυσχερείς συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και την ανάγκη της επιχείρησης να παρακρατεί ρευστότητα για να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Μια δεύτερη ερμηνεία στην οποία μπορεί να οφείλεται αυτό το γεγονός είναι η αυξανόμενη τάση των Ελληνικών εταιριών να αξιοποιούν και άλλα μέσα ανταμοιβής των μετόχων τους, όπως τα μερίσματα μετοχών, οι επιστροφές κεφαλαίου και οι επαναγορές μετοχών. Η αξιοποίηση των μέσων αυτών επιτρέπει στις επιχειρήσεις να έχουν μεγαλύτερη ευχέρεια στην πληρωμή των μετόχων τους και κατά συνέπεια να αντισταθμίσουν τις αρνητικές επιδράσεις μιας ανακοίνωσης περικοπής των μερισμάτων. Εκτός από αυτό, η εισαγωγή συντελεστή φορολόγησης στα μερίσματα, επιφέρει μείωση των ενδιαφερόμενων για μερίσματα λόγω της διπλής φορολόγησης στην οποία υπόκεινται με την λήψη μερίσματος. Σε κάθε περίπτωση, η εξασφάλιση πολλαπλών μέσων αμοιβής φαίνεται να αξιοποιείται ιδιαίτερα από τις Ελληνικές επιχειρήσεις κατά την διάρκεια κρίσεων προκειμένου να εξασφαλιστούν

διαθέσιμα και η αγορά φαίνεται να μην έχει έντονη αρνητική αντίδραση σε κάποια περικοπή.

Μία άλλη σημαντική παρατήρηση είναι ότι, για τις εταιρίες-πληρωτές, έχουμε σημαντικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις αρκετές ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης καθώς και για αρκετές ημέρες μετά την από αυτήν. Οι θετικές υπερ-αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης συναινούν με την θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου και επιβεβαιώνουν προγενέστερες μελέτες. Εντούτοις οι θετικές σωρευτικές υπερ-αποδόσεις ξεκινούν 15 ημέρες πριν από αυτήν την ημέρα ενώ συνεχίζουν αυξανόμενες μέχρι και την 20^η μετά από αυτήν. Μία πιθανή ερμηνεία αυτής της εικόνας είναι η μικρή απόσταση των ανακοινώσεων μεταξύ τους. Ειδικότερα, οι Ελληνικές επιχειρήσεις ανακοινώνουν τα τακτικά τους μερίσματα στην Γενική Συνέλευση των μετόχων οι οποίες πραγματοποιούνται συγκεκριμένους μήνες. Έτσι παρατηρείται το φαινόμενο πολλές ανακοινώσεις μερισμάτων να συμπίπτουν πολύ κοντά χρονικά. Το διάστημα του γεγονότος που έχει ληφθεί περιλαμβάνει αρκετές ημέρες οπότε κατά συνέπεια περιλαμβάνει αρκετές ανακοινώσεις κοντά στην ημέρα που έχει ληφθεί ως ημέρα ανακοίνωσης.

Μια δεύτερη ερμηνεία είναι ότι η Ελληνική αγορά δεν λειτουργεί πλήρως αποτελεσματικά, κάτι που σημαίνει ότι υπάρχει διαρροή χρησίων πληροφοριών πριν την ημέρα των ανακοινώσεων, οι οποίες επιτρέπουν σε κάποιους επενδυτές να αναδιαμορφώσουν τα χαρτοφυλάκιά τους αρκετές ημέρες πριν, αγοράζοντας μετοχές και αυξάνοντας συνεπακόλουθα την αξία τους. Η πληροφόρηση αυτή φαίνεται να αργεί να απορροφηθεί από την Ελληνική αγορά με αποτέλεσμα να έχουμε έντονη αντίδραση της αγοράς για τις μετοχές αυτές ακόμα και μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Αυτό μας δείχνει ότι για την Ελληνική αγορά ισχύει η ημι-ασθενής μορφή της Υπόθεσης Αποτελεσματικής Αγοράς των Fama-French κάτι που συνάδει με προηγούμενες μελέτες (Darmawan, 2018, Hussin et al., 2010, Shwikhbahaei, 2012).

Γενικότερα, η εικόνα που δίνεται από την Ελληνική αγορά είναι ότι κατά τα χρόνια των κρίσεων αυτών, οι επιχειρήσεις που αποφάσισαν να καταβάλουν μετρητά στους μετόχους τους αντιμετωπίστηκαν θετικά από τους επενδυτές και γι' αυτό πραγματοποίησαν σημαντικές υπερ-αποδόσεις. Παρά τις αλληπάλληλες κρίσεις στην Ελληνική οικονομία οι υπερ-αποδόσεις αυτών των εταιριών έχουν μια θετική τάση η οποία δεν φαίνεται να

ανακόπηκε ακόμα και από την πρόσφατη κρίση του 2020-21 παρόλο που αυτή αποτέλεσε μία έντονη διεθνή διαταραχή και φαίνεται να επηρέασε ακόμα και τις επιδόσεις αυτών των εταιριών.

Από την άλλη μεριά, οι εταιρίες που περιέκοψαν τα μερίσματα τους έχουν και αυτές μια θετική τάση καθώς δημιουργούν υπερ-αποδόσεις, κάτι που σημαίνει ότι η αγορά δεν εκτίμησε αρνητικά τις αποφάσεις των διοικήσεων να μην καταβάλουν μέρισμα στους μετόχους τους. Ωστόσο, οι επιδόσεις τους είναι αρκετά μικρότερες σε σχέση με τις εταιρίες-πληρωτές, κάτι που σημαίνει ότι η Ελληνική αγορά έδωσε μεγαλύτερη αξία στις μετοχές που κατέβαλαν μερίσματα. Οι επενδυτές φαίνεται να κατανοούν τις δυσκολίες με τις οποίες ήλθαν αντιμέτωπες οι επιχειρήσεις κατά την διάρκεια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης και της κρίσης του Ελληνικού χρέους καθώς και την ανάγκη για παρακράτηση ρευστότητας.

Τα αποτελέσματα του ελέγχου διαφορών των μέσων μας δίνει μια σαφέστερη εικόνα για τις εταιρίες κατά την διάρκεια των πολλαπλών κρίσεων. Αυτό που διαπιστώνουμε είναι ότι οι εταιρίες που κατέβαλαν μερίσματα δεν παρουσίασαν έντονη διακύμανση για το περισσότερο διάστημα καθώς μεταξύ των κρίσεων δεν παρατηρούνται σημαντικές διαφορές. Η μόνη εξαίρεση που προκύπτει είναι στην σύγκριση της κρίσης του 2007-08 με την κρίση του 2020-21. Αυτό που προκύπτει είναι ότι οι επιδόσεις των εταιριών διαφέρουν σε αυτές τις δύο περιόδους, κάτι που γίνεται εύκολα κατανοητό δεδομένου ότι οι δύο κρίσεις διαφέρουν θεμελιωδώς. Ωστόσο, παρόλο που η κρίση αυτή ήταν μία έντονη διαταραχή διεθνώς και οι Ελληνικές επιχειρήσεις επηρεάστηκαν ,εντούτοις, καταφέρνουν να επανέλθουν σε θετική τάση προς το τέλος της περιόδου.

Η εικόνα είναι διαφορετική για τις εταιρίες που περιέκοψαν τα μερίσματά τους. Τα αποτελέσματα του ελέγχου δείχνουν ότι υπάρχει διαφορά στις υπερ-αποδόσεις τους για την περίοδο της κρίσης του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους. Αυτό αποδίδεται κυρίως στο γεγονός ότι η Ελληνική αγορά δεν επηρεάστηκε άμεσα από τις συνέπειες της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και γι' αυτό οι εταιρίες είχαν την δυνατότητα να διανέμουν μερίσματα κατά τα έτη 2007-2009. Αντίθετα με την κρίση του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους και την εμφάνιση των συνεπειών της κρίσης του 2007 οι εταιρίες πλέον αναγκάζονται να προβούν σε περικοπές μερισμάτων για να συνεχίσουν με την απαραίτητη ρευστότητα. Τα χρόνια που ακολουθούν ο αριθμός αυτός μειώνεται αλλά όχι

με μεγάλο ρυθμό ενώ οι επιδόσεις των εταιριών σταθεροποιούνται σε θετική τάση κάτι που αποτυπώνεται και στα αποτελέσματα του ελέγχου για τα χρόνια από το 2012 μέχρι το 2021, στα οποία δεν παρατηρείται διαφορά στις υπερ-αποδόσεις των μετοχών παρά το ξέσπασμα της πανδημικής κρίσης. Τέλος η σύγκριση μεταξύ των κρίσεων του 2007 και του 2020 επιβεβαιώνει ότι οι δύο κρίσεις διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους κάτι που εξηγεί και την διαφορά στα μέτρα με τα οποία οι εταιρίες αντιμετώπισαν κάθε κρίση.

