

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΕΣΟΓΕΙΑΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

**ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΚΡΙΣΗ**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του
Τ.Ε.Ι Κρήτης ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική

από το

Ζυγάκη Γεώργιο

Επιβλέπων Καθηγητής

Φλώρος Χρήστος

Δήλωση Αυθεντικότητας, Copyright

Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στην 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 όλο το κείμενο υπό copyright, και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή τη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή

« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι Κρήτης, σύμφωνα με τον νόμο και εγκεκριμένο οδηγό σπουδών του Π.Μ.Σ « Λογιστική και ελεγκτική ». Τα μέλη της επιτροπής είναι:

- Φλώρος Χρήστος (Επιβλέπων)
- Αρβανίτης Σταύρος (Μέλος)
- Ταχυνάκης Παναγιώτης (Μέλος)

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Αρχικά, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου που μου έδωσαν την απαιτούμενη βοήθεια και υποστήριξη καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου. Το κίνητρο μου προέρχεται και από υπόλοιπα μέλη της οικογένειας, αδερφό μου και ξαδέρφια, που με έκαναν να αισθάνομαι τη ζεστασιά τους όλο αυτό τον καιρό. Επιπλέον, είμαι ιδιαίτερα ευγνώμων στον προϊστάμενο μου καθηγητή, Χρήστο Φλώρο για την αποδοχή του στην επιτήρηση της εργασίας, κυρίως όμως για την καλοσύνη, την υπομονή και την επίμονη υποστήριξη του. Η διατριβή αυτή δε θα μπορούσε να ολοκληρωθεί χωρίς την εξαιρετη καθοδήγηση του. Τέλος θα ήθελα με ευγνωμοσύνη και ειλικρίνεια να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές που με υποστήριξαν σε όλη τη διάρκεια αυτού του μεταπτυχιακού προγράμματος, καθώς και τους συμφοιτητές μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η μερισματική πολιτική είναι μια ευρέως διερευνημένη έννοια της εταιρικής χρηματοδότησης. Διάφοροι ερευνητές διεξήγαγαν μελέτες για να κατανοήσουν τη σχέση ανάμεσα στη μερισματική πολιτική και στις τιμές των μετοχών για επιχειρήσεις σε διάφορες βιομηχανίες σε όλο τον κόσμο. Στόχος της μελέτης ήταν να εξεταστεί η σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης των μετοχών των για τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο δείκτη Dow Jones Industrial Average (DIIA). Η μέθοδος panel data χρησιμοποιήθηκε στη μελέτη. Ο πληθυσμός περιλάμβανε όλες τις επιχειρήσεις που απαριθμούνται στην ανταλλαγή τίτλων του DIIA στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης στο τέλος του έτους 2014. Τα συλλεγόμενα δεδομένα που ελήφθησαν αναλύθηκαν χρησιμοποιώντας πολλαπλή ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης και συσχέτισης. Η ανάλυση έγινε αρχικά χρησιμοποιώντας τη ψευδομεταβλητή “Κρίση” και στη συνέχεια χωρίζοντας αυτή την περίοδο σε δυο μέρη (χρηματοοικονομική κρίση και μη). Σύμφωνα με τα παραπάνω, η μελέτη διαπίστωσε ότι υπάρχει αρνητική αλλά ασήμαντη σχέση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης ενός οργανισμού και της απόδοσης της μετοχής κατά την ανακοίνωση του μερίσματος. Το ίδιο ισχύει και με την control variable (απόδοση των ιδίων κεφαλαίων). Σε αντίθεση, το ποσοστό διανεμόμενων κερδών δεν έχει επίδραση στη απόδοση της ενώ η ύπαρξη ή μη κρίση έδειξε θετική αλλά και ασήμαντη ταυτόχρονα σχέση με την μεταβολή της μετοχής. Τέλος, η μελέτη συνέστησε τη διενέργεια παρόμοιων μελετών με τη χρήση πρόσθετων μετριοπαθών μεταβλητών και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

ABSTRACT

Dividend policy is a widely researched concept in incorporate finance. Various researchers have conducted studies to understand the connection between dividend policy and share price for firms in various industries. The objective of the study was to examine the relationship between dividend policy and stock return all the companies listed at the index Dow Jones Industrial Average (DIJA). Panel data design was used for the study. The population consisted all firms listed at the index DIJA securities exchange of the New York Stock Exchange as at end of year 2014. Data collected obtained was analyzed using simple linear regression and correlation analysis. The analysis was initially made using the pseudo-variable “Crisis” and then dividing this period into two parts (financial crisis or not). According to the above, the study found that there is a negative but insignificant relationship between an organization's dividend yield and the stock's performance when announcing the dividend. The same is true with the control variable (ROE). In contrast, the percentage of distributed earnings(Payout Ratio) has no effect on its performance while the presence or absence of a crisis has shown a positive but insignificant relationship with the share change. Finally, the study recommended that similar studies should be carried out using additional moderating variables and over a longer period.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	4
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
ABSTRACT.....	6
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	12
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	13
2.2.1 Θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος.....	14
2.2.2 Εμπειρικές Έρευνες.....	15
2.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΣΣΥΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ.....	16
2.3.1 Μοντέλα σηματοδότησης των μερισμάτων.....	17
2.3.2 Εμπειρικές Μελέτες.....	20
2.3.2.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο των ανακοινώσεων των Μερισμάτων..	20
2.3.2.2 Αποτελέσματα αλληλεπίδρασης των ανακοινώσεων μερισμάτων και κερδών.....	26
2.4 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΛΛΑ ΣΥΝΑΦΗ ΜΟΝΤΕΛΑ.....	29
2.4.1 Μερίσματα και προβλήματα αντιπροσώπευσης.....	29.
2.4.1.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης.....	30
2.4.1.2 Εμπειρικές Έρευνες.....	33
2.4.2 Μερίσματα και φόροι.....	36
2.4.2.1 Θεωρία προτιμήσεως της φορολογίας/ Πελατειακή Συμπεριφορά	36

2.4.2.2	Εμπειρικές Μελέτες.....	38
2.4.3	Το επιχείρημα του « Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand Argument).....	42
2.4.3.1	Η θεωρία του « Καλύτερα πέντε και στο χέρι».....	44
2.4.3.2	Εμπειρικές Μελέτες.....	44
2.5	ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ.....	45
2.5.1	Θεωρητικά συμπεριφορικά μοντέλα της μερισματικής πολιτικής.....	46
2.5.2	Η Μερισματική Συμπεριφορά των Διευθυντών.....	47
2.6	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΤΙΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	50
2.6.1	Ανακοινώσεις Μερισματικών και Τιμές Μετοχών.....	50
2.6.2	Διοικητικές απόψεις για τα μερίσματα στις αναδύομενες αγορές.....	52
2.7	ΔΙΕΞΟΔΙΚΗ ΕΞΕΤΑΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ		56
3.1	ΟΡΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	57
3.2	ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΙΜΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ		
4.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	60
4.2	ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	60
4.3	ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	60
4.4	ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ.....	61

4.5 ΕΡΕΝΗΤΙΚΗ ΕΡΩΤΗΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ.....	62
4.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	65
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ.....	67
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	67
5.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	69
5.3 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ PEARSON.....	68
5.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΖΗΤΗΣΗ.....	70
5.5 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2006-2009.....	73
5.6 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2010-2014.....	77
5.7 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	81
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ ΚΑΙ ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ.....	82
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	82
6.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	82
6.3 ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ.....	82
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	84

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μελέτη αυτή εξετάζει τον αντίκτυπο της μεταβλητότητας της απόδοσης των μετοχών από την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης τόσο σε περίοδο παγκόσμιας κρίσης όσο και σε μη. Μια κρίση που ξεκίνησε το 2007 ως αποτέλεσμα της αδυναμίας των καταναλωτών να ανταποκριθούν στις πληρωμές των ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου (χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας) και το οποίο οδήγησε σε δραματικές επιπτώσεις όχι μόνο στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (Η.Π.Α) αλλά και μετέπειτα στην παγκόσμια οικονομία. Ήταν σαφές ότι οι τράπεζες αλλά και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν οι πρώτες που αντιμετώπισαν δυσκολίες, ακολουθούμενες αργότερα από άλλες επιχειρήσεις. Λίγες αλλά ενδιαφέρουσες μελέτες διενεργήθηκαν για να διαπιστωθεί τι συνέβη και τι θα μπορούσε να γίνει για την πρόληψη ή ακόμα και την ελαχιστοποίηση της επίδρασης της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Μερικά παραδείγματα τέτοιων μελετών είναι από τους Baily & Elliot (2009), Jacobs (2009) and Krugman (2009). Σύμφωνα με τους Campello, Graham & Harvey (2009), μια οικονομική κρίση έχει συνέπειες για την οικονομική πολιτική μιας επιχείρησης για τα επόμενα χρόνια, συμπεριλαμβανομένης της μερισματικής και της επενδυτικής πολιτικής. Ορισμένες μελέτες έχουν εξετάσει τους λόγους για τους οποίους οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα και ποιοι είναι οι κύριοι παράγοντες (π.χ. Black, [1976], Feldstein & Green [1983], Fama & French [2001] and Redding [1997]. Αυτές οι μελέτες υποδεικνύουν ότι η σημασία των μερισμάτων σε μια επιχείρηση διαφέρουν ποικιλόμορφα, γεγονός που καθιστά ικανό ότι οι επιπτώσεις της κρίσης στην πολιτική μερισμάτων θα ποικίλει επίσης μεταξύ των χαρακτηριστικών της επιχείρησης.

Ενώ παλιότερες μελέτες έχουν διενεργήσει τις σχέσεις μεταξύ της πολιτικής πληρωμής των μερισμάτων και της αξίας της επιχείρησης κάτω από φυσιολογικές οικονομικές συνθήκες, η συμπεριφορά των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης σε σχέση με τη μερισματική πολιτική είναι σχετικά ανεξερεύνητο. Μια κρίση επηρεάζει μια επιχείρηση με πολλούς τρόπους, όπως η μείωση των πωλήσεων, η μείωση των κερδών, υπερτιμημένα και μη χρησιμοποιημένα περιουσιακά στοιχεία κ.λπ. Το αντικείμενο αυτής της μελέτης θα προσθέσει περισσότερο στην κατανόηση του πώς συμπεριφέρονται οι επιχειρήσεις σε περιόδους κρίσης όσο αφορά τη μερισματική πολιτική. Από πρακτική άποψη η εξερεύνηση αυτού του θέματος

προσθέτει γνώση σε τι οι μέτοχοι μπορούν να περιμένουν όταν χτυπήσει μια οικονομική κρίση. Προκύπτουν ερωτήματα σχετικά με τις επιπτώσεις μιας κρίσης, για παράδειγμα μείωση των τιμών των μετοχών αλλά τι συμβαίνει με το μέρισμα; Διατηρεί ή εξακολουθεί να πληρώνει μερίσματα μια επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας κρίσης; Προσαρμόζουν οι επιχειρήσεις την πληρωμή των μερισμάτων ή εξαρτώνται από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως το μέγεθος ή η σύνθεση των επενδυτών; Ο κύριος στόχος αυτής της μελέτης είναι να δούμε πως συμπεριφέρονται οι επιχειρήσεις απέναντι στους μετόχους κατά τη διάρκεια μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Αυτή η μελέτη θα συμπεριλάβει διάφορες μεταβλητές, μεταξύ των οποίων είναι οι κύριες, μερισματική πολιτική και ποσοστό διανεμόμενων κερδών καθώς και η control variable απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Επιπλέον θα περιέχεται και μια ψευδομεταβλητή η οποία θα παίρνει την τιμή 1 που είναι η περίοδος της χρηματοοικονομικής κρίσης και την τιμή 0 στη μη ύπαρξη της. Η κύρια προσδοκία είναι ότι μια οικονομική κρίση συνδέεται με μια μείωση στην πληρωμή των μερισμάτων. Εκτός αυτού, δυο υποθέσεις διερευνούν κατά πόσο η πληρωμή των μερισμάτων των μικρότερων εταιριών μειώνεται κατά τη διάρκεια της κρίσης σε σύγκριση με τις μεγαλύτερες εταιρίες και αν αυτό συμβαίνει και για τις εταιρίες που αντιμετωπίζουν περιορισμένη ρευστότητα εν αντιθέσει με τις εταιρίες υψηλής ρευστότητας.. Για τη μελέτη αυτή τα «σκληρά» οικονομικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να αποδείξουν πως μια κρίση επηρεάζει την πολιτική πληρωμής των μερισμάτων μιας επιχείρησης.

Το υπόλοιπο μέρος αυτής της μελέτης είναι οργανωμένο ως εξής: Το κεφάλαιο 2 περιγράφει σημαντική βιβλιογραφία γύρω από την πιστωτική κρίση και την μερισματική πολιτική. Η ενότητα 3 αναλύει διεξοδικά πως προέκυψε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Η 4η ενότητα περιγράφει τη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στη συγκεκριμένη μελέτη συμπεριλαμβανομένου του μοντέλου και του δείγματος. Η ενότητα 5 παρουσιάζει τα δεδομένα και τα αποτελέσματα. Τέλος στο κεφάλαιο 6 θα συζητηθούν τα αποτελέσματα και τα συμπεράσματα αυτής της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1 Εισαγωγή

“Αν και έχουν προταθεί αρκετές θεωρίες στη βιβλιογραφία για να εξηγήσουν τη διάχυτη παρουσία τους, τα μερίσματα παραμένουν ένα από τα πιο ακανθώδεις γρίφους στην εταιρική χρηματοδότηση” (Allen et al., 2000, p.2499).

Αν και οι επιχειρήσεις διανέμουν μερίσματα στους μετόχους τους για περισσότερο από πέντε δεκαετίες τώρα, το κίνητρο για αυτή τη εταιρική πολιτική αποτέλεσε αντικείμενο σημαντικής συζήτησης μεταξύ οικονομικών αναλυτών και ακαδημαϊκών. Η φράση “γρίφος μερίσματος” (dividend puzzle) σχεδιάστηκε από τον Black (1976) για να καταδείξει την κακή κατανόηση της πολιτικής πληρωμής του μερίσματος. Ο συγγραφέας δηλώνει ότι “όσο πιο σκληρά βλέπουμε την εικόνα του μερίσματος, τόσο περισσότερο μοιάζει με έναν γρίφο, με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μαζί (p.5). Στο πλαίσιο της προσπάθειας επίλυσης αυτού του γρίφου, η ακαδημαϊκή κοινότητα έχει ασχοληθεί με εκτεταμένη θεωρητική και εμπειρική έρευνα, αλλά ο γρίφος του μερίσματος εξακολουθεί να παραμένει άλυτο, καθώς καμιά απλή πειστική εξήγηση δεν εξηγεί την παρατηρούμενη μερισματική συμπεριφορά των επιχειρήσεων (Brealey et al., 2008). Έτσι υπάρχει έλλειψη συναίνεσης γιατί οι επιχειρήσεις καταβάλλουν μερίσματα και τον αντίκτυπο της πληρωμής των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησης.

Από τη γωνία των θεωριών των μερισμάτων υπάρχουν δυο αντιφατικές απόψεις. Η πρώτη σχολή σκέψης υποστηρίζει ότι μια διαχειριζόμενη μερισματική πολιτική είναι κρίσιμη για την αξία μιας επιχείρησης (Graham and Dodd, 1934, Gordon, 1959 & 1963, Lintner, 1962). Η δεύτερη σχολή σκέψης υποστηρίζει ότι υπό τέλειες συνθήκες κεφαλαιαγοράς, το μερίσμα που καταβάλλεται από μια επιχείρηση είναι άσχετο με την αξία της επιχείρησης ((Miller and Modigliani, 1961, Black and Scholes, 1974, Miller and Scholes, 1982). Αυτή η διαμάχη μεταξύ των δυο ευρύτερων ομάδων έχει προκαλέσει μια σειρά εμπειρικών ερευνών που αποσκοπούν στην διαμόρφωση των προτεραιοτήτων διαχείρισης και των παραγόντων που τους στηρίζουν. Ορισμένες έρευνες που καλύπτουν διάφορες χώρες ανέφεραν ότι η διοίκηση πιστεύει ότι οι ανακοινώσεις μερίσματος ικανοποιούν ασύμμετρα στοιχεία στην αγορά σχετικά με τις

μελλοντικές προοπτικές μιας επιχείρησης. Μελέτες στις Η.Π.Α (Lintner, 1956, Baker et al., 1985; Brav et al., 2005), στο Ηνωμένο Βασίλειο (Edwards and Mayer, 1985; Dhanani, 2005) όλοι κατέληξαν στο ίδιο συμπέρασμα σχετικά με την κεντρική σημασία της σχέσης της μερισματικής πολιτικής με την αξία της επιχείρησης

Αυτό το κεφάλαιο εξετάζει τη βιβλιογραφία σχετικά με το “ γρίφο του μερίσματος προκειμένου να παρασχεθεί το πλαίσιο για τη διερεύνηση της μερισματικής πολιτικής και την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων στις Η.Π.Α. Δεδομένου ότι επικεντρώνεται τόσο στις συμπεριφορικές όσο και στις εμπειρικές προοπτικές αυτής της εργασίας, το κεφάλαιο αυτό εξετάζει τις θεωρίες συμπεριφοράς που προσπαθούν να εξηγήσουν γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα και αναθεωρούν μερικά από τα προηγούμενα εμπειρικά στοιχεία που έχουν τεκμηριώσει οι ερευνητές πάνω σε αυτές τις θεωρίες. Το κεφάλαιο αυτό πιο συγκεκριμένα διαιρεί την βιβλιογραφική επισκόπηση σε δυο μεγάλες ομάδες:. Το πρώτο μέρος της ανασκόπησης εστιάζεται στα βασικά τυποποιημένα γεγονότα σχετικά με τα μερίσματα και εξετάζει επίσης τις θεωρίες των μερισμάτων και τις προηγούμενες εμπειρικές μελέτες που διεξάγονται πάνω σε αυτές τις θεωρίες στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Το δεύτερο μέρος της επισκόπησης

2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Σε αυτή την ενότητα θα διατυπωθούν κάποιες σημαντικές θεωρίες της μερισματικής πολιτικής, αρχίζοντας από τη θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (dividend irrelevance theory), στη συνέχεια με τη θεωρία της σηματοδότησης, τη θεωρία της αντιπροσώπευσης, τη θεωρία του καλύτερα πέντε και στο χέρι, τη θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης και τέλος με την υπολειμματική θεωρία των μερισμάτων.

2.2.1 Θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος

Το 1961, οι δυο μελλοντικοί νικητές του βραβείου νόμπελ Merton Miller and Franco Modigliani δημοσίευσαν το βιβλίο με τίτλο «Μερισματική Πολιτική, Ανάπτυξη και Αποτίμηση Μεριδίων στο περιοδικό journal of business. Σε αυτό το κλασσικό θεωρητικό έγγραφο, Miller and Modigliani (1961) αμφισβήτησαν σοβαρά τη γενική συναίνεση ότι η μερισματική πολιτική έχει σημασία για την αξία μιας επιχείρησης. Απόδειξαν ότι υπό ορισμένες απλουστευτικές υποθέσεις, μια διαχειριζόμενη μερισματική πολιτική είναι άσχετη. Αντί αυτού, υποστήριξαν ότι μόνο η επενδυτική πολιτική μπορεί να επηρεάσει την αξία της επιχείρησης. Αυτό το θεώρημα υποστηρίζεται από ερευνητές όπως οι Black and Scholes (1974), Miller and Scholes (1982) and Bernstein (1996).

Οι Miller and Modigliani (1961) ισχυρίστηκαν επίσης ότι οι επενδυτές μπορούν να ακυρώσουν την απόφαση της διοίκησης για μερισματική πολιτική είτε με την επανεπένδυση μερισμάτων είτε με την πώληση των αποθεμάτων (Miller and Modigliani, 1961). Με άλλα λόγια οι επενδυτές μπορούν να δημιουργήσουν τη δική τους μερισματική θέση χωρίς κόστος (homemade dividend) με την πώληση μέρους των συμμετοχών τους σε επιχείρηση ίση με την αξία των κερδών σε μετρητά που θα μπορούσαν να είχαν διανεμηθεί από την εταιρία ή να επανεπενδύσουν το μέρισμα αν ο επενδυτής δε δείχνει επιθυμία για μέρισμα μετρητών. Για το λόγο αυτό Miller and Modigliani (1961) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι θα ήταν αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των υπεραξιών, και ως εκ τούτου η αξία μιας επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τη μερισματική πολιτική.

Το θεώρημα μη σχετικότητας του μερίσματος βασίζεται σε τρεις βασικές παραδοχές: (1) τέλεια κεφαλαιαγορά, (2) ορθολογική συμπεριφορά και (3) απόλυτη βεβαιότητα. Οι συγκεκριμένες υποθέσεις του θεωρήματος μπορούν να συνοψιστούν παρακάτω:

- Οι πληροφορίες είναι άνευ κόστους και διαθέσιμες σε όλους εξίσου
- Δεν υπάρχουν διαστρεβλωμένοι φόροι
- Οι δαπάνες εισαγωγής στο χρηματιστήριο και συναλλαγών είναι ανύπαρκτες
- Δεν υπάρχουν συμβόλαια ή έξοδα υπηρεσίας
- Κανένας επενδυτής ή επιχείρηση δεν ασκεί ατομικά επαρκή ισχύ στην αγορά για να επηρεάσει την τιμή του χρεογράφου

- Οι επενδυτές δεν είναι συστηματικά παράλογοι
- Οι επενδυτές έχουν απόλυτη πρόσβαση στο κεφάλαιο

2.2.2 Εμπειρικές Έρευνες

Η υπόθεση της μη σχετικότητας του μερίσματος έχει υποβληθεί σε εμπειρική έρευνα από αρκετούς αναλυτές. Οι Black and Scholes (1974) κατάρτισαν 25 χαρτοφυλάκια κοινών μετοχών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ απόδοσης των μερισμάτων και αποδόσεων των μετοχών. Σύμφωνα με την υπόθεση της μη σχετικότητας του μερίσματος, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι η απόδοση του μερίσματος δε διαφέρει σημαντικά από το μηδέν, υποδουλώνοντας ότι ούτε η μερισματική πολιτική υψηλής απόδοσης ούτε η χαμηλής απόδοσης των επιχειρήσεων φαίνεται να επηρεάζει τις τιμές των μετοχών. Άλλες μελέτες όπως οι Hess (1982), Miller and Scholes (1982), and Bernstein (1996) έδωσαν εμπειρική υποστήριξη στην υπόθεση αυτή.

Ωστόσο, ορισμένες εμπειρικές μελέτες παρείχαν αποδείξεις ασυμβίβαστες με την παραπάνω υπόθεση. Για παράδειγμα, οι Ball et al. (1979) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μερισμάτων και της αξίας της εταιρίας χρησιμοποιώντας δεδομένα Αυστραλίας κατά την περίοδο και δε βρήκαν κανένα αποδεικτικό στοιχείο για να στηρίξουν την υπόθεση των Miller and Modigliani (1961). Μερικοί ερευνητές έχουν επίσης διερευνήσει το παραπάνω θέμα μέσω έρευνας των εταιρικών διευθυντικών στελεχών που συμμετέχουν στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής των εταιριών τους ((Baker et al., 1985; Partington, 1985; Baker and Powell, 1999). Αυτές οι μελέτες ανέφεραν ότι οι διαχειριστές εταιριών πιστεύουν ακράδαντα ότι η μερισματική πολιτική σχετίζεται με την εταιρική αξία. Συνολικά, οι εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με την προαναφερθείσα υπόθεση είναι μεικτές και ασαφείς.

Συνοψίζοντας, η συζήτηση σε αυτή την ενότητα έχει διαμορφωθεί στο πλαίσιο των ιδανικών κεφαλαιαγορών και της ορθολογικότητας των επενδυτών. Το βασικό επιχείρημα της μελέτης των Miller and Modigliani (1961) είναι ότι οι επενδυτές μπορούν να ακυρώσουν οποιαδήποτε απόφαση μερισμάτων που κάνουν οι διαχειριστές

μιας επιχείρησης, είτε με την πώληση των μετοχών είτε με την επανεπένδυση των μερισμάτων. Αν ένας επενδυτής επιθυμεί να λάβει από μια επιχείρηση ταμειακή ροή που υπερβαίνει την πληρωμή των μερισμάτων που επέλεξε η επιχείρηση δημιουργεί «homemade dividend» με την πώληση των μετοχών για να επιτύχει το επιθυμητό επίπεδο. Εναλλακτικά, εάν ο μέτοχος λαμβάνει μέρος από μετρητά που υπερβαίνουν τις ανάγκες κατανάλωσης του, ο ίδιος αντιστρέφει τη ροή των ανεπιθύμητων μερισμάτων με την αγορά πρόσθετων μετοχών. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο οι κεφαλαιαγορές είναι λιγότερο από τέλειες, οι πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση δεν είναι ελεύθερα διαθέσιμες σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά, μπορεί να προκύψουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών, υπάρχουν διαστρεβλωμένοι φόροι και οι επενδυτές ενδέχεται να είναι συστηματικά παράλογοι. Αυτό σημαίνει ότι ελλείπει τέλεια κεφαλαιαγορά και εξορθολογισμού των επενδυτών, υπάρχει πιθανότητα μια μερισματική πολιτική να έχει αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων. Οι επόμενες δυο ενότητες επικεντρώνονται στις προκλήσεις για το επιχείρημα της άνευ σημασίας του μερίσματος. Παρουσιάζει τα θεωρητικά ζητήματα που σχετίζονται με τις τριβές της αγοράς και οι διαθέσιμες εμπειρικές μελέτες τους καθώς επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική.

2.3 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΣΣΥΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ

Μια από τις βασικές παραδοχές της θεωρίας περί άνευ σημασίας του μερίσματος είναι ότι οι πληροφορίες για τις εταιρίες διατίθενται σε όλους τους ενδιαφερόμενους. Ωστόσο, προκύπτει μια ασυμμετρία πληροφόρησης αν μια ομάδα έχει καλύτερες πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης. Στον πραγματικό κόσμο, οι διευθυντές θεωρούνται ότι διαθέτουν εξαιρετικές πληροφορίες σχετικά με τις επιχειρήσεις τους σε σχέση με άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Αυτό δημιουργεί μια ανισορροπία μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων, γνωστή ως «πληροφοριακή ασυμμετρία» (informational asymmetry). Οι Myers and Majluf (1984) υποστήριξαν ότι η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ διευθυντικών στελεχών και εξωτερικών επενδυτών μπορεί να έχει συνέπειες για τη μερισματική πολιτική, αφού τα διευθυντικά στελέχη λαμβάνουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις ακολουθώντας μια σειρά επιλογών χρηματοδότησης.

Η υπόθεση της σηματοδότησης (signaling hypothesis) βασίζεται στις ατέλειες της αγοράς λόγω της «πληροφοριακή ασυμμετρίας». Αυτή η υπόθεση υποδουλώνει ότι λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ διοίκησης και μετόχων, τα στελέχη πληρώνουν μερίσματα για να υποδείξουν στους επενδυτές την κατάσταση των εργασιών μέσα στην επιχείρηση, την αύξηση των κερδών και τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης (Bhattacharya, 1979, John and Williams, 1985, Miller and Rock, 1985). Συνεπώς οι αυξήσεις (μειώσεις) μερισμάτων μεταφέρουν ευνοϊκές (δυσμενείς) πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, η πληρωμή μερισμάτων επηρεάζει την αξία της επιχείρησης επειδή τα στελέχη χρησιμοποιούν την μερισματική πολιτική ως ένα «δαπανηρό αναπαραγωγικό» (costly-to-replicate) μέσο για τη μεταφορά ιδιωτικών πληροφοριών στους συμμετέχοντες στην αγορά, με αποτέλεσμα οι μετοχές να πωλούνται σε τιμές διαφορετικές από τις πραγματικές τους.

