

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΘΕΜΑ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:  
**«ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ  
ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ.ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ  
ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: κ.ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ ΑΓΓΕΛΟΣ, κ.ΣΤΑΪΚΟΥΡΑΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ,  
κ.ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΒΑΣΙΛΑ ΤΡΙΑΔΑ  
Α.Μ.: ΜΧΡΗ 0702

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2009

*Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον καθηγητή μου κ.  
Εμμανουήλ Τσιριτάκη για την καθοδήγηση και τις πολύτιμες παρατηρήσεις του.*

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
2. ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ .....	6
2.1. ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	6
2.2. ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ .....	6
2.2.1. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	8
2.2.2. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ .....	9
2.3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ- ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ .....	12
2.3.1. ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΤΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ Ε.Π.Ε. ΠΟΥ ΚΑΘΙΕΡΩΣΕ Ο Ν. 2065/1992.....	12
2.3.2. ΝΟΜΙΜΟ ΜΕΡΙΣΜΑ .....	13
3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ .....	15
4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	23
4.1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	23
4.2. ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ.....	23
4.3. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ.....	24
4.4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ .....	25
4.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ....	26
4.6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ .....	29
5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	46
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	48

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μερισματική πολιτική είναι το βασικότερο μέσο με το οποίο οι εταιρίες διανέμουν ένα μέρος των κερδών τους στους μετόχους τους. Ο τρόπος με τον οποίο καθορίζεται το ύψος του μερίσματος, καθώς και το αν αυτό εμπεριέχει και άλλες πληροφορίες για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης είναι ένα θέμα που έχει απασχολήσει ιδιαίτερα τη διεθνή βιβλιογραφία και τους ερευνητές. Οφείλουμε ωστόσο να αναφέρουμε ότι τα συμπεράσματα τα οποία εξάγονται, αλλά και οι υποθέσεις που γίνονται, είναι συχνά αντικρουόμενα μεταξύ τους.

Η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση εξαρτάται από τις αποφάσεις της σχετικά με την κατανομή των κερδών ανάμεσα σε μερίσματα και αποθεματικά, τα οποία θα παραμείνουν στην εταιρία. Συνεπώς, τα κέρδη που πραγματοποιεί κάθε επιχείρηση κάθε χρόνο, αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για τον καθορισμό του μερίσματος. Επομένως, το δίλημμα κάθε επιχείρησης συνδέεται με το αν θα διανείμει υψηλό μέρισμα, χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις της με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά, ή θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις της από ίδια κεφάλαια.

Η κεντρική ιδέα των διαφόρων θεωριών και μοντέλων που έχουν ως τώρα αναπτυχθεί σχετικά με το θέμα αυτό, είναι ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν το ύψος του μερίσματος που διανέμουν έτσι ώστε αυτό να αντανακλά τις προοπτικές τους στο μέλλον. Συνεπώς, μια αύξηση των μερισμάτων «προμηνύει» μια καλή πορεία της εταιρίας στο μέλλον, αφού αυτή φαίνεται ικανή να «γεννά» μετρητά στην πράξη, πέρα από τα απόλυτα νούμερα των οικονομικών της καταστάσεων και παράλληλα δίνει το κίνητρο για περαιτέρω προσπάθεια των στελεχών να διατηρήσουν το μέρισμα αυτό και να μη χρειαστεί να το μειώσουν στο μέλλον. Αντίθετα λοιπόν, μια μείωση στα μερίσματα δίνει αρνητικό μήνυμα στους επενδυτές για τις μελλοντικές «επιδόσεις» της εταιρίας. Έτσι ίσως εξηγείται γιατί οι επιχειρήσεις διανέμουν συχνά ένα υψηλό μέρος των κερδών τους με τη μορφή μερισμάτων. Δημιουργείται επομένως, το ερώτημα αν η ανακοίνωση μερισμάτων κρύβει κάποιου είδους πληροφόρηση για τη μελλοντική αξία της επιχείρησης, η οποία είναι γνωστή μόνο στη διοίκηση της επιχείρησης και όχι στους επενδυτές, ή αν αυτή χρησιμοποιείται ως μέσο με το οποίο μπορεί να αλλάξει η αντίληψη της αγοράς σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της κάθε επιχείρησης.