Συνοψίζοντας, οι μερισματικές ανακοινώσεις αντιμετωπίζονται θετικά από την Ελληνική αγορά και φαίνεται να δημιουργούν αξία για τις επιχειρήσεις καθώς οι επενδυτές προτιμούν τις εταιρίες που καταβάλουν συστηματικά πληρωμές στους μετόχους τους. Η Κρίση του 2007-08 δεν φαίνεται να επηρέασε σημαντικά την δυνατότητα των εταιριών να καταβάλουν μερίσματα τουλάχιστον τα πρώτα χρόνια. Τα πρώτα επακόλουθα αυτής της κρίσης φαίνονται στην Ελληνική αγορά κατά το 2011 και 2012 με την έναρξη της κρίσης του Ελληνικού δημοσιονομικού χρέους. Λόγω της περιορισμένης ρευστότητας που προκάλεσε αυτή η κρίση, ως απότοκο της διεθνούς κρίσης, πολλές εταιρίες αναγκάστηκαν να περικόψουν τα μερίσματά τους και να αξιοποιήσουν άλλα μέσα ανταμοιβής των μετόχων τους. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με την εισαγωγή φορολόγησης στα μερίσματα φαίνεται να αμβλύνει τυχόν αρνητικές επιδράσεις από τις περικοπές μερισμάτων. Παρ' όλα αυτά, οι επιχειρήσεις που συνέχισαν να καταβάλουν μερίσματα για όλη την περίοδο φαίνονται να προτιμώνται από τους επενδυτές γι' αυτό και παρουσιάζουν μια καλύτερη εικόνα απ' ότι οι υπόλοιπες. Όσο απομακρυνόμαστε από τα πρώτα χρόνια αυτών των κρίσεων, ολοένα και περισσότερες εταιρίες φαίνονται να επιστρέφουν στην πρακτική της καταβολής μερισμάτων ενώ όλες οι εταιρίες επιτυγχάνουν θετικές επιδόσεις. Ωστόσο, το ξέσπασμα της πανδημικής κρίσης φαίνεται να δημιουργεί νέες προκλήσεις για τις εταιρίες διότι ανάγκασε τις επιχειρήσεις να λειτουργούν σε ένα νέο μοντέλο και αρχίζει να διαφοροποιεί τις εταιρίες καθώς αυτές που συνεχίζουν να πληρώνουν μερίσματα και πάλι αποτιμώνται θετικά αλλά οι εταιρίες που δεν πληρώνουν φαίνεται να αποκτούν αρνητική τάση στις αποδόσεις τους. Ωστόσο, μια σαφέστερη εικόνα προϋποθέτει και την επέκταση του διαστήματος μελέτης. Έτσι έχοντας τα παραπάνω υπόψη μπορούμε να προχωρήσουμε στα τελικά συμπεράσματα.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο κύριος στόχος της παρούσης έρευνας ήταν η εξέταση της επίδρασης των μερισματικών ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων. Τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων θεωρούνται ως ένα θετικό γεγονός καθώς η Ελληνική αγορά φαίνεται να αποτιμά θετικά τις επιχειρήσεις που αποφασίζουν να διανείμουν μερίσματα καθώς αυτά λαμβάνονται ως ένα μήνυμα οικονομικής υγείας και ομαλής λειτουργίας για τις επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα αυτά είναι συναφή με την θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και δείχνουν ότι υπάρχει μια θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών. Ιδιαίτερα στα χρόνια των διεθνών κρίσεων του 2007 και του 2020 φαίνεται ότι ορισμένες επιχειρήσεις δεν διέκοψαν τις καταβολές τους κάτι που φαίνεται ότι είχε θετικό αντίκτυπο στις αποδόσεις τους. Συνεπώς, τα μερίσματα έχουν επίδραση στην αξία των Ελληνικών επιχειρήσεων ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής αστάθειας και αβεβαιότητας, κάτι που σημαίνει ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τον αντίκτυπο των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησής τους, όταν εξετάζουν την πολιτική διανομής τους. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν προγενέστερες έρευνες. Ένας σημαντικός περιορισμός της παρούσης μελέτης είναι το γεγονός ότι εξετάζει ένα συγκεκριμένο οικονομικό περιβάλλον, κάτι που δεν μας επιτρέπει να γενικεύσουμε ασφαλώς τα συμπεράσματά της στο γενικότερο πλαίσιο της θεωρίας των μερισμάτων. Εκτός από αυτό, η εικόνα που δίνεται από τις επιπτώσεις της πανδημικής κρίσης στα μερίσματα των επιχειρήσεων είναι περιορισμένη καθώς θεωρούμε ότι η χρειάζεται μια ασφαλέστερη απόσταση χρονικά ώστε να μπορούμε να εκτιμήσουμε ορθότερα τις συνέπειές της. Γι' αυτό το λόγο θεωρούμε ότι μια επέκταση της παρούσης μελέτης είναι αναγκαία αφενός για να εκτιμηθούν καλύτερα τα επακόλουθα της κρίσης αυτής και για να εξεταστεί πως αντιδράνε οι επιχειρήσεις στο νέο περιβάλλον της ενεργειακής κρίσης που αποτελεί παράγοντα ανησυχίας για το διεθνές περιβάλλον. Τέλος, για μια καλύτερη εικόνα του Ελληνικού περιβάλλοντος αναφορικά με τις ανακοινώσεις μερισμάτων θεωρούμε χρήσιμη και μια επέκταση της έρευνας με την χρήση πρόσθετων μεθοδολογιών όπως είναι η ποιοτική έρευνα προκειμένου να εξεταστεί τυχόν επίδραση και από άλλους παράγοντες στις αντιδράσεις της αγοράς, όπως προβλέπουν άλλες θεωρίες μερισματικής πολιτικής.

7. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΞΕΝΗ

- Abdullah, M., N., H., Ahmad, Z., Roslan, S., (2012), “The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividend Policy Based Lintner Model”, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 8, No. 6, pp. 71-88.
- Abdullah, M., N., Quader, S., Saha, J., (2018), “Impact of Payout Policy on Market Value”, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 14, No. 1, pp. 109-131.
- Abreu, J., F., Gulamhussen, M., A., (2013), “Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, pp. 54-65.
- Akbar, S., Rehman, S., Liu, J., Zulfiqar, Ali Shah, S., Z., (2017), “Credit supply constraints and financial policies of listed companies during the 2007-2009 financial crisis”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 42, pp. 559- 571.
- Al-Kuwari D., (2010), “To Pay or Not to Pay: Using Emerging Panel Data to Identify Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions”, *International Research Journal of Finance and Economics*, No. 42, pp. 19-36.
- Al-Malkawi, H., A., N., Bhatti, M., I., Magableh, S., I., (2014), “On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis”, *Economic Modelling*, Vol. 42, pp. 159-165.
- Al-Malkawi, H., A., N., Rafferty, M., Pillai, R., (2010), “Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence”, *International Bulletin of Business Administration*, No. 9, pp. 171-200
- Al-Najjar, B., Hussainey, K., (2009), “The association between dividend payout and outside directorships”, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, pp. 4-19.

- Al-Najjar, B., Kilincarslan, E., (2019), “What do we know about the dividend puzzle? – A literature survey”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 205-235.
- Al-Shattarat, W., K., Al-Shattarat, B., K., Hamed, R., (2018), “Do dividend announcements signal future earnings changes for Jordanian firms?”, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 16, No. 3, pp. 417-442.
- Al-Shattarat, W., K., Atmeh, M., A., Al-Shattarat, B., K., (2013), “Dividend Signaling Hypothesis In Emerging Markets: More Empirical Evidence”, *The Journal of Applied Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 461-467.
- Alaeto, E., H., (2018), “Impact of Dividend Announcements on Stock Prices of UK Firms Listed in London Stock Exchange”, *International Journal of Financial Management*, Vol. 8, No. 2, pp. 1-10.
- Ali, M., B., (2011), “Stock Prices and Microeconomic Variables: T-Y Granger Causal Evidence From Dhaka Stock Exchange (DSE)”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 2, No. 6, pp. 1-12.
- Allen, F., Bernardo, A., E., Welch, I., (2000), “A theory of dividends based on tax clienteles”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, pp. 2499-2536.
- Alzahrani, M., Lasfer, M., (2012), “Investor protection, taxation, and dividends”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, pp. 745-762.
- Amidu, M., (2007), “How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 4, No. 2, pp. 103-112.
- Amihud, Y., Li, K., (2006), “The declining information content of dividend announcements and the effects of institutional holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 3, pp. 637-660.
- Anginer, D., Bertay, A., C., Cull, R., Demirgüç-Kunt, A., Mare, D., S., (2021), “Bank capital regulation and risk after the Global Financial Crisis”, *Journal of Financial Stability*, <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100891>

- Anoruo, E., (2014), “Real dividend–stock market price causality nexus: an application of Markov switching model”, *Afro–Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 1, pp. 63-74.
- Asadi, A., (2016), “Representatives investigations of wealth effects of dividend announcements on stock returns (Evidence from Tehran Stock Exchange)”, *Journal of Current Research in Science*, Vol. 4, No. 3, pp. 6-15.
- Asem, E., (2009), “Dividends and price momentum”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 486-494.
- Asiri, B., K., (2014), “Dividend Announcements: Is It a Good News to the Bahrain Bourse?”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No. 12, pp. 228-243.
- Bajaj, K., Jain, N., (2019), “Impact of Dividend Pay-Out on Market Price of Share With Special Reference to Automobile Sector Companies Listed on NSE”, Paper presented in International Conference on Advancements in Computing & Management, October, Jaipur.
- Bajaj, M., Vijh, A., (1990), “Dividend clienteles and the information content of dividend changes”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 193-219.
- Baker, H., K., Dutta, S., Saadi, S., (2008), “Impact of financial and multinational operations on manager perceptions of dividends”, *Global Finance Journal*, Vol. 19, pp. 171-186.
- Baker, H., K., Mukherjee, T., K., Paskelian, O., G., (2006), “How Norwegian managers view dividend policy”, *Global Finance Journal*, Vol. 17, pp. 155-176.
- Baker, H., K., Powell, G., E., Veit, E., T., (2002), “Revisiting the dividend puzzle. Do all the pieces now fit?”, *Review of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 241-261.
- Baker, H., K., Saadi, S., Dutta, S., Gandhi, D., (2007), “The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence”, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 3, No. 1, pp. 70-91.
- Baker, H., K., Veit, E., T., Powell, G., E., (2001), “Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms”, *The Financial Review*, Vol. 38, No. 3, pp. 19-38.