2.3.1 Μοντέλα σηματοδότησης των μερισμάτων

Το κεντρικό θέμα όλων των μοντέλων σηματοδότησης είναι ότι τα στελέχη έχουν απόρρητες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές και επιλέγουν τα επίπεδα των μερισμάτων για να υποδείξουν αυτές τις πληροφορίες. Ο Bhattacharya (1979) ανέπτυξε ένα θεωρητικό μοντέλο σηματοδότησης, στο οποίο τα μερίσματα θεωρούνται ένα δαπανηρό σήμα για την εξάλειψη των ασυμμετριών πληροφόρησης στην αγορά σχετικά με την πραγματική αξία μιας επιχείρησης. Ως εκ τούτου, οι αλλαγές στα μερίσματα πρέπει να μεταφέρουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Συνεπώς, οι μειώσεις του μερίσματος είναι κακές ειδήσεις (χαμηλότερες μελλοντικές ταμειακές ροές) και οι αυξήσεις μερισμάτων είναι καλά νέα (υψηλότερη μελλοντική ταμειακή ροή). Ο συγγραφέας αναπτύσσει αυτά τα αποτελέσματα υποθέτοντας ότι οι εξωτερικοί επενδυτές έχουν ατελείς πληροφορίες σχετικά με την κερδοφορία της επιχείρησης και ότι τα μερίσματα μετρητών φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη. Γενικά, στο μοντέλο του Bhattacharya οι φόροι αποτελούν σημαντικό παράγοντα στον

προσδιορισμό των αποτελεσμάτων σηματοδότησης κατά την ανακοίνωση των μερισμάτων και το γεγονός ότι τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή είναι το πλέον σημαντικό κόστος που οδηγεί τα μερίσματα να λειτουργούν ως δαπανηρό σήμα. Ως εκ τούτου, ένα φορολογητέο μέρισμα είναι ένα καλό και αξιόπιστο μήνυμα, καθώς είναι δαπανηρό για επιχειρήσεις με χαμηλή απόδοση. Σε μια επόμενη εργασία, ο Bhattacharya (1980) επεξεργάστηκε ένα σημείο που έγινε από τους Miller και ο Modigliani (1961) αναλύοντας την ανακοίνωση των μερισμάτων ως ένα μη αποσπασματικό μήνυμα προς τους επενδυτές. Ο συγγραφέας σημείωσε ότι η διοίκηση της εταιρείας πρέπει να αποφύγει να χρησιμοποιήσει την πληρωμή μερισμάτων για να χειραγωγήσει την άποψη της αγοράς, διότι οι προσπάθειες αυτές θα οδηγήσουν σε μείωση της αμοιβής των διευθυντικών στελεχών ως αποτέλεσμα από την πραγματοποίησή σωρευτικών πωλήσεων των τίτλων από τους μετόχους της εταιρείας.

Ένα άλλο μοντέλο ισορροπίας στη σηματοδότηση προτείνεται από τους John Kose και Joseph Williams (1985). Το μοντέλο τους είναι παρόμοιο με το Bhattacharya από την πλευρά του κόστους σηματοδότησης, δεδομένου ότι και τα δύο μοντέλα υποδεικνύουν μια φορολογική «ποινή» για τα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη ως πρωτεύον κόστος της σηματοδότησης. Στο μοντέλο αυτό, οι φόροι υπολογίζονται με βάση τα μερίσματα, αλλά όχι πάνω στα κέρδη κεφαλαίου και δεν προκύπτουν έξοδα συναλλαγής κατά την έκδοση, απόσυρση ή διαπραγμάτευση μετοχών. Υπό αυτή την έννοια, τα μερίσματα είναι αποσπασματικά. Παρόλα αυτά, τα εταιρικά πρόσωπα διανέμουν ένα φορολογητέο μέρισμα σε ισορροπία και έτσι αποκαλύπτουν στους εξωτερικούς επενδυτές την πραγματική παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών εισροών της επιχείρησής τους κάθε φορά που η επιχείρηση ή οι μέτοχοί της πωλούν μετοχές στην κεφαλαιαγορά για να αντλήσουν μετρητά. Ως αποτέλεσμα, ορισμένες επιχειρήσεις διανέμουν βέλτιστα μερίσματα, ενώ άλλες δεν το κάνουν. Επίσης, ορισμένες επιχειρήσεις διανέμουν μερίσματα και ταυτόχρονα πωλούν νέες μετοχές. Αυτά τα φορολογητέα μερίσματα ωφελούν τους σημερινούς μετόχους υποστηρίζοντας την τιμή των μετοχών της επιχείρησής τους κάθε φορά που είτε η εταιρεία είτε οι μέτοχοί της πωλούν μετοχές σε νέους επενδυτές

Οι Miller and Rock (1985) ανέπτυξαν ένα πληροφοριακό μοντέλο μερισμάτων στο οποίο τα ταμειακά μερίσματα λειτουργούν ως ένα σήμα των μελλοντικών ταμειακών

ρών της επιχείρησης. Αυτή η εκδοχή του μοντέλου σηματοδότησης έθεσε σε περιορισμό τις προσδοκίες των εξωτερικών επενδυτών για τις λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης και εξηγούσε τον τρόπο με τον οποίο μια απόφαση περί μερισμάτων ερμηνεύεται από τη χρηματιστηριακή αγορά για τους λόγους αυτούς. Οι συγγραφείς ισχυρίστηκαν ότι εάν το ποσό της επένδυσης και της εξωτερικής χρηματοδότησης είναι σταθερό, το μέρισμα μετρητών που καταβάλλει η επιχείρηση παρέχει στους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Το μοντέλο Miller and Rock's (1985) χώρισε το αποτέλεσμα ανακοίνωσης του μερίσματος σε δύο – στα απρόσμενα μερίσματα και σε ένα παράγοντα διατήρησης των κερδών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η διοίκηση πειραματίζεται να πληρώσει υψηλότερα μερίσματα από ό, τι αναμένει η αγορά (αυξάνοντας έτσι την τιμή των μετοχών της εταιρείας) ακόμα κι αν αυτό σημαίνει μείωση των επενδύσεων. Ως εκ τούτου, η τιμή που υπολογίζει την ασύμμετρη πληροφόρηση και τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης των μερισμάτων είναι η απώλεια βέλτιστων επενδύσεων από την επιχείρηση. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το κόστος ευκαιρίας που υπολογίζεται με την παραίτηση από παραγωγική επένδυση είναι το κόστος διατήρησης του σήματος για μέρισμα

Συνοπτικά, η άμβλυνση της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντικών στελεχών και μετόχων μέσω απροσδόκητων αλλαγών στα μερίσματα αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο των μοντέλων σηματοδότησης για τα μερίσματα (Frankfurter and Wood, 2002). Τα μοντέλα σηματοδότησης υποστήριξαν ότι λόγω των ασύμμετρων πληροφοριών μεταξύ διαχειριστών και μετόχων, τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες για τις τρέχουσες και μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να μεταφέρουν τις προσωπικές τους πληροφορίες στην αγορά μέσω διανομής των μερισμάτων, προκειμένου να καλύψουν το κενό πληροφόρησης. Όλα τα μοντέλα αυτά υποστήριξαν ότι τα μερίσματα θεωρούνται αξιόπιστα συστήματα σηματοδότησης εξαιτίας του σχετικού κόστους διανομής. Στο μοντέλο του Bhattacharya (1979) το κόστος σηματοδότησης είναι το κόστος συναλλαγής που συνδέεται με την εξωτερική χρηματοδότηση ενώ στο μοντέλο των Miller and Rock's (1985), το διαφορετικό κόστος είναι η απώλεια της βέλτιστης επενδυτικής απόφασης. Από την άλλη πλευρά, στο μοντέλο John και William (1985), το διαφορετικό κόστος της σηματοδότησης είναι η πολύ μεγαλύτερη φορολόγηση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

2.3.2 Εμπειρικές Μελέτες

Εκτενής εμπειρική έρευνα έχει διεξαχθεί σχετικά με τις διάφορες πτυχές της χρήσης των μερισμάτων στις σηματοδότησης της απόρρητης πληροφόρησης των ιδιωτών προς τους επενδυτές. Βασικά, αυτές οι προγενέστερες μελέτες μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο: (i) μελέτες που ελέγχουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων και (ii) μελέτες που εξετάζουν την αλληλεπίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών.

2.3.2.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο των ανακοινώσεων των Μερισμάτων

Το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων για τα μερίσματα έχει εξεταστεί ευρέως στην εμπειρική βιβλιογραφία, ειδικά σε χώρες με αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Η μεγάλη πλειοψηφία αυτών των μελετών προσπάθησαν να ποσοτικοποιήσουν τον τρόπο με τον οποίο οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται στην ανακοίνωση των αλλαγών στα μερίσματα, προκειμένου να προσδιοριστεί κατά πόσον οι τιμές των μετοχών κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με τις ανακοινώσεις για τα μερίσματα. Ο στόχος ήταν να δοκιμαστεί η θεωρία σηματοδότησης στην ανακοίνωση των μερισμάτων. Η πλειοψηφία αυτών των μελετών ανέφερε γενικά ότι οι τιμές των μετοχών ακολουθούν τις ίδιες κατευθύνσεις με τις ανακοινώσεις για τα μερίσματα: οι αυξήσεις (μειώσεις) των μερισμάτων συνδέονται με σημαντικές αυξήσεις (μειώσεις) στις τιμές των μετοχών.

Η πρώτη εμπειρική μελέτη πληροφοριακού περιεχομένου των ανακοινώσεων του μερίσματος είναι του Petit (1972). Ο συγγραφέας εξέτασε την ανταπόκριση των τιμών των μετοχών στις μερισματικές ανακοινώσεις με τη χρήση 1,000 μηνιαίων και 135 ημερησίων μερισματικών ανακοινώσεων 625 επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) για την περίοδο Ιανουαρίου 1964 έως Ιουνίου 1968. Ο συντάκτης ανέφερε ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν σημαντικά στις ανακοινώσεις μερίσματος, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες σχετικές με τη διαμόρφωση των τιμών. Ο συντάκτης κατέγραψε επίσης ότι οι νέες πληροφορίες αντανακλώνται πλήρως στις τιμές των μετοχών μέχρι το τέλος του μήνα. Παρόμοια με το Petit (1972), οι Laub (1976) και Petit (1976) ανέφεραν

επίσης ότι τα μερίσματα μεταδίδουν πληροφορίες για μελλοντικές προοπτικές κερδών πέρα από εκείνες που προβλέπονταν από κέρδη παρελθοντικών χρήσεων. Αυτά τα ευρήματα συμφωνούν με τη θεωρία σηματοδότησης κατά την ανακοίνωση των μερισμάτων.

Η δημοσίευση της μελέτης Petit (1972) δημιούργησε πολλές μετέπειτα μελέτες, οι οποίες διερεύνησαν τον αντίκτυπο των ανακοινώσεων μερισμάτων στις τιμές των μετοχών από μια ποικιλία διαφορετικών προοπτικών και διαφορετικών περιστάσεων. Για παράδειγμα, αρκετές μελέτες εξέτασαν την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στην ανακοίνωση των αλλαγών στα τακτικά μερίσματα (Charest, 1978, Aharony and Swary, 1980, Eades, 1982, Woolridge 1982, Divecha and Morse 1983, Baraj and Vijh, 1995). Αυτές οι μελέτες ανέφεραν γενικά ότι οι τιμές των μετοχών ακολουθούν την ίδια κατεύθυνση με τις ανακοινώσεις αλλαγής του μερίσματος. Ο Charest (1978) εξέτασε τις επιπτώσεις των ανακοινώσεων μερισμάτων των αμερικανικών εταιρειών κατά την περίοδο 1947-1968. Με βάση ένα δείγμα 177 αυξήσεων μερίσματος και 49 μειώσεων μερισμάτων, ο συντάκτης ανέφερε αποδείξεις σημαντικών μη φυσιολογικών αποδόσεων κατά την ημέρα της ανακοίνωσης οι οποίες ήταν γενικά στην ίδια κατεύθυνση με την αλλαγή του μερίσματος (η μέση μη φυσιολογική απόδοση των εταιρειών που αύξησαν το μέρισμα τις ημέρα της ανακοίνωσης ήταν 1,00% και για τις εταιρείες που το μείωσαν ήταν -3,18%). Ο συντάκτης κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα αποδεικτικά στοιχεία αποκαλύπτουν το περιεχόμενο πληροφοριών στις ανακοινώσεις του μερίσματος επειδή παρατηρούνται μη φυσιολογικές αποδόσεις πέρα από το επόμενο τρίμηνο.

Οι Aharony και Swary (1980) διερεύνησαν τις επιπτώσεις των ανακοινώσεων των μερισμάτων που έγιναν σε διαφορετικές ημερομηνίες από την ανακοίνωση των κερδών, χρησιμοποιώντας ένα πρωτότυπο μοντέλο πρόβλεψης μερισμάτων. Παρόμοια με το Petit (1972), οι συγγραφείς κατέγραψαν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων μετρητών παρέχουν πληροφορίες πέραν εκείνων που παρέχονται από τις αντίστοιχες τριμηνιαίες ανακοινώσεις κερδών. Οι συντάκτες παρείχαν επίσης στοιχεία που υποστηρίζουν την ημι-ισχυρή μορφή της υπόθεσης περί αποτελεσματικής αγοράς. Άλλοι ερευνητές, όπως οι Eades (1982) και Woolridge (1982), χρησιμοποιώντας ανακοινώσεις μερίσματος που δεν πραγματοποιήθηκαν συγχρόνως με άλλα εταιρικά

γεγονότα, ανέφεραν μια θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και των μη φυσιολογικών αποδόσεων.

Οι Divecha και Morse (1983) εξέτασαν τις αποδόσεις αμερικανικών εταιρειών που αύξησαν τα μερίσματά τους κατά την ημέρα ανακοίνωσης. Οι συγγραφείς το εξέτασαν χρησιμοποιώντας ένα δείγμα αποτελούμενο από όλες τις μη ελεγχόμενες και μη τραπεζικές επιχειρήσεις στο NYSE για την περίοδο από το Μάιο του 1977 έως το Φεβρουάριο του 1979. Οι αυξήσεις των μερισμάτων διαπιστώθηκε ότι σχετίζονταν με μια μέση μη φυσιολογική απόδοση 0,84% την ημέρα της ανακοίνωσης. Επιπλέον, οι μη φυσιολογικές αποδόσεις που παρατηρήθηκαν κατά την περίοδο αυτή σχετίζονταν άμεσα με την ανάλογη μεταβολή του μερίσματος. Οι Baraj και Vijn (1995) εξέτασαν τη διαδικασία διαμόρφωσης των τιμών κατά τις ανακοινώσεις των μερισμάτων. Χρησιμοποιώντας τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος καθώς και δεδομένα συναλλαγών, διαπίστωσαν ότι οι μέσες αφύσικες αποδόσεις για όλες τις ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων παρουσίασαν αυξητική τάση. Παρόμοια με του Petit (1972), όλες αυτές οι μελέτες ανέφεραν ότι τα μερίσματα μεταδίδουν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη στην αγορά, τα οποία είναι συνεπή με τα μοντέλα σηματοδότησης των μερισμάτων.

Αντίθετα, υπάρχουν αρκετές μελέτες που δεν βρίσκουν υποστήριξη ότι οι αλλαγές μερισμάτων μεταδίδουν πληροφορίες σχετικά με μελλοντικά κέρδη. Για παράδειγμα, Watts (1973), Gonedes (1978) και Benartzi et al. (1997) έδειξαν ότι τα μερίσματα δεν αποτελούν καλά μέσα πρόβλεψης για τα μελλοντικά κέρδη μιας επιχείρησης. Τα αποτελέσματα από αυτές τις μελέτες έδειξαν ότι, αν και υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των μελλοντικών κερδών, τα αποτελέσματα αυτά ήταν σχετικά αδύναμα. Ο Watts (1973) εξέτασε τη σχέση μεταξύ των απροσδόκητων αλλαγών των μερισμάτων, των θετικών μεταβολών στα κερδών και των επακόλουθων υπερβολικών αποδόσεων των μετοχών, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία για τα κέρδη, τα μερίσματα και τις αποδόσεις των μετοχών από ένα δείγμα 310 αμερικανικών εταιρειών κατά την περίοδο 1946-1967. Ο Watts (1973) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα μερίσματα έχουν ασήμαντο περιεχόμενο πληροφοριών σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη. Με άλλα λόγια, ο συγγραφέας ισχυρίζεται ότι η σχέση μεταξύ των σημερινών μερισμάτων και των μελλοντικών κερδών ήταν, κατά μέσον όρο, θετική αλλά σχετικά αδύναμη. Η ανάλυσή του υποδηλώνει ότι το μέρισμα δεν μεταφέρει ή μεταφέρει ελάχιστα σχετικά με τις

αποτιμήσεις των μετοχών, όταν ελέγχονται τα τρέχοντα κέρδη στο πείραμα. Ο Gonedes (1978) παρήγαγε παρόμοια αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, ο Gonedes (1978) ανέφερε στοιχεία που ήταν ομοιόμορφα ασυμβίβαστα με την άποψη ότι το ετήσιο σήμα μερισμάτων αντικατοπτρίζει πληροφορίες πέραν εκείνων που αντικατοπτρίζονται στα σημερινά σήματα του ετήσιου εισοδήματος. Ως αποτέλεσμα, ο Gonedes (1978) απέρριψε το περιεχόμενο πληροφοριών που υποδουλώνουν τα μερίσματα. Οι Benartzi et al (1997) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μελλοντικών κερδών της εταιρείας και των μερισμάτων. Με βάση ένα δείγμα 1.025 εταιρειών NYSE και AMEX που πραγματοποίησαν τουλάχιστον δύο ανακοινώσεις μερίσματος για την περίοδο 1979-1991, οι οποίες δημιούργησαν 7.186 ανακοινώσεις για μερισματικές αλλαγές, οι συγγραφείς εξέτασαν εάν οι αλλαγές στα μερίσματα έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με μελλοντικές μεταβολές των κερδών. Σύμφωνα με το Watts (1973), οι συγγραφείς δεν μπόρεσαν να βρουν στοιχεία που να υποστηρίζουν την άποψη ότι οι αλλαγές στα μερίσματα έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο σχετικά με μελλοντικές μεταβολές των κερδών. Οι συγγραφείς σημείωσαν ότι:

"... υπάρχει ισχυρό παρελθόν και ταυτόχρονη σχέση μεταξύ των κερδών και των μερισμάτων. Η προβλεπόμενη αξία των μεταβολών στα μερίσματα φαίνεται ελάχιστη. Πράγματι, η μόνη ισχυρή προγνωστική δύναμη που μπορούμε να βρούμε είναι ότι οι περικοπές μερισμάτων σηματοδοτούν αξιόπιστα μια αύξηση των μελλοντικών κερδών "

(Bernatzi et al., 1997, p.1031)

Άλλες μελέτες εξέτασαν την ανταπόκριση της αγοράς στην ανακοίνωση σημαντικών αλλαγών στη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης, όπως η χρησιμοποίηση για πρώτη φορά ή / και παράλειψη μερίσματος. Τα ευρήματα αυτών των μελετών είναι συνεπή με την πρόταση αλλαγές στα επίπεδα των μερισμάτων ακολουθούνται πριν και μετά από διακριτά κέρδη. Οι Asquith και Mullins (1983) διερεύνησαν τον αντίκτυπο της ανακοίνωσης μερίσματος στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων που ξεκίνησαν μερίσματα για πρώτη φορά, χρησιμοποιώντας ένα πρωτότυπο μοντέλο πρόβλεψης μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς επανεξέτασαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων χρησιμοποιώντας τα στοιχεία της ημερήσιας τιμής των μετοχών για τον έλεγχο άλλων σύγχρονων πληροφοριακού χαρακτήρα

ανακοινώσεων. Οι συγγραφείς διερεύνησαν την επίδραση των αρχικών μερισματικών πληρωμών και την έναρξη μερίσματος μετά από διακοπή 10 ετών και ανέφεραν σημαντικές θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις στις τιμές των μετοχών στις ανακοινώσεις για την έναρξη μερίσματος. Ομοίως, οι Richardson et al. (1986) εξέτασαν την επίδραση των μερισματικών μεταβολών στις τιμές των μετοχών χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 192 αμερικανικών εταιρειών που ξεκίνησαν μερίσματα για πρώτη φορά κατά την περίοδο 1969 έως 1982 και ανέφεραν αποτελέσματα παρόμοια με αυτά που τεκμηριώθηκαν από τους Asquith και Mullins (1983). Οι Benesh et al. (1984) εξέτασαν την αντίδραση της αγοράς σε ουσιαστικές αλλαγές στη μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς διερεύνησαν τη συνολική ανταπόκριση της αγοράς σε (1) παραλειπόμενα μερίσματα, (2) μειώσεις μερίσματος τουλάχιστον 25%, (3) αυξήσεις μερισμάτων τουλάχιστον κατά 25% και (4) αρχική πληρωμή μερίσματος. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι ανακοινώσεις των μερισμάτων μεταδίδουν πληροφορίες στην αγορά. Οι συγγραφείς ισχυρίστηκαν ότι τα αρχικά μερίσματα είναι γενικά απροσδόκητα και συνεπώς παρέχουν πολύ πιο σχετικές πληροφορίες από άλλες δυνητικά ευνοϊκές ανακοινώσεις. Τα αποτελέσματά τους είναι συνεπή με την θεωρία σηματοδότησης. Ομοίως, οι Healy και Palepu (1988) εξέτασαν την ανταπόκριση της αγοράς στην έναρξη ή / και παράλειψη των μερισμάτων των αμερικανικών εταιρειών από το 1969 έως το 1980. Οι συγγραφείς σημείωσαν ότι τα κέρδη αλλάζουν σημαντικά γύρω από την αρχική πληρωμή ενός μερίσματος και παράλειψη του. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς παρατήρησαν ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις που ξεκίνησαν μερίσματα στο δείγμα 131 παρατηρήσεων εμφάνισαν αύξηση κερδών για τουλάχιστον ένα έτος πριν από την ανακοίνωση των μερισμάτων. Η εξέλιξη αυτή συνεχίστηκε καθ' όλη τη διάρκεια του έτους της έναρξης της πληρωμής των μερισμάτων και συνεχίστηκε για τα δύο επόμενα έτη. Αντίθετα, για τις 172 επιχειρήσεις στο δείγμα τους που παρέλειψαν το μέρισμα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν σημαντική μείωση των κερδών δύο χρόνια πριν από την παράλειψη και επίσης το έτος παράλειψης, αλλά η μείωση αυτή αντιστράφηκε τα επόμενα χρόνια. Αυτά τα ευρήματα υποδηλώνουν ότι οι πληροφορίες που μεταδίδονται από τις αρχικές πράξεις πληρωμής και τις παραλείψεις των μερισμάτων σχετίζονται με τις μεταβολές των κερδών μετά την ανακοίνωση των αλλαγών των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά ευθυγραμμίζονται με αυτά που αναφέρθηκαν από τον Watts (1973), που δείχνουν ότι οι αρχικές πληρωμές του μερίσματος και οι παραλείψεις μπορούν εν μέρει να προβλεφθούν από τις αλλαγές στα παρελθοντικά και τα τρέχοντα κέρδη.

Οι Gosh και Woolridge (1991) μελέτησαν τις διαδοχικές παραλείψεις μερισμάτων από τις εταιρείες NYSE κατά την περίοδο 1962-1984. Με βάση ένα δείγμα 358 αρχικών παραλείψεων, 160 δεύτερων παραλείψεων, 72 τρίτων παραλείψεων, 29 τέταρτων παραλείψεων και 55 πέμπτων ή μεγαλύτερων παραλείψεων, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι η διοίκηση φαίνεται να χρησιμοποιεί τις παραλείψεις των μερισμάτων για τη μετάδοση αρνητικών ειδήσεων και ότι στις περισσότερες περιπτώσεις οι παραλείψεις των μερισμάτων είναι ακολουθούμενη από χαμηλότερες ανακοινώσεις κερδών ή απώλειες συναλλαγών. Επιπλέον, φαίνεται ότι μια αρχική ανακοίνωση περί παραλείψεων μερισμάτων συνδέεται τυπικά με μεγάλη απώλεια τιμών μετοχών, αλλά οι επακόλουθες ανακοινώσεις παραλείψεων δεν συνδέονται με αυτό το αποτέλεσμα.

Οι Michaeli et al. (1995) εξέτασαν τις μη φυσιολογικές αποδόσεις μετά τις πρώτες μερισματικές πληρωμές και τις παραλείψεις χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο αναμενόμενων αποδόσεων με βάση το μέγεθος της επιχείρησης. Με βάση δείγμα των εταιρειών NYSE και AMEX που ξεκίνησαν ή παρέλειψαν μερίσματα κατά τη διάρκεια της περιόδου των 25 ετών από το 1964 έως το 1988, οι ερευνητές υπολόγισαν τις υπερβολικές αποδόσεις για το έτος πριν από την έναρξη (παράλειψη) και κατά τη διάρκεια του τριήμερου παραθύρου γύρω από το γεγονός έναρξης των μερισμάτων πληρωμών (την ημέρα πριν από το συμβάν και την ημέρα μετά το συμβάν). Οι ερευνητές κατέγραψαν ότι ο βραχυπρόθεσμος αντίκτυπος στην τιμή από την παράλειψη του μερίσματος ήταν αρνητικός ενώ κατά την πρώτη πληρωμή ήταν θετικός. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές παρατήρησαν ότι η μέση απόδοση των χαρτοφυλακίων για τις 561 επιχειρήσεις που ξεκίνησαν μερίσματα ήταν σημαντικά καλύτερη από τα χαρτοφυλάκια αναφοράς (επιχειρήσεις που δεν ξεκίνησαν) που παρουσιάζοντας πλεονασματική απόδοση + 15,1%. Κατά την περίοδο των τριήμερων ανακοινώσεων (γεγονότων), τα χαρτοφυλάκια που πλήρωναν για πρώτη φορά μερίσματα παρουσίασαν σημαντικό επιπλέον πλεόνασμα + 3,4%. Ωστόσο, για τις 887 επιχειρήσεις στο δείγμα τους που παρέλειψαν μερίσματα, οι συγγραφείς παρατήρησαν σημαντική μείωση των πλεονασμάτων αποδόσεων για το έτος πριν από την παράλειψη αλλά και κατά τη διάρκεια του τριήμερου πριν από την ανακοίνωση. Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η μέση βραχυπρόθεσμη απόδοση των χαρτοφυλακίων που εισήγαγαν μερίσματα κατά την περίοδο αυτή ήταν σημαντικά καλύτερη από τα χαρτοφυλάκια αναφοράς, ενώ η μέση βραχυπρόθεσμη απόδοση χαρτοφυλακίων που

παρέλειψαν μερίσματα την περίοδο ήταν σημαντικά χειρότερη από τα χαρτοφυλάκια αναφοράς.