Σε ό,τι αφορά την παρούσα εργασία, θα προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε αν υπάρχει κάποιου είδους σχέση μεταξύ της ανακοίνωσης διανομής μερισμάτων στο παρόν με τη μελλοντική πορεία των κερδών των ελληνικών επιχειρήσεων. Αποτελεί εξαιρετικό ενδιαφέρον να μελετήσουμε την ελληνική πραγματικότητα, καθώς αναμφίβολα η ελληνική αγορά είναι λιγότερο ώριμη από άλλες αγορές διεθνώς και διαφέρει αισθητά από αυτές (οι οποίες αποτέλεσαν αντικείμενο έρευνας προγενέστερα). Διαφορές παρουσιάζει όμως και ως προς το φορολογικό καθεστώς και τον τρόπο λειτουργίας της. Κάποιοι μελετητές, όπως οι Bhattacharya (1979), John και Williams (1985) και Bernheim (1991) θεωρούν ότι απαραίτητη προϋπόθεση για να ισχύει η ικανότητα των μερισμάτων να προβλέπουν τη μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης, είναι η δυσμενέστερη φορολογική αντιμετώπιση του εισοδήματος από τα μερίσματα σε σχέση με αυτό που προέρχεται από κεφαλαιακά κέρδη. Στην Ελλάδα κάτι τέτοιο όμως δεν ισχύει, αφού όπως θα αναλύσουμε παρακάτω δεν οφείλεται φόρος για τη διανομή μερίσματος.

Είναι σημαντικό λοιπόν να προσπαθήσουμε να προσδιορίσουμε κατά τον καλύτερο τρόπο το κατά πόσο οι επενδυτές είναι πραγματικά ενημερωμένοι και αντιλαμβάνονται τα μηνύματα που εμπεριέχονται στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων, γεγονός που στη συνέχεια επηρεάζει και τις τιμές των μετοχών, αλλά πιθανώς και τη μελλοντική κερδοφορία των εταιριών. Στόχος μας λοιπόν στη μελέτη αυτή είναι να εντοπίσουμε την επίδραση που επιφέρει η ανακοίνωση της διανομής μερίσματος των εταιριών που είναι εισηγμένες Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων αυτών για τη χρονική περίοδο 2000 ως 2008.

Η εργασία μας οργανώνεται ως εξής: αρχικά στις ενότητες 2 και 3 παραθέτουμε κάποια βασικά θέματα της θεωρίας και τα σημαντικότερα άρθρα της διεθνούς βιβλιογραφίας που αφορούν τη μερισματική πολιτική, αντίστοιχα, ενώ στη συνέχεια στην ενότητα 4 αναλύουμε τη δική μας εμπειρική μελέτη και ασφαλώς τα συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε.

## **2. ΘΕΜΑΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ**

### ***2.1.ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ***

Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική είναι οι ακόλουθοι:

- √ *Ρευστότητα:* αποτελεί τον πρωταρχικό παράγοντα που επηρεάζει την απόφαση πληρωμής ή όχι μερίσματος μιας εταιρίας. Αν υπάρχει έλλειψη ρευστότητας ή σημάδια ότι στο μέλλον θα παρουσιαστεί τέτοιο πρόβλημα, μια εταιρία είναι υποχρεωμένη να πληρώσει χαμηλότερο ή και καθόλου μέρισμα.
- √ *Υψηλός δανεισμός:* η ύπαρξη υψηλού επιπέδου δανεισμού ή η ύπαρξη περιορισμών που τον αφορούν ίσως αναγκάσουν μια επιχείρηση να μειώσει το ύψος του μερίσματος που θα διανείμει.
- √ *Πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου:* είναι σαφώς πιο εύκολο για τις μεγαλύτερες εταιρίες να έχουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου ώστε να συνάψουν δάνεια με ευνοϊκότερες συνθήκες συγκριτικά με τις μικρότερες. Έτσι, για τις πρώτες δεν υπάρχει ανάγκη παρακράτησης μεγάλου ύψους κερδών, οπότε είναι πιθανότερο να πληρώσουν μέρισμα.
- √ *Έλεγχος:* οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους δανειζόμενες από τους μετόχους τους, αντιμετωπίζουν προβλήματα ελέγχου, αφού η συνεχής έκδοση νέων μετοχών δημιουργεί αβεβαιότητα και υψηλό κίνδυνο. Συνεπώς, η παρακράτηση μεγαλύτερου μέρους των κερδών σε συνδυασμό με την πληρωμή μικρότερου μερίσματος είναι απαραίτητη.
- √ *Φορολογία:* είναι εξαιρετικά σημαντικός παράγοντας γι' αυτό και θα αναλυθεί εκτενέστερα παρακάτω.