- Banafa, A., S., (2014), “Relationship Between Dividend Payouts and Firm’s Value in Kenya”, *International Journal of Scientific & Engineering Research*, Vol. 5, No. 7, pp. 476-492.
- Bask, M., (2020), “Pure announcement and time effects in the dividend-discount model”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 77, pp. 266-270.
- Basse, T., Klein, T., Vigne, S., A., Wegener, C., (2021), “U.S. stock prices and the dot.com-bubble: Can dividend policy rescue the efficient market hypothesis?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 67, pp. 1-26.
- Benlemlih, M., (2019), “Corporate social responsibility and dividend policy”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 47, pp. 114-138.
- Bessembinder, H., Zhang, F., (2015), “Predictable corporate distributions and stock returns”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 4, pp. 1199-1241.
- Bhattacharya, S., (1979), “Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy”, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Bilal, Z., O., Jamil, S., A., (2015), “Does Dividend Policy Impact Stock Market Prices? – Evidence from Oman”, *International Journal of Applied Business and Economic Research*, Vol. 13, No. 9, pp. 6873-6883.
- Bildik, R., Fatemi, A., Fooladi, I., (2015), “Global dividend payouts patterns: The US and the rest of the world and the effect of financial crisis”, *Global Finance Journal*, Vol. 28, pp. 38-67.
- Black, F., Scholes, M., (1974), “The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 1-22.
- Blau, B., M., Fuller, K., P., (2008), “Flexibility and dividends”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 133-152.
- Botoç, C., Pirtea, M., (2014), “Dividend Payout-Policy Drivers: Evidence from Emerging Countries”, *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 50, No. 4, pp. 95-112.

- Bozos, K., Nikolopoulos, K., Ramgandhi, G., (2011), “Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20, pp. 364-374.
- Brav, A., Graham, J., R., Harvey, C., R., Michaely, R., (2005), “Payout policy in the 21st century”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 483-527.
- Brennan, M., (1971), “A note on dividend irrelevance and the Gordon valuation model”, *The Journal of Finance*, Vol. 26, No. 5, pp. 1115-1121.
- Brickley, J., A., (1983), “Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, pp. 187-209.
- Brockman, P., Unlu, E., (2009), “Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, pp. 276-299.
- Brown, S., J., Warner, J., B., (1985), “Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 3-31.
- Capstaff, J., Klæboe, A., Marshall, A., P., (2004), “Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange”, *Multinational Finance Journal*, Vol. 8, No. 1&2, pp. 115-193.
- Charest, G., (1978b), “Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 297-330.
- Chaudhary, G., M., Hashmi, S., H., Younis, A., (2016), “Does Dividend Announcements Generate Market Signal? Evidence from Pakistan”, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 6, No. 1, pp. 65-72.
- Chemannur, T., J., He, J., Hu, G., Liu, H., (2010), “Is dividend smoothing universal? New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the U.S.”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, pp. 413-430.
- Chen, D., H., Liu, H., H., Huang, C., T., (2009), “The announcement effect of cash dividend changes on share price: An empirical analysis of China”, *China Economy*, Vol. 42, No. 1, pp. 62-85.

- Cheng, L., T., Fung, H., G., Leung, T., Y., (2007), “Information effects of dividends: Evidence from the Hong Kong market”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 28, No. 1, pp. 23-54.
- Cole, C., Yan, Y., Hemley, D., (2016), “Dividend Policy: Determining the Relevancy in Three U.S. Sectors”, *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 16, No. 8, pp. 71-77.
- Conelly, B., L., Certo, S., T., Ireland R., D., Reutzel, C., R., (2011), “Signaling Theory: A Review and Assessment”, *Journal of Management*, Vol. 37, No. 1, pp. 39-67.
- Czapiewski, L., Kubiak, J., (2018), “Investor Reactions to Dividend Announcements of Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange”, Article presented in 2016 International Conference on Accounting, Finance and Financial Institutions, October, Poznań.
- Dahlquist, M., Robertsson, G., Rydqvist, K., (2014), “Direct evidence of dividend tax clienteles”, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 28, pp. 1-12.
- Darmawan, M., (2018), “Dividend Omission Announcement Effect to Market Reaction in Indonesia Stock Exchange”, *MPRA Working Paper Series*, No. 88090, available at: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/88090>
- Dasilas, A., (2009), “The ex-dividend day stock price anomaly: evidence from the Greek stock market”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 23, pp. 59-91.
- Dasilas, A., Grose, C., (2019), “Valuation effects of tax-free versus taxed cash distributions”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 63, pp. 307-321.
- Dasilas, A., Leventis, S., (2011), “Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 20, pp. 302-311.
- Dasilas, A., Lyroudi, K., Ginoglou, D., (2008), “Joint effects of interim dividend and earnings announcement in Greece”, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 25, No. 4, pp. 212-232.

- Dasilas, A., Lyroudi, K., Ginoglou, D., (2009), “The impact of dividend initiations on Greek listed firms and volatility across information environments”, *Managerial Finance*, Vol. 35, No. 6, pp. 531-543.
- De wet, J., Mpinda, M., (2013), “The Impact Of Dividend Payments On Shareholders’ Wealth: Evidence From the Vector Error Correction Model”, *International Business & Economic Research Journal*, Vol. 12, No. 11, pp. 1451-1465.
- Denis, D., J., Denis, D., K., Sarin, A., (1994), “The information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, No. 4, pp. 567-587.
- Deshmukh, S., Goel, A., M., Howe, K., M., (2013), “CEO overconfidence and dividend policy”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 22, pp. 440-463.
- Dong, J., Li, H., Liu, K., Wu, X., (2019), “The stock market reaction to dividend reductions and omissions in China”, *Managerial Finance*, Vol. 45, No. 3, pp. 381-398.
- Dong, M., Robinson, C., Veld, C., (2005), “Why individual investors want dividends”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 121-158.
- Douglas, A., V., (1990), “Free Cash Flow, Signaling and the Dividend Puzzle”, *Queen’s Economics Department Working Paper Series*, No. 798, Queen’s University, Kingston (Ontario).
- Dyckman, T., Philbrick, D., Stephan, J., (1984), “A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, pp. 1-30.
- Easterbrook, F., H., (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.
- Elton, E., J., Gruber, M., J., (1970), “Homogenous Groups and the Testing of Economic Hypotheses”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 4, No. 5, pp. 581-602.

- Eriotis, N., Poutos, E., Vasiliou, D., (2010), “The Dividend Policy of the Greek Listed Firms Prior the Economic Crisis: A Comparative Analysis”, Athens: European Economics and Finance society.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., (2002), “The Determinants of Dividend Policy: Some Greek Data”, *The European Journal of Management and Public Policy*, Vol. 1, No. 2, pp. 45-56.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., (2003), “Dividend Policy: An Empirical Analysis of the Greek Market”, *International Business & Economic Research Journal*, Vol. 3, No. 3, pp. 49-57.
- Fairchild, R., (2010), “Dividend policy: signaling and free cash flow: an integrated approach”, *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 5, pp. 394-413.
- Farrukh, K., Irshad S., Khakwani, M., S., Ishaque, S., Ansari, N., Y., (2017), “Impact of dividend policy on shareholders’ wealth and firm performance in Pakistan”, *Cogent Business and Management*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-11.
- Felimban, R., Badreddine, S., Floros, C., (2021), “Share price informativeness and dividend smoothing behavior in GCC markets”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 49, No. 6, pp. 978-1001.
- Felimban, R., Floros, C., Nguyen, A., (2018), “The impact of dividend announcement on share price and trading volume: empirical evidence from the Gulf Cooperation Council (GCC) countries”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 210-230.
- Fidrmuc, J., P., Jacob, M., (2010), “Culture, agency costs, and dividends”, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 38, No. 2, pp. 321-339.
- Fuller, K., P., (2003), “The impact of informed trading on dividend signaling: a theoretical and empirical examination”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, pp. 385-407.
- Gautam, P., (2019), “Agency Costs and Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence”, *Journal of the Research Society*, Vol. 21, No. 16, pp. 1229-1234.