2.3.2.2 Αποτελέσματα αλληλεπίδρασης των ανακοινώσεων μερισμάτων και κερδών

Παρά τον σημαντικό αριθμό μελετών που τεκμηριώνουν ότι τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες σχετικές με τη διαμόρφωση των τιμών, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές αντιπαραθέσεις σχετικά με το αν οι υπερβολικές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών μπορεί να αποδοθεί στην ανακοίνωση μερισμάτων. Οι ερευνητές έχουν αποκαλύψει το γεγονός ότι οι ειδήσεις σχετικά με τα μερίσματα δεν αποκαλύπτονται μεμονωμένα, αλλά δημοσιεύονται ταυτόχρονα με άλλα στοιχεία, όπως τα στοιχεία των κερδών, οι προβλέψεις τους και οι ανακοινώσεις των κεφαλαιουχικών δαπανών. Ως αποτέλεσμα, όταν οι ανακοινώσεις για μερίσματα και κέρδη εμφανίζονται ταυτόχρονα, οι απροσδόκητες επιδράσεις που υφίστανται οι τιμές των μετοχών μπορεί να μην οφείλονται αποκλειστικά και μόνο στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Οι Kane et al. (1984) παρατήρησαν ότι όταν η ανακοίνωση μερισμάτων συμβαίνει ταυτόχρονα με άλλες αποκαλύψεις, η επίδραση άλλης ανακοίνωσης έχει αντιμετωπιστεί ως "στατιστική ενόχληση που προκαλεί θόλωση στο νερό και εισάγει μεθοδολογικές επιπλοκές" ("a statistical nuisance that muddies the water and introduces methodological complications") [Kane κ.ά., 1984, p. 1091]. Συνεπώς, οι ερευνητές πρότειναν ότι η ανακοίνωση των μερισμάτων και των κερδών πρέπει να αξιολογείται στη μεταξύ τους σχέση για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει αλληλεπίδραση.

Ο αντίκτυπος των σύνθετων σημάτων στις τιμές των μετοχών εξετάστηκε σε αρκετές μελέτες με έδρα τις ΗΠΑ και αναπτύχθηκε ραγδαία μια νέα δέσμη της βιβλιογραφίας σηματοδότησης που βασίζεται στα διαδραστικά αυτά σήματα. Οι Kane et al. (1984) εξέτασαν το αποτέλεσμα επιβεβαίωσης της αλληλεπίδρασης μεταξύ ανακοινώσεων μερισμάτων και κερδών χρησιμοποιώντας 352 παρατηρήσεις αμερικανικών κατασκευαστικών εταιρειών που πραγματοποίησαν τριμηνιαία ανακοίνωση μερισμάτων και κερδών και τα οποία πραγματοποιήθηκαν εντός 10 ημερών η μία από την άλλη μεταξύ του τέταρτου τριμήνου του 1979 και του δεύτερου τριμήνου του 1983.

Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι τα απροσδόκητα κέρδη και οι ανακοινώσεις μερίσματος φάνηκαν να προκαλούν μη φυσιολογικές αποδόσεις και όταν τα μερίσματα και τα κέρδη αυξήθηκαν αμφότερα, η αντίδραση στη χρηματιστηριακή αγορά ήταν πιο ευνοϊκή από ό, τι μόνο όταν μια μεταβλητή αυξήθηκε μεμονωμένα, αν και το σήμα του μερίσματος φαίνεται να κυριαρχεί. Οι συγγραφείς ανέφεραν επίσης ότι οι ανακοινώσεις των μερισμάτων και των κερδών ερμηνεύονται πράγματι σε σχέση η μία με την άλλη και ότι η αλληλεπίδραση μεταξύ τους ήταν στατιστικά σημαντική. Μια μελέτη των Eddy και Seifert (1992), η οποία εξέτασε επίσης την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ στις σημερινές ανακοινώσεις μερισμάτων και κερδών, κατέληξε στο ίδιο συμπέρασμα. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι όταν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων και των κερδών γίνονται από κοινού, η αντίδραση της τιμή της μετοχής ήταν σημαντικά μεγαλύτερη παρά μεμονωμένα.

Η εξέταση του αντικτύπου των δύο ή και περισσότερων ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών επεκτάθηκε επίσης σε χώρες εκτός των ΗΠΑ. Για παράδειγμα, ο Liljeblom (1989) εξέτασε την επίδραση της ανακοίνωσης των μερισμάτων με τη μορφή των μετοχών και του διαχωρισμού των υφιστάμενων μετοχών σε περισσότερες στο Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης. Η έρευνα του τεκμηρίωσε το αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης μεταξύ των κερδών και των ανακοινώσεων μερίσματος στην τιμή της μετοχής. Με παρόμοιο τρόπο, ο Easton (1991) διερεύνησε την επίδραση αλληλεπίδρασης μεταξύ των σύγχρονων ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών στις τιμές των μετοχών, χρησιμοποιώντας στοιχεία της Αυστραλίας. Το δείγμα του συντάκτη προέρχεται από 339 βιομηχανίες της Αυστραλίας που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Μελβούρνης, οι οποίες δήλωσαν εξαμηνιαία μερίσματα και ανακοινώσεις κερδών και τα οποία πραγματοποιήθηκαν ταυτόχρονα μεταξύ Δεκεμβρίου 1975 και Δεκεμβρίου 1981. Χρησιμοποιώντας το ίδιο μοντέλο αλληλεπίδρασης που καθορίστηκε από τους Kane et al. (1984), ο συντάκτης έδειξε ότι υπάρχει μια ισχυρή υποστήριξη στην ταυτόχρονη ανακοίνωση κερδών και μερίσματος, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές επηρεάζονται από την αλληλεπίδραση αυτών των σημάτων στην επίτευξη αποφάσεων αγοράς και πώλησης. Το αποτέλεσμα αυτό είναι συνεπές με το πληροφοριακού χαρακτήρα περιεχόμενο της υποθέσεως του μερίσματος. Οι Lonie et al. (1996) εξέτασαν τις αντιδράσεις της κεφαλαιαγοράς σε διάφορες ταυτόχρονες ανακοινώσεις μερισμάτων και κερδών από εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου σε περίοδο έξι μηνών από τον Ιανουάριο έως τον Ιούνιο του

1991, χρησιμοποιώντας το ίδιο μοντέλο αλληλεπίδρασης που καθορίστηκε από τους Kane et al. (1984). Ο σκοπός των συγγραφέων ήταν να διερευνήσουν εάν οι ανακοινώσεις μερισμάτων του Ηνωμένου Βασιλείου περιέχουν πληροφορίες που συμπληρώνουν ή επιβεβαιώνουν πληροφορίες σχετικά με τα κέρδη, ειδικά όταν οι πληροφορίες για τα κέρδη περιέχουν ένα στοιχείο «έκπληξης» για τους επενδυτές. Διαπίστωσαν ότι οι εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα είχαν κατά μέσο όρο θετική αφύσικη απόδοση 2,03%, ενώ οι εταιρείες που μειώνουν υέστησαν κατά μέσο όρο αρνητική αφύσικη απόδοση 2,35% κατά την περίοδο ανακοίνωσης των μερισμάτων. Όσον αφορά το αποτέλεσμα αλληλεπίδρασης μεταξύ μερισμάτων και κερδών, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι τα εμπειρικά αποτελέσματα των αλληλεπιδράσεων ήταν σημαντικά, υποδεικνύοντας ότι και τα δύο αυτά σήματα επηρεάζουν από κοινού το επίπεδο των μη φυσιολογικών αποδόσεων στις τιμές των μετοχών. Οι συγγραφείς σημείωσαν επίσης ότι η ανταπόκριση της αγοράς ήταν ισχυρότερη όταν τα σήματα των μερισμάτων και των κερδών επιβεβαιώνουν το ένα το άλλο, αλλά η ανακοίνωση των κερδών είχε μεγαλύτερο αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών από τα μερίσματα.

Χρησιμοποιώντας δεδομένα από την Ιρλανδία, οι McCluskey et al. (2006) εξέτασαν την αντίδραση των χρηματιστηριακών αγορών σε ταυτόχρονες ανακοινώσεις για τα μερίσματα και τα κέρδη σε ένα περιβάλλον όπου οι περισσότερες από τις μετοχές διακινούνται ελάχιστα, αλλά η αποκάλυψη πληροφοριών είναι εξίσου εξελιγμένη με εκείνη που υπάρχει στις μεγαλύτερες αγορές. Χρησιμοποίησαν δείγμα 50 εταιρειών που πραγματοποίησαν 674 ανακοινώσεις μερισμάτων σε ιρλανδούς επενδυτές για ένα χρονικό διάστημα 15 ετών. Οι συγγραφείς ανέφεραν στοιχεία για μια στατιστικά σημαντική αντίδραση της αγοράς κατά την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων. Οι συντάκτες βρήκαν επίσης στοιχεία αλληλεπίδρασης μεταξύ ανακοινώσεων μερισμάτων και κερδών, αν και η ανάλυσή τους υποδηλώνει ότι η συνιστώσα των κερδών κυριαρχεί, με το ρόλο των μερισμάτων να περιορίζεται από την αλληλεπίδραση από τα κέρδη. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το κοινό σηματοδοτικό αποτέλεσμα των μερισμάτων και των κερδών στις ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές δεν περιορίζεται μόνο στα μεγαλύτερα και υψηλής ρευστότητας χρηματιστήρια αλλά ούτε εξαρτάται και από την ύπαρξη «τυπικών» μακροοικονομικών συνθηκών.

2.4 Μερίσματα και άλλα συναφή μοντέλα

Το επιχείρημα των Miller και Modigliani (1961), σύμφωνα με τα οποία η μερισματική πολιτική που υιοθετείται από μια επιχείρηση δεν επηρεάζει την αγοραία αξία της,

βασίζεται στην υπόθεση της ύπαρξης τέλειων κεφαλαιαγορών και ορθολογισμού των επενδυτών. Ωστόσο, ο πραγματικός κόσμος των επιχειρήσεων χαρακτηρίζεται από ασυμμετρία πληροφόρησης, κόστη αντιπροσώπευσης, φορολογικές στρεβλώσεις και παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών. Κατά συνέπεια, ελλείπει της τέλειας κεφαλαιαγοράς και της ορθολογικής συμπεριφοράς των επενδυτών, οι ακαδημαϊκοί πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική από την πλευρά της διοίκησης έχει αντίκτυπο στον πλούτο των μετόχων. Η προηγούμενη ενότητα περιέγραφε πώς τα μερίσματα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τη διοίκηση για να υποδείξουν στους επενδυτές τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης και επίσης συζητήθηκαν προηγούμενες μελέτες που εξέτασαν την υπόθεση της σηματοδότησης. Στην παρούσα ενότητα, συζητούνται και άλλες τρεις εναλλακτικές εξηγήσεις για την καταβολή των μερισμάτων καθώς και οι αντίστοιχες εμπειρικές τους μελέτες.

2.4.1 Μερίσματα και προβλήματα αντιπροσώπευσης

Μία από τις παραδοχές της βιβλιογραφίας περί άνευ σημασίας των μερισμάτων των Miller και Modigliani (1961) είναι ότι οι επιχειρηματικές, επενδυτικές και άλλες οικονομικές αποφάσεις της εταιρείας είναι ανεξάρτητες από τη μερισματική πολιτική της εταιρείας. Η υπόθεση αυτή υποδηλώνει ότι όταν καταβάλλονται μερίσματα, τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης διατηρούνται στο επίπεδο στόχου της με την έκδοση πρόσθετων μεριδίων κοινών μετοχών. Στην πραγματικότητα, όμως, οι επιχειρήσεις σπάνια πωλούν μετοχές ως αντιστάθμισμα πληρωμής των μερισμάτων και διατηρούν μια σταθερή δομή κεφαλαίου. Συνεπώς, σε αντίθεση με την υπόθεση της ανεξαρτησίας των μερισμάτων, η μερισματική πολιτική μπορεί να επηρεάσει τη σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων, την κεφαλαιακή διάρθρωση, τα επενδυτικά σχέδια και συνεπώς την αξία της επιχείρησης. Αυτή η υποεπένδυση αναλύει πώς οι πληρωμές μερισμάτων επηρεάζουν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, τις τιμές των αξιογράφων και τις συμβατικές διατάξεις μεταξύ των διάφορων μερών μιας επιχείρησης.

2.4.1.1 Θεωρία Αντιπροσώπευσης

Μια σημαντική εξήγηση για τον λόγο για τον οποίο οι επιχειρήσεις καταβάλλουν μερίσματα είναι η ύπαρξη του κόστους αντιπροσώπευσης, που προέρχεται από τον

διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και από την προσπάθεια που απαιτείται για τον έλεγχο μιας μεγάλης επιχείρησης η οποία αντιμετωπίζει συγκρούσεις συμφερόντων . Οι διενέξεις προκύπτουν επειδή οι εταιρικές αποφάσεις λαμβάνονται από διαχειριστές για λογαριασμό των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Η πρώτη σύγκρουση συμφερόντων που μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική είναι μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών. Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και του ελέγχου μπορεί να οδηγήσει σε συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και επενδυτών, διότι η διοίκηση δεν μπορεί πάντα να ενεργεί προς το συμφέρον των ιδιοκτητών της επιχείρησης (Donaldson, 1963, Jensen and Meckling, 1976). Σε αυτό το πλαίσιο, ο Jensen (1986) υποστήριξε ότι τα στελέχη παρακινούνται από αποζημιώσεις και αμοιβές ανθρώπινου κεφαλαίου έχουν κίνητρα να υπερεπενδύσουν σε ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flow), ακόμη και αν δεν υπάρχουν επικερδείς επενδυτικές ευκαιρίες (free cash flow hypothesis). Για παράδειγμα, τα στελέχη μπορούν να επενδύσουν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις όπως πλούσιοι πόροι σε εταιρικά αεριωθούμενα αεροσκάφη και ταξίδια κυνηγιού καθώς και επενδύοντας σε αδικαιολόγητες εξαγορές και επεκτάσεις. Το πρόβλημα αυτό αναγκάζει τους μετόχους να ενισχύσουν το κόστος αντιπροσώπευσης για να παρακολουθήσουν τη συμπεριφορά των διαχειριστών. Το κόστος που συνδέεται με αυτή τη δυνητική σύγκρουση συμφερόντων περιλαμβάνει τις δαπάνες για τη σύσταση, την παρακολούθηση και τη σύναψη συμβάσεων μεταξύ μετόχων και διευθυντικών στελεχών και τις υπολειμματικές αξίες λόγω ατελών συμβάσεων (Jensen and Meckling, 1976).

Η δεύτερη σύγκρουση συμφερόντων που μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική είναι μεταξύ των μετόχων και των ομολογιούχων. Στην περίπτωση αυτή, οι μέτοχοι θεωρούνται ως εκπρόσωποι των κεφαλαίων των χρεωστών (Al-Malkawi et al., 2010). Οι κάτοχοι ομολόγων έχουν δικαίωμα να λαμβάνουν περιοδικά τόκους και να λαμβάνουν την ονομαστική αξία του κεφαλαίου τους κατά τη λήξη των χρεών (Lease et al., 2000). Ωστόσο, οι κάτοχοι μετοχών ενδέχεται να προσπαθήσουν να απαλλοτριώσουν τον πλούτο από τους κατόχους ομολόγων (Jensen And Meckling, 1976, Myers, 1977). Αυτή η απαλλοτρίωση του πλούτου θα μπορούσε να λάβει τη μορφή υπερβολικών πληρωμών μερίσματος, είτε με τη μείωση των επενδύσεων προκειμένου να αυξηθούν τα μερίσματα (μερίσματα χρηματοδοτούμενα από επενδύσεις) είτε αυξάνοντας το χρέος για τη χρηματοδότηση των μερισμάτων (μερίσματα που χρηματοδοτούνται από το χρέος). Και στις δύο περιπτώσεις, εάν η

αύξηση των μερισμάτων είναι αιφνίδια από τους κατόχους χρεών, τότε η αγοραία αξία του χρέους θα υποτιμηθεί και η αγοραία αξία των μετοχών θα εκτιμηθεί. Ως αποτέλεσμα, οι κάτοχοι ομολόγων προτιμούν να θέτουν περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων για την εξασφάλιση των απαιτήσεών τους, ενώ οι μέτοχοι προτιμούν να έχουν μεγάλες πληρωμές μερισμάτων (Ang, 1987).

Η ελαχιστοποίηση του κόστους που συνδέεται με τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και του ελέγχου της επιχείρησης είναι ο ακρογωνιαίος λίθος της σύγχρονης θεωρίας της αντιπροσώπευσης. Ο Jensen και ο Meckling (1976) σημείωσαν ότι το κόστος της αντιπροσώπευσης θα μπορούσε να μετριαστεί με την αύξηση της ιδιοκτησιακής συμμετοχής των στελεχών στην επιχείρηση, η οποία θα ευθυγραμμίζει καλύτερα τα συμφέροντα τους με τα συμφέροντα των μετόχων, ενώ οι Barnea et al. (1981) υποστηρίζουν ότι τα προβλήματα αντιπροσώπευσης θα μπορούσαν να ελαχιστοποιηθούν μέσω της χρήσης πολύπλοκων συμβατικών συμφωνιών μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Ο μετριασμός των ενδεχόμενων συγκρούσεων των μετόχων και των ομολογιούχων μέσω διακανονισμών των ομολογιών είναι απαραίτητη για την αποτροπή των μεταβιβάσεων των περιουσιακών στοιχείων των ομολογιούχων στους μετόχους (John and Kalay, 1982). Ωστόσο, αυτά τα διορθωτικά μέτρα δημιουργούν σημαντικό κόστος για τους μετόχους. Η μερισματική πολιτική έρχεται και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στον έλεγχο των προβλημάτων αντιπροσώπευσης και κατά συνέπεια στην άμβλυνση των ενδεχόμενων συγκρούσεων διαχειριστή και μετόχων. Οι μεγάλες πληρωμές μερισμάτων μειώνουν τα διακριτικά διαθέσιμα κεφάλαια για προνομιακή κατανάλωση και απαιτούν από τα στελέχη να αναζητήσουν χρηματοδότηση στις κεφαλαιαγορές. Η αποτελεσματική παρακολούθηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης από την κεφαλαιαγορά μειώνει τη βέλτιστη επενδυτική δραστηριότητα και την υπερβολική υπερκατανάλωση και επομένως μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης που συνδέονται με τον διαχωρισμό ιδιοκτησίας και ελέγχου (Easterbrook, 1984).

Επιπλέον, η αύξηση των μερισμάτων θα συμβάλει στη μείωση του προβλήματος της υπέρ-επένδυσης με τη μείωση των ελευθέρων ταμειακών ροών υπό τη διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, τα οποία διαφορετικά θα μπορούσαν να είχαν σπαταληθεί σε έργα μη μέγιστου αποτελέσματος και συνεπώς με αυτό τον τρόπο να αυξηθεί η αγοραία αξία της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει επειδή όσο λιγότερα διαθέσιμα μετρητά έχει η διοίκηση, τόσο πιο δύσκολο είναι να επενδύσουν σε αρνητικά σχέδια NPV(Net Present

Value) {Allen and Michaely, 2002}. Στο μέτρο που οι μέτοχοι ανταμείβονται με μερίσματα με μετρητά και οι κεφαλαιουχικές δαπάνες χρηματοδοτούνται από τη νέα έκδοση μετοχών ή από χρεωστικούς τίτλους, η μερισματική πολιτική της εταιρείας λειτουργεί ως μηχανισμός παρακολούθησης που μειώνει τη σύγκρουση μεταξύ διαχειριστών και μετόχων της επιχείρησης μειώνοντας έτσι το κόστος αντιπροσώπευσης του μετοχικού κεφαλαίου. Με παρόμοιο τρόπο, μια υψηλότερη πληρωμή μερισμάτων βοηθά στον (Rozeff, 1982). Ο Μάνος (2002) σημείωσε ότι όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά της ιδιοκτησιακής δομής, τόσο πιο οξύ είναι το πρόβλημα λόγω του κινήτρου για ελεύθερη πρόσβαση στην παραγωγική διαδικασία (free rider problem) και επομένως τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για εξωτερική παρακολούθηση. Η πληρωμή μερισμάτων λειτουργεί επομένως ως μηχανισμό παρακολούθησης, όπως ένα κόστος δέσμευσης ή ένα κόστος ελέγχου, το οποίο μετριάξει το νεκρό κόστος των συγκρούσεων μεταξύ διαχειριστών και μετόχων, μειώνοντας έτσι το κόστος αντιπροσώπευσης και αυξάνοντας έτσι την αξία των μετόχων.

Συνοπτικά, ο πυρήνας του προβλήματος αντιπροσώπευσης όπως συζητήθηκε από τον Jensen (1986) είναι η αδυναμία των διασκορπισμένων μετόχων να αποτρέψουν την εταιρική διαχείριση από την απαλλοτρίωση του πλούτου τους λόγω σύγκρουσης συμφερόντων, διαφοροποίησης του κινδύνου και διαφορετικών χρονικών οριζώντων. Δεδομένου ότι είναι πιο δύσκολο για τη διοίκηση να αρνηθεί τη δέσμευση πληρωμής των τοκομεριδίων σε σχέση με τη δέσμευση πληρωμής των μερισμάτων, τότε ένας πιο αποτελεσματικός μηχανισμός επιβολής της πειθαρχίας είναι να αυξηθεί το επίπεδο των ομολογιών (Grossman and Hart, 1980, Jensen, 1986). Η πληρωμή μερισμάτων είναι ένας τρόπος για να μειωθεί αυτή η σύγκρουση, καθώς οι υψηλές πληρωμές στους μετόχους περιορίζουν την ευελιξία και την αποδοτικότητα των διαχειριστικών επενδύσεων. Τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν επομένως έναν αποτελεσματικό μηχανισμό για την παρακολούθηση της δυνατότητας των διαχειριστών να καταχρώνται υπερβολικά κεφάλαια. Έτσι, οι υψηλές πληρωμές μερίσματος συμβάλλουν στην επίλυση προβλημάτων αντιπροσώπευσης και συνεπώς, στην αύξηση της σταθερής αξίας στους μετόχους της.

2.4.1.2 Εμπειρικές Έρευνες

Η εξήγηση των κόστους αντιπροσώπευσης για την καταλληλότητα του μερίσματος έχει εξεταστεί εκτενώς στην εμπειρική βιβλιογραφία. Ο Rozeff (1982) ήταν ο πρώτος που δημιούργησε μια εμπειρική σχέση μεταξύ του κόστους αντιπροσώπευσης και της μερισματικής πολιτικής. Ο συντάκτης χρησιμοποίησε δείγμα 1.000 μη ελεγχόμενων επιχειρήσεων σε 64 διαφορετικές βιομηχανίες από το 1974 έως το 1980. Ο συγγραφέας χρησιμοποίησε δύο μεταβλητές ως πληρεξούσιες για το κόστος αντιπροσώπευσης και διαπιστώνει ότι αυτές οι μεταβλητές είναι σημαντικοί καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, ο συντάκτης τεκμηρίωσε ότι οι επιχειρήσεις καθιερώνουν υψηλότερες πληρωμές μερισμάτων όταν οι κάτοχοι εσωτερικής πληροφόρησης κατέχουν μικρότερο μέρος των ιδίων κεφαλαίων ή / και μεγαλύτερος αριθμός μετόχων κατέχει το εξωτερικό μετοχικό κεφάλαιο. Αυτά τα στοιχεία επιβεβαιώνουν την άποψη ότι οι πληρωμές μερισμάτων αποτελούν μέρος του βέλτιστου πακέτου παρακολούθησης / δέσμευσης της επιχείρησης και χρησιμεύουν για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Οι Crutchley και Hansen (1989) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησίας, μερισματικής πολιτικής και μόχλευσης χρησιμοποιώντας ένα δείγμα βιομηχανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1981-1985 και ανέφεραν ότι τα στελέχη λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι η αυξημένη μεταβλητότητα των κερδών επηρέασε θετικά τόσο τα ίδια τα στελέχη όσο και τα μερίσματα. Παρομοίως, οι Jensen et al. (1992) διερεύνησαν τους καθοριστικούς παράγοντες των διαφορών ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος όσον αφορά την ιδιοκτησία εμπιστευτικών πληροφοριών, την πολιτική χρέους και μερισμάτων χρησιμοποιώντας ένα κοινό εμπειρικό πλαίσιο. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τα τρία στάδια με τη χρήση των ελαχίστων τετραγώνων από ένα δείγμα 565 επιχειρήσεων για το έτος 1982 και 632 για το έτος 1987. Τεκμηρίωσαν ότι η κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών είναι ένας από τους πιο σημαντικούς καθοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής. Κατέληξαν στο συμπέρασμα λοιπόν, ότι η διοίκηση προτιμά να μην δηλώνει περισσότερα μερίσματα όταν τα μεγαλύτερα μερίδια της εταιρείας ανήκουν σε διευθυντές της επιχείρησης, αλλά αυξάνουν τις αμοιβές διευθυντών και ούτω καθεξής. αυτό συμβαδίζει με την υπόθεση του Rozeff (1982) και υποδεικνύει ότι τα οφέλη από τα μερίσματα για τη

μείωση του κόστους αντιπροσωπείας είναι μικρότερα για τις εταιρείες με χαμηλότερη διασπορά κυριότητας ή / και μεγαλύτερη κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών.

Οι Holders et al. (1998) παρείχαν περαιτέρω εμπειρική υποστήριξη στην εξήγηση της διαμάχης για την καταβολή μερισμάτων. Οι συγγραφείς εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και των επενδυτικών αποφάσεων 477 NYSE (New YORK Stock Exchange) εισηγμένων εταιρειών κατά την περίοδο 1980-1990. Διαπίστωσαν ότι υπάρχει έντονη επιρροή στο κόστος της αντιπροσώπευσης για τη λήψη αποφάσεων για τη μερισματική πολιτική των εταιρειών του δείγματος. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς ανέφεραν σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ της κατοχής εμπιστευτικών πληροφοριών και των πληρωμών μερισμάτων και μια σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των μετόχων και της πληρωμής μερισμάτων. Κατά παρόμοιο τρόπο, η Saxena (1999) διερεύνησε τους καθοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής 235 μη ελεγχόμενων και 98 ρυθμιζόμενων εισηγμένων εταιρειών της NYSE κατά την περίοδο 1981-1990. Σύμφωνα με τους Holders et al. (1998) και Rozeff (1982), ο συγγραφέας κατέγραψε ότι το κόστος της αντιπροσώπευσης επηρεάζει τη μερισματική πολιτική. Ομοίως, οι Moh'd et al. (1995) εξέτασαν τη θεωρία της αντιπροσώπευσης σε διάφορες επιχειρήσεις και μέσα στο χρόνο χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις 341 αμερικανικών επιχειρήσεων για την περίοδο 1972 έως 1989. Οι συγγραφείς ανέφεραν ότι η μερισματική πολιτική φαίνεται να είναι συνάρτηση του μεγέθους της επιχείρησης, των ρυθμών ανάπτυξης, της λειτουργικής / χρηματοοικονομικής μόχλευσης, του εγγενούς επιχειρηματικού κινδύνου και της δομής της ιδιοκτησίας. Τα ευρήματα ανέφεραν επίσης ότι οι διαχειριστές των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται να ελαχιστοποιούν το κόστος αντιπροσώπευσης και το κόστος συναλλαγής κατά τρόπο συνεπή με την ύπαρξη ενός βέλτιστου ποσοστού αποπληρωμής μερισμάτων. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι «οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν την πληρωμή των μερισμάτων τους ως απάντηση στις δυναμικές μετατοπίσεις της διάρθρωσης του κόστους αντιπροσώπευσης καθώς παρατηρούνται αλλαγές» (Moh'd et al., 1995, σελ. 383).