### ***2.2 ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ***

Σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης έχουν διατυπωθεί τρεις βασικές θεωρίες. Η πρώτη από αυτές υποστηρίζει ότι η διανομή

υψηλού μερίσματος αυξάνει την αξία της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη ότι μειώνει την αξία αυτής. Η τρίτη, τέλος αναφέρει ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης.

Το βασικό επιχείρημα της πρώτης άποψης είναι ότι ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη εμπεριέχουν αβεβαιότητα, τα μερίσματα είναι σίγουρη πληρωμή προς τους επενδυτές. Συνεπώς, το γεγονός ότι η πληρωμή μερίσματος μειώνει τα κεφαλαιακά κέρδη αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι οι μέτοχοι παίρνουν ένα ποσό του κεφαλαίου τους σήμερα, μειώνοντας έτσι την αβεβαιότητα της επένδυσής τους. Επίσης, οι επενδυτές ίσως επιθυμούν υψηλά μερίσματα προκειμένου να καλύψουν τις καταναλωτικές τους ανάγκες. Η διανομή υψηλού μερίσματος τους απαλλάσσει έτσι από τη σπατάλη χρόνου και το κόστος συναλλαγών που συνεπάγονται οι πωλήσεις μετοχών προς επίτευξη του επιθυμητού εισοδήματος.

Από την άλλη πλευρά, η δεύτερη θεωρία στηρίζεται σε δύο επιχειρήματα και υποστηρίζει ότι η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης. Το πρώτο επιχείρημα αναφέρεται στο κόστος που συνεπάγεται η άντληση νέων κεφαλαίων και υποστηρίζεται ότι τα μερίσματα πρέπει να περιοριστούν στο ποσό εκείνο που δε θα καθιστά αναγκαία την εξωτερική χρηματοδότηση. Το δεύτερο επιχείρημα αναφέρεται στο σημαντικό ρόλο της φορολογίας, η οποία αναγκάζει τα στελέχη των εταιριών να πληρώνει το μικρότερο δυνατό μέρισμα, αφού στις περισσότερες χώρες τα μερίσματα υπόκεινται σε αυστηρότερη φορολογία από τα κεφαλαιακά κέρδη. Επίσης, ο φόρος των μερισμάτων πληρώνεται με την καταβολή τους, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με την πώληση των μετοχών. Μάλιστα, κάποιοι υποστηρίζουν ότι στις περιπτώσεις δυσμενέστερης φορολογικής αντιμετώπισης των μερισμάτων δεν πρέπει να πληρώνεται καθόλου μέρισμα.

Ξεχωριστή θέση στη βιβλιογραφία που αφορά τη μερισματική πολιτική κατέχει το άρθρο των Franco Modiglianni και Merton Miller (1961), οι οποίοι είναι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης ότι τα μερίσματα δεν επηρεάζουν την τρέχουσα τιμή των μετοχών και το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας. Βέβαια, είναι ουσιώδες να αναφέρουμε ότι οι απόψεις τους είναι σωστές μόνο κάτω από την υπόθεση της τέλει και αποτελεσματικής αγοράς, δηλαδή εφόσον ισχύουν τα εξής:

- Δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος.
- Δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης και διαπραγμάτευσης των μετοχών.

- ❑ Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.
- ❑ Οι επενδυτές και τα στελέχη της εταιρίας έχουν συμμετρικές πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες της εταιρίας.
- ❑ Η πολιτική επενδύσεων είναι ανεξάρτητη από την πολιτική μερισμάτων.
- ❑ Δεν υπάρχει δυνατότητα επηρεασμού της τιμής των μετοχών.

Ειδικότερα, οι MM υποστηρίζουν ότι καμιά μερισματική πολιτική δε μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τον πλούτο των μετόχων, όπως αυτός αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής. Η λογική πίσω από τη θεωρία τους είναι ότι αν οι μέτοχοι πάρουν μεγαλύτερο μέρισμα από το υπολειμματικό (αυτό που θα προκύψει μετά την αφαίρεση των παρακρατηθέντων κερδών), το επιπλέον αυτό ποσό θα προέλθει από εξωτερική χρηματοδότηση. Η τελευταία όμως αυτή εμπεριέχει κόστος με τη μορφή τόκων, οπότε οι μέτοχοι στο μέλλον θα πάρουν μικρότερο μέρισμα, μειωμένο κατά το πλεόν του υπολειμματικού μερίσματος ποσό προσαυξημένο με τους τόκους. Ουσιαστικά, σε παρούσες αξίες, το επιπλέον μέρισμα που θα διανεμηθεί αυτήν την περίοδο θα ισούται με την απώλεια μερίσματος που θα διανεμηθεί τις επόμενες περιόδους.