- Gkeka, E., Kosmidis, K., Simitsis, G., (2018), "The value relevance of dividend announcement: An empirical study of the Greek Stock Market", *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 44-50.
- Gomes, A., (2000), "Going public without governance: Managerial reputation effects", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 615-646.
- Gordon, M., J., (1959), "Dividends, Earnings, and Stock Prices", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, pp. 99-105.
- Graham, J., R., Kumar, A., (2006), "Do Dividend Clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors", *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 3, pp. 1305-1336.
- Grullon, G., Michaely, R., Swaminathan, B., (2002), "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 3, pp. 387-424.
- Gunasekarage, A., Power, D., M., (2006), "Anomalous evidence in dividend announcement effect", *Managerial Finance*, Vol. 32, No. 3, pp. 209-226.
- Gwilym, O., Seaton, J., Suddason, K., Thomas, S., (2006), "International Evidence on the Payout Ratio, Earnings, Dividends, and Returns", *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No.1, pp. 36-53.
- Hakansson, N., H., (1982), "To Pay or Not to Pay Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 2, pp. 415-428.
- Hamil, P., A., Al-Shattarat, W., (2012), "What Determines the Dividend Payout Ratio for Jordanian Industrial Firms?", *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 11, No. 2, pp. 161-188.
- Harakeh, M., (2020), "Dividend policy and corporate investment under information shocks", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, Vol. 65, pp. 1-21.
- Hauser, R., (2013), "Did dividend policy change during the financial crisis", *Managerial Finance*, Vol. 39, No. 6, pp. 584-606.

- Hayunga, D., K., Stephens, C., P., (2009), “Dividend behavior of US REITs”, *Journal of Property Research*, Vol. 26, No. 2, pp. 105-123.
- Hobbs, J., Schneller, M., I., (2012), “Dividend signaling and sustainability”, *Applied Financial Economics*, Vol. 22, No. 17, pp. 1395-1408.
- Hu, M., Tuilautala, M., Kang, Y., (2019), “Bandwagon effect: Special dividend payments”, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 63, pp. 339-363.
- Hussainey, K., Aal-Eisa, J., (2009), “Disclosure and dividend signaling when sustained earnings growth declines”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24, No. 5, pp. 445-454.
- Hussin, B., Ahmed, A., Ying, T., (2010), “Semi-Strong Form Efficiency: Market Reaction to Dividend and Earnings Announcements in Malaysian Stock Exchange”, *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 16, No. 5, pp. 36-60.
- Iturriaga, F., J., L., Crisóstomo, V., L., (2010), “Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms’ Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms”, *Emerging Markets, Finance & Trade*, Vol. 46, No. 3, pp. 80-94.
- Jaana, B., Dalou, M., (2018), “Dividend Announcement of Banking Sector in Gulf Area; Pre, During and Post the Recent Financial Crisis”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 10, No. 6, pp. 20-35.
- Javakhadze, D., Ferris, S., P., Sen, N., (2014), “An international analysis of dividend smoothing”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, pp. 200-220.
- Jensen, M., C., (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M., C., Meckling, W., H., (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

- Jin, X., An, X., (2016), “Global financial crisis and emerging stock market contagion: A volatility impulse response function approach”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 36, pp. 179-195.
- Karpavičius, S., (2014), “Dividends: Relevance, rigidity, and signaling”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25, pp. 289-312.
- Kato, H., K., Loewenstein, U., Tsay, W., (2002), “Dividend policy, cash flow, and investment in Japan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 10, pp. 443-473.
- Kibet, T., W., Jagongo, A., O., Ndede, F., W., S., (2016), “Effects of Dividend Policy on Share Price of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 7, No. 8, pp. 220-230.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., W., (2000a), “Agency Problems and Dividend Policies around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 1-33.
- Lang, L., H., P., Lintzenberger, R., H., (1989), “Dividend Announcements. Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 181-191.
- Lee, K., F., (2011), “Demographics, dividend clienteles and the dividend premium”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 51, pp. 368-375.
- Lee, M., T., Chiu, B., H., Lee, M., L., Chiang, K., C., H., Slawson, C., V., Jr., (2010), “REIT excess dividend and information asymmetry: evidence with taxable income”, *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 28, No. 3, pp. 221-236.
- Lintner, J., (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes”, *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 97-113.
- Lipson, M., L., Maquieira, C., P., Megginson, W., (1998), “Dividend Initiations and Surprises”, *Financial Management*, Vol. 27, No. 3, pp. 36-45.
- Lonie, A., A., Abeyratna, G., Power, D., M., Sinclair, C., D., (1996), “The stock market reaction to dividend announcements. A UK study of complex market signals”, *Journal of Economic Studies*, Vol. 23, No. 1, pp. 32-52.

- Maditinos, D., I., Šević, Ž., (2007), "Individual investors' perceptions towards dividends: the case of Greece", *International Journal of Monetary Economics and Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 18-31.
- Magni, C., A., (2010), "Relevance or irrelevance of retention for dividend policy irrelevance", *International Review of Applied Financial Issues and Economics*, Vol. 2, No. 2, pp. 232-247.
- Mamun, A., Hoque, N., Mamun, A., M., A., (2013), "Stock Price Reaction to Dividend Announcement: The Case of Bangladesh Capital Market", *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol. 4, No. 8, pp. 89-98.
- Maynes, E., Rumsey, J., (1993), "Conducting event studies with thinly traded stocks", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, pp. 145-157.
- McCluskey, T., Burton, B., Power, D., (2007), "Evidence on Irish financial directors' views about dividends", *Qualitative Research in Accounting & Management*, Vol. 4, No. 2, pp. 115-132.
- Menike, M., G., P., D., (2014), "Stock Price Reactions to the Dividend Announcement in the Emerging Market: Case in the Colombo Stock Exchange, Sri Lanka", *European Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 12, pp. 111-118.
- Michaely, R., Thaler, R., H., Womack, K., (1995), "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift", *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 2, pp. 573-608.
- Miller, M., (1998), "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 4, pp. 99-120.
- Miller, M., H., Rock, K., (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 2, pp. 1031-1051.
- Miller, M., Scholes, M., S., (1978), "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 333-364.
- Miller, M., Scholes, M., S., (1982), "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", *The Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 6, pp. 1118-1141.

- Modigliani, F., Miller, M., (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Mollah, S., (2007), "Price Reaction to Dividend Initiations and Omissions in Emerging Market: Evidence from Pre and Post Market Crisis in Bangladesh", *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 1, No. 2, pp. 51-68.
- Mulchandani, K., Mulchandani, K., Wasan, P., (2020), "Dividends and earnings quality: Evidence from India", *Indian Institute of Management Bangalore Managerial Review*, Vol. 32, pp. 166-176.
- Mun, M., Brooks, R., (2012), "The roles of news and volatility in stock market correlations during the global financial crisis", *Emerging Markets Review*, Vol. 13, pp. 1-7.
- Mrzygłód, U., Nowak, S., (2017), "Market reactions to dividend announcements and payouts: Empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange", *Contemporary Economics*, Vol. 11, No. 2, pp. 187-204.
- Nambukara-Gamage, B., Peries, S., T., (2020), "The Impact of Dividend Policy on Shareholder Wealth: A Study on the Retailing Industry of Australia", *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 9, No. 1, pp. 38-50.
- Neugebauer, T., Shachat, J., Szymczak, W., (2020), "A Test of the Modigliani-Miller Theorem, Dividend Policy and Algorithmic Arbitrage in Experimental Asset Markets", *Economic Science Institute Working Papers*, No. 20-14, pp. 1-34.
- Ngoc, D., B., Cuong, N., C., (2016), "Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on Stock Return", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 8, No. 7, pp. 207-215.
- Nguyen, X., M., Tran, Q., T., (2016), "Dividend Smoothing and Signaling Under the Impact of the Global Financial Crisis: A Comparison of US and Southeast Asian Markets", *International Journal of Economics and Finance* Vol. 8, No. 11, pp. 118-123.

- Olarewaju, O., M., Sibanda, M., Migiro, S., O., (2017), “Dynamics of Lintner’ s model in the dividend payment process of Nigerian Banks”, *SPOUDAI – Journal of Economics and Business*, University of Piraeus, Vol. 67, No. 3, pp. 79-94.
- Oyinola, O., Ajeigbe, K., B., (2014), “The Impact of Dividend Policy on Stock Prices of Quoted Firms in Nigeria”, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 2, No. 9, pp. 1-17.
- Ozo, F., K., Arun, T., G., (2019), “Stock market reaction to cash dividends: evidence from the Nigerian stock market”, *Managerial Finance*, Vol. 45, No. 3, pp. 366-380.
- Ozuomba, C., N., Anichebe, A., S., Okoye, P., V., C., (2016), “The effect of dividend policies on wealth maximization – a study of selected plcs”, *Cogent Business & Management*, Vol. 3, pp. 1-15.
- Patra, T., Poshakwale, S., Ow-Yong, K., (2012), “Determinants of corporate dividend policy in Greece”, *Applied Financial Economics*, Vol. 22, No. 13, pp. 1079-1087.
- Periyathamby, E., Jenitta, J., (2012), “The Impact of Dividend Policy on Shareholders’ Wealth – A Study of Colombo Stock Exchange (CSE) in Sri Lanka”, Electronic paper, available from SSRN at: <https://ssrn.com/abstract=2898844>
- Persakis, A., Iartidis, G., E., (2015), “Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 30, pp. 1-35.
- Petit, R., R., (1977), “Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 419-436.
- Pontoh, W., (2015), “Signaling, bird in the hand and the catering effect in Indonesia”, *Journal of Life Economics*, Vol. 2, No. 3, pp. 1-24.
- Rehman, M., W., U., (2015), “Impact of Dividend Policy on Stockholders’ Wealth: Empirical Evidence from KSE 100-Index”, *Developing Country Studies*, Vol. 5, No. 15, pp. 124-129.
- Robinson, C., J., (2006), “Dividend policy among publicly listed firms in Barbados”, *Journal of Eastern Caribbean Studies*, Vol. 31, No. 1, pp. 1-25.