Ένα άλλο σκέλος της εμπειρικής δοκιμασίας των συγκρούσεων μεταξύ διαχειριστών και μετόχων έχει εξετάσει η υπόθεση των καθαρών ταμειακών ροών (free cash flow hypothesis). Η υπόθεση των καθαρών ταμειακών ροών υποδηλώνει ότι η αύξηση των πληρωμών μερισμάτων μειώνει τις ταμειακές ροές που θα είχαν επενδυθεί σε αρνητικά σχέδια NPV. Οι Lang και Litzenberger (1989) εξέτασαν την υπόθεση της καθαρής

ταμειακής ροής επιστρατεύοντας το πλαίσιο της σύγκρουσης των ενδιαφερόμενων μερών που αναπτύχθηκε από τον Berle and Means (1932) και παρατάθηκε από τον Jensen (1986) και διαπίστωσε ότι η ταμειακή ροή έχει ισχυρή επεξηγηματική ισχύ. Αυτά τα στοιχεία είναι συνεπή με την υπόθεση της καθαρής ταμειακής ροής. Αντίθετα, οι Denis et al. (1994) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της απόδοσης μερισμάτων και του Q του Tobin σε δείγμα 5.992 αύξησης μερισμάτων και 785 μείωσης μερισμάτων κατά την περίοδο 1962 έως 1988. Οι ερευνητές ανέφεραν στοιχεία που ήταν ασυμβίβαστα με την υπόθεση των καθαρών ταμειακών ροών. Άλλοι ερευνητές όπως οι Howe et al. (1992) και οι Yoon και Starks (1995) ανέφεραν επίσης στοιχεία που αμφισβητούν τα ευρήματα των Lang και Litzenberger (1989), διότι δεν βρήκαν καμία σχέση μεταξύ του Tobin Q και της αντίδρασης των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Πρόσφατα, ο Lie (2000) εξέτασε την υπόθεση των καθαρών ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα ειδικών μερισμάτων, τακτικών μερισμάτων καθώς και αυτό - προσφορών. Η τεκμηρίωση στην οποία κατέληξε είναι ότι τα στοιχεία δεν συνάδουν με την υπόθεση της καθαρής ταμειακής ροής.

Ωστόσο, εμπειρικά στοιχεία από περισσότερες από 4000 εταιρείες από 33 χώρες σε όλο τον κόσμο, συμπεριλαμβανομένων ορισμένων αναδύομενων αγορών, δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις πληρώνουν περισσότερα μερίσματα σε χώρες όπου οι μέτοχοι έχουν καλύτερη προστασία, υποδεικνύοντας υποστήριξη στην θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης για την καταβολή μερισμάτων (La Porta et al. 2000). Σε παρόμοιο πνεύμα οι Grullon et al. (2003) βρήκαν αποδεικτικά στοιχεία σύμφωνα με την υπόθεση της καθαρής ταμειακής ροής. Οι συγγραφείς ανέφεραν μείωση της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων, των ταμειακών διαθεσίμων και των κεφαλαιουχικών δαπανών κατά τα έτη μετά τις αυξήσεις των μερισμάτων. Το εύρημα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις που αναμένουν μείωση της επενδυτικής τους ευκαιρίας είναι αυτές που είναι πιθανότερο να αυξήσουν τα μερίσματα. Σε γενικές γραμμές, οι εμπειρικές αποδείξεις σχετικά με την υπόθεση της καθαρής ταμειακής ροής στην εξήγηση του κόστους αντιπροσώπευσης για την καταβολή μερισμάτων είναι στην καλύτερη περίπτωση μικτές.

Εν κατακλείδι, η θεωρία της αντιπροσώπευσης της μερισματικής πολιτικής βασίζεται κυρίως στο επιχείρημα ότι υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διαφόρων ενδιαφερομένων της επιχείρησης, ιδίως μεταξύ διαχειριστών και μετόχων.

Συγκεκριμένα, τα διευθυντικά στελέχη ενδέχεται να παρεκκλίνουν από το να ενεργούν προς το συμφέρον των μετόχων διαθέτοντας τους πόρους της επιχείρησης για να επωφεληθούν. Για παράδειγμα, τα στελέχη μπορούν να σπαταλήσουν τους πόρους της επιχείρησης σε πολυτελή γραφεία και αδικαιολόγητες συγχωνεύσεις και εξαγορές. Ως εκ τούτου, τα πλεονάζοντα μετρητά μπορούν να δημιουργήσουν πρόβλημα υπέρ-επένδυσης επειδή μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση αρνητικών έργων NPV. Για να μετριαστεί το πρόβλημα της υπέρ-επένδυσης η θεωρία αντιπροσώπευσης προτείνει οι επιχειρήσεις να επιστρέφουν μετρητά στους μετόχους με την καταβολή μερισμάτων (Easterbrook, 1984, Jensen, 1986).

2.4.2 Μερίσματα και φόροι

Μια βασική παραδοχή της θεωρίας των Miller and Modigliani (1961) είναι ότι δεν υπάρχουν φορολογικές στρεβλώσεις. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο υπάρχουν φορολογικές στρεβλώσεις. Χρηματοοικονομικοί αναλυτές έχουν θεωρήσει ότι οι φόροι μπορεί να έχουν σημαντικές επιπτώσεις στις αποφάσεις για τα εταιρικά μερίσματα. Επομένως με την παρουσία της φορολογίας, το επιχείρημα ανεξαρτησίας των μερισμάτων δε φαίνεται ρεαλιστικό. Αυτή η υποεπινότητα παρουσιάζει το θεωρητικό επιχείρημα σχετικά με τη φορολογία όσο αφορά τα μερίσματα και τα διαθέσιμα εμπειρικά στοιχεία σχετικά με την υπόθεση των φορολογικών επιδράσεων.

2.4.2.1 Θεωρία προτιμήσεως της φορολογίας/ Πελατειακή συμπεριφορά

Μια άλλη σημαντική εξήγηση για τη σημασία του μερίσματος βασίζεται στη φορολόγηση των μερισμάτων. Σύμφωνα με τις παραδοχές μιας τέλει κεφαλαιαγοράς χωρίς φορολογία ή κόστη συναλλαγής οι Miller and Modigliani (1961) απέδειξαν ότι το μέρισμα που καταβάλλεται από μια επιχείρηση δεν επηρεάζει την αγοραία αξία της καθώς ισοδυναμεί με ισοδύναμη κεφαλαιακή ζημιά. Μια από τις συνέπειες της θεωρίας αυτής είναι ότι δεν υπάρχουν φορολογικές στρεβλώσεις. Ωστόσο, στον πραγματικό επιχειρηματικό κόσμο υπάρχουν φόροι και ενδέχεται να έχουν σημαντική επιρροή στη μερισματική πολιτική και στην αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, συχνά υπάρχει διαφορετική φορολογική μεταχείριση των προσωπικών εισοδημάτων από μερίσματα και κεφαλαιακών κερδών στις περισσότερες χώρες, όπως οι Η.Π.Α. Έτσι, η επίδραση των φόρων μπορεί να επηρεάσει τη ζήτηση μερισμάτων, επειδή οι περισσότεροι

επενδυτές ενδιαφέρονται για την μετά από φόρο επιστροφή τους. Ομοίως οι φόροι μπορούν επηρεάσουν την παροχή των μερισμάτων όταν τα στελέχη επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων αυξάνοντας το ποσοστό διατήρησης των κερδών (Lease et al., 2000; Al-Malkawi et al., 2010).

Συνεπώς, η φορολογία είναι ένα σημαντικό κόστος που συνδέεται με τις πληρωμές των μερισμάτων. Η μερισματική πολιτική επηρεάζεται από τρεις φορολογικούς συντελεστές: (α) φόρο εταιρειών (β) φόρο εισοδήματος από μερίσματα και (γ) φόρο κεφαλαιουχικών κερδών. Τα στοιχεία από τη βιβλιογραφία δείχνουν ότι η προτίμηση των επενδυτών ή η αποστροφή τους σε οποιαδήποτε πολιτική μερισμάτων εξαρτάται από τη σχέση μεταξύ των τριών φορολογικών συντελεστών (Dimitrios and Dimitrios, 2007). Σύμφωνα με τη θεωρία των φορολογικών προτιμήσεων, οι επενδυτές επιλέγουν επιχειρήσεις των οποίων οι πολιτικές μερισμάτων ταιριάζουν στις φορολογικές προτιμήσεις τους (Elton and Gruber, 1970, Miller, 1977, Miller and Scholes, 1978). Αυτό σημαίνει ότι η φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών είναι πιθανό να επηρεάσει την προτίμηση για τη λήψη μετρητών είτε με τη μορφή μερισμάτων είτε με κεφαλαιακά κέρδη. Για παράδειγμα, οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα απ' ό,τι κεφαλαιακά κέρδη όταν ο φορολογικός συντελεστής του μερίσματος είναι μικρότερος από τον συντελεστή φόρου των κεφαλαιουχικών κερδών. Αντίθετα, οι επενδυτές προτιμούν τα «home-made dividends» (που παράγονται με την ρευστοποίηση μέρους της συμμετοχής τους) από τα μερίσματα μετρητών όταν το ποσοστό φόρου κεφαλαιουχικών κερδών σε ορισμένες χώρες είναι χαμηλότερο από τον υψηλότερο συντελεστή φόρου εισοδήματος.

Από την άλλη πλευρά, η υπόθεση της της πελατειακής συμπεριφοράς των μερισμάτων (clientele effect) υποδηλώνει ότι η προϋπάρχουσα πολιτική συμπεριφορά μπορεί να διαδραματίσει κάποιο ρόλο στη μερισματική πολιτική. Τα μερίσματα μπορούν επομένως να χρησιμοποιηθούν από την εταιρία για να επηρεάσουν την κατηγορία των μετόχων με στόχο την προσέλκυση. Οι Miller και Modigliani (1961) σημείωσαν ότι οι ατέλειες της αγοράς, όπως το κόστος συναλλαγών και οι διαφορετικοί φορολογικοί συντελεστές, ενδέχεται να επηρεάσουν τους επενδυτές στην προσπάθεια να επιλέξουν τίτλους τα οποία μειώνουν αυτά τα κόστη. Ως αποτέλεσμα, οι φόροι και τα έξοδα συναλλαγών μπορούν να καθορίσουν το επενδυτικό κοινό κάθε επιχείρησης, όπως πελατεία επενδυτών που επιθυμούν ελαχιστοποίηση φόρου, για παράδειγμα, θεσμικοί

επενδυτές. Δεδομένης αυτής της ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης, οι πελάτες όπως οι θεσμικοί επενδυτές τείνουν να προσελκύνονται για να επενδύσουν σε μετοχές που πληρώνουν μερίσματα (Allen et al., 2000). Οι θεσμικοί επενδυτές επίσης συχνά υπόκεινται σε περιορισμούς στους θεσμικό τους καταστατικό (όπως ο «prudent man rule») που τους εμποδίζουν να επενδύουν σε μετοχές που δεν πληρώνουν ή πληρώνουν ελάχιστα μερίσματα. Αυτός ο νόμιμος περιορισμός καθιστά τα μερίσματα ελκυστικά για τους θεσμικούς επενδυτές (Brav and Heaton, 1997). Ως αποτέλεσμα αυτό το επενδυτικό κοινό θα αυξήσει την αξία της επιχείρησης σε όλους τους μετόχους, καθώς παρακολουθεί τη διοίκηση και έτσι αυξάνει την αξία της επιχείρησης.

Συνοπτικά, η φορολογία είναι ένας από τους κρίσιμους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και τα μελλοντικά αναμενόμενα κέρδη. Το κεντρικό θέμα των φορολογικών / πελατειακών αποτελεσμάτων της υπόθεσης των μερισμάτων είναι ότι τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη και ως εκ τούτου οι μέτοχοι προτιμούν ένα μέρισμα που να ταιριάζει με το επιθυμητό πρότυπο κατανάλωσης. Ως αποτέλεσμα της υπόθεσης της φορολογικής επίδρασης, οι φορολογούμενοι επενδυτές θα απαιτήσουν υψηλότερες προ φόρων αποδόσεις από τις μετοχές που καταβάλλουν μεγάλο μέρος του εισοδήματός τους με τη μορφή υπερβολικά φορολογηθέντων μερισμάτων. Αντίθετα, η υπόθεση της πελατειακής συμπεριφοράς για φορολογικούς λόγους (tax clientele hypothesis) υποδεικνύει ότι οι επενδυτές όπως οι θεσμικοί επενδυτές, τείνουν να προσελκύνονται να επενδύσουν σε μετοχές που πληρώνουν μερίσματα, επειδή έχουν σχετικά φορολογικά πλεονεκτήματα έναντι μεμονωμένων επενδυτών (Allen et al., 2000, Al-Malkawi et al.)

2.4.2.2 Εμπειρικές Μελέτες

Το εμπειρικό έργο πάνω στο επιχείρημα περί φορολογίας επικεντρώνεται σε δύο βασικά ζητήματα: στη φορολογική επίδραση και στο «αποτέλεσμα πελατείας» (clientele-effect). Η υπόθεση της επίδρασης φόρου συχνά μελετάται χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Brennan (1970), το οποίο περιλαμβάνει την εξέταση της σχέσης μεταξύ αποδόσεων μερισμάτων και αποδόσεων μετοχών (Black and Scholes, 1974, Litzenberger and Ramaswamy, 1979, Miller and Scholes, 1982, Porteba and Summers, 1984, Michaely, 1991, Kalay and Michaely, 2000). Για παράδειγμα, οι Black και

Scholes (1974) εξέτασαν το μοντέλο της Brennan εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και τιμής μετοχών υπό την ύπαρξη φορολογικής διαφοράς μεταξύ μερισμάτων και μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία για μερίσματα, τιμές και αποδόσεις για κάθε επιχείρηση που είναι εισηγμένη στο NYSE από το 1926 έως το 1966. Οι συγγραφείς εισήγαγαν μια μεταβλητή (μερισματική απόδοση) σε μοντέλο με βάση το CAPM(Capital Asset Pricing Model) και σημείωσαν ότι η μερισματική απόδοση ήταν σημαντικά διαφορετική από μηδέν. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μετοχές με χαμηλή ή υψηλή μερισματική απόδοση δεν επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών πριν ή μετά τους φόρους. Αυτά τα στοιχεία είναι ασυμβίβαστα με την υπόθεση των φορολογικών επιδράσεων. Με παρόμοιο τρόπο, ο Michaely (1991) επωφελήθηκε από την εισαγωγή του νόμου περί φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στις ΗΠΑ, ο οποίος μείωσε τη διαφορά μεταξύ της φορολογικής μεταχείρισης των πραγματοποιημένων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών και του εισοδήματος από μερίσματα, για να εξετάσει την επίδραση των φορολογικών μεταβολών στην τιμή της μετοχής μια μέρα πριν από το μέρισμα. Ο συγγραφέας ανέλυσε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από τις μέρες πριν το μέρισμα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1986-1989 και δεν ανέφερε κανένα στοιχείο για αρνητική φορολογική επίδραση ούτε πριν ούτε μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση. Ο Michaely (1991, p. 857) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι «μια μεταβολή των φορολογικών συντελεστών στις μετοχές των επενδυτών δεν έχει σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών μια μέρα πριν από το μέρισμα». Τα αποδεικτικά στοιχεία του συντάκτη έδειξαν ότι ήταν κυρίως βραχυπρόθεσμοι και εταιρικοί επενδυτές έμποροι που ευνοούνται από τα μερίσματα αυτά επαρκώς έναντι των κεφαλαιουχικών κερδών.

Αντίθετα, οι Litzenberger και Ramaswamy (1979) επέκτειναν το μοντέλο του Brennan και ταξινόμησαν τη μετοχή σε κατηγορίες απόδοσης χρησιμοποιώντας έναν ορισμό απόδοσης μηνιαίου μερίσματος. Οι συντάκτες βρήκαν στοιχεία φορολογικής επίδρασης. Συγκεκριμένα, τα αποτελέσματα της μελέτης τους δείχνουν ότι ο συντελεστής της απόδοσης μερισμάτων είναι θετικός και εξαιρετικά σημαντικός. Οι Miller και Scholes (1982) αμφισβήτησαν τα αποτελέσματα Litzenberger και Ramaswamy και ισχυρίστηκαν ότι ο θετικός συντελεστής απόδοσης καθοδηγείται από τη τάση των πληροφοριών. Για να προσδιοριστεί εάν η θετική απόδοση του μερίσματος οφείλεται σε επιπτώσεις στην πληροφόρηση, οι Black και Scholes προσπάθησαν να

διορθώσουν την προκατάληψη της πληροφορίας και να δοκιμάσουν το φορολογικό αποτέλεσμα χρησιμοποιώντας το ίδιο δείγμα που χρησιμοποίησαν οι Litzenberger και Ramaswamy. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι ο συντελεστής απόδοσης του μερίσματος δεν ήταν στατιστικά διαφορετικός από το μηδέν. Ωστόσο, οι Kalay και Michaely (2000) διενήργησαν ένα παρόμοιο τεστ, εξαιρουμένων όλων των εβδομάδων που περιείχαν μερισματικές παραλείψεις και βρήκαν θετικό και σημαντικό το συντελεστή απόδοσης του μερίσματος. Αυτό το αποτέλεσμα είναι ασυμβίβαστο με τα ευρήματα των Miller and Scholes (1982). Σε γενικές γραμμές, η εμπειρική υποστήριξη για την υπόθεση φορολογικών επιπτώσεων είναι στην καλύτερη περίπτωση μικτή και ασαφής.

Περαιτέρω αποδεικτικά στοιχεία για τη στήριξη της υπόθεσης φορολογικού αποτελέσματος παρασχέθηκαν από τους Callaghan και Barry (2003), οι οποίοι προέβησαν σε εξέταση των ημερήσιων εμπορικών συναλλαγών μια μέρα πριν από το μέρισμα των Αμερικανικών Παραστατικών Θεματοφυλακής (American Depositary Receipts) χρησιμοποιώντας δείγμα 1.043 μερισμάτων για την περίοδο 1988-1995. Οι μελετητές ανέφεραν ότι τα στοιχεία είναι συνεπής με τα φορολογικά κίνητρα των συναλλαγών. Σε παρόμοιο πνεύμα οι Elton et al. (2005) ερεύνησαν την τιμολόγηση μια μέρα πριν από το μέρισμα υπό διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα δύο αμοιβαίων κεφαλαίων για την περίοδο 1988-2001. Τα στοιχεία τους ήταν μοναδικά διότι περιέχουν ένα σύνολο τίτλων (municipal bond funds) για τα οποία η πτώση των τιμών από το μέρισμα θα έπρεπε να είναι μεγαλύτερη από το μέρισμα, αν πρόκειται για φόρους, καθώς και ένα σύνολο από τίτλους (φορολογητέα ομόλογα) για τα οποία σε γενικές γραμμές η πτώση της τιμής έπρεπε να είναι σε μικρότερο βαθμό από τη τιμή της μετοχής.

Πρόσφατα, ο Li (2005) εξέτασε κατά πόσον οι θεσμικοί και οι ιδιώτες επενδυτές αντιδρούν γύρω από την αποκοπή του μερίσματος και πώς η συμπεριφορά τους επηρεάζει τις υπερβολικές αποδόσεις των τιμών. Ο αναλυτής ανέφερε και το είδος των συναλλαγών των επενδυτών γύρω από την ημέρα αποκοπής όσο και την επιρροή της φορολογίας. Αυτό το αποτέλεσμα είναι συνεπές με την αντίληψη ότι η διαφοροποιημένη φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών επηρεάζει την συμπεριφορά των τιμών κατά την ημέρα της αποκοπής. Οι Zhang et al. (2008) παρείχαν περαιτέρω στοιχεία για να υποστηρίξουν την επιρροή της φορολογίας. Οι ερευνητές εξέτασαν τον αντίκτυπο της μείωσης του φορολογικού συντελεστή των

μερισμάτων του 2003 στις Ηνωμένες Πολιτείες, η οποία απομακρύνει την προτιμησιακή φορολογική μεταχείριση των κεφαλαιουχικών κερδών από αυτή των μερισμάτων. Σύμφωνα με το φορολογικό καθεστώς, οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι ο δείκτης μεταβολής της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αυξάνεται από 0,749 το 2002 σε 0,946 το 2004, ο οποίος είναι κοντά σε αυτό που προέβλεπε ο Elton και ο Gruber (1970) όταν δεν υπάρχει διαφοροποιημένη φορολογία μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Οι ερευνητές ανέφεραν επίσης ότι η μέση ημερήσια αφύσικη απόδοση από την προηγούμενη ημέρα μειώνεται μετά τη μείωση του φόρου

Τέλος, μια άλλη σειρά εμπειρικών δοκιμών έχει μελετήσει τη σχέση μεταξύ των μερισματικών αλλαγών και του αποτελέσματος της πελατείας (clientele effect). Η εμπειρική υποστήριξη για την ύπαρξη της παραπάνω σχέσης είναι σχετικά μεικτή (Richardson et al., 1986, Dhaliwal et al., 1999, Seida, 2001). Για παράδειγμα, οι Richardson et al. (1986) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της παρατηρηθείς αύξησης του όγκου των χρηματιστηριακών συναλλαγών των εταιρειών και των φορολογικών ομάδων των μετόχων με τη χρησιμοποίηση ενός δείγματος 192 αμερικανικών εταιρειών που ξεκίνησαν μερίσματα για πρώτη φορά κατά την περίοδο 1969 έως το 1982. Οι ερευνητές βρήκαν αδύναμες απόδειξεις μεταξύ του αυξημένου όγκου συναλλαγών και της πελατειακής συμπεριφοράς.

Συνοψίζοντας, τα προσωπικά εισοδήματα από μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη για πολλούς επενδυτές. Επιπλέον, τα κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται έως ότου πραγματοποιηθούν τα κέρδη. Αυτή η επιλογή καθυστέρησης της επίπτωσης του φόρου μειώνει ακόμη περισσότερο τον πραγματικό φορολογικό συντελεστή των κεφαλαιακών κερδών. Η θεωρία του φορολογικού αποτελέσματος υποδηλώνει ότι οι μετοχές που αποδίδουν υψηλότερα μερίσματα θα πρέπει να κερδίζουν μεγαλύτερες προ-φορολογικές προσαρμοσμένες αποδόσεις, ενώ οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές θα πρέπει να απαιτούν ένα προ φόρων συντελεστή απόδοσης για να τους ωθήσουν να κατέχουν τις μετοχές που καταβάλλουν μερίσματα. Πολλοί ερευνητές έχουν εξετάσει τις συνέπειες της υπόθεσης των φορολογικών αποτελεσμάτων, αλλά τα αποτελέσματα είναι ασαφή.

2.4.3 Το επιχείρημα του « Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird-in-the-Hand Argument)

Μια βασική παραδοχή στην υπόθεση περί ανεξαρτησίας των μερισμάτων από την αξία της επιχείρησης των Miller and Modigliani (1961) είναι ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Όμως, στον πραγματικό επιχειρηματικό κόσμο, οι επενδυτές έχουν μια έλλειψη διανοητικής σαφήνειας ή ορθής κρίσης όσο αφορά τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων. Επομένως, απουσία ορθολογικότητας του, μια μερισματική πολιτική μπορεί να έχει αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης. Οι επενδυτές προτιμούν μια διαχειριζόμενη μερισματική πολιτική προκειμένου να συνεχίζουν να παρέχουν υποστήριξη στις αποφάσεις της διοίκησης για επενδύσεις και κατανάλωση (Thaler and Shefrin, 1981, Shefrin and Statman, 1984). Αυτή η υποενοότητα αναλύει πως οι ατέλειες της αγοράς, όπως η παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών, μπορούν να καταστήσουν την απόφαση για το μέρισμα σχετική.

2.4.3.1 Η θεωρία του « Καλύτερα πέντε και στο χέρι»

Η θεωρία του « Καλύτερα πέντε και στο χέρι ή το επιχείρημα μείωσης του κινδύνου είναι το παραδοσιακό επιχείρημα υπέρ της σχέσης μερισμάτων με την αξία της επιχείρησης. Αυτή η θεωρία που προωθήθηκε από τους Graham and Dodd (1934) και επεκτάθηκε από τους Lintner (1962) και Gordon (1959 and 1963) δηλώνει ότι με την πληρωμή μερισμάτων η εταιρία προωθεί εισροές μετρητών στους μετόχους, μειώνοντας έτσι την αβεβαιότητα που συνδέεται με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν μια πιο αξιόπιστη μορφή επιστροφής κέρδους στους μετόχους, λόγω της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών. Ως, εκ τούτου, η διανομή των μερισμάτων αυξάνει την αξία της επιχείρησης επειδή τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν βεβαιότητα ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη αβεβαιότητα (Lintner, 1962, Gordon, 1963, Walter, 1963). Οι παραδοσιακοί υποστηρίζουν μάλιστα ότι οι επενδυτές εκτιμούν το δολάριο που λαμβάνουν από τα μερίσματα περισσότερο από το δολάριο που λαμβάνουν από τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Graham and Dodd

(1934) υποστήριξαν ότι ένα δολάριο μερισμάτων έχει, κατά μέσο όρο, τέσσερις φορές επίδραση στη τιμή των μετοχών από ότι ένα δολάριο των παρακρατηθέντων κερδών.

Το βασικό επιχειρήμα υπέρ παραπάνω θεωρίας είναι ότι τα κεφαλαιακά κέρδη δεν εξαρτώνται μόνο από τις κερδοφόρες επανεπενδύσεις των κερδών από την εταιρία αλλά και από τις κινήσεις συνολικά της χρηματιστηριακής αγοράς (Kester and Robins, 2011). Ο Gordon (1963) διατύπωσε την άποψη ότι η ύπαρξη της αβεβαιότητας σχετικά με το μέλλον αρκεί για να καταστεί η τιμή των μετοχών διαφορετική με την υιοθετηθείσα μερισματική πολιτική και ειδικότερα, όσο πιο γενναιόδωρη είναι η μερισματική πολιτική, τόσο μεγαλύτερη είναι η τιμή της μετοχής. Η αντίληψη των επενδυτών για χαμηλότερο κίνδυνο μειώνει τον συντελεστή προεξόφλησης και αυξάνει την αγοραία αξία των μετοχών. Επιπλέον οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να υιοθετήσουν υψηλές πληρωμές μερισμάτων προκειμένου να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους (Lintner, 1962, Gordon, 1963). Ως εκ τούτου κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα μερίσματα σχετίζονται με την αποτίμηση της μετοχής.