Στην πραγματικότητα όμως όπως ήδη αναφέραμε δεν ισχύουν οι συνθήκες της τέλει αγοράς και οι επενδυτές μπορεί να επιδεικνύουν μη ορθολογική συμπεριφορά. Έτσι, οι δύο βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις και συγκεκριμένα το βαθμό κατά τον οποίο τα κεφάλαια μιας επιχείρησης κατανέμονται αποτελεσματικά μεταξύ των διαφόρων επενδυτικών σχεδίων είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος αντιπροσώπευσης.

### **2.2.1. Ασύμμετρία πληροφόρησης**

Η ασύμμετρία πληροφόρησης προέρχεται από το γεγονός ότι τα άτομα που βρίσκονται στη διοίκηση της επιχείρησης συνήθως διαθέτουν μεγαλύτερο βαθμό πληροφόρησης για την πορεία και τις προοπτικές της επιχείρησης σε σχέση με τους μετόχους. Η διοίκηση της εταιρείας θα προσπαθήσει να μεταδώσει την πληροφόρηση της στους μετόχους και τους επενδυτές, ώστε να αποκτήσουν μια καλύτερη εικόνα και εκτίμηση της πραγματικής της αξίας.



Στην περίπτωση μιας υποτιμημένης μετοχής και αν είναι απαραίτητη η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματαγορά για την κάλυψη ενός επενδυτικού προγράμματος, η εταιρία διατρέχει τον κίνδυνο να αναγκαστεί να εκδώσει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών στην υποτιμημένη τιμή της αγοράς, μεταβάλλοντας έτσι το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Παράλληλα, μια υποτιμημένη μετοχή κάνει μια εταιρία πιο ελκυστικό στόχο εξαγοράς, κάτι που θέτει σε κίνδυνο τη θέση των μελών της διοίκησης.

Σύμφωνα με τους Bhattacharya (1979) και τους Miller και Rock (1985), όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία των μερισμάτων ως μέσο πληροφόρησης. Η διανομή υψηλών μερισμάτων συνεπάγεται υψηλά κέρδη, ενώ και η αύξηση των μερισμάτων συνδέεται με αύξηση των κερδών αλλά και με τη διατήρησή τους στο μέλλον. Αντίθετα, μείωση των μερισμάτων σημαίνει μείωση των κερδών, η οποία πιθανότατα θα διατηρηθεί και στα επόμενα αποτελέσματα της εταιρίας. Συνεπώς, η κεντρική ιδέα της θεωρίας τους είναι ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν το ύψος του μερίσματος που θα διανεμούν έτσι ώστε να αντανακλάται σε αυτό η μελλοντική πορεία της.

### **2.2.2. Κόστος αντιπροσώπευσης**

Συχνά η εξυπηρέτηση διαφορετικών συμφερόντων μεταξύ των διαφόρων ομάδων που εξαρτώνται από μια επιχείρηση, οδηγεί σε διαμάχη μεταξύ τους και συνιστά αυτό που ονομάζουμε *κόστος αντιπροσώπευσης*. Οι δύο πιο σημαντικές σχέσεις αντιπροσώπευσης είναι μεταξύ μετόχων και δανειστών, καθώς και μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Ακολουθεί αναλυτικότερη παρουσίαση των παραγόντων της πρώτης μορφής διαμάχης, ενώ στη συνέχεια, γίνεται αναφορά και στη δεύτερη μορφή.

Η διαμάχη μεταξύ διοίκησης και μετόχων μιας εταιρίας προέρχεται από το γεγονός ότι οι διοικούντες δεν έχουν συχνά μερίδιο σε αυτή, ωστόσο οι αποφάσεις τους την επηρεάζουν άμεσα. Ο έλεγχος των αποφάσεων τους είναι δύσκολος, διότι η διοίκηση συχνά δεν αποκαλύπτει τις πληροφορίες που διαθέτει, ενώ οι αποφάσεις της μπορεί να έχουν κίνητρα τα οποία αντικρούονται με τα συμφέροντα των μετόχων. Παρακάτω παραθέτουμε κάποιους παράγοντες της σύγκρουσης που λαμβάνει χώρα μεταξύ στελεχών και μετόχων:

- **Φαινόμενο “Empire-building”**: Το φαινόμενο αυτό τονίζεται μεταξύ άλλων και από τους Baumol (1959), Marris (1964), Williamson (1964) και Jensen (1986,1993), σύμφωνα με το οποίο τα στελέχη ενδιαφέρονται να διευθύνουν εταιρείες μεγάλου μεγέθους και όχι απαραίτητα κερδοφόρες. Κάτι τέτοιο, οδηγεί συχνά και στην υλοποίηση επενδύσεων με αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία. Σύμφωνα με τον Jensen, τα στελέχη που ενεργούν με αυτόν τον τρόπο σπαταλούν όλους τους πόρους σε επενδυτικά σχέδια, δημιουργώντας έτσι και την προσδοκία ότι οι επενδύσεις χρηματοδοτούνται με εσωτερικούς πόρους. Επίσης, κάτι τέτοιο συνεπάγεται ότι οι επενδύσεις μειώνονται με τη μόχλευση, διότι υψηλές πληρωμές δανείων μειώνουν τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα όμως δεν επαληθεύουν σε όλες τις περιπτώσεις τη θεωρία αυτή για «γενική» υπερεπένδυση, το αντίθετο μάλιστα: φαίνεται ότι κάποια είδη επενδύσεων είναι περισσότερο ελκυστικά στα στελέχη. Για παράδειγμα, οι Amihud και Lev (1981), υποστηρίζουν ότι η διαφοροποίηση που συνεπάγεται μείωση του κινδύνου είναι προτιμητέα από τα στελέχη, ενώ οι Shleifer και Vishny (1989) θεωρούν ότι τα στελέχη είναι πιθανότερο να επενδύσουν σε προγράμματα που θα τους εξασφαλίσουν την παραμονή τους στη συγκεκριμένη εργασιακή θέση.

- **Θέματα φήμης και «καριέρας»**: Τα στελέχη ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τον τρόπο που οι ενέργειές τους επηρεάζουν τη φήμη τους και την αξία τους στην αγορά εργασίας. Έτσι, είναι πιθανό να ενδιαφέρονται για τη βραχυχρόνια αποτελεσματικότητα και επίδοση της επιχείρησης. Ο Stein (1989) συνδέει τα παραπάνω με την τιμή των μετοχών σε ένα βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Η υπόθεση που υιοθετείται εδώ είναι ότι τα στελέχη μπορούν να ενεργήσουν με τρόπο «απαράτηρητο» από τους επενδυτές και να επηρεάσουν θετικά τις τιμές των μετοχών και κατά συνέπεια και τη φήμη τους. Μπορούν παραδείγματος χάριν μέσω «χαμηλότερων» επενδύσεων (underinvestment), να εμφανίσουν αυξημένα κέρδη και να οδηγήσουν την τιμή της μετοχής προς τα πάνω. Είναι δυνατόν όμως να συμβεί και το αντίθετο: οι μάνατζερ να επιλέξουν την υπερεπένδυση (overinvestment), στην περίπτωση που οι ενέργειες τους είναι «παρατηρήσιμες» και η ασυμμετρία πληροφόρησης έχει να κάνει με την ικανότητά τους να δημιουργούν καλές επενδυτικές ευκαιρίες.

- **Υπεραισιοδοξία των στελεχών**: Ο Roll (1986) ήταν ένας από τους πρώτους που ασχολήθηκε με τη θεωρία της υπεραισιοδοξίας των στελεχών, τα οποία

πιστεύουν στις θετικές προοπτικές των περιουσιακών στοιχείων τα οποία βρίσκονται υπό τον έλεγχό τους, κάτι που έχει ως απόρροια την τάση τους για υπερεπένδυση, η οποία μάλιστα σύμφωνα με τον Heaton (2002) χρηματοδοτείται σε μεγαλύτερο ποσοστό με εσωτερικούς πόρους και λιγότερο με εξωτερικό δανεισμό, και όχι με την έκδοση νέων μετοχών, διότι η τιμή της μετοχής θα μοιάζει «άδικα» υποτιμημένη σε αυτούς. Ο παράγοντας αυτός θεωρείται ιδιαίτερα σημαντικός, αφού κάποιες φορές φαίνεται η υπεραισιοδοξία να μη μπορεί να ξεπεραστεί και να στρεβλώνει τις επενδυτικές αποφάσεις.

- **Το φαινόμενο της «αγέλης» (herding):** Μια διαφορετική διάσταση είναι και αυτή που σχετίζεται με το λεγόμενο «φαινόμενο της αγέλης», κατά το οποίο τα στελέχη αγνοούν την προσωπική τους εσωτερική πληροφόρηση και τυφλά μιμούνται τις αποφάσεις των προηγούμενων στελεχών.