- Sami ali, M., (2020), “Evaluating the Effectiveness of the Bird-in-Hand-Dividends Policy in the Stability of Jordanian Listed Banks”, *International Journal of Financial Research*, Vol. 11, No. 4, pp. 96-110.
- Sawicki, J., (2009), “Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis”, *The European Journal of Finance*, Vol. 15, No. 2, pp. 211-230.
- Scholz, J., K., (1992), “A direct examination of the dividend clientele hypothesis”, *Journal of Public Economics*, Vol. 49, pp. 261-285.
- Shapiro, D., Zhuang, A., (2015), “Dividends as a signaling device and the disappearing dividend puzzle”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 79, pp. 62-81.
- Shwikhbahaei, A., Osman, M., H., M., Rahman, I., A., (2012), “Information Content in Dividend Announcements, a Test of Market Efficiency in Malaysian Market”, *International Business Research*, Vol. 5, No. 12, pp. 38-45.
- Sponholtz, C., (2005), “Separating the stock market’s reaction to simultaneous dividend and earnings announcements”, *Center for Analytical Finance Working Paper Series*, No. 212, University of Aarhus.
- Sulaiman, L., A., Migiro, S., O., (2015), “Effect of dividend decision on stock price changes: further Nigerian evidence”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 12, No. 1, pp. 331-338.
- Syriopoulos, T., Tsatsaronis, M., Roumpis, E., (2007), “Financial Decisions, Ownership and Governance on Corporate Value”, Electronic article, Available from SSRN at: <https://ssrn.com/abstract=968280>
- Tanveer, Z., Jamil, M., (2019), “The impact of dividend announcement on stock returns among the top ten companies in Pakistan”, *Malaysian Management Journal*, Vol. 23, pp. 47-64.
- Tehrani, H., Waagelein, J., F., (1985), “Market Reaction To Short-Term Executive Compensation Plan Adoption”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 131-144.

- Thanatawee, Y., (2011), “Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand”, *International Journal of Financial Research*, Vol. 2, No. 2, pp. 52-60.
- Toby, A., (2014), “Empirical Test of the Dividend Policy, Irrelevance Hypothesis in the Nigerian Context”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5, No. 6, pp. 167-178.
- Tran, Q., T., Alphonse, P., Nguyen, X., M., (2017), “Dividend Policy: Shareholder rights and creditor rights under the impact of the global financial crisis”, *Economic Modelling*, Vol. 64, pp. 502-512.
- Travlos, N., Trigeorgis, L., Vafeas, N., (2001), “Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus”, *Multinational Finance Journal*, Vol. 5, No. 2, pp. 87-112.
- Tripathy, N., Wu, D., Zheng, Y., (2021), “Dividends and financial health: Evidence from U.S. bank holding companies”, Vol. 66, pp. 1-27.
- Trojanowski, G., Renneboog, L., (2005), “Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s”, *Exeter Center for Finance and Investment Working Paper Series*, No. 70, University of Exeter.
- Udin, M., H., Chowdhury, G., M., (2005), “Effect of dividend announcement on shareholder’s value: Evidence from Dhaka Stock Exchange”, *Journal of Business Research*, Vol. 7, No. 1, pp. 61-72.
- Vazakidis, A., Athianos, S., (2010), “Do Dividend Announcements Affect The Stock Prices in the Greek Stock Market?”, *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, Vol. 3, No. 2, pp. 57-77
- Vieira, E., F., S., Raposo, C., C., (2007), “Signaling with Dividends? The Signaling Effects of Dividend Change Announcement: New Evidence from Europe”, Electronic paper, Available from SSRN at: <https://ssrn.com/abstract=955768>
- Von Eije, H., Megginson, W., L., (2008), “Dividends and share repurchases in the European Union”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 347-374.

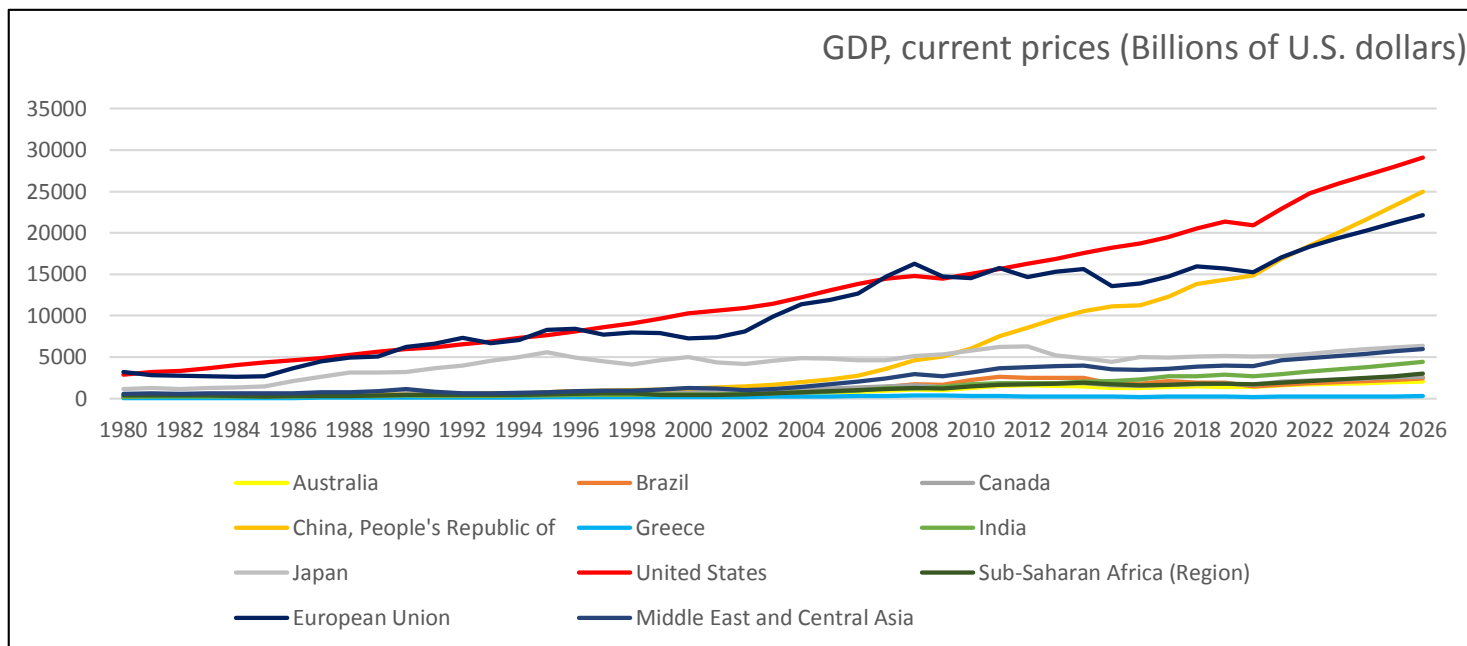
- Yoon, P., S., Starks, L., T., (1995), “Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4, pp. 995-1018.
- Wrońska-Bukalaska, E., Kaźmierska-Józwiak, B., Rozkovec, J., (2018), “The information content of share repurchases: evidence from Poland”, *Ekonomia a Management*, Vol. 21, No. pp. 172-185