Παρά την πειστικότητα του επιχειρήματος «Κάλλιο πέντε και στο χέρι», η θεωρία επικρίθηκε από ορισμένους μελετητές οι οποίοι θεωρούν ότι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της επιχείρησης είναι ανεξάρτητο από τη μερισματική πολιτική της, επειδή οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Οι Miller and Modigliani (1961) παρουσιάζουν ένα εύλογο επιχειρήμα έναντι της παραπάνω θεωρίας υποστηρίζοντας ότι ο κίνδυνος μιας επιχείρησης επηρεάζεται από την επικινδυνότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών των, αλλά όχι από τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση διανέμει τα έσοδα της. Κατά συνέπεια, οι Miller and Modigliani αποκάλεσαν την παραπάνω θεωρία μια «πλάνη». Ο Bhattacharya (1979) υποστήριξε επίσης ότι εάν η επικινδυνότητα της ρευστότητας μιας επιχείρησης καθορίζει τον κίνδυνο μιας επιχείρησης, τότε ο συλλογισμός πίσω από τη θεωρία του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι» είναι παραπλανητικός επειδή μια αύξηση στην πληρωμή των μερισμάτων δε θα ενισχύσει την αξία της επιχείρησης

Συνοπτικά, η θεωρία του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι» υποδουλώνει ότι οι επενδυτές αποδίδουν αξία στην απτή φύση μιας εκταμίευσης σε μετρητά σε σχέση με πιθανό κεφαλαιακό κέρδος. Οι υποστηρικτές αυτής της θεωρίας πιστεύουν ότι τα μερίσματα

με μετρητά είναι ελκυστικά για τους μετόχους επειδή είναι λιγότερο επικίνδυνα από τις υποσχέσεις ανάπτυξης (κεφαλαιακά κέρδη). Ως αποτέλεσμα αυτής της προτίμησης, οι επενδυτές πληρώνουν υψηλότερες τιμές για τις μετοχές μιας εταιρείας που διανέμει μερίσματα σε σύγκριση με μια εταιρεία που κατέχει τα κέρδη της όταν άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Επομένως, αυτή η θεωρία δείχνει ότι εάν η εταιρεία θέλει να μεγιστοποιήσει την τιμή της μετοχής της, τότε θα πρέπει να υιοθετήσει ένα υψηλό ποσοστό αποπληρωμής μερισμάτων.

2.4.3.2 Εμπειρικές Μελέτες

Οι εμπειρικές μελέτες που έχουν δημοσιευθεί για να εξηγήσουν την ευστάθεια της παραπάνω θεωρίας είναι γενικά πολύ περιορισμένες. Ωστόσο, ορισμένοι ερευνητές εξέτασαν την υπόθεση χρησιμοποιώντας μοντέλα παλινδρόμησης για να εκτιμήσουν την επιρροή των μερισμάτων και των παρακρατηθέντων κερδών στην τιμή της μετοχής. Ο Gordon (1959) εξέτασε την υπόθεση περί καταβολής των μερισμάτων και διαπίστωσε ότι τα μερίσματα έχουν μεγαλύτερη επιρροή στην τιμή των μετοχών από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Στο ίδιο αποτέλεσμα κατέληξε και ο Fisher (1961) χρησιμοποιώντας δεδομένα από το Ηνωμένο Βασίλειο κατά την περίοδο μεταξύ 1949 και 1957. Άλλες μελέτες (π.χ., Gordon and Shapiro, 1956, Lintner, 1962, Gordon, 1963, Walter, 1963) παρείχαν στοιχεία που δείχνουν ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα μετρητών από τα κεφαλαιακά κέρδη. Αυτά τα αποδεικτικά στοιχεία είναι συνεπή με την υπόθεση του «Κάλλιο πέντε και στο χέρι». Αντίθετα, ο Diamond (1967) εξέτασε την επίδραση των μερισμάτων και των παρακρατηθέντων κερδών σε ένα δείγμα 255 αμερικανικών εταιρειών κατά την περίοδο 1961 και 1962. Τα αποτελέσματα έδειξαν αδυναμία στο επιχείρημα ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα απ' ό,τι τα κεφαλαιακά κέρδη. Αυτό το αποτέλεσμα είναι παρόμοιο και με εκείνο που αναφέρθηκε από τους Friend and Puckett (1964).

Άλλοι ερευνητές έχουν επίσης μελετήσει την παραπάνω θεωρία διερευνώντας τις απόψεις των εταιρικών διευθυντικών στελεχών που συμμετέχουν στη διαχείριση της μερισματικής πολιτικής των εταιρειών τους. Τα στοιχεία από την έρευνα τείνουν να απορρίπτουν την εξήγηση περί ενδιαφέροντος για το μέρισμα (Baker and Powell, 1999, Baker et al., 2002). Για παράδειγμα, οι Baker et al. (2002) εξέτασαν τους διευθυντές των εταιρειών NASDAQ που διαρκώς καταβάλλουν μερίσματα για να καθορίσουν εάν οι μέτοχοί τους προτιμούν τα μερίσματα έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Οι

συγγραφείς δεν βρήκαν καμία υποστήριξη ως προς το λόγο για τον οποίο διανέμονται μερίσματα. Ωστόσο, τα πρόσφατα στοιχεία από μια αναδυόμενη αγορά έδειξαν ότι οι εισηγμένες στο Μπαρμπάντος εταιρίες είχαν έντονη αίσθηση ότι τα μερίσματα είναι μια ανταμοιβή για επενδύσεις, αρκετά ξεχωριστή και ευδιάκριτη από τα κεφαλαιακά κέρδη, γεγονός που υποδηλώνει τη στήριξη στην εξήγηση περί «Κάλλιο πέντε και στο χέρι». Με βάση λοιπόν τις παραπάνω μελέτες, οι μαρτυρίες σχετικά με την εξήγηση της παραπάνω υπόθεσης είναι στην καλύτερη περίπτωση ανάμεικτες.

Από την προηγούμενη ανάλυση, είναι σαφές ότι οι ατέλειες της αγοράς είναι το κλειδί για τη σύνδεση της μερισματικής πολιτικής με την αγοραία αξία της εταιρίας. Το τελευταίο τμήμα αποτέλεσε μια συζήτηση για μία από τις ατέλειες της αγοράς, την ασυμμετρία πληροφόρησης, ενώ η τρέχουσα ενότητα έδωσε μια λεπτομερή συζήτηση για τις τρεις αυτές ατέλειες της αγοράς, το κόστος των υπηρεσιών, τους φόρους και την παράλογη συμπεριφορά των επενδυτών. Η επόμενη ενότητα ασχολείται με τη συμβολή της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής στην εξήγηση της αντοχής της πολιτικής των εταιρικών μερισμάτων. Επίσης, εξετάζει τις προγενέστερες μελέτες σχετικά με τη μερισματική συμπεριφορά της διοίκησης στις αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές.

2.5 ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Κανένα από τα μοντέλα που συζητήθηκαν στις προηγούμενες ενότητες δεν εξήγησε πλήρως την παρατηρούμενη συμπεριφορά των εταιρικών μερισμάτων. Ο Shiller (1984) σημείωσε ότι η συμπεριφορά των επενδυτών επηρεάζεται ουσιαστικά από κοινωνικούς κανόνες και στάσεις. Ως εκ τούτου, η επίλυση του παζλ μερισμάτων είναι αδύνατη, αγνοώντας τα πρότυπα της συνηθισμένης συμπεριφοράς των επενδυτών (Shiller, 1989 · Statman, 1997). Η μερισματική πολιτική εξηγείται καλύτερα με την προσθήκη ενός κοινωνικοοικονομικού μοντέλου συμπεριφοράς σε οικονομικά μοντέλα. Έτσι, τα μερίσματα είναι εν μέρει παράδοση και εν μέρει μια μέθοδος για την εξάλειψη της ανησυχίας των επενδυτών (Frankfurter and Lane, 1992). Αυτή η ενότητα ασχολείται με τα θεωρητικά συμπεριφορικά μοντέλα της μερισματικής πολιτικής και επίσης αναθεωρεί την προηγούμενη βιβλιογραφία σχετικά με τη μερισματική συμπεριφορά της διοίκησης στις ανεπτυγμένες αγορές.

2.5.1 Θεωρητικά συμπεριφορικά μοντέλα της μερισματικής πολιτικής

Η θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής πάνω στα μερίσματα υποστηρίζει ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα έναντι των κεφαλαιουχικών κερδών παρά τη φορολογική διαφορά. Το σκεπτικό πίσω από αυτή την προτίμηση είναι ότι οι επενδυτές θέλουν να ακολουθήσουν ένα αυτόβουλο και πειθαρχημένο χρηματοοικονομικό σχέδιο για να αυξήσουν το κεφάλαιό τους και να αποτρέψουν την παρορμητική αγοραστική συμπεριφορά. Κατά την κρίση των επενδυτών, τα οφέλη που αποκτώνται από την αυτοπειθαρχία ξεπερνούν τις αρνητικές επιπτώσεις της φορολογικής διαφοράς στον πλούτο τους (Shefrin and Statman, 1984).

Σύμφωνα με τους Feldstein και Green (1983), η απόφαση για το εταιρικό μέρισμα είναι το τελευταίο βήμα μιας διαδικασίας που αξιολογεί δεδομένα από πέντε πηγές. Πρώτον, η μερισματική πολιτική είναι συνέπεια των αναγκών της κατανάλωσης των επενδυτών. Δεύτερον, η αγοραία αξία των κερδών εις νέον είναι μικρότερη από την αγοραία αξία των μερισμάτων. Τρίτον, η πληρωμή μερισμάτων είναι σύμφωνη με την σταθερή κατάσταση ανάπτυξης και τη βέλτιστη σχέση χρέους / ιδίων κεφαλαίων. Τέταρτον, οι πληρωμές μερισμάτων αποτελούν υποπροϊόν χωρισμού ιδιοκτησίας και ελέγχου. Τέλος, η συμμετοχή των μετόχων με ποικίλες φορολογικές υποχρεώσεις και στόχων διαφοροποίησης σε ισορροπία με αβεβαιότητα έχει ως αποτέλεσμα την πληρωμή μερισμάτων (Frankfurter and Wood, 2002, p. 117).

Οι Shefrin και Statman (1984) ανέπτυξαν ένα πλαίσιο που εξηγεί γιατί οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από τα κεφαλαιουχικά κέρδη χρησιμοποιώντας τη θεωρία του αυτοέλεγχου (Thaler and Shefrin, 1981) και την περιγραφική θεωρία της επιλογής υπό αβεβαιότητα (Kahneman και Tversky, 1979). Τα μερίσματα και τα κεφαλαιουχικά κέρδη δεν έχουν την ίδια αξία σε έναν κόσμο που διαμορφώνεται χρησιμοποιώντας τη θεωρία του αυτοέλεγχου, αντίθετα, οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη, διότι τα μερίσματα διαθέτουν μια αυτόματη μέθοδο ελέγχου των επίπεδων που δαπανούνται (Thaler, 1980). Με παρόμοιο τρόπο, τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη δεν είναι πάντα τέλεια υποκατάστατα λόγω της έλλειψης αυτοέλεγχου για καθυστέρηση της ικανοποίησης (Thaler και Shefrin, 1981). Από την άλλη πλευρά, οι Kahneman και Tversky (1982) ισχυρίζονται ότι η πώληση μεριδίων στο μετοχικό κεφάλαιο προκαλεί μεγαλύτερη περιφρόνηση και ανησυχία στους

επενδυτές από τη δαπάνη των μετρητών που ελήφθησαν από τις πληρωμές μερισμάτων.

2.5.2 Η Μερισματική Συμπεριφορά των Διευθυντών

Η πρωτοποριακή μελέτη σχετικά με τη μερισματική συμπεριφορά της διοίκησης αναλήφθηκε από τον Lintner (1956) ο οποίος πραγματοποίησε συνέντευξη από 28 διευθυντές εταιρειών των μεγάλων βιομηχανικών εταιρειών των ΗΠΑ σχετικά με τις απόψεις τους για τη μερισματική πολιτική. Ο συντάκτης ανέφερε ότι οι αποφάσεις για μερίσματα γίνονται με συντηρητικό τρόπο, όπως αντικατοπτρίζεται από την απροθυμία των τμήματος διαχείρισης να μειώσει τα μερίσματα. Αυτή η απροθυμία στη μείωση των μερισμάτων από το τμήμα της διοίκησης οδήγησε σε σταθερή πληρωμή μερισμάτων, διότι η διοίκηση δεν επιθυμεί να περικόψει τις μερισματικές πληρωμές στο μέλλον, καθώς αυτό μπορεί να μετέδιδε ένα αρνητικό μήνυμα στους επενδυτές. Ο Lintner δήλωσε επίσης ότι στα δύο τρίτα των εταιρειών που ερευνήθηκαν οι εταιρείες είχαν μια ευέλικτη πολιτική μερισμάτων και ότι η πρωταρχική ανησυχία μεταξύ των διαχειριστών φαίνεται να είναι η επίτευξη μιας ομαλής αύξησης των συντελεστών πληρωμών. Με άλλα λόγια, οι εταιρείες έχουν στοχεύσει σε κάποιους μακροπρόθεσμους δείκτες πληρωμής μερισμάτων που οδηγούν στην εξομάλυνση των πληρωμών μερισμάτων με την πάροδο του χρόνου. Συγκεκριμένα, ο συγγραφέας δηλώνει ότι οι επιχειρήσεις είχαν στόχο αποπληρωμής ένα μέσο όρο περίπου 50,0%. Ο Lintner (1956) κατέγραψε επίσης ότι υπήρξε μια σταδιακή προσαρμογή σε ετήσια βάση για την επίτευξη του επιπέδου πληρωμής στόχου και ότι ο μέσος συντελεστής προσαρμογής βρέθηκε να είναι 30,0% για το σύνολο του δείγματος. Σύμφωνα με τη Lintner (1956), οι καλύτεροι δείκτες των μερισμάτων της τρέχουσας χρήσης είναι τα κέρδη του τρέχοντος έτους και το μερίσμα που καταβλήθηκε το προηγούμενο έτος. Με βάση αυτή την έρευνα, ο Lintner (1956) ανέπτυξε το μοντέλο μερικής προσαρμογής των μερισμάτων που συνοψίζεται στις ακόλουθες εξισώσεις:

$$D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{it-1}) + U_{it} \quad [2.1]$$

ή

$$\text{Dit} = \text{ait} + \text{b Pit} + \text{d Dit-1} + \text{Uit}$$

[2.2]

Παρά τη συμβολή του συμπεριφορικού μοντέλου της μερισματικής πολιτικής του Lintner (1956), ο Michaelson (1961) ισχυρίστηκε ότι το μοντέλο του Lintner για τον προσδιορισμό του μερίσματος, στο οποίο ο δείκτης στόχου αποπληρωμής μερισμάτων είναι η κύρια παράμετρος, δεν είναι ικανοποιητικός για θεωρητικούς και εμπειρικούς λόγους. Ο συγγραφέας σημείωσε ότι ο Lintner χρησιμοποίησε συνολικά δεδομένα χρονοσειρών ως το κύριο αντικείμενο της ανάλυσής του και δεν προέβη σε ενδελεχή προσπάθεια να αποδείξει ότι τα κέρδη και τα μερίσματα για τον εταιρικό τομέα στο σύνολό του θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως παρατήρηση μιας μόνο επιχείρησης και ότι αυτές οι παρατηρήσεις για αρκετά συνεχή έτη θα μπορούσαν να αντιμετωπίζονται ως ανεξάρτητες παρατηρήσεις για παρόμοιες επιχειρήσεις. Ωστόσο, η Brittain (1966) και οι Fama και Babiak (1968) επανεκτίμησαν το μοντέλο της Lintner και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το βασικό μοντέλο της Lintner συνέχισε να αποδίδει καλά σε σχέση με εναλλακτικές προδιαγραφές, χρησιμοποιώντας τόσο κέρδη οικονομικής δραστηριότητας όσο και δεδομένα μερισμάτων και στοιχεία για μεμονωμένες επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, οι Fama και Fabiak (1968) χρησιμοποίησαν μεθόδους παλινδρόμησης, διέγερσης και πρόβλεψης για να ελέγξουν διαφορετικά μοντέλα μερισματικών αλλαγών για να βελτιώσουν την εξίσωση που πρότεινε ο Lintner χρησιμοποιώντας δεδομένα για 392 αμερικανικές επιχειρήσεις κατά την περίοδο 1946-1964. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι η εξίσωση του Lintner ήταν καλή σε σύγκριση με άλλα εξεταζόμενα μοντέλα. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς κατέγραψαν ότι ο συντελεστής προσδιορισμού (R) για το μοντέλο Lintner στο 0,432 ήταν ο υψηλότερος επιτευχθείς.

Πολλές έρευνες μερισμάτων πραγματοποιήθηκαν μετά την μελέτη Lintner (1956) στις ΗΠΑ (Fama και Babiak, 1968, Baker et al, 1985, Fama, 1974, Pruitt and Gitman, 1991, Benartzi et al. ,1997, Baker and Powell, 1999, Brav et al., 2005). Όλες αυτές οι μελέτες κατέγραψαν τεκμηριωμένα αποτελέσματα που υποστηρίζουν ευρέως το συμπέρασμα

της Lintner, ιδίως όσον αφορά το ενδιαφέρον για τη συνέχεια των μερισμάτων. Για παράδειγμα, οι Fama και Fabiak (1968) διεξήγαγαν μια εμπειρική ανάλυση της μερισματικής συμπεριφοράς 392 αμερικανικών εταιρειών και ανέφεραν ότι το μοντέλο της Lintner ήταν ικανοποιητικό σε σύγκριση με άλλα μοντέλα μερισματικής πολιτικής. Σε παρόμοιο πνεύμα οι Baker et al. (1985) διερεύνησαν τους διευθυντές 562 αμερικανικών εταιρειών από τρεις βιομηχανικές ομάδες (επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, μεταποιητική βιομηχανία και χονδρική / λιανική), για να προσδιορίσουν τους βασικούς καθοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική είναι το αναμενόμενο επίπεδο των μελλοντικών κερδών, το μότιβο των προηγούμενων μερισμάτων, η διαθεσιμότητα των μετρητών και η επιθυμία διατήρησης ή αύξησης της τιμής των μετοχών. Οι συντάκτες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι ερωτηθέντες ακολούθησαν το μοντέλο του Lintner, στην προσπάθειά να αποφύγουν την αλλαγή των ποσοστών μερίσματος που ίσως σύντομα χρειαστεί να αντιστραφούν στο μέλλον. Πρόσφατα στοιχεία από τους Brav et al. (2005) υποδείκνυαν επίσης ότι η διοίκηση ακολουθεί το μοντέλο Lintner (1956) όταν αποφασίζει για τη διαδικασία διαμόρφωσης μερισμάτων.

Πολλοί ερευνητές έχουν διερευνήσει τη μερισματική συμπεριφορά της διοίκησης σε χώρες εκτός των ΗΠΑ και τεκμηρίωσαν τα αποτελέσματα που υποστηρίζουν ευρέως τα συμπεράσματα του Lintner (1956) (Partington, 1985, Dhanani, 2005, McCluskey et al., 2007, Kester and Robbins, 2011). Για παράδειγμα, σε μια ταχυδρομική έρευνα 93 μεγάλων εταιρειών της Αυστραλίας, ο Partington (1985) διαπίστωσε ότι οι διαχειριστές αντιλήφθηκαν ότι τα μερίσματα είναι σημαντικά για τη σηματοδότηση των απόψεών τους σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία. Οι συγγραφείς ανέφεραν επίσης ότι οι ερωτηθέντες προσέδωσαν μεγάλη σημασία στην ικανοποίηση των απαιτήσεων των μετόχων για εισόδημα και στη διατήρηση της αφοσίωσης των μετόχων. Ο Dhanani (2005), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1000 εταιρειών του Ηνωμένου Βασιλείου (που αποτελείται από τις κορυφαίες εταιρείες LSE 800 και τους κορυφαίους 200 AIM), διαπίστωσε ότι οι διαχειριστές υποστηρίζουν τις γενικές υποθέσεις σχετικών με το μέρισμα, όπου η πολιτική μερισμάτων συμβάλλει στην ενίσχυση της αξίας της εταιρικής αγοράς. Πρόσφατα, McCluskey et al. (2007) προχώρησε σε μια συνέντευξη με τους οικονομικούς διευθυντές 20 κορυφαίων ιρλανδικών εταιρειών για να παράσχει

μια σύγχρονη προοπτική για το ρόλο των μερισμάτων στις μικρότερες ανεπτυγμένες χώρες. Οι συγγραφείς ανέφεραν ότι το μοντέλο της Lintner παραμένει η καλύτερη περιγραφή της διαδικασίας διανομής μερισμάτων, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις ακολουθούν μια πολιτική στην οποία οι μειώσεις μερισμάτων είναι «κατάρρα» και ένα αυξημένο μέρισμα ανακοινώνεται μόνο εάν η διοίκηση είναι πεπεισμένη ότι το νέο μέρισμα μπορεί να διατηρηθεί.

2.6 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ ΣΤΙΣ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Μέχρι στιγμής, η έρευνα σχετικά με τη μερισματική πολιτική και η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων δείχνουν μια κλίση υπέρ των επιχειρήσεων σε χώρες με αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές, καθώς οι περισσότερες από τις έρευνες για τη μερισματική πολιτική διεξήχθησαν σε αυτές τις χώρες. Η παρούσα ενότητα κάνει μια ανάλυση των λίγων μελετών που πραγματοποιήθηκαν για το θέμα αυτό στις αναδυόμενες αγορές, μια αγορά στην οποία βρίσκεται και η χώρα μας μετά την υποβάθμιση της από «αναπτυγμένη» το 2013.

2.6.1 Ανακοινώσεις Μερισμάτων και Τιμές Μετοχών

Η εξέταση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερίσματος επεκτάθηκε επίσης στις αναδυόμενες αγορές, αν και σχετικά είναι ελάχιστες. Η Bandara (2001) εξέτασε το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μερίσματος χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις 37 εταιρείες που πραγματοποίησαν 123 μερισματικές ανακοινώσεις στο Χρηματιστήριο του Colombo (CSE) της Σρι Λάνκα κατά την περίοδο 1993-1998. Τα αποτελέσματα της μελέτης υποστηρίζουν την αντίληψη ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν στις ανακοινώσεις μερίσματος. Συγκεκριμένα, ο αναλυτής κατέγραψε ότι η αγορά αντέδρασε θετικά στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος και αρνητικά στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος. Για τις ανακοινώσεις μερίσματος χωρίς μεταβολή, ο συντάκτης δεν τεκμηριώνει καμία σημαντική αντίδραση. Σε παρόμοιο πνεύμα, οι Travlos et al. (2001) εξέτασε την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις για τα μερίσματα μετρητών στην

Κύπρο τεκμηρίωσε θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης των μερισμάτων. Οι αναλυτές συνέστησαν επίσης στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές να υιοθετήσουν μια πολιτική πληρωμών που να ανταποκρίνεται στα χαρακτηριστικά της χρηματιστηριακής τους αγοράς, όπως η μικροδιαμόρφωση της αγοράς και η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων. Παρά το βάρος αυτό των στοιχείων, μια μελέτη από τους Chen et al. (2002) σχετικά με την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην παράλληλη ανακοίνωση των κερδών, των μερισμάτων σε μετρητά και των μερισμάτων που γίνεται με την μορφή πρόσθετων μετοχών στην κινεζική χρηματιστηριακή αγορά δε βρήκαν στοιχεία που να αποδεικνύουν την αντίδραση της τιμής των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς κατέγραψαν ότι τα μερίσματα μετρητών δεν έχουν σαφή συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών σε ένα δείγμα εταιριών που μελετήθηκαν. Τα αποτελέσματά τους υποδηλώνουν ότι η διακύμανση των μερισμάτων μειώνει το πληροφοριακό τους περιεχόμενο. Με παρόμοιο τρόπο, οι Akbar και Baig (2010) εξέτασαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερισμάτων στο Πακιστάν και την περίοδο από την 1η Ιουλίου 2004 έως τις 29 Ιουνίου 2007 και ανέφεραν αμελητέες μη φυσιολογικές αποδόσεις για ανακοινώσεις μερισμάτων με μετρητά. Ωστόσο, πρόσφατη μελέτη του Hu Zuguang και Ahmed (2010) που κάλυψε την περίοδο Ιανουαρίου 2005 έως Δεκέμβριος 2009 αποκάλυψε σημαντική αντίδραση στην τιμή των μετοχών σε ανακοινώσεις μερίσματος στο Χρηματιστήριο της Σαγκάης. Συγκεκριμένα, οι ερευνητές ανέφεραν θετικές αφύσικες αποδόσεις για τις εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης των μερισμάτων. Ωστόσο, για τις εταιρείες που πληρώνουν μειωμένα μερίσματα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι η αγορά δεν παρουσίασε αρνητικές μη φυσιολογικές αποδόσεις, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επενδυτές στη χρηματιστηριακή αγορά της Σαγκάης δεν θεωρούν τη μείωση του μερίσματος ως αρνητικό σήμα. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν επίσης ότι σημαντική μεγάλες αυξήσεις στην ανακοίνωση του μερίσματος έχει πολύ μεγαλύτερη επίδραση στην αξία των μη φυσιολογικών αποδόσεων, γεγονός που υποδηλώνει ότι το μέγεθος της αύξησης των μερισμάτων ήταν σημαντικό στοιχείο για τους επενδυτές.

Άλλοι ερευνητές έχουν επίσης διερευνήσει την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων χρησιμοποιώντας στοιχεία των αναδυόμενων αγορών και έχουν τεκμηριωμένα αποτελέσματα που υποστηρίζουν την υπόθεση της σηματοδότησης (Aamir and Ali Shah, 2011 · Al-Yahyaee et al., 2011 · Sharma, 2011).

Για παράδειγμα, οι Al-Yahyaee et al. (2011) εξέτασε τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μερίσματος με μετρητά, χρησιμοποιώντας στοιχεία από το κόσμο των εταιρειών του Ομάν στην ανακοίνωση των μερισμάτων από την 1η Ιανουαρίου 1997 έως την 31η Αυγούστου 2005. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς εξέτασαν την υπόθεση σηματοδότησης χρησιμοποιώντας και τη φορολογική βάση, η οποία υποδεικνύει ότι τα μερίσματα δεν θα ήταν ενημερωτικά αν όχι για τους υψηλότερους φόρους επί των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

Πολύ πρόσφατα, ο Dharmaratne (2013) εξέτασε την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων και την αποτελεσματικότητα της πληροφόρησης στη χρηματιστηριακή αγορά της Σρι Λάνκα χρησιμοποιώντας δείγμα 61 εταιρειών που πραγματοποίησαν 137 ανακοινώσεις μερισμάτων κατά την περίοδο 1999-2005. Ο συγγραφέας χώρισε το δείγμα σε τρεις ομάδες βάσει των ανακοινώσεων αλλαγών στα μερίσματα. Ο συντάκτης τεκμηριώνει ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν στις ανακοινώσεις μερίσματος στη Σρι Λάνκα, υπονοώντας ότι τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες ευαίσθητες προς τις τιμές των μετοχών. Συγκεκριμένα, ο συντάκτης κατέγραψε ότι οι μέσες αφύσικες αποδόσεις τόσο για τις εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα όσο και για τις εταιρείες που τα μειώνουν ήταν θετικές κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης, γεγονός που υποδηλώνει ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά όταν γίνονται ανακοινώσεις μείωσης μερισμάτων στη χρηματιστηριακή αγορά της Σρι Λάνκα. Τέλος, ο συντάκτης βρήκε επίσης στοιχεία που δείχνουν ότι η αγορά αντιδρά νωρίτερα από την πραγματική ανακοίνωση των μερισμάτων, υποδηλώνοντας ότι υπάρχει διαρροή πληροφοριών στην αγορά.