- **Άλλοι παράγοντες:** Ασφαλώς υπάρχουν ποικίλοι άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την προθυμία των στελεχών να αναλάβουν νέες επενδύσεις ή όχι, όπως η αποστροφή στον κίνδυνο, αφού η ανάληψη μιας επένδυσης και το αποτέλεσμα που αυτή συνεπάγεται θα αποκαλύψει πληροφορίες για την ικανότητα του μάνατζερ. Ακόμα, σημαντικό ρόλο παίζει και το εάν πρόκειται για μια εντελώς νέα επένδυση που θα αναληφθεί, ή για ένα υφιστάμενο μη αποδοτικό σχέδιο, το οποίο τα στελέχη δύσκολα θα αποφασίσουν να εγκαταλείψουν, ώστε να αποφευχθεί το ενδεχόμενο να χρεωθούν εκείνοι την αποτυχία.

Όσον αφορά τώρα τη σχέση μεταξύ μετόχων και δανειστών, οι μεν πρώτοι επιδιώκουν την αύξηση της αξίας της επιχείρησης αναλαμβάνοντας τον επιπλέον κίνδυνο που αυτή συνεπάγεται, ενώ οι δε δεύτεροι ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την αποπληρωμή των απαιτήσεών τους. Επίσης, οι μέτοχοι έχουν συμφέρον να εισπράττουν το μεγαλύτερο δυνατό μέρος, ώστε ακόμα και σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων της εταιρίας να έχουν ήδη λάβει κάποια αμοιβή. Η πληρωμή μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης, ενώ η αύξηση αυτού, συνεπάγεται αύξηση της μόχλευσης και κατά συνέπεια του κινδύνου της επιχείρησης, μειώνοντας την αξία των υποχρεώσεων προς τους δανειστές.

Τις παραπάνω διαμάχες έρχονται να αμβλύνουν τα μερίσματα, τα οποία σύμφωνα με τους Easterbrook (1984) και Jensen (1986), βοηθούν στον έλεγχο της

διοίκησης των επιχειρήσεων και μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης ανάμεσα στη διοίκηση και τους μετόχους με δύο τρόπους:

- i) Η διοίκηση των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα αναγκάζεται να καταφύγει συχνότερα στην εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς να υποστεί τον έλεγχο όσων έχουν συμφέροντα σε αυτή (δικηγόροι, ορκωτοί λογιστές, κλπ.). Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η παρακολούθηση της διοίκησης, ώστε αυτή να λαμβάνει αποφάσεις και να ενεργεί προς όφελος των μετόχων της.
- ii) Τα μερίσματα μειώνουν την αξία του κεφαλαίου της εταιρίας, αυξάνοντας έτσι τα επίπεδα μόχλευσης, γεγονός που αυξάνει τόσο τον κίνδυνο όσο και την αναμενόμενη απόδοση της εταιρίας. Καθώς όμως οι διοικούντες της επιχείρησης δεν έχουν διαφοροποίηση του κινδύνου τους, ο οποίος είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με το μέλλον της εταιρίας, είναι διστακτικοί στην επιλογή επενδύσεων με ρίσκο και περιορίζουν την αύξηση της απόδοσης της εταιρίας σε επίπεδα χαμηλότερα του βέλτιστου.
- iii) Τέλος, τα μερίσματα περιορίζουν τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης, κάτι που περιορίζει σαφώς τη δυνατότητα υπερεπένδυσης και σπατάλης πόρων σε έξοδα πολυτελείας από την πλευρά της διοίκησης.

### **2.3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ- ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ**

#### **2.3.1 Το σύστημα φορολογίας της ανώνυμης εταιρίας και της Ε.Π.Ε. που καθιέρωσε ο Ν. 2065/1992.**

Με το Ν.Δ. 3843/1958 επιβλήθηκε φορολογία στα εισοδήματα των νομικών προσώπων. Μέχρι τότε ίσχυε το σύστημα των καθαρών προσόδων του Ν. 1640/1919. Από το οικονομικό έτος 1959 τα εισοδήματα των ανωνύμων εταιριών, των συνεταιρισμών και των αλλοδαπών επιχειρήσεων υπήχθησαν στη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων. Αντίθετα, τα κέρδη των Ε.Π.Ε. και των προσωπικών εταιριών φορολογούνταν μέχρι 29.6.1992 στο όνομα των δικαιούχων εταιριών.