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

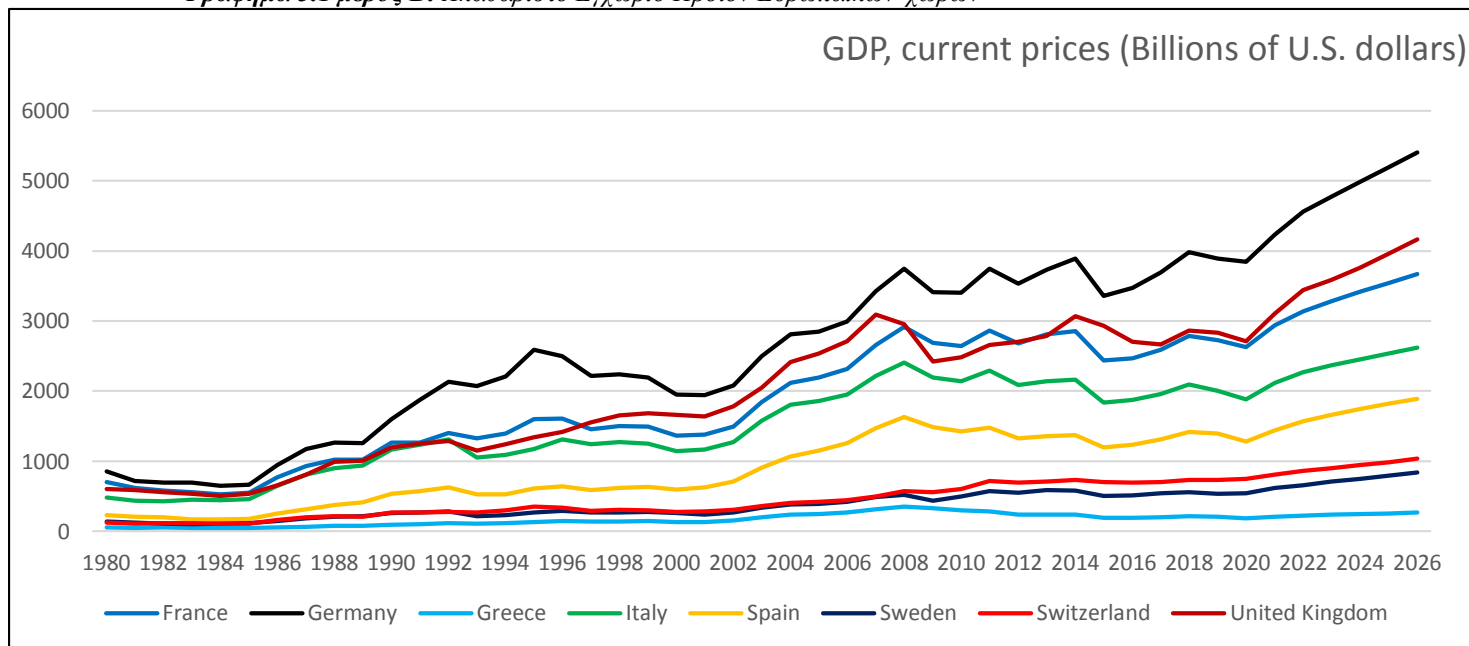
- Δασίλας, Α., (2008), «Ανάλυση της Αντίδρασης της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερισματος: Η Περίπτωση των Εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών», ΣΠΟΥΔΑΙ, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τομ. 58, Τευ. 1&2, σ. 216-244.
- Κοσμίδης, Κ., Τερζίδης, Κ., Γκέκα, Ε., (2012), «Η σημασία της μερισματικής πολιτικής στην αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Εμπειρική διερεύνηση του βιομηχανικού κλάδου», PRIME, Τομ. 5, Τευ. 2, σ. 54-67.
- Τζοάννος, Ι., Φίλιππας, Ν., (1979), «Μερισματική Πολιτική Εταιριών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών: Μια Εμπειρική Ανάλυση», ΣΠΟΥΔΑΙ, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τομ. 47, Τευ. 3&4, σ. 249-285.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Γράφημα 3.1 μέρος Α: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ανά περιοχές

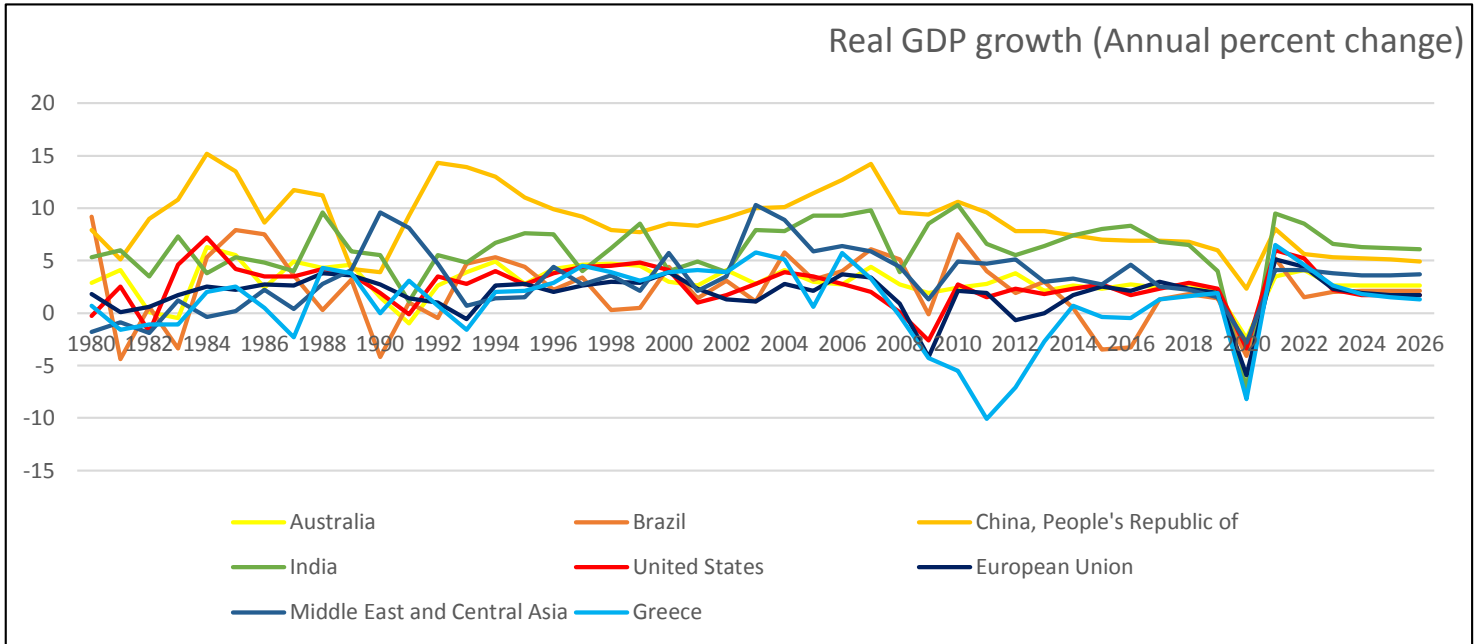


Γράφημα 3.1 μέρος Β: Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν Ευρωπαϊκών χωρών