2.6.2 Διοικητικές απόψεις για τα μερίσματα στις αναδυόμενες αγορές

Πολύ λίγες μελέτες έχουν αναλύσει τη μερισματική συμπεριφορά της διοίκησης σε ένα περιβάλλον αναδυόμενης αγοράς. Οι Glen et al. (1995) ήταν οι πρώτοι που μελέτησαν τις αποφάσεις των μερισμάτων από τις επιχειρήσεις στις αναδυόμενες αγορές. Οι ερευνητές διαπίστωσαν ότι οι συντελεστές πληρωμών στις αναπτυσσόμενες χώρες είναι κατά κανόνα πολύ χαμηλότεροι από εκείνους των ανεπτυγμένων χωρών και ότι οι επιχειρήσεις στις αναδυόμενες αγορές συχνά παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις των μερισμάτων διαχρονικά. Οι ερευνητές ανέφεραν επίσης ότι οι μέτοχοι και οι

κυβερνήσεις ασκούν σημαντική επιρροή στη μερισματική πολιτική και ότι τα μερίσματα έχουν ελάχιστο σηματοδοτικό περιεχόμενο. Οι Chazi et al. (2011) εξέτασαν την πρακτικό τομέα της πολιτικής μερισμάτων σε μια αναδύομενη αγορά στα ΗΑΕ, χρησιμοποιώντας τόσο ερωτηματολόγια όσο και πεδία συνεντεύξεων. Τα αποτελέσματά τους υποστηρίζουν την άποψη ότι η μερισματική πολιτική είναι συντηρητική. Συγκεκριμένα, οι συγγραφείς ανέφεραν ότι οι εταιρείες είναι απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα και ότι συνήθως καθορίζουν την πολιτική πληρωμών βάσει των εσόδων του τρέχοντος έτους και των παρελθοντικών μερισματικών πληρωμών. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν επίσης ότι «τα μερίσματα στα ΗΑΕ θεωρούνται από τα διευθυντικά στελέχη ως εναπομένουσα ταμειακή ροή και καθορίζονται μετά την πραγματοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων» (Chazi et al., 2011, σελ. 257). Όσον αφορά τους καθοριστικούς παράγοντες της πολιτικής των μερισμάτων στα ΗΑΕ, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι οι φόροι είναι αδιάφοροι. ότι οι θεσμικοί επενδυτές αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην πειθαρχία των διαχειριστών και ότι το μέρισμα μπορεί να διαδραματίσει πειθαρχικό ρόλο στον έλεγχο των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Τελικά, οι συγγραφείς βρήκαν υποστήριξη για τη σηματοδοτική λειτουργία της μερισματικής πολιτικής. Οι Khan et al. (2011) διερεύνησαν τις διαχειριστικές απόψεις σχετικά με τη μερισματική πολιτική στο Πακιστάν, με τη χρήση συνεντεύξεων. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι παρά τις διαφορές στο θεσμικό περιβάλλον μεταξύ αναδύομενων και αναπτυγμένων αγορών, η διαδικασία διαμόρφωσης μερισμάτων στο Πακιστάν ήταν παρόμοια από πολλές απόψεις με εκείνες στις ΗΠΑ και σε άλλες ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Συγκεκριμένα, οι αναλυτές ανέφεραν ότι οι εταιρείες του Πακιστάν επικεντρώνονται στα τρέχοντα κέρδη και τη ρευστότητα όταν αποφασίζουν για το επίπεδο εκταμίευσης. Ωστόσο, οι αναλυτές πρότειναν ότι τα μερίσματα παρελθοντικών χρήσεων δεν επηρεάζουν τα σημερινά επίπεδα του μερίσματος στο Πακιστάν και ότι οι εταιρείες δεν ήταν απρόθυμες να ανακοινώσουν νέες περικοπές μερισμάτων.

2.7 Διεξοδική εξέταση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και χρηματοπιστωτικής κρίσης

Ελάχιστες μελέτες έχουν διερευνήσει τη σχέση μεταξύ μιας κρίσης και της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Οι Campello, Graham & Harvey (2009) διεξήγαγαν μια μελέτη σχετικά με τις εταιρικές δαπάνες των επιχειρήσεων που αντιμετώπιζαν οικονομικούς περιορισμούς κατά την κρίση του 2008. Η έρευνα αυτή έγινε κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης το φθινόπωρο του 2008. Τα βασικά συμπεράσματα αυτής της μελέτης ήταν ότι οι οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις στις Η.Π.Α κατά μέσο όρο σχεδίαζαν να μειώσουν δραματικά την απασχόληση(κατά 11%), τις τεχνολογικές δαπάνες(κατά 22%), τις επενδύσεις κεφαλαίου(κατά 9%), τις δαπάνες μάρκετινγκ(κατά 33%) και τις πληρωμές των μερισμάτων (κατά 14%) το 2009. Όσο αφορά εταιρίες που δεν αντιμετώπιζαν οικονομικούς περιορισμούς είχαν επίσης προγραμματισμένες περικοπές, αν και κατά μέσο όρο βέβαια ήταν αρκετά μικρότερες. Για την Ευρώπη και την Ασία τα σχέδια επίσης ήταν παρόμοια. Τεκμηριωμένα στοιχεία που επιπλέον έχουν δημοσιευθεί έχουν δείξει ότι επιχειρήσεις που είχαν περιορισμούς στην ένεση κεφαλαίων δημιούργησαν ταμειακά αποθέματα ως αποθεματικό για τις πιστωτικές κρίσεις. Έπαιρναν ακόμα ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες λόγω του περιορισμού που αναφέραμε προηγουμένως. Εξετάζοντας λοιπόν το μεταβλητό μέγεθος, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις σχεδίαζαν μεγαλύτερες περικοπές στις τεχνολογικές δαπάνες, ενώ οι μικρότερες επιχειρήσεις μείωναν το κεφάλαιο, τις δαπάνες μάρκετινγκ και στόχο είχαν την διατήρηση μετρητών. Συνεπώς, αυτό σημαίνει και περικοπές στην πληρωμή μερισμάτων, μεταξύ άλλων. Όσο αφορά την σύγκριση επενδυτικής και κερδοσκοπικής βαθμίδας (με βάση τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Standard & Poor's), οι κερδοσκοπικές εταιρίες σχεδίαζαν σημαντικές περικοπές σε όλες τις κατηγορίες δαπανών. Επιπλέον, αναμένονταν μικρότερα ρευστά διαθέσιμα και μεγαλύτερες περικοπές μερισμάτων για το 2009. Οι επενδυτικές εταιρίες σχεδίαζαν και αυτές περικοπές και σε μεταβλητές και σε σταθερές δαπάνες αλλά μικρότερες. Με βάση τώρα τις προγραμματισμένες τους πολιτικές, οι οικονομικά περιορισμένες επιχειρήσεις συστηματικά σχεδίαζαν να πληρώνουν λιγότερα μερίσματα τα προσεχή έτη. Στα προ της κρίσης έτη, οι περικοπές των μερισμάτων ήταν περίπου 8% αλλά με την κρίση το μέρισμα μειώνεται κατά 28% γεγονός που δείχνει τον αντίκτυπο της κρίσης στην πληρωμή των μερισμάτων. Σημείο της κριτικής είναι ότι ορισμένα μέτρα κατά την περίοδο της κρίσης είναι θορυβώδη, για παράδειγμα οι πληρωμές των μερισμάτων των μικρών επιχειρήσεων αυξάνονται κατά τη διάρκεια της κρίσης. Τα βασικά σημεία προσοχής στο μοντέλο είναι ότι οι οικονομικά περιορισμένες

επιχειρήσεις σχεδίαζαν ήδη να μειώσουν τις πληρωμές των μερισμάτων, αλλά μια κρίση ενισχύει τις περικοπές, η κατάσταση ρευστότητα της επιχείρησης επιδεινώνεται και η επιχείρηση πουλάει περιουσιακά στοιχεία για να λάβει μετρητά. Campello, Graham & Harvey (2009) χρησιμοποιούν τη σχέση μετρητών προς στοιχεία ενεργητικού για να εκτιμήσουν την οικονομική θέση μιας επιχείρησης. Η μελέτη αυτή θα διαφέρει από την μελέτη των προαναφερόμενων αφού θα χρησιμοποιηθούν αριθμητικά δεδομένα και γραφήματα που θα υποστηρίξουν ή θα απορρίψουν την υπόθεση. Αντίθετα η μελέτη

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ο χρηματοπιστωτικός τομέας έχει αναπτύξει τεράστια οικονομική αποδοτικότητα επειδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμεύουν ως μεσάζοντες μεταξύ των μερών

που χρειάζεται να δανειστούν και των μερών που θέλουν να δανείσουν ή να επενδύσουν. Ως εκ τούτου, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι υπεύθυνα για τη συνεχιζόμενη επιτυχία και ανάπτυξη μιας επιχείρησης (Acharya, Philippon, Richardson, & Roubini, 2009). Ωστόσο, η χρηματοοικονομική κρίση της περιόδου 2007-2009 προκάλεσε σημαντικό αριθμό τραπεζικών προβλημάτων για πολλές χρηματοπιστωτικές και μη επιχειρήσεις στις Η.Π.Α (Aubuchon & Wheelock, 2010). Σε αυτή το κεφάλαιο θα ορίσουμε τι είναι μια χρηματοοικονομική κρίση ενώ επιπλέον θα κάνουμε και μια ανάλυση γύρω από αυτήν και συγκεκριμένα για το πιστωτικό γεγονός του 2008.

3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Ο Mishkin (1992) περιγράφει τι είναι μια χρηματοοικονομική κρίση, πως συμβαίνει και μας δίνει έναν όσο το δυνατόν πιο ακριβή ορισμό: “Μια χρηματοοικονομική κρίση είναι μια διαταραχή των χρηματοπιστωτικών αγορών στην οποία τα **δυσμενή προβλήματα επιλογής** και **ηθικού κινδύνου** γίνονται πολύ χειρότερα, έτσι ώστε οι χρηματοπιστωτικές αγορές να μην είναι σε θέση να διοχετεύουν αποτελεσματικά τα κεφάλαια σε αυτούς οι οποίοι έχουν τις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες”. Μια οικονομική κρίση προκαλεί πανικό στον επιχειρηματικό κόσμο και στον τραπεζικό τομέα. Όταν συμβαίνει αυτό, η κεντρική τράπεζα προσπαθεί να αποφύγει τις επιβλαβείς διαταραχές παρέχοντας ρευστότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Υπάρχουν πέντε βασικοί παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν σε σημαντική επιδείνωση της ανεπιθύμητης επιλογής και του ηθικού κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές, προκαλώντας οικονομική κρίση. Αυτοί οι παράγοντες είναι:

- ✓ Αύξηση των επιτοκίων.
- ✓ Μείωση της χρηματιστηριακής αγοράς.
- ✓ Αύξηση της αβεβαιότητας.
- ✓ Κλυδωνισμοί των τραπεζών.
- ✓ Απρόβλεπτες μειώσεις στο συνολικό επίπεδο των τιμών.

Αυτοί οι παράγοντες μπορούν επίσης να παρατηρηθούν αν ρίξει κανείς μια προσεκτική ματιά στην πιστωτική κρίση του 2008, η οποία χρησιμοποιείται στην παρούσα μελέτη.

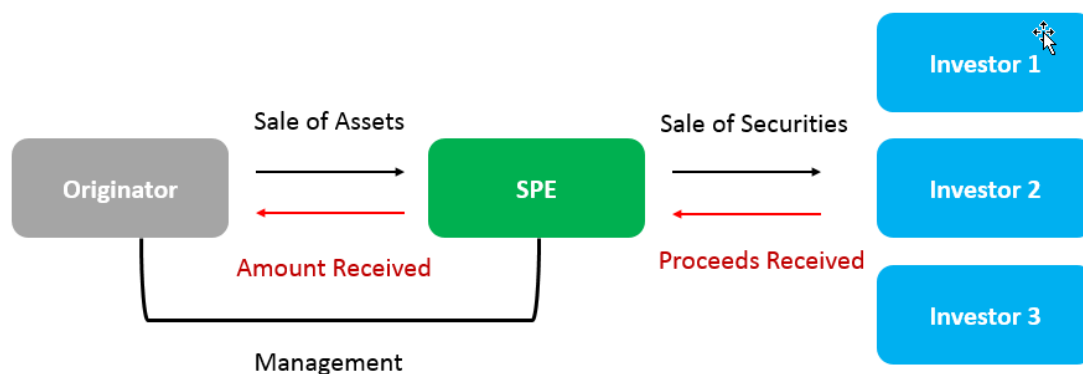
Είναι σημαντικό να επισημάνουμε την έναρξη της κρίσης, η οποία καθιστά δυνατή τη διάκριση των ετών κρίσης από τα έτη πριν από την κρίση για ανάλυση. Ο Uitdewilligen (2010) εξέτασε τα πέντε κριτήρια αναγνώρισης μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και χρησιμοποίησε τα έτη 2004 έως 2008 για να εντοπίσει την έναρξη της κρίσης. Τα επιτόκια των Η.Π.Α κατά την περίοδο 2004-2008 έδειξαν μείωση των επιτοκίων από το 2007, η οποία ικανοποιεί το πρώτο κριτήριο. Οι χρηματιστηριακές αγορές Dow Jones, S&P 500 και NASDAQ παρουσιάζουν μείωση του ποσοστού αύξησης από το τέταρτο τρίμηνο του 2007 και μετά που ανταποκρίνεται στη δεύτερη απαίτηση του Mishkin.

Ο Uitdewilligen παρέχει επίσης στοιχεία αύξησης της αβεβαιότητας καθώς η εμπιστοσύνη των πελατών μειώνεται στο τέλος του 2007. Κατά τη διάρκεια του 2008 περισσότερες τράπεζες απ' ότι συνήθως χρεοκόπησαν, εξαγοράστηκαν ή έλαβαν κρατική υποστήριξη για να παραμείνουν ζωντανοί, γεγονός που πυροδότησε τραπεζικούς κλυδωνισμούς. Οι απρόβλεπτες μειώσεις στο επίπεδο των τιμών ήταν αισθητές από το τέλος του 2008, εκπληρώνοντας έτσι και την τελευταία απαίτηση του μοντέλου του Mishkin. Όλα τα κριτήρια του Mishkin ικανοποιήθηκαν το 2008, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η πιστωτική κρίση ξεκίνησε επίσημα το 2008. Γραφήματα που υποστηρίζουν τα αποτελέσματα του Uitdewilligen βρίσκονται στο παράρτημα Α.

3.2 ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΙΜΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Για να καταλάβουμε τι συνέβη στα χρόνια πριν από την πιστωτική κρίση, αυτή η ενότητα θα δώσει μερικές πληροφορίες. Κατά τη δεκαετία του 90', τα τιτλοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία έγιναν ιδιαίτερα δημοφιλή. Αυτά τα στοιχεία αποτελούν πολύ ενδιαφέροντα εργαλεία για τους επενδυτές. Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως οι τράπεζες δανείζουν χρήματα στους πελάτες χρησιμοποιώντας για παράδειγμα την ακίνητη περιουσία ως εγγύηση για το δάνειο. Οι τράπεζες τοποθετούν αυτές τις υποθήκες με διαφορετικούς δείκτες κινδύνου στα χαρτοφυλάκια τους και τα πωλούν στους επενδυτές μέσω εταιρίας ειδικού σκοπού (Special Purpose Entity [SPE]). Οι SPE αποτελούν ενδιαφέροντα μέσα επειδή οι εξωτερικές οντότητες τιτλοποιούν τα περιουσιακά στοιχεία προτού πωληθούν στους επενδυτές. Μια οντότητα εκτιμά την SPE, αξιολογεί τον κίνδυνο που αυτή φέρει και της παρέχει πιστοληπτική διαβάθμιση,

ενώ η δεύτερη εγγυάται την SPE (βλέπε εικόνα 1). Αυτή η SPE δημιουργεί μια κατάσταση κερδοφόρα τόσο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όσο για τους επενδυτές.



3.4 Η πιστωτική κρίση του 2008

Αυτό που ανέμεναν κάποιοι αναλυτές συνέβη στις αρχές του 2007. Σύμφωνα με τους Bailey & Elliott (2009), οι επενδυτές άρχισαν να αμφισβητούν την αξία των SPE και την αξιολόγηση που λάμβαναν. Οι ιδιοκτήτες ακινήτων, τους στα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης, αύξαναν τις υποθήκες των δανείων καθώς αυξήθηκε η αξία των ακινήτων τους. Τα χρήματα που λάμβαναν δαπανήθηκαν για όλα τα είδη των πραγμάτων αλλά όταν η αξία της ακίνητης τους περιουσίας μειώθηκε, τα ενυπόθηκα δάνεια έγιναν υπερτιμημένα. Αυτό συνέβη σε μεγάλη κλίμακα. Οι ιδιοκτήτες των σπιτιών δεν μπορούσαν πια να πληρώσουν πια τα χρέη τους και ως εκ τούτου, η αξία των χρηματοπιστωτικών οργανισμών μειώθηκε. Υπό κανονικές συνθήκες και σε μικρότερη κλίμακα, αυτό θα ήταν ένα φυσιολογικό και προσωρινό κόστος, αλλά στην περίπτωση αυτή δεν ήταν. Στη χρονική περίοδο, που ακολούθησε αυτή την ανάπτυξη,

όλο και περισσότερες συναλλαγές συνέβησαν και οι επενδυτές και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άρχισαν να πωλούν μεγάλο αριθμό τιτλοποιημένων περιουσιακών στοιχείων. Αυτό το γεγονός προκάλεσε πολλά προβλήματα καθώς η πίεση στις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αυξήθηκε. Ορισμένες επιχειρήσεις άρχισαν να αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας, ενώ άλλοι πτώχευσαν όπως η επενδυτική εταιρία Bear Sterns και η τράπεζα Lehman Brothers. Οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές που συνδέονται με αυτά τα κακά τιτλοποιημένα περιουσιακά στοιχεία, ήταν οι πρώτοι που χτυπήθηκαν, αλλά μέχρι το 2008 η συνολική (χρηματοοικονομική) αγορά αισθάνθηκε τις συνέπειες. Δεν επηρεάστηκαν μόνο οι Η.Π.Α, αλλά και η Ευρώπη και η Ασία επηρεάστηκαν εξαιτίας των εισαγωγών, των εξαγωγών και των αλληλεπιδράσεων μεταξύ τραπεζών και επενδυτικών εταιριών σε όλο τον κόσμο. Το κύριο συμπέρασμα των Bailey and Elliott είναι ότι το χειρότερο τελείωσε, αν και αυτό πρέπει να ειπωθεί με προσοχή. Οι προσδοκίες τους είναι ότι οι Η.Π.Α θα είναι οι πρώτες που θα ανακάμψουν και θα ακολουθήσουν η Ευρώπη και η Ασία. Πολλές μελέτες συμπίπτουν με την μελέτη των Baily and Elliot όπως Jacobs [2009] Carmassi, Gros & Micossi [2009], Bullard, Neely & Wheelock [2009] και φυσικά του βραβευτή με Νόμπελ Krugman [2009].

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΠΙΛΟΓΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αυτό το κεφάλαιο επισημαίνει τις προσεγγίσεις που υιοθετήθηκαν για τη συλλογή των κατάλληλων δεδομένων σε αυτή τη μελέτη. Ο στόχος ήταν να διευκρινιστεί ο τρόπος συλλογής, ανάλυσης και ερμηνείας των δεδομένων.

4.2 ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Ο Kothari (2004) περιγράφει την περιγραφική έρευνα ως μια προσπάθεια να ορίσει συστηματικά ένα φαινόμενο, πρόβλημα, κατάσταση, πρόγραμμα ή υπηρεσία, παρέχει πληροφορίες ή κάνει περιγραφή προσεγγίσεων σε ένα ζήτημα. Οι Cooper και Schindler (2003) υπογραμμίζουν ότι μια περιγραφική μελέτη επικεντρώνεται κυρίως στην καθιέρωση του τι, πού και πώς ενός φαινομένου. Αυτός ο σχεδιασμός είναι ο καταλληλότερος για την έρευνα, καθώς θα διευκολύνει την εξέταση του τύπου της σχέσης με τη μερισματική πολιτική και την μεταβλητότητα της απόδοσης της μετοχής για τους οργανισμούς μέσω της ανάλυσης διαφόρων μεταβλητών

4.3 ΤΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Το δείγμα της μελέτης αποτελείται από όλες τις εταιρείες του δείκτη DJI (Dow Jones Industrial Average) στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης που δραστηριοποιούνται ενεργά από το 2006 έως το 2014 και έχουμε όλα τα απαραίτητα δεδομένα. Αυτός ο αριθμός μέχρι το τέλος του 2014 ήταν 26 Οι επιλεγμένες εταιρίες παρατίθενται στον πίνακα 4.1

Πίνακας 4.1 Κατάλογος εταιρειών που περιλαμβάνονται στη μελέτη

1	American Express Company	15	Merck & Co., Inc.
2	The Boeing Company	16	Microsoft Corporation
3	Caterpillar Inc.	17	NIKE, Inc.
4	Chevron Corporation	18	Pfizer Inc.
5	The Walt Disney Company	19	The Procter & Gamble Company
6	The Goldman Sachs Group, Inc.	20	The Travelers Companies, Inc.
7	The Home Depot, Inc.	21	UnitedHealth Group Incorporated

8	International Business Machines Corporation	22	United Technologies Corporation
9	Intel Corporation	23	Verizon Communications Inc.
10	Johnson & Johnson	24	Walgreens Boots Alliance, Inc.
11	JPMorgan Chase & Co.	25	Walmart Inc.
12	The Coca-Cola Company	26	Exxon Mobil Corporation
13	McDonald's Corporation		
14	3M Company		

Πηγή: Yahoo Finance, 2019

4.4 ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Στην παρούσα μελέτη, η μεταβλητότητα της τιμής της μετοχής κατά την ανακοίνωση του μερίσματος των επιλεγμένων εταιρειών χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή. Η απόδοση του μερίσματος (Dividend Yield) το ποσοστό διανεμόμενων κερδών (Payout Ratio) καθώς και κάποιες control variables¹ (ROE και NET INCOME), χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Τέλος περιλαμβάνεται επιπλέον μια εικονική ανεξάρτητη μεταβλητή για να εξακριβωθεί η επίδραση της κρίσης στην εξαρτημένη μεταβλητή. Η εικονική αυτή μεταβλητή έχει αξία 1 για τις χρονιές 2008 και 2009 και 0 για τις υπόλοιπες χρονιές που περιλαμβάνονται στην έρευνα.

Απόδοση τιμής μετοχής (Stock Price return)

Η απόδοση της τιμής της μετοχής χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή στο μοντέλο μας. Μια απόδοση μετοχής είναι ένα ποσοστό που δείχνει πόσο μια τιμή έχει αυξηθεί ή μειωθεί σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο.

¹ Control variable: Μια μεταβλητή που διατηρείται σταθερή προκειμένου να εκτιμηθεί ή να αποσαφηνιστεί η σχέση μεταξύ δύο άλλων μεταβλητών.

Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield)

Η μερισματική απόδοση ενός μετοχικού κεφαλαίου σημαίνει πόσα μερίσματα καταβάλλει μια εταιρεία σε σχέση με την τιμή της μετοχής της. Υπολογίζεται ως λόγος ετήσιων μερισμάτων που καταβάλλει η εταιρεία στην τιμή της μετοχής της. Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι επενδυτές παρακολουθούν προσεκτικά τη μερισματική απόδοση, η οποία εκτιμάται ως το ετήσιο μέρισμα του μερίσματος ανά μετοχή με βάση την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Η απόδοση των μερισμάτων θεωρείται σημαντική μεταβλητή που χρησιμοποιείται από τους Anwar & Ahmed (2010), Asghar et al. (2011) και είναι σημαντικό να εξηγηθεί η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στις τιμές των χρηματιστηριακών αγορών. Όλοι αυτοί οι ερευνητές βρήκαν θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης των μερισμάτων και της χρηματιστηριακής τιμής.

Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών (Payout Ratio)

Το ποσοστό διανεμόμενων κερδών είναι μια βασική οικονομική μέτρηση που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της βιωσιμότητας των πληρωμών μερισμάτων μιας εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα δείχνει το ποσοστό των κερδών που καταβάλλονται ως μερίσματα στους μετόχους, εκφρασμένα συνήθως ως ποσοστό των κερδών της εταιρείας. Το ποσοστό διανομής μπορεί επίσης να εκφράζεται ως μερίσματα που καταβάλλονται ως ποσοστό της ταμειακής ροής. Τα στοιχεία ελήφθησαν απευθείας από τα οικονομικά αρχεία των επιλεγμένων εταιρειών.

Απόδοση ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

Η απόδοση της καθαρής θέσης υπολογίζεται διαιρώντας το κέρδος μετά από φόρους με τα ίδια κεφάλαια των μετόχων. Οι Liu & Hu (2005) και Rabale Hedensted (2008) χρησιμοποίησαν την απόδοση της καθαρής θέσης στις μελέτες τους και βρήκαν θετική σχέση μεταξύ απόδοσης ιδίων κεφαλαίων και τιμών μετοχών.

4.5 ΕΡΕΝΗΤΙΚΗ ΕΡΩΤΗΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Η κύριες ερευνητικές ερωτήσεις που θα αποτελέσουν αντικείμενο αυτής της μελέτης είναι οι εξής:

Η μερισματική πολιτική επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών; Και πώς επιδρά η χρηματοοικονομική κρίση πάνω σε αυτές?

Για την εξέταση αυτής της ερευνητικής ερώτησης θα χρησιμοποιηθούν κάποιες υποθέσεις οι οποίες είναι οι εξής:

Υπόθεση 1

H0a: Η μερισματική απόδοση επηρεάζει ασήμαντα τις αποδόσεις των μετοχών

H1a: Η μερισματική απόδοση επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών.

Υπόθεση 2

H0b: Το ποσοστό διανεμόμενων κερδών επηρεάζει ασήμαντα τις αποδόσεις των μετοχών.

H1b: Το ποσοστό διανεμόμενων κερδών επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών.