Με το φορολογικό σύστημα που καθιέρωσε το Ν.Δ. 3843/1958 τα μη διανεμόμενα κέρδη φορολογούνταν στο όνομα της ανώνυμης εταιρίας, ενώ τα

διανεμόμενα (μερίσματα, αμοιβές μελών Δ.Σ.) φορολογούνταν στο όνομα των δικαιούχων μετόχων, συμβούλων Δ.Σ. κλπ. Όταν στη συνέχεια, η ανώνυμη εταιρία διένειμε ή κεφαλαιοποιούσε τα αποθεματοποιηθέντα κέρδη (τα οποία όπως αναφέραμε ήδη είχαν φορολογηθεί αρχικά στο όνομά της) τότε αυτά θεωρούνταν εισόδημα κινητών αξιών για τους δικαιούχους μετόχους. Από τα διανεμόμενα ή κεφαλαιοποιούμενα αποθεματικά παρακρατούταν φόρος μερισμάτων. Ο φόρος εισοδήματος που αρχικά είχε καταβληθεί από την ανώνυμη εταιρία κατά το χρόνο που προέκυψαν τα άνω κέρδη, συμψηφιζόταν με το φόρο μερισμάτων. Στο Δημόσιο αποδιδόταν η διαφορά και υπήρχε και η περίπτωση επιστροφής φόρου για την ανώνυμη εταιρία.

Τα παραπάνω ίσχυαν για 35 χρόνια στη χώρα μας. Όμως το 1992 έγινε μια βαθύτατη φορολογική αλλαγή με το νόμο 2065/1992, σύμφωνα με τον οποίο επιβλήθηκε η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (Α.Ε., Ε.Π.Ε., προσωπικών εταιριών κλπ.) με έναν ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε αρχικά σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών.

Με την καταβολή του άνω φόρου εισοδήματος επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, τα παραπάνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν κέρδη με τη μορφή μερισμάτων, προμερισμάτων, αμοιβών στα μέλη του Δ.Σ. δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

### **2.3.2. Νόμιμο μέρισμα**

Το άρθρο 45 (παρ.2,περ.β) του κωδ. Ν.2190/1920 αναφέρει ότι από τα καθαρά κέρδη της χρήσεως κρατείται, εκτός του τακτικού αποθεματικού, και το απαιτούμενο ποσό για την καταβολή του μερίσματος που προβλέπεται από το άρθρο 3 του Α.Ν.148/1967.

Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Α.Ν.148/1967 οι ανώνυμες εταιρίες υποχρεούνται να διανέμουν σε μετρητά κάθε έτος στους μετόχους τους το 35% των καθαρών κερδών, μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού και των κερδών από πώληση μετοχών θυγατρικής ανώνυμης εταιρίας, οι οποίες κατέχονται από τη μητρική πέραν της

δεκαετίας και αντιπροσωπεύουν ποσοστό συμμετοχής στο κεφάλαιο της θυγατρικής μεγαλύτερο του 20%.

Τα παραπάνω δεν ισχύουν αν η γενική συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία τουλάχιστον 65% του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου αποφασίσει γι' αυτό. Στην περίπτωση αυτή το μη διανεμόμενο μέρισμα μέχρι τουλάχιστον ποσοστό 35% επί των καθαρών κερδών μεταφέρεται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού προς κεφαλαιοποίηση και θα πρέπει εντός τεσσάρων ετών να παραδοθεί δωρεάν στους δικαιούχους μετόχους με τη μορφή νέων μετοχών. Τέλος, μπορεί το μέρισμα να μη διανεμηθεί αν η γενική συνέλευση με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου αποφασίσει κάτι τέτοιο.

Επίσης, στην παράγραφο 2 του άρθρου του κωδ. Ν.2190/1920 προβλέπεται ότι το ποσό που διανέμεται στους μετόχους δε μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που έχει λήξει, προσαυξημένο με τα κέρδη που προέρχονται από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται και έχει αποφασιστεί από τη Γενική Συνέλευση η διανομή τους, και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών, σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό.