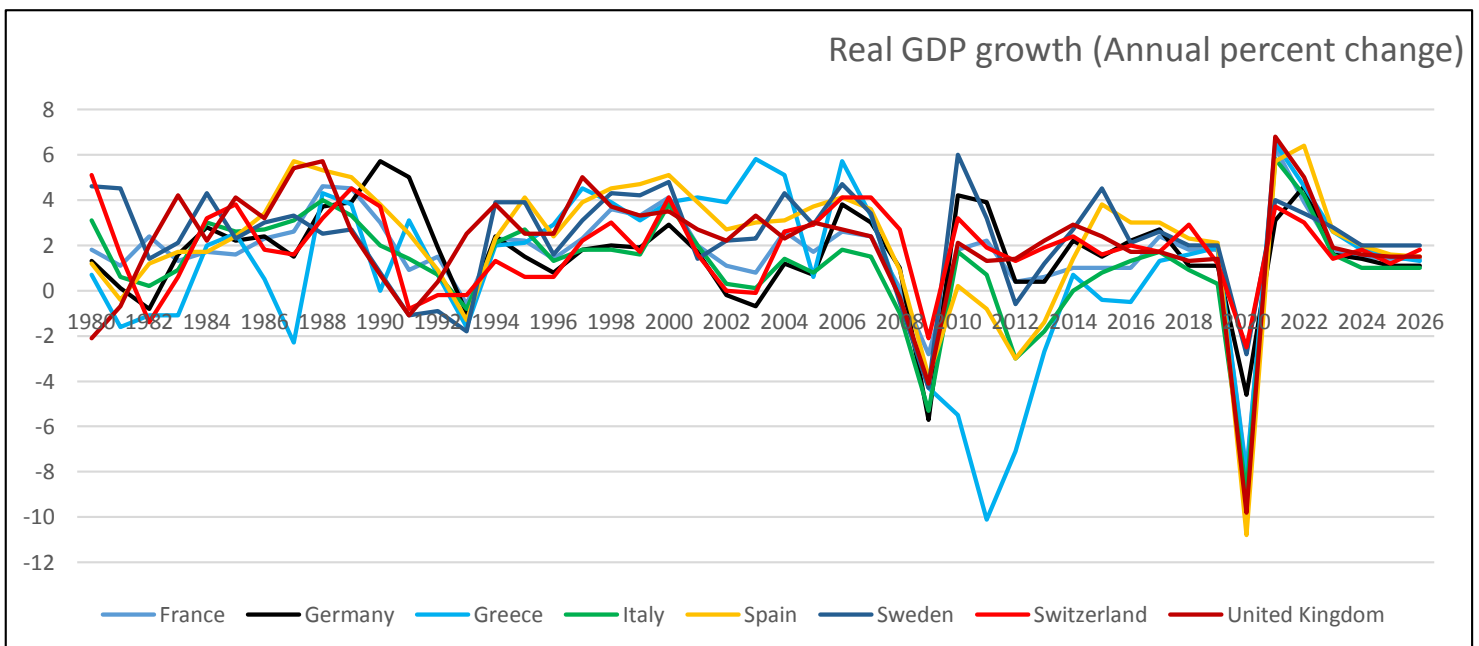


Πηγή: International Monetary Fund

Γράφημα 3.2 μέρος Α: Ρυθμός αύξηση του ΑΕΠ ανά περιοχές

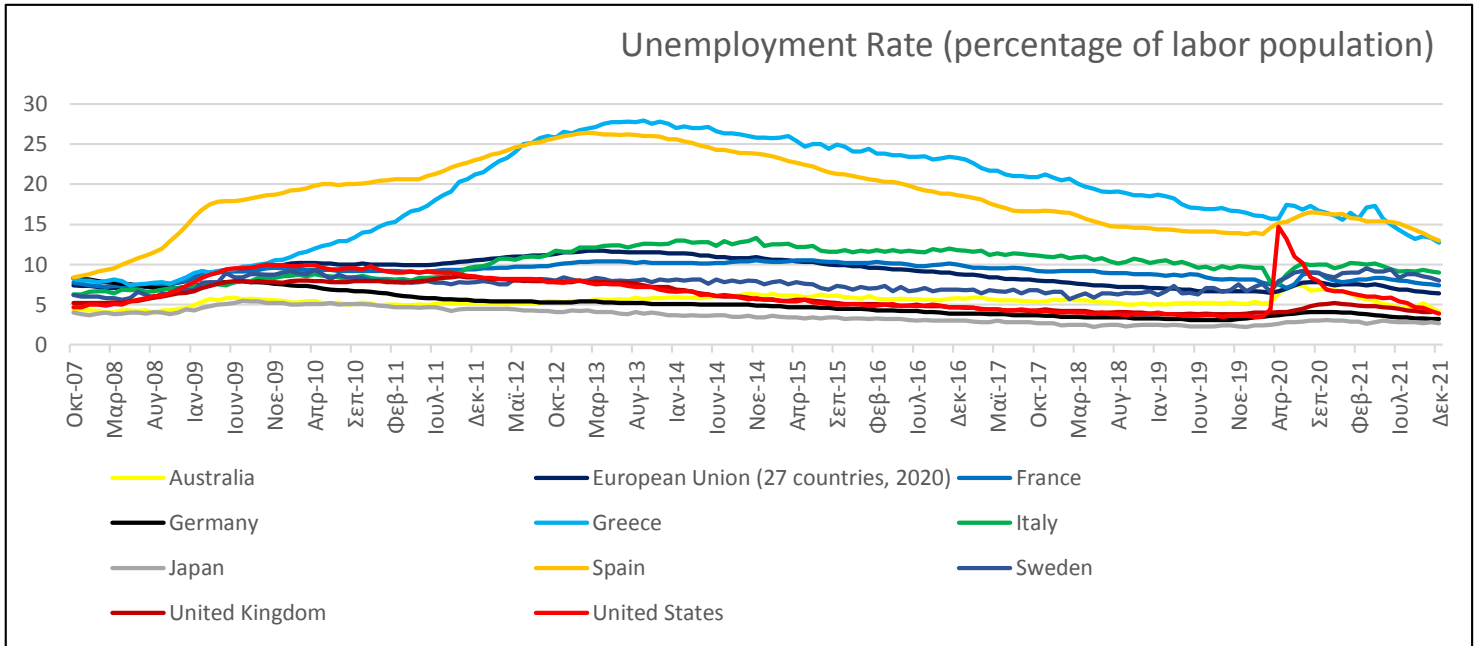


Γράφημα 3.2 μέρος Β: Ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ Ευρωπαϊκών χωρών



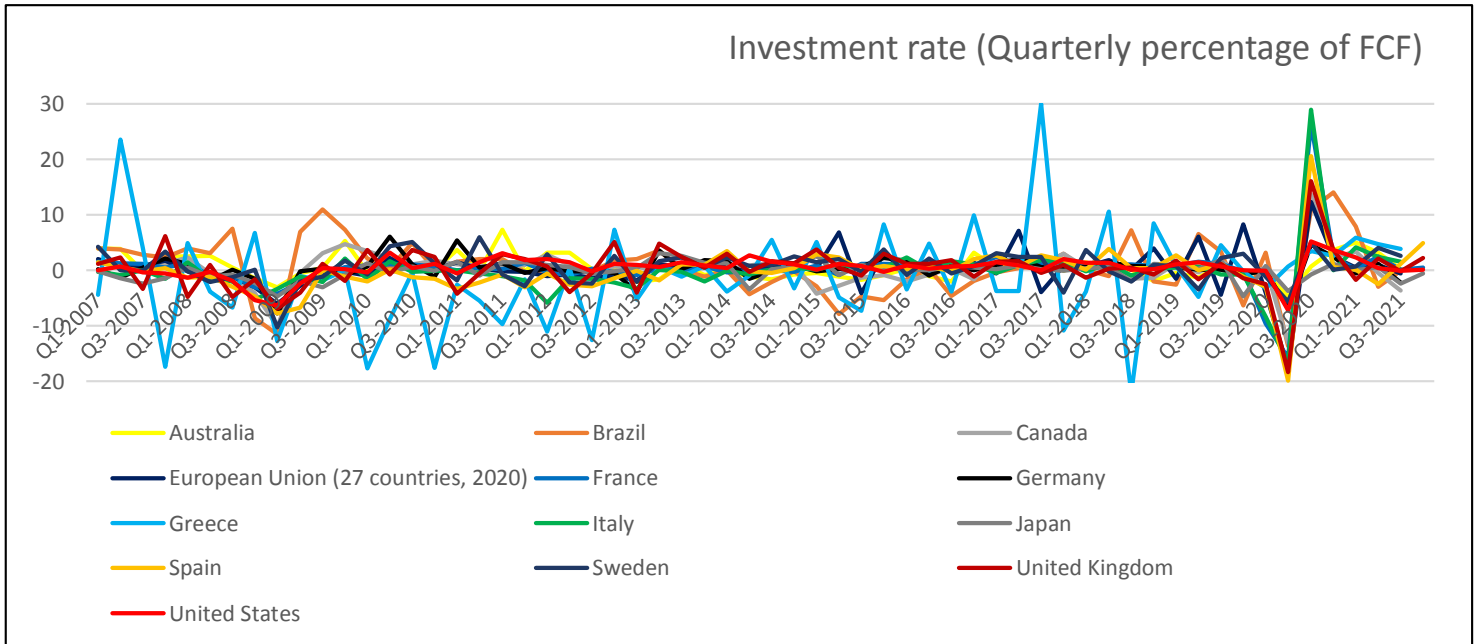
Πηγή: International Monetary Fund

Γράφημα 3.3: Ποσοστό ανεργίας χωρών του ΟΟΣΑ



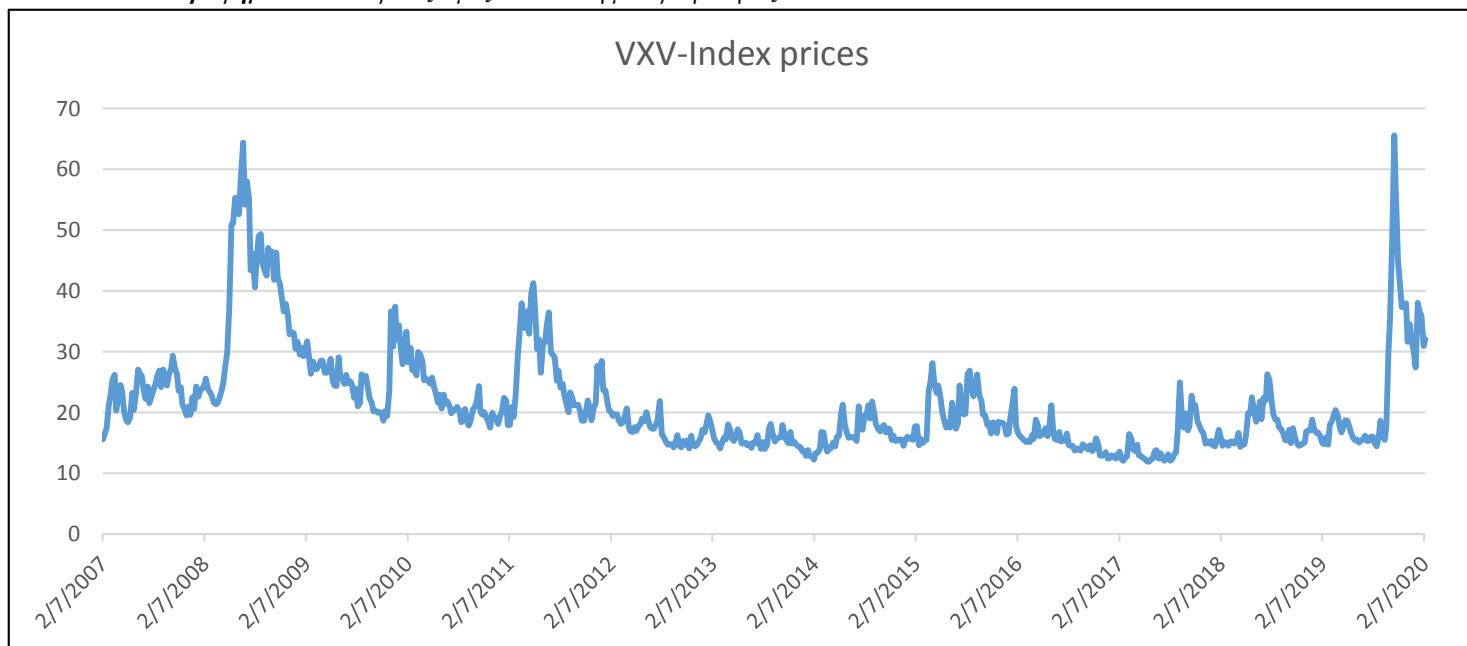
Πηγή: Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)

Γράφημα 3.4: Ποσοστό σχηματισμού σταθερού κεφαλαίου χωρών του ΟΟΣΑ



Πηγή: Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)