Υπόθεση 3

H0c: Η χρηματοοικονομική κρίση επηρεάζει ασήμαντα τις αποδόσεις των μετοχών

H1c: Η χρηματοοικονομική κρίση επηρεάζει σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών

4.6 ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Τα Δευτερεύοντα δεδομένα αξιολογήθηκαν χρησιμοποιώντας το στατιστικό πακέτο του EVIEWS (Ανάλυση δεδομένων), που περιλάμβανε τη χρήση πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης και ανάλυσης συσχετισμού. Προτάθηκαν η χρήση των μερισμάτων (μερισματική απόδοση και ποσοστό διανεμόμενων κερδών) και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE)

Προδιαγραφή οικονομετρικού μοντέλου

Σύμφωνα με τους Fonta et al. (2009), ένα οικονομετρικό μοντέλο είναι μια αναπαράσταση των βασικών χαρακτηριστικών ενός οικονομικού φαινομένου. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης, τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται περιλαμβάνουν ανάλυση συσχέτισης, μοντέλο σταθερών επιδράσεων (fixed effect), το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων (random effect) και το μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης (pooled regression)

Προκειμένου να διαπιστωθεί η σχέση μεταξύ των διαφόρων μεταβλητών, υπολογίζονται οι πρώτοι συντελεστές συσχέτισης Pearson. Αυτό έγινε χρησιμοποιώντας το οικονομετρικό μοντέλο:

$$r = \frac{n\sum x_i y_i - (\sum x_i)(\sum y_i)}{\sqrt{[n\sum x_i^2 - (\sum x_i)^2] * [n\sum y_i^2 - (\sum y_i)^2]}}$$

Για τη συσχέτιση μεταξύ οποιωνδήποτε δύο μεταβλητών, x και y

Η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην απόδοση της μετοχής εξετάζεται στη συνέχεια με τη χρήση του μοντέλου panel data των εταιριών που βρίσκονται στο δείκτη DJIA. Τα μοντέλα panel data περιγράφουν την ατομική συμπεριφορά τόσο σε χρόνο όσο και σε άτομα. Υπάρχουν τρεις τύποι μοντέλων, α) μοντέλο σταθερών επιδράσεων (fixed effect), β) μοντέλο τυχαίων επιδράσεων (random effect) και γ) μοντέλο της συγκεντρωτικής επίδρασης (pooled regression). Το μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης καθορίζει σταθερούς συντελεστές, που είναι η συνήθης υπόθεση υπό την ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης. Αυτό δίνεται από:

$$Y_{it} = \alpha + X_{it} + e_{it}$$

Όπου: Y_{it} είναι η εξαρτημένη μεταβλητή και X_{it} οι ανεξάρτητες μεταβλητές και e_{it} ο όρος σφάλματος. Αυτό το μοντέλο υποθέτει ότι κάτι μέσα στο στοιχείο μπορεί να επηρεάσει ή να προκαλέσει τα αποτελέσματα των μεταβλητών και ως εκ τούτου πρέπει να ελεγχθεί. Το μοντέλο σταθερών επιδράσεων επιτρέπει οι επιδράσεις του σταθερού στοιχείου α να συσχετίζονται με τους εκτιμητές του χ . Κάθε στοιχείο έχει διαφορετικό

όρο αλληλεπίδρασης, αλλά τις ίδιες παραμέτρους κλίσης. Το μοντέλο σταθερών επιδράσεων δίνεται ως εξής:

$$Y_{it} = \alpha_i + X_{it} + e_{it}$$

Το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων υποθέτει ότι οι επιδράσεις του όρου α είναι ανεξάρτητες από τους εκτιμητές. Το α_i περιλαμβάνεται στον όρο σφάλματος. Κάθε στοιχείο έχει τους ίδιους παραμέτρους κλίσης και ένα σύνθετο όρο σφάλματος του τύπου:

$$e_{it} = \alpha_i + e_{it}$$

Έτσι το μοντέλο των τυχαίων επιδράσεων ορίζεται ως εξής:

$$Y_{it} = X_{it}\beta + (\alpha_i + e_{it})$$

Προκειμένου να προσδιοριστεί το καταλληλότερο μοντέλο πάνελ για εφαρμογή στα δεδομένα, διεξήχθη το τεστ Hausman. Το τεστ Hausmann χρησιμοποιείται για να εξακριβωθεί η καταλληλότητα μεταξύ αυτών των δυο μοντέλων. Σε θέση να εξεταστεί το αντίκτυπο της μερισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των μετοχών λαβαμε υπόψη οικονομετρικό μοντέλο που πρότεινε ο Padachi (2006). Οι μόνες διαφορές είναι ότι αντί για τις τιμές των μετοχών θα χρησιμοποιηθούν οι αποδόσεις τους, ενώ θα γίνει πολλαπλή γραμμική παλινδρόμηση περιέχοντας, όχι μόνο τις κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές αλλά και τις λεγόμενες control variables

Για την ανάλυση της επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών εξάχθηκε η παρακάτω εξίσωση παλινδρόμησης:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + e_i \quad (4.1)$$

Όπου: Y = Απόδοση της χρηματιστηριακής τιμής (Stock Return)

X_1 = Μερισματική απόδοση (Dividend Yield)

X_2 = Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών (Payout Ratio)

X_3 = Απόδοση ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

X_4 = Εικονική Μεταβλητή που στο μοντέλο αυτό είναι η Χρηματοοικονομική Κρίση (Crisis)

ε = Όρος σφάλματος

α = Σταθερός όρος (Η διασταύρωση της εξίσωσης παλινδρόμησης που αντιπροσωπεύει τις τιμές των μετοχών χωρίς καταβολή μερίσματος)

β = Συντελεστής της ανεξάρτητης μεταβλητής (Η κλίση που αντιπροσωπεύει το βαθμό με τον οποίο οι αποδόσεις των μετοχών μεταβάλλονται καθώς το ύψος των μερισμάτων, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η κερδοφορία διαφέρουν καθώς και η επίπτωση της χρηματοοικονομικής κρίσης.

Τεστ Σημαντικότητας

Το πολλαπλό R είναι ο συντελεστής συσχέτισης που χρησιμοποιήθηκε για να δείξει τη σχέση μεταξύ των μεταβλητών της μελέτης. Το προσαρμοσμένο R τετράγωνο (R^2), είναι ο συντελεστής προσδιορισμού που δείχνει τις μεταβολές στη εξαρτημένη μεταβλητή λόγω των μεταβολών της ανεξάρτητης μεταβλητής. Η στατιστική δοκιμή F χρησιμοποιήθηκε για να προσδιορίσει εάν το προκύπτουν μοντέλο είναι στατιστικά σημαντικό ενώ το επίπεδο εμπιστοσύνης 95% του Test- T θα χρησιμοποιηθεί για να ελεγχθεί εάν κάθε μεταβλητή που χρησιμοποιείται στη μελέτη είναι στατιστικά σημαντική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αυτή η Ενότητα Παρουσιάζει τις πληροφορίες που αποκτήθηκαν κατά τη διάρκεια της ερευνητικής μελέτης σχετικά με τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της απόδοσης των μετοχών των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο δείκτη DJIA. Αυτό έγινε για να επιτευχθεί ο στόχος που αναφέρεται στο πρώτο κεφάλαιο.

5.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Πίνακας 5.1: Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μεταβλητών της Μελέτης

	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέσος Όρος	Τυπική Απόκλ.
Απόδοση Χρημ. Τιμής (Stock Return)	0,4300	-0,0728	0,0012	0,0219
Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield)	0,1458	0,0005	0,0259	0.0150
Ποσοστό Διανεμ. Κερδών (Payout Ratio)	4,8400	-30,7143	0,1819	1,0762
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	4,474	-0,0753	0,2476	0,2119
Χρηματοοικονομική Κρίση (Crisis)	1	0	0,3345	0,4720

Από τον πίνακα 5.1 ο μέσος όρος απόδοσης της μετοχής ήταν 0,12% με τη μέγιστη απόδοση της να είναι στο 43% και την ελάχιστη στο -7,2%. Ο μέσος όρος του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών ήταν 18,2% ενώ αυτός της μερισματικής απόδοσης στο 26%. Τα υψηλότερα και τα χαμηλότερα ποσοστά αυτών των δυο

μεταβλητών είναι 484% και 3071% (δόθηκαν υψηλότερα μερίσματα σε σχέση με τα καθαρά κέρδη του αντίστοιχου τριμήνου) και αντίστοιχα 14,6% και 0,05%

5.3 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ PEARSON

Για να εξεταστεί η σχέση μεταξύ των εξαρτημένων μεταβλητών και του συνόλου των ανεξάρτητων μεταβλητών, χρησιμοποιήθηκε ο συντελεστής συσχέτισης (r) του Pearson. Ο συντελεστής συσχέτισης είναι η συνδιακύμανση δύο μεταβλητών (X και Y) που διαιρούνται με το γινόμενο των τυπικών αποκλίσεων του δείγματος. Το ακόλουθο μοντέλο χρησιμοποιήθηκε για την εκτίμηση της σχέσης μεταξύ των μεταβλητών της μελέτης.

$$r = \frac{n\sum x_i y_i - (\sum x_i)(\sum y_i)}{\sqrt{[n\sum x_i^2 - (\sum x_i)^2] * [n\sum y_i^2 - (\sum y_i)^2]}}$$

Όπου x και y είναι οι μεταβλητές που συσχετίζονται και n είναι ο αριθμός των παρατηρήσεων.

Το μοντέλο ελέγχει αν ο συντελεστής συσχέτισης (r) είναι σημαντικά διαφορετικός από το 0 ή όχι.

Έτσι, δύο υποθέσεις: η μηδενική υπόθεση (H0) και η εναλλακτική υπόθεση (H1) εξετάζονται:

H0: Ο συντελεστής συσχέτισης είναι ίσος με 0 (r = 0)

H1: Ο συντελεστής συσχέτισης δεν είναι ίσος με 0 (r ≠ 0)

Το αποτέλεσμα της ανάλυσης συσχέτισης του Pearson παρουσιάζεται στον Πίνακα 5.2.

Πίνακας 5.2: Συσχέτιση των Μεταβλητών της Μελέτης (Pearson Correlation)

	Απόδοση Μετοχής	Μερισματική Απόδοση	Ποσοστο Διανεμόμενων Κερδών	ROE	Κρίση
Απόδοση Μετοχής	1	-0,044	-0,067	-0,032	0,005
Μερισματική Απόδοση	-0,044	1	0,1	-0,128	0,122
Ποσοστο Διανεμόμενων Κερδών	-0,067	0,1	1	0,035	-0,035
ROE	-0,032	-0,128	0,035	1	0,015
Κρίση	0,005	0,122	-0,035	0,015	1

Η μήτρα συσχέτισης όλων των μεταβλητών που περιλαμβάνονται στη μελέτη παρουσιάζεται στον Πίνακα 5.2. Το αποτέλεσμα της ανάλυσης συσχέτισης δείχνει ότι υπάρχει αρνητική και ασήμαντη σχέση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της μερισματικής απόδοσης, του ποσοστού διανεμόμενων μερισμάτων, και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE). Ωστόσο, το αποτέλεσμα δείχνει ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της ψευδομεταβλητής (κρίση) , γεγονός που δείχνει ότι η ύπαρξη κρίσης(αρνητικό φαινόμενο) επηρεάζει αρνητικά τις αποδόσεις των μετοχών των επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα συσχέτισης επιπλέον δείχνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητα μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ο Pallant (2011) υποστηρίζουν ότι η συσχέτιση πάνω από 0,8 ή 80% μεταξύ ανεξάρτητων μεταβλητών υποδεικνύει κάποια μορφή

πολυσυγγραμικότητας. Ωστόσο, οι συντελεστές συσχέτισης του Pearson δείχνουν σαφώς ότι δεν υπάρχει το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας.

5.4 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΖΗΤΗΣΗ

Μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης

Το μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης είναι μια ανάλυση δεδομένων panel που χρησιμοποιήθηκε για να απορριφθεί η ανομοιογένεια με την παραδοχή ότι οι εταιρείες είναι παρόμοιες. Το αποτέλεσμα αυτής της ανάλυσης αποκάλυψε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά μη σημαντικό. Η τιμή F (0,54 > 0.050) και Adj R² = -0,001 δείχνει ότι μόνο 0.1% αλλαγή σε εξαρτημένη μεταβλητή οφείλεται σε μεταβολή στις ανεξάρτητες μεταβλητές. Ρεαλιστικά, το μοντέλο χρησιμοποιείται στην υπόθεση ότι όλες οι είκοσι έξι(26) εταιρείες είναι οι ίδιες, αν και προφανώς το μοντέλο αυτό δεν είναι ρεαλιστικό στον πραγματικό κόσμο

Πίνακας 5.3: (Μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης)

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Adjusted R ²	F
Σταθερός Όρος Κρίση	0,003865	0,0018	2,1276	0,0336		
(ψευδομεταβλητή ROE	0,000523	0,0016	0,3342	0,7383		
Μερισματική Απόδοση Ποσοστό	-0,003936	0,0035	-1,1285	0,2594	-0,0010	0,78
Διανεμόμενων Κερδών	2,85E-06	0,0007	0,0042	0,9967		

* <0,05, Σημαντικό

Μοντέλο σταθερής επίδρασης

Το μοντέλο σταθερών αποτελεσμάτων αποδέχεται την ανομοιογένεια ή την μοναδικότητα που διέπει μια οντότητα, οπότε ο σταθερός της όρος(οποίος αποδίδει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της) δε θα πρέπει να συσχετίζεται με τις υπόλοιπες μεταβλητές. Το μοντέλο είναι κατάλληλο ως εναλλακτική υπόθεση. Τα αποτελέσματα λοιπόν δείχνουν ότι υπάρχει αρνητική μη σημαντική σχέση μεταξύ απόδοσης της απόδοσης της χρηματιστηριακής τιμής και των δυο κύριων μεταβλητών, την μερισματική απόδοση και το ποσοστό του μερίσματος. Επίσης μη σημαντική αλλά θετική σχέση έχει με τις άλλες δύο control variables(ROE και “Κρίση”). $F = 1,21$ και $p\text{-value}(0.20 > 0.05)$ δείχνει ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό

Πίνακας 5.4: (Μοντέλο σταθερής επίδρασης)

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	F-value	P-value
Σταθερός Όρος Κρίση	0,00199	0,00226	0,8784	0,38		
(ψευδομεταβλητή)	0,00037	0,00156	0,2384	0,8116		
ROE	0,00116	0,00467	0,2490	0,8034	0,17	0,9547
Μερισματική Απόδοση	-0,04634	0,06960	-0,6658	0,5057		
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	-0,0002	0,00070	-0,33	0,742		

* $<0,05$, Σημαντικό

Μοντέλο τυχαίας επίδρασης

Αυτό το μοντέλο καθορίζει εάν οι εταιρείες έχουν μια κοινή αξία της παρακολούθησης. Τα αποτελέσματα του μοντέλου αυτής της παλινδρόμησης GLS είναι κατάλληλα ως μηδενική υπόθεση. Στο μοντέλο τυχαίων επιδράσεων δείχνει ότι υπάρχει αρνητική αλλά μη σημαντική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής(Share return) και των δυο κύριων ανεξάρτητων μεταβλητών(Dividend yield και Payout ratio) καθώς και με το ROE. $F = 0,54$ και $p\text{-value}(0.70 > 0.05)$ δείχνει ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Πίνακας 5.5: (Μοντέλο τυχαίας επίδρασης)

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	z	τιμή-P	F-value	P-value
Σταθερός Όρος Κρίση (ψευδομεταβλητή)	0,003652	0,001891	1,93	0,053		
ROE	0,0005031	0,00156	0,32	0,747		
Μερισματική Απόδοση	-0,003385	0,003619	-0,94	0,349	2,49	0,6467
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	-0,07026	0,05213	-1,35	0,178		
	-0,000026	0,00069	-0,04	0,970		

* <0,05, Σημαντικό

Το τεστ Hausmann διεξήχθη για να ληφθεί μια απόφαση μεταξύ σταθερών και τυχαίων επιδράσεων. Η επιλογή αυτή βασίζεται στην τιμή p της δοκιμασίας Hausman. Εάν η τιμή p είναι μικρότερη από 0,05, το μοντέλο σταθερών επιδράσεων είναι προτιμότερο να χρησιμοποιηθεί. Από την άλλη πλευρά, αν η τιμή p Hausman είναι μεγαλύτερη από 0,05, επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε τη μέθοδο τυχαίων επιδράσεων. Εντούτοις, η τιμή δοκιμής Hausman p είναι $0,54 > 0,05$ που δείχνει ότι το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων πρέπει να ληφθεί υπόψη. Η στατιστική λοιπόν παρέχει ελάχιστα στοιχεία κατά της μηδενικής υπόθεσης.

Πίνακας 5.6 (Τέστ Hausmann)

Μεταβλητές	Συντελεστές	Διαφορά
------------	-------------	---------

Test Hausmann	Fixed Effect (a)	Random Effect (b)	(a-b)
Μερισματική Απόδοση	-0,04634	-0,068253	0,001992
Ποσοστό Διανεμόμενων Μερισμάτων	-0,000230	-4,26E-05	0,00000
ROE	0,00116	-0,003059	0,00008
Κρίση (Ψευδομεταβλητή)	0,00037	0,000492	0,00000

p-value = 0,5684

5.5 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (2006-2009)

Εδώ θα αφαιρέσουμε τη ψευδομεταβλητή “Κρίση” και θα χρησιμοποιηθούν δυο περίοδοι(2006-2009 και2010-2014)

Πίνακας 5.7: Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μεταβλητών της Μελέτης

	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέσος Όρος	Τυπικό Σφάλμα
Απόδοση Χρημ. Τιμής (Stock Return)	0,4300	-0,069	0,0012	0,0284
Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield)	0,1458	0	0,0240	0.0181
Ποσοστό Διανem. Κερδών (Payout Ratio)	1,7592	-30,7143	0,0856	1,5278
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	4,474	-0,0753	0,2377	0,2518

Από τον πίνακα 5.7 η απόδοση της τιμής της μετοχής ποικίλει από -6,9% σε 43% έχοντας μέσο όρο 0,12%. Ο μέσος όρος του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών ήταν 8,56% ενώ αυτός της μερισματικής απόδοσης στο 24%. Τα υψηλότερα και τα χαμηλότερα ποσοστά αυτών των δυο μεταβλητών είναι 75,92% και 14,58%, και αντίστοιχα -3071% και 0%. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων κυμαίνεται από -7,53% έως 47,4% έχοντας μέσο όρο 23,77%

Πίνακας 5.8:Συσχέτιση των Μεταβλητών της Μελέτης (Pearson Correlation 2006-2009)

	Απόδοση Μετοχής	Μερισματική Απόδοση	Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	ROE
Απόδοση Μετοχής	1	-0,0333	-0,0100	0,0086
Μερισματική Απόδοση	-0,0333	1	0,0317	0,0323
Ποσοστο Διανεμόμενων Κερδών	-0,0100	0,0317	1	0,672
ROE	-0,0086	-0,0323	0,672	1

Η μήτρα συσχέτισης όλων των μεταβλητών για την περίοδο 2006-2009 παρουσιάζεται στον Πίνακα 5.8. Το αποτέλεσμα της ανάλυσης συσχέτισης δείχνει ότι υπάρχει αρνητική και ασήμαντη σχέση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της μερισματικής απόδοσης, του ποσοστού διανεμόμενων μερισμάτων, και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE).. Το αποτέλεσμα συσχέτισης επιπλέον δείχνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών. Ο Pallant (2011) υποστηρίζει ότι η συσχέτιση πάνω από 0,8 ή 80% μεταξύ ανεξάρτητων

μεταβλητών υποδεικνύει κάποια μορφή πολυσυγγραμικότητας. Ωστόσο, οι συντελεστές συσχέτισης του Pearson δείχνουν σαφώς ότι δεν υπάρχει το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας

Πίνακας 5.9 (Μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης 2006-2009)

Το αποτέλεσμα αυτής της ανάλυσης αποκάλυψε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά μη σημαντικό. Η τιμή F (0,18 >0.050) και Adj R2 = -0,006 δείχνει ότι μόνο 0.6% αλλαγή σε εξαρτημένη μεταβλητή οφείλεται σε μεταβολή στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Adjusted R ²	F
Σταθερός Όρος	0,0023	0,0026	0.86	0,390		
ROE	0.0012	0,0056	0.21	0,834		
Μερισματική Απόδοση Ποσοστό	-0,0523	0,0773	-0.68	0,499	-0,0060	0,18
Διανεμόμενων Κερδών	-0.0002	0.0009	-0.20	0,845		

Πίνακας 5.10 (Μοντέλο σταθερής επίδρασης 2006-2009)

Τα αποτελέσματα λοιπόν δείχνουν ότι υπάρχει αρνητική μη σημαντική σχέση μεταξύ απόδοσης της απόδοσης της χρηματιστηριακής τιμής και των δυο κύριων μεταβλητών, την μερισματική απόδοση και το ποσοστό του μερίσματος. Επίσης μη σημαντική αλλά θετική σχέση έχει με την control variable ROE. F = 0,09 και p- value(0,9649>0,05) δείχνουν ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	F-value	P-value
Σταθερός Όρος	0,0011	0,0034	0,33	0,738		
ROE	0,0030	0,0068	0,44	0,660		
Μερισματική Απόδοση	-0,0218	0,1121	-0,19	0,846		

Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	-0,0003	0,0010	-0,29	0,771	0.09	0,9649
-----------------------------------	---------	--------	-------	-------	------	--------

Πίνακας 5.11(Μοντέλο τυχαίας επίδρασης 2006-2009)

Στο μοντέλο τυχαίων επιδράσεων δείχνει ότι υπάρχει αρνητική αλλά μη σημαντική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής(Share return) και των δυο κύριων ανεξάρτητων μεταβλητών(Dividend yield και Payout ratio). $F = 0,49$ και $p\text{-value}(0,92 > 0,05)$ δείχνει ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	z	τιμή-P	Chi2-value	P-value
Σταθερός Όρος	0,0022	0,0027	0,81	0,420		
ROE	0,0013	0,0057	0,23	0,817		
Μερισματική Απόδοση	-0,0506	0,0794	-0,64	0,524	0,49	0,9205
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	-0,0002	0,0010	-0,20	0,838		

Η τιμή δοκιμής Hausman p είναι $0,9386 > 0,05$ που δείχνει ότι το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων πρέπει να ληφθεί υπόψη.

Πίνακας 5.12 (Τέστ Hausmann)

Μεταβλητές	Συντελεστές	Διαφορά
Test Hausmann	Fixed Effect (a)	Random Effect (b) (a-b)

Μερισματική			
Απόδοση	-0,0218	-0,0523	0,0305
<hr/>			
Ποσοστό Διανεμόμενων			
Μερισμάτων	-0,0003	-0,0002	0,0001
<hr/>			
ROE	0,0030	0.0012	0,0018
<hr/>			

p-value = 0,9386

5.6:ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ (2010-2014)

Πίνακας 5.13: Περιγραφικά Στατιστικά Στοιχεία των Μεταβλητών της Μελέτης

	Μέγιστο	Ελάχιστο	Μέσος Όρος	Τυπικό Σφάλμα
Απόδοση Χρημ. Τιμής (Stock Return)	0,0655	-0,0728	0,0009	0,0131
Μερισματική Απόδοση (Dividend Yield)	0,1272	0	0,0248	0,0123
Ποσοστό Διανερμ. Κερδών (Payout Ratio)	4,51	0	0,2350	0.2868
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	1,0504	0	0,2348	0,1775

Από τον πίνακα 5.13 η απόδοση της τιμής της μετοχής ποικίλει από -6,7% σε 6,55% έχοντας μέσο όρο 0,09%. Ο μέσος όρος του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών ήταν 23,50% ενώ αυτός της μερισματικής απόδοσης στο 2,48%. Τα υψηλότερα και τα χαμηλότερα ποσοστά αυτών των δυο μεταβλητών είναι 451% και 12,72%, και αντίστοιχα 0% και στις δυο κυρίως ανεξάρτητες μεταβλητές. Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων κυμαίνεται από 0% έως 105,04% έχοντας μέσο όρο 23,48%

Πίνακας 5.14:Συσχέτιση των Μεταβλητών της Μελέτης (Pearson Correlation 2010-2014)

	Απόδοση Μετοχής	Μερισματική Απόδοση	Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	ROE
Απόδοση Μετοχής	1	-0,0699	-0,0014	0,1165
Μερισματική Απόδοση	-0,0699	1	0,4351	-0,1054
Ποσοστο Διανεμόμενων Κερδών	-0,0014	0,4351	1	-0,0183
ROE	0,1165	-0,1054	0,0183	1

Η μήτρα συσχέτισης όλων των μεταβλητών για την περίοδο 2010-2014 παρουσιάζεται στον Πίνακα 5.14. Το αποτέλεσμα της ανάλυσης συσχέτισης δείχνει ότι υπάρχει αρνητική και ασήμαντη σχέση μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της μερισματικής απόδοσης, του ποσοστού διανεμόμενων μερισμάτων, και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (ROE).. Το αποτέλεσμα συσχέτισης επιπλέον δείχνει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, υποδεικνύοντας ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμικότητας μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Πίνακας 5.15: (Μοντέλο συγκεντρωτικής επίδρασης 2010-2014)

Το αποτέλεσμα αυτής της ανάλυσης αποκάλυψε ότι το μοντέλο ήταν στατιστικά μη σημαντικό. Η τιμή F (3,86 >0.050) και Adj R2 = 0,0219 δείχνει ότι μόνο 2,19% αλλαγή σε εξαρτημένη μεταβλητή οφείλεται σε μεταβολή στις ανεξάρτητες μεταβλητές.

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Adjusted R ²	F
Σταθερός Όρος	0,0053	0,0016	-2,10	0,036		
ROE	-0,0093	0,0032	-2,89	0,004		
Μερισματική Απόδοση	-0,1086	0,0517	-0,68	0,499	0,0219	3,86
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	-0,0020	0,0022	0,90	0,369		

Πίνακας 5.16: (Μοντέλο σταθερής επίδρασης 2010-2014)

Τα αποτελέσματα λοιπόν δείχνουν ότι υπάρχει αρνητική μη σημαντική σχέση μεταξύ απόδοσης της απόδοσης της χρηματιστηριακής τιμής και της μερισματική απόδοση. Επίσης μη σημαντική αλλά θετική σχέση έχει με την control variable ROE και με το Payout Ratio. F = 0,22 και p- value(0,8798>0,05) δείχνουν ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	F-value	P-value
Σταθερός Όρος	0,0005	0,0031	0,16	0,872		
ROE	0,0034	0,0079	0,43	0,667		
Μερισματική Απόδοση	-0,0377	0,1009	-0,37	0,709	0,22	0,8798
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	0,0023	0,0030	0,77	0,444		

Πίνακας 5.17: (Μοντέλο τυχαίας επίδρασης 2010-2014)

Στο μοντέλο τυχαίων επιδράσεων δείχνει ότι υπάρχει αρνητική αλλά μη σημαντική σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής(Share return) και των ανεξάρτητων μεταβλητών(Dividend yield και ROE). Chi2-value = 4,67 και p- value(0,1974>0.05) δείχνει ότι το μοντέλο δεν είναι στατιστικά σημαντικό

	Συντελεστές	Τυπικό σφάλμα	z	τιμή-P	Chi2-value	P-value
Σταθερός Όρος	0,0045	0,0020	2,21	0,027		
ROE	-0,0073	0,0042	-1,73	0,083		
Μερισματική Απόδοση	-0,0919	0,0650	-1,41	0,157	4,67	0,1974
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών	0,0019	0,0025	0,76	0,444		

Η τιμή δοκιμής Hausman p είναι $0,2921 > 0,05$ που δείχνει ότι το μοντέλο τυχαίων επιδράσεων πρέπει να ληφθεί υπόψη.

Πίνακας 5.18 (Τέστ Hausmann)

Μεταβλητές	Συντελεστές	Διαφορά	
Test Hausmann	Fixed Effect (a)	Random Effect (b)	(a-b)
Μερισματική Απόδοση	-0,0377	-0,1086	0,0709
Ποσοστό Διανεμόμενων Μερισμάτων	0,0023	0,0020	0,0003
ROE	0,0034	-0,0093	0,0127

p -value = 0,2921

5.7 ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κεφάλαιο υπογράμμισε τα αποτελέσματα μετά τη διαδικασία ανάλυσης δεδομένων, η οποία επικεντρώθηκε στην κατανόηση της σχέσης μεταξύ της πολιτικής των μερισμάτων των οργανώσεων που αναφέρονται στην DIJA και των αποδόσεων των μετοχών κατά την ανακοίνωση του μερίσματος. Απο τα αποτελέσματα μπορούμε τώρα να απαντήσουμε με μεγαλύτερη βεβαιότητα στα ερωτήματα και στις υποθέσεις που κάναμε στο προηγούμενο κεφάλαιο. Τόσο η μερισματική πολιτική όσο και η κρίση δεν παίζουν σημαντικό ρόλο στην απόδοση της μετοχής από την κατά την ανακοίνωση του μερίσματος. Επομένως οι υποθέσεις H_1 και των τριών περιπτώσεων απορρίπτονται. Αυτό μπορούμε να το δούμε και αν χωρίσουμε τις περιόδους, σε περιόδους κρίσης και μη αφαιρώντας τη ψευδομεταβλητή “Κρίση”. Απλά αυτό που παρατηρείτε είναι ότι στη περίοδο μη κρίσης υπάρχει μεγαλύτερη συσχέτιση σε σχέση με τη περίοδο της χρηματοπιστωτικής κρίσης χωρίς όμως και πάλι αυτή η σχέση να είναι ιδιαίτερα σημαντική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ ΚΑΙ ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αυτή η ενότητα παρέχει μια συμπέρασμα και συστάσεις των κύριων αποτελεσμάτων σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην τιμή των μετοχών των οργανισμών που είναι τοποθετημένοι στο δείκτη DJIA του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης.

6.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Οι τιμές των μετοχών καθώς και οι αποδόσεις τους διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη συλλογή του μοντέλου αντίληψης των αναγνωστών της αγοράς. Για τη διεξαγωγή αυτής της μελέτης διατυπώθηκαν οι υποθετικές υποθέσεις, δηλ αν η μερισματική πολιτική έχει αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών. Μετά τη διεξαγωγή των τεστ παλινδρόμησης, συσχέτισης και ανάλυσης διακύμανσης τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι η πολιτική των μερισμάτων έχει αρνητικό αλλά ασήμαντο αντίκτυπο στις αποδόσεις των μετοχών και ως εκ τούτου η υπόθεση 1 απορρίφθηκε. Επίσης αρνητική αλλά και ασήμαντη σχέση είχε και η control variable(ROE) με τις αποδόσεις των μετοχών. Η μόνη με θετική σχέση με τις απόδόσεις των μετοχών είναι με τη μεταβλητή κρίση. Αλλά και αυτή η σχέση ήταν στατιστικά μη σημαντική.

6.3 ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

Με βάση τα πορίσματα της μελέτης, διατυπώνονται οι ακόλουθες συστάσεις:

- ✓ Πρώτον, οι εισηγμένες εταιρείες πρέπει να διαχειρίζονται πιο αποτελεσματικά τις μερισματικές πολιτικές, καθώς δεν έχουν σημαντικό αντίκτυπο στις

αποδόσεις των μετοχών τους. Για παράδειγμα, οι αμερικάνικες εταιρίες θα πρέπει να υιοθετήσουν τη βέλτιστη πολιτική αντιστάθμισης μεταξύ πληρωμής μερίσματος και παρακρατηθέντων κερδών που θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων υπό μορφή ανατίμησης των τιμών των μετοχών.

- ✓ Δεύτερον, οι επενδυτές που επιδιώκουν να επενδύσουν σε εταιρίες που είναι εισηγμένες στο δείκτη DJIA θα πρέπει να εξετάσουν τη μερισματική πολιτική της εταιρίας.
- ✓ Τρίτον, οι μελλοντικές μελέτες θα πρέπει να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και των αποδόσεων των μετοχών κατά την ανακοίνωση του μερίσματος, χρησιμοποιώντας δεδομένα από συγκεκριμένες βιομηχανίες, για παράδειγμα, μεταποιητική, χρηματοοικονομική, εμπορική, μεταλλευτική, κ.λπ. Ο στόχος είναι να διαπιστωθεί εάν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των διάφορων τομέων της οικονομίας όσο αφορά τη μερισματική πολιτική.
- ✓ Τέταρτον, η μελέτη πραγματοποίησε κυρίως προβλέψεις με βάση δευτερογενή δεδομένα (οικονομικές πληροφορίες) που συγκεντρώθηκαν από τις επιλεγμένες εταιρίες. Οι μελλοντικές μελέτες θα πρέπει να επικεντρωθούν στην άποψη της διοίκησης σχετικά με την μερισματική πολιτική, δεδομένου ότι οι διευθυντές συμμετέχουν άμεσα στις καθημερινές αποφάσεις μερισμάτων της επιχείρησης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Jacobs, B.I. (2009). 'Tumbling Tower of Babel: Subprime securitization and the credit crisis'. *Financial Analysts Journal*. Mar/Apr 2009. Nr. 65. pp 17.
- Campello, M., Graham, J.R. & Campbell, C.R. (2009). 'The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis'. *Journal of financial economics*. Volume 97 No. 3 (2010). pp. 470-487.
- Black, F. (1976). 'The dividend puzzle'. *Journal of portfolio management* 2. pp. 5-8.
- Feldstein, M. & Green, J. (1983). 'Why do firms pay dividends'? *The American economic review*. Volume 73. No 1. pp 17-30.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2001). 'Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay'? *Journal of financial economics* 60. pp. 3-43.
- Redding, L.S. (1997). 'Firm size and dividend payouts'. *Journal of financial intermediation* 6. pp. 224-248. (1997).
- Allen, F., A.E. Bernardo and I. Welch (2000). 'A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles', *Journal of Finance*, 55 (6), pp. 2499-2536.
- Black, F. (1976). 'The Dividend Puzzle', *Journal of Portfolio Management*, 2 (1), pp. 5-8.
- Gordon, M. J. (1959). 'Dividends, Earnings and Stock Prices', *Review of Economics and Statistics*, 41 (2), pp. 99-105.
- Gordon, M. J. (1963). 'Optimal Investment and Financing Policy', *Journal of Finance*, 18 (2), pp. 264-72.
- Lintner, J. (1962). 'Dividends, Earnings, Leverage, Stock prices and Supply of Capital to Corporations', *The Review of Economics and Statistics*, 64 (August), pp. 243-269.

- Miller, M. and F. Modigliani (1961). 'Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares', *Journal of Business*, 34 (4), pp.411-433.
- Black, F. and M. S. Scholes (1974). 'The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns', *Journal of Financial Economics*, 1 (1), pp. 1-22.
- Miller, M.H. and M.S. Scholes (1982). 'Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence', *Journal of Political Economy*, 90 (6), pp. 1118-41.
- Lintner, J. (1956). 'Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes', *American Economic Review*, 46 (2), pp. 97-113.
- Baker, H.K., G.E. Farrelly and R.B. Edelman (1985). 'A Survey of Management Views on Dividend Policy', *Financial Management*, 14 (3), pp. 78-84.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey and R. Michaely (2005). 'Payout Policy in the 21 st Century', *Journal of Financial Economics*, 77 (3), pp. 483-527.
- Edwards, J. and C. Mayer (1985). 'An Investigation into the Dividend and New Equity Issue Practices of Firms: Evidence from Survey Information', Working paper, No. 80, Institute of Fiscal Studies (IFS)
- Dhanani, A. (2005). 'Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers', *Journal of Business Finance and Accounting*, 32 (7/8), pp. 1625-1672.
- Bernstein, P. (1996). 'Dividends: The puzzle', *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (1), pp. 16-22.
- Hess, P. (1982). 'The Ex-Dividend Day Behaviour of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects', *Journal of Finance*, 37 (2), pp. 445-456
- Ball, R., P. Brown, FJ. Finn and R.R. Officer (1979), 'Dividend and the Value of the Firm: Evidence from the Australian Equity Market', *Australian Journal of Management* 4 (4), pp. 13-26
- Baker, H.K., G.E. Farrelly and R.B. Edelman (1985). 'A Survey of Management Views on Dividend Policy', *Financial Management*, 14 (3), pp. 78-84
- Partington, G. (1985). 'Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence', *Journal of Business Finance and Accounting*, 12 (4), pp. 531-542.

- Baker, H.K. and G . E . Powell (1999). ‘How Corporate Managers View Dividend Policy’, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38 (2), pp.17-35.
- Myers, S.C., and N. Majluf (1984). ‘Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have’, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-224.
- Bhattacharya, S. (1979). ‘Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird-in-the-Hand Fallacy’, *Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 259-270.
- John, K., and J. Williams (1985). ‘Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium’, *Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1053-70.
- Miller, M.H., and K. Rock (1985). ‘Dividend Policy under Asymmetric Information’, *Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1031-1051.
- Bhattacharya, S. (1980). ‘Non dissipative Signaling Structures and Dividend Policy’, *The Quarterly Journal of Economics*, 95 (February), pp. 1-24
- John, K., and J. Williams (1985). ‘Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium’, *Journal of Finance*, 40 (4), pp. 1053-70.
- Frankfurter, G.M. and B.G. Wood (2002). ‘Dividend Policy Theories and their Empirical Tests’, *International Review of Financial Analysis*, 11, pp. 111-138.
- Petit, R. (1972). ‘Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency’, *Journal of Finance*, 27 (December), pp. 993-1008.
- Petit, R. (1976). ‘The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation’, *Journal of Business*, 49 (January), pp. 89-96
- Laub, P.M. (1976). ‘On the Information Content of Dividends’, *Journal of Business*, 49 (January), pp. 73-80.
- Charest, G. (1978). ‘Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II’, *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 297-330
- Aharony, J. and I. Swary (1980). ‘Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis’, *Journal of Finance*, 35 (1), pp. 1- 12.
- Eades, K. (1982). ‘Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value’, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17 (4), pp. 471-500.
- Woolridge, J.R. (1982). ‘The Information Content of Dividend Changes’, *Journal of Financial Research*, 5 (3), pp. 237-247.

- Divecha, A. and D. Morse (1983). 'Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18 (2), pp. 163-173.
- Baraj, M. and A. Vijh (1995). 'Trading Behaviour and the Unbiasedness of the Market Reaction to Dividend Announcements', *Journal of Finance*, 50 (1), pp. 255-279.
- Watts, R. (1973). 'The Information Contents of Dividend', *Journal of Business*, 46 (2), pp. 191-211.
- Gonedes, N. J. (1978). 'Corporate Signalling, External Accounting and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items', *Journal of Accounting Research*, 16, pp. 26-79.
- Bernartzi, S., R. Michaely and R.H. Thaler (1997). 'Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?' *Journal of Finance*, 52 (July), pp. 1007-1034
- Asquith, P. and D.W. Mullins (1983). 'The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth', *The Journal of Business*, 56 (1), pp. 77-96.
- Richardson, G., S.E. Sefcik and R. Thompson (1986). 'A Test of Dividend Irrelevance using Volume reactions to a Change in Dividend Policy', *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 313-33.
- Benesh, G.A., A.J. Keown and J.M. Pinkerton (1984). 'An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy', *Journal of Financial Research*, 7, pp. 131-142.
- Healy, P.M. and K.G. Palepu (1988). 'Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions', *Journal of Financial Economics*, 21, pp. 149-175.
- Ghosh, C. and J.R. Woodridge (1991). 'Dividend Omissions and Stock Market Rationality', *Journal of Business Finance and Accounting*, 18, pp. 315-330.
- Michaely, R., R. Thaler and K. Womack (1995). 'Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Over-Reaction or Drift?' *Journal of Finance*, 50 (2), pp. 573-608.
- Kane, A., Y.K. Lee and A. Marcus (1984). "Earnings and Dividend Announcements: Is there a Corroboration Effect?" *Journal of Finance*, 39 (September), pp. 1091-1099.

- Eddy, A. and B. Seifert (1992). 'Stock Price Reactions to Dividend and Earnings Announcements: Contemporaneous versus Noncontemporaneous Announcements', *Journal of Financial Research*, 15, pp. 207-217.
- Liljeblom, E. (1989). 'An Analysis of Earnings per Share Forecasts for Stocks Listed on the Stockholm Stock Exchange', *Scandinavian Journal of Economics*, 91 (3), pp. 565-581.
- Easton, S. (1991). 'Earnings and Dividends: Is there an Interaction Effect?' *Journal of Business Finance and Accounting*, 18 (2), pp. 255-266.
- Lonie, A.A., G . Abeyratna, D.M. Power, and C.D. Sinclair (1996). 'The Stock Market Reaction to Dividend Announcements: A Study of Complex Market Signals', *Journal of Economic Studies*, 23 (1), pp. 32-52.
- McCluskey, T., B.M. Burton, D.M. Power and C.D. Sinclair (2006). 'Evidence on the Irish Stock Market's Reaction to Dividend Announcements', *Applied Financial Economics*, 16 (8), pp. 617-628.
- Donaldson, G. (1963). 'Financial Goals: Management versus Stockholders', *Harvard Business Review*, May-June, pp. 116-129.
- Jensen, M.C. and W . Meckling (1976). 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 305- 360
- Jensen, M. C. (1986). 'The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover', *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323-329.
- Al-Malkawi, H.N., M. Rafferty and R. Pillai (2010), 'Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence', *International Bulletin of Business Administration*, 9, pp. 171-200.
- Lease, R.C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, and O.H. Sarig (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Myers, S.C. (1977). 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, 5 (2), pp. 147-75.
- Ang, J.S. (ed.) (1987). *Do dividends matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence*. Salomon Brothers Centre for the study of Financial Institutions and the Graduate Schools of Business Administration of New York University, New York.

- Barnea, A., R.A. Haugen and L.W. Senbet (1981). 'Market Imperfections, Agency Problem and Capital Structure', *Financial Management*, 10 (3), pp. 7-22.
- John, K. and A. Kalay (1982). 'Costly contracting and Optimal Payout Constraints', *Journal of Finance*, 37 (2), pp. 457-470.
- Easterbrook, F.H. (1984). 'Two Agency-Cost Explanations of Dividends', *American Economic Review*, 74 (4), pp. 650-59.
- Allen, F. and R. Michaely (2002). 'Payout Policy', In Constantinides, G., Harris, M. and Stulz, R. (Eds), *Handbook of the Economic of Finance*, Elsevier Science, Amsterdam
- Rozeff, M.S. (1982). 'Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios', *The Journal of Financial Research*, 5, pp. 249-259.
- Manos, R. (2002). 'Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms', Working paper No. 41, Economics Department, Loughborough University.
- Grossman, S.J. and O.D. Hart (1980). 'Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation', *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-54.
- Crutchley, C.E. and R.S. Hansen (1989). 'A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends', *Financial Management*, 18, pp. 36-46.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg and T.S. Zorn (1992). 'Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, pp. 263-74.
- Holder, M.E., Langrehr, F.W. and Hexter, J.L. (1998), 'Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory', *Financial Management*, 27 No 3, pp. 73-82.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry and J.N. Rimbey (1995). 'An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy', *The Financial Review*, 30 (2), pp. 367-385
- Lang, L.H.P. and R.H. Litzenberger (1989). 'Dividend Announcements: Cash Flow Signalling versus Free Cash Flow Hypothesis', *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 137-154.

- Denis, D.J., D.K. Denis and A. Sarin (1994). 'The Information Content of Dividend Changes, Cash Flow Signalling, Overinvestment, Dividend Clienteles', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, pp. 567-587.
- Howe, K.M., J. He and G.W. Kao (1992). 'One-time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends', *Journal of Finance*, 47 (5), pp. 1963-75.
- Lie, E. (2000). 'Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements', *Review of Financial Studies*, 13 (1), pp. 219-248.
- Yoon, P.S., and L.T. Starks (1995). 'Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements', *Review of Financial Studies*, 8 (4), pp. 995-1018.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000). 'Agency Problems and Dividend Policies around the World', *Journal of Finance*, 55 (1), pp. 1-33.
- Grullon, G. R. Michaely, S. Benartzi, R.H. Thaler(2003) 'Dividend Changes do not Signal Changes in Future Profitability', *Journal of Business*, pp. 1659-1682
- Dimitrios, P.L. and C.P. Dimitrios (2007). 'Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Perspective', *Journal of Financial Management and Analysis*, 20 (2), pp. 24-37.
- Elton, E.J. and M.J. Gruber (1970). 'Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect', *Review of Economics and Statistics*, 52, pp. 68-74.
- Miller, M.H. (1977). 'Debt and Taxes', *Journal of Finance*, 32 (2), pp. 261-75.
- Miller, M.H. and M.S. Scholes (1978). 'Dividends and Taxes', *Journal of Financial Economics*, 6, pp. 333-64.
- Brav, A. and J.B. Heaton (1997). 'The economic effects of prudent man laws: empirical evidence from stock ownership dynamics', working paper, Duke University, Durham, North Carolina.
- Brennan, M.J. (1970). 'Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy', *National Tax Journal*, 23 (3), pp. 417-427.
- Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy (1979). 'The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices', *Journal of Financial Economics*, 7 (2), pp. 163-195.

- Poterba, J. M. and L.H. Summers (1984). 'New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends', *Journal of Finance*, 39 (5), pp. 1397-1415.
- Michaely, R. (1991). 'Ex-Dividend Day Stock Price Behaviour: The Case of the 1986 Tax Reform Act', *Journal of Finance*, 46 (3), pp. 845-860.
- Kalay, A., and R. Michaely (2000). 'Dividends and Taxes: A Re-examination', *Financial Management*, 29, pp. 55-75.
- Callaghan, S.R. and C.B. Barry (2003). 'Tax-Induced Trading of Equity Securities: Evidence from the ADR Market', *Journal of Finance*, 58 (4), pp. 1588-1611.
- Lie, E. (2005). 'Operating Performance following Dividend Decreases and Omissions', *Journal of Corporate Finance*, 12 (1), pp. 27-53.
- Zhang, Yi, Farrell, Kathleen A., and Brown, Todd A. (2008), ' Ex-dividend day price and volume: the case of 2003 dividend tax cut.' *National Tax Journal*, 61(1), 105-127.
- Richardson, G., S.E. Sefcik and R. Thompson (1986). 'A Test of Dividend Irrelevance using Volume reactions to a Change in Dividend Policy', *Journal of Financial Economics*, 17, pp. 313-33.
- Dhaliwal, D.S., M. Erickson, and R. Trezevant (1999). 'A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies', *National Tax Journal*, 52, pp. 179-194.
- Seida, J.A. (2001). 'Evidence of Tax-Clientele-Related Trading following Dividend Increases', *Journal of the American Taxation Association*, 23 (1), pp. 1-21.
- Thaler, R.H. and H.M. Shefrin (1981). 'An Economic Theory of Self-Control', *Journal of Political Economy*, 89 (2), pp. 392-410.
- Shefrin, H. and M. Statman (1984). 'Explaining Investor Preferences for Cash Dividends', *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 253-282.
- Walter, J. (1963). 'Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise', *Journal of Finance*, 18 (2), pp. 280-291.
- Kester, G. and G. Robbins (2011). 'Dividend Policy', *Accountancy Ireland*, 43 (2), pp. 42-44.
- Fisher, G.R. (1961). 'Some Factors Influencing Share Prices', *Economic Journal*, 71, pp. 121- 141.

- Gordon, M.J. and E. Shapiro (1956). 'Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit', *Management Science*, 10 (3), pp. 102-110.
- Diamond, J.J. (1967). 'Earnings Distribution and the Values of Shares: Some Recent Evidence', *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 2 (1), pp. 15-30.
- Friend, I. and M. Puckett (1964). 'Dividend and Stock Prices', *American Economic Review*, 54, pp. 656-682.
- Baker, H.K., G.E. Powell and E.T. Viet (2002). 'Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy', *Journal of Economics and Finance*, 26 (3), pp. 267-82.
- Shiller, R.J. (1984). 'Stock Prices and Social Dynamics', *Brookings Papers on Economic*, 2, pp. 457-510.
- Shiller, R.J. (1989). 'Fashion, Fads, and Bubbles in Financial Markets', In *Market Volatility* (pp.49-68), MIT Press, Cambridge, MA.
- Statman, M. (1999). 'Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements', *Financial Analysts Journal*, 55 (6), November/December, pp. 18-27.
- Frankfurter, G.M. and W.R. Lane (1992). 'The Rationality of Dividends', *International Review of Financial Analysis*, 1, pp. 115-129.
- Feldstein, M. and J. Green (1983). 'Why Do Companies Pay Dividends?', *American Economic Review*, 73, pp. 17-30.
- Frankfurter, G.M. and B.G. Wood (2002). 'Dividend Policy Theories and their Empirical Tests', *International Review of Financial Analysis*, 11, pp. 111-138.
- Thaler, R.H. and H.M. Shefrin (1981). 'An Economic Theory of Self-Control', *Journal of Political Economy*, 89 (2), pp. 392-410.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979). 'Prospect Theory: An analysis of Decision Making under Risk', *Econometrica*, 47 (2) pp. 263-291.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1982). 'The Psychology of Preferences', *Scientific American*, 246 (1), pp. 167-173.
- Thaler, R. (1980). 'Towards a Positive Theory of Consumer Choice', *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 1, pp. 39-60.
- Thaler, R.H. and H.M. Shefrin (1981). 'An Economic Theory of Self-Control', *Journal of Political Economy*, 89 (2), pp. 392-410.

- Michaelson, J.B. (1961). 'The Determinants of Dividend Policies', PhD Thesis, University of Chicago, Chicago.
- Brittain, J. A. (1966). Corporate Dividend Policy. The Brooking Institution, Washington D.C.
- Fama, E.F. and H. Fabiak (1968). 'Dividend Policy: An Empirical Analysis', Journal of the American Statistical Association, 63 (324), pp. 1132-1161.
- Fama, E.F. (1974). 'The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms', American Economic Review, 64, pp. 304-18.
- Pruitt, S.W. and L.J. Gitman (1991). 'The Interactions between the Investment, Financing and Dividend Decisions of Major U.S. Firms', The Financial Review, 26 (3), pp. 409- 430.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey and R. Michaely (2005). 'Payout Policy in the 21 st Century', Journal of Financial Economics, 77 (3), pp. 483-527.
- Dhanani, A. (2005). 'Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers', Journal of Business Finance and Accounting, 32 (7/8), pp. 1625-1672.
- Partington, G. (1985). 'Dividend Policy and Its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence', Journal of Business Finance and Accounting, 12 (4), pp. 531-542.
- McCluskey, T., B.M. Burton and D.M. Power (2007). 'Evidence on the Irish Financial Directors' Views about Dividend', Qualitative Research in Accounting & Management, 4 (2), pp. 115-132.
- Dissa Bandara, D. B. P. H., (2001), 'Dividend Signaling, Market Responses to Dividend Change and Capital Market Efficiency: An Empirical Analysis' Proceedings of the Annual Research Sessions - 2000/2001 of the Faculty of Management Studies and Commerce, University of Sri Jayewardenepura, Sri Lanka, pp 23-51
- Travlos, N., L. Trigeorgis and N. Vefas (2001). 'Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The case of Cyprus', Multinational Finance Journal, 5 (2), pp. 87-112.
- Chen, G., M. Firth and N. Gao (2002). 'The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends, and Stock Dividends: An

- Investigation of the Chinese Stock Market’, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 13 (2), pp. 101-124.
- Akbar, M. and H.H. Baig (2010). ‘Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan’, *The Lahore Journal of Economics*, 15(1), pp. 103-125.
 - Hu Zuguang and M.U. Ahmed (2010). ‘Dividend Announcement Effect on Stock Return: An event Study on Shanghai Stock Exchange’, *Intelligent Systems (GCIS), Second WRI Global*, pp. 320-324.
 - Aamir, M. and S.Z. Ali Shah (2011). ‘Dividend Announcements and the Abnormal Stock Returns for the Event Firm and Its Rivals’, *Australian Journal of Business and Management Research*, 1 (8), pp. 72-76.
 - Al-Yahyaee, K., T.M. Pham and T.S. Walter (2011). ‘The Information Content of Cash Dividend Announcements in a Unique Environment’, *Journal of Banking and Finance*, 35 (3), pp. 606-612.
 - Sharma, V. (2011). ‘Independent Directors and the Propensity to Pay Dividends’, *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), pp. 1001-1015.
 - Dharmarathne, D.G. (2013). ‘Stock Market Reaction to Dividend Announcements and Information Efficiency in Sri Lankan Share Market’, *International Journal of Research in Social Sciences*, 3 (2), pp. 100-111.
 - Glen, J. D., Y. Kannokolias, R.P. Miller, and S. Shah (1995). ‘Dividend Policy and Dividend Behaviour in Emerging Markets- To Pay or Not to Pay’, *International Finance Corporation, Discussion Paper 2*
 - Chazi, A., N. Boubakri and F. Zanella (2011). ‘Corporate Dividend Policy in Practice: Evidence from an Emerging Market with a Tax-Free Environment’, *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, pp. 245-59.
 - Khan, N.U., B.M. Burton and D.M. Power (2011). ‘Managerial Views about Dividend Policy in Pakistan’, *Managerial Finance*, 37 (10), pp. 953-970.
 - Campello, M., Graham, J.R. & Campell, C.R. (2009). ‘The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis’. *Journal of financial economics*. 97 (12) No. 3. pp. 470-487.
 - Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M., & Roubini, N. (2009). ‘The financial crisis of 2007- 2009: Causes and remedies’. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18(2), pp. 89-137.

- Aubuchon, C. P., & Wheelock, D. C. (2010). ‘The geographic distribution and characteristics of US bank failures, 2007-2010: Do bank failures still reflect local economic conditions’? Federal Reserve Bank of St. Louis, 92(5),pp. 395-415.
- Mishkin, F.S. (1992). ‘Anatomy of a financial crisis’. Journal of evolutionary economics. 2 (6). pp.115- 130.
- Baily, M.N. & Elliott, D.J. (2009). ‘The US Financial and Economic Crisis: Where does it stand and where do we go from here’? Brookings Institution, (6)
- Jacobs, B.I. (2009). ‘Tumbling Tower of Babel: Subprime securitization and the credit crisis’. Financial Analysts Journal. (4). pp 17.
- Carmassi, J., Micossi, S., Gross, D. (2009). ‘The global financial crisis: Causes and cures’. Journal of Common Market Studies 47 (11). pp. 977-996
- Baily, M.N. & Elliott, D.J. (2009). ‘The US Financial and Economic Crisis: Where does it stand and where do we go from here’? Brookings Institution, (6)

BIBAIA

- Baily, M.N. & Elliott, D.J. (2009). The US Financial and Economic Crisis: Where does it stand and where do we go from here? Brookings Institution, June 2009.
- Krugman, P. (2009). The return of depression economics and the crisis of 2008. W.W. Norton & Company, Inc. New York
- Brealey, R. A., S.C. Myers and A.J. Marcus (2008). Fundamentals of Corporate Finance (6 th ed.). McGraw-Hill, New York.
- Graham, B. and D. Dodd (1934). Security Analysis. Mc Graw-Hill Inc., New York.
- Berle, A.A. and G.C. Means (1932). The Modern Corporation and Private Property. Macmillan, New York.

AIATPIBES

- Uitdewillegen, J.J. (2010). The effect of the financial crisis on earnings management. Master Thesis Tilburg University