Γράφημα 3.5: Ιστορικές τιμές του δείκτη μεταβλητότητας VXV



Πηγή: Yahoo Finance

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Πίνακας 3.2: Κατανομή επιχειρήσεων ανά κλάδο

| Κλάδος | Αριθμός |
|----------------------------------|---------|
| Τεχνολογίας | 15 |
| Ωφέλειας | 4 |
| Ιατροφαρμακευτικός | 3 |
| Χρηματοπιστωτικός | 18 |
| Κατασκευαστικός | 26 |
| Λιανεμπόριο | 22 |
| Χονδρεμπόριο | 30 |
| Υπηρεσίες ψυχαγωγίας/διασκέδασης | 3 |
| Ναυσιπλοΐα/υπηρεσίες φιλοξενίας | 7 |
| Παραγωγή ενέργειας/καύσιμα | 6 |

Πίνακας 3.3: Κατανομή ανακοινώσεων ανά κλάδο

| Κλάδος | Εταιρία | καταβολές | περικοπές |
|-------------|----------|-----------|-----------|
| Τεχνολογίας | BYTE | 4 | 11 |
| | INTKA | 1 | 13 |
| | ΚΟΥΑΛ | 0 | 13 |
| | ΚΟΥΕΣ | 2 | 13 |
| | ΠΡΟΦ | 6 | 9 |
| | ΙΛΥΔΑ | 3 | 12 |
| | ΛΟΓΟΣ | 0 | 15 |
| | ΜΛΣ | 3 | 9 |
| | ΣΠΙ | 0 | 15 |
| | INTEK | 0 | 15 |
| | ΣΕΝΤΡ | 2 | 12 |
| | ΒΟΣΥΣ | 8 | 6 |
| | ΔΙΟΝ | 4 | 10 |
| | ΣΠΕΙΣ | 5 | 10 |
| | INTET | 4 | 10 |
| | Ωφέλειας | ΟΤΕ | 12 |
| ΔΕΗ | | 5 | 8 |
| ΕΥΑΠΣ | | 14 | 0 |
| ΕΥΔΑΠ | | 12 | 0 |

| | | | | |
|--------------------|-----------------|----------|----|----|
| Ιατροφαρμακευτικός | ΙΑΤΡ | 3 | 11 | |
| | ΜΕΝΤΙ | 5 | 9 | |
| Χρηματοπιστωτικός | ΛΑΒΙ | 7 | 7 | |
| | ΕΥΡΩΒ | 2 | 13 | |
| | ΕΤΕ | 1 | 11 | |
| | ΠΕΙΡ | 3 | 11 | |
| | ΑΛΦΑ | 2 | 11 | |
| | ΑΤΤ | 1 | 12 | |
| | ΕΛΛ | 15 | 0 | |
| | ΜΙΓ | 1 | 11 | |
| | ΕΧΑΕ | 4 | 0 | |
| | ΑΝΔΡΟ | 5 | 8 | |
| | ΕΥΠΙΚ | 11 | 4 | |
| | ΛΑΜΔΑ | 1 | 14 | |
| | ΚΑΜΠ | 2 | 13 | |
| | ΚΕΚΡ | 0 | 15 | |
| | ΕΛΒΙΟ | 0 | 13 | |
| | ΑΣΤΑΚ | 4 | 11 | |
| | ΤΡΑΣΤΟΡ | 9 | 6 | |
| | ΟΤΟΕΛ | 11 | 1 | |
| | ΕΣΥΜΒ | 1 | 12 | |
| | Κατασκευαστικός | ΟΛΥΜΠ | 0 | 15 |
| | | ΑΒΑΞ | 5 | 10 |
| | | ΑΕΓΕΚ | 0 | 12 |
| | | ΒΙΟΤ | 0 | 14 |
| | | ΓΕΚΤΕΡΝΑ | 4 | 9 |
| | | ΔΟΜΙΚ | 0 | 14 |
| | | ΕΚΤΕΡ | 7 | 8 |
| | | ΕΛΛΑΚΤΩΡ | 5 | 9 |
| | | ΙΝΚΑΤ | 1 | 14 |
| ΚΛΜ | | 6 | 8 | |
| ΠΡΔ | | 0 | 14 | |
| ΞΥΛΚ | | 2 | 13 | |
| ΑΚΡΙΤ | | 1 | 14 | |
| ΒΙΟΚΑ | | 3 | 12 | |
| ΙΚΤΙΝ | | 3 | 12 | |
| ΛΕΒΚ | | 5 | 10 | |
| ΜΕΡΚΟ | | 8 | 7 | |
| ΕΛΣΤΡ | | 4 | 11 | |
| ΚΟΡΔΕ | | 4 | 11 | |
| ΜΠΤΚ | | 3 | 12 | |
| ΣΙΔΜΑ | | 2 | 12 | |
| ΤΖΚΑ | | 1 | 13 | |
| ΕΛΧΑ | | 4 | 9 | |

| | | | |
|--------------|--------|----|----|
| | ΜΕΒΑ | 2 | 13 |
| | ΑΛΜΥ | 2 | 8 |
| | ΔΡΟΜΕ | 1 | 11 |
| Λιανεμπόριο | ΣΑΤΟΚ | 1 | 12 |
| | ΒΑΡΓ | 0 | 15 |
| | ΥΑΛΚΟ | 4 | 10 |
| | ΓΕΔ | 0 | 14 |
| | ΜΠΕΛΑ | 10 | 5 |
| | ΔΟΥΡΟ | 0 | 14 |
| | ΑΤΕΚ | 3 | 11 |
| | ΠΛΑΙΣ | 14 | 1 |
| | ΦΡΑΚ | 3 | 11 |
| | ΑΣΚΟ | 5 | 10 |
| | ΜΟΤΟ | 5 | 10 |
| | ΝΑΚΑΣ | 7 | 8 |
| | ΦΦΓΚΡΠ | 2 | 11 |
| | ΛΙΒΑΝ | 1 | 13 |
| | ΕΛΒΕ | 3 | 9 |
| | ΛΑΝΑΚ | 0 | 14 |
| | ΜΟΝΤΑ | 3 | 11 |
| | ΠΑΠ | 1 | 13 |
| | ΣΑΡ | 8 | 4 |
| | ΠΛΑΘ | 9 | 3 |
| | ΠΑΙΡ | 1 | 13 |
| | ΜΙΝ | 4 | 11 |
| Χονδρεμπόριο | ΚΤΗΛΑ | 4 | 11 |
| | ΜΠΟΚΑ | 0 | 11 |
| | ΚΡΕΚΑ | 0 | 15 |
| | ΣΠΥΡ | 0 | 15 |
| | ΕΒΡΟΦ | 1 | 14 |
| | ΚΕΠΕΝ | 11 | 4 |
| | ΚΡΙ | 10 | 5 |
| | ΛΟΥΛΗ | 2 | 12 |
| | ΣΑΡΑΝ | 0 | 14 |
| | ΚΑΡΕΛ | 15 | 0 |
| | ΕΛΓΕΚ | 1 | 13 |
| | ΔΑΙΟΣ | 1 | 13 |
| | ΠΛΑΚΡ | 9 | 5 |
| | ΒΙΣ | 0 | 15 |
| | ΦΛΕΞΟ | 7 | 8 |
| | ΦΡΙΓΟ | 2 | 11 |
| | ΛΥΚ | 10 | 3 |
| | ΧΑΙΔΕ | 3 | 12 |
| | ΠΕΤΡΟ | 5 | 9 |

| | | | |
|----------------------------------|--------|----|----|
| | ΜΑΘΙΟ | 1 | 14 |
| | ΛΑΚ | 0 | 14 |
| | ΒΑΡΝΗ | 0 | 14 |
| | ΕΠΙΛΚ | 0 | 14 |
| | ΜΟΥΖΚ | 2 | 10 |
| | ΝΑΥΠ | 0 | 13 |
| | ΦΙΕΡ | 1 | 13 |
| | ΝΙΚΑΣ | 1 | 14 |
| | ΓΕΒΚΑ | 13 | 2 |
| | ΚΜΟΛ | 12 | 3 |
| | ΕΛΤΟΝ | 8 | 7 |
| | ΑΒΕ | 2 | 12 |
| Υπηρεσίες ψυχαγωγίας/διασκέδασης | ΙΝΛΟΤ | 6 | 8 |
| | ΟΠΑΠ | 14 | 0 |
| | ΑΝΕΚ | 2 | 11 |
| Ναυσιπλοΐα/υπηρεσίες φιλοξενίας | ΑΤΤΙΚΑ | 3 | 12 |
| | ΚΥΡΙΟ | 4 | 11 |
| | ΛΑΜΨΑ | 6 | 9 |
| | ΟΛΘ | 15 | 0 |
| | ΟΛΠ | 13 | 1 |
| | ΠΡΕΖΤ | 8 | 5 |
| | ΜΥΤΙΑ | 7 | 8 |
| Παραγωγή ενέργειας/καύσιμα | ΒΙΟΣΚ | 0 | 15 |
| | ΕΛΙΝ | 6 | 8 |
| | ΕΛΠΕ | 12 | 3 |
| | ΜΟΗ | 13 | 2 |
| | ΡΕΒΟΙΑ | 5 | 10 |