### **3. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ**

Οι εμπειρικές μελέτες που αφορούν την υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων περιλαμβάνουν τρεις βασικές συνθήκες, οι οποίες όμως είναι αναγκαίες αλλά όχι αρκετές για να αποδειχθεί ο ρόλος αυτός :

- Οι μερισματικές μεταβολές θα μπορούσαν να ακολουθούνται από μεταβολές στα κέρδη προς την ίδια κατεύθυνση.
- Απροσδόκητες μεταβολές στα μερίσματα θα μπορούσαν να συνοδεύονται από αλλαγές στις τιμές των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση.
- Απροσδόκητες μεταβολές στα μερίσματα θα μπορούσαν να συνδέονται με «επαναληπτικότητα» σε σχέση με τις προσδοκίες της αγοράς για την πορεία των μελλοντικών κερδών προς την ίδια κατεύθυνση με εκείνη της μεταβολής των μερισμάτων.

Ένα μεγάλο κομμάτι της βιβλιογραφίας έχει επικεντρωθεί στον έλεγχο της δεύτερης συνθήκης, στο οποίο όμως δε θα γίνει αναφορά καθώς ξεφεύγει από τους στόχους της συγκεκριμένης μελέτης. Πριν προχωρήσουμε στην παράθεση των πιο σημαντικών μελετών που αφορούν την πρώτη συνθήκη, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι τα αντικρουόμενα αποτελέσματα αυτών είναι αποτέλεσμα του μικρού δείγματος των εταιριών που χρησιμοποιήθηκε κάθε φορά, αλλά και της δυσκολίας στον προσδιορισμό του μοντέλου εκείνου που θα αποτυπώνει κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα μη αναμενόμενα κέρδη. Συνολικά ωστόσο, δε φαίνεται να υποστηρίζεται ο ισχυρισμός ότι οι μεταβολές των μερισμάτων μας πληροφορούν για τις μεταβολές των μελλοντικών κερδών. Όπως είπε και ο Miller (1987) συνοψίζοντας τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών: «τα μερίσματα περιγράφουν καλύτερα την πορεία των κερδών του παρελθόντος παρά του μέλλοντος».

Ο **Lintner** (1956) ήταν από τους πρώτους που προσπάθησαν να αποδείξουν εμπειρικά το βαθμό που τα μερίσματα έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο και να ελέγξουν αν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να συσχετίζει τα κέρδη με το ύψος των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, πραγματοποιώντας μια έρευνα σε 28 αμερικάνικες εταιρίες με τη μέθοδο των συνεντεύξεων, υποστηρίζει ότι οι εταιρίες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική πολιτική τους και αυτό που ενδιαφέρει τα στελέχη είναι το ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης παρά το μέρισμα σαν απόλυτο

νούμερο. Η αγορά δηλαδή επιθυμεί και επιβραβεύει τη σταθερή και σταδιακή αύξηση των μερισμάτων. Για τους λόγους αυτούς η διοίκηση της επιχείρησης θα αυξήσει τα μερίσματα μόνο αν πιστεύει ότι τα κέρδη έχουν οριστικά αυξηθεί και ότι δεν θα χρειαστεί ανάκληση της απόφασης αυτής στο άμεσο μέλλον. Επίσης, παρουσιάζεται μεγάλη απροθυμία στη μείωση των μερισμάτων (ακόμα και μετά από μείωση των κερδών) και η λύση αυτή υιοθετείται ως τελευταία και μόνο στην περίπτωση που δεν υπάρχουν σημάδια οικονομικής ανάκαμψης στο μέλλον. Το συγκεκριμένο μοντέλο είχε μεγάλη απήχηση και αποτέλεσε τη βάση στην οποία στηρίχθηκαν και επόμενες μελέτες, όπως αυτή των **Fama και Babiak** (1968), οι οποίοι κατέληξαν σε παρόμοια αποτελέσματα.

Οι **Bhattacharya** (1979), **John & Williams** (1985) και **Miller & Rock** (1985) υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης σε μια εταιρία, τόσο μεγαλύτερο είναι και το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων, όπως επίσης και ότι οι αλλαγές της μερισματικής πολιτικής συνδέονται θετικά με αλλαγές στις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Επίσης, τα εμπειρικά μοντέλα που χρησιμοποιούν προβλέπουν μια θετική συσχέτιση των μεταβολών των μερισμάτων και της αντίδρασης της τιμής στις μεταβολές αυτών.

Έρευνα των **Brav, Graham, Harvey και Michaely** (2003) με τη μέθοδο των συνεντεύξεων έδειξε και αυτή πως τα ευρήματα του Lintner ισχύουν, με τη διαφορά ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων δε χρησιμοποιούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό διανομής μερίσματος ως στόχο, αλλά προσπαθούν να διατηρήσουν το ποσοστό διανομής μερίσματος της προηγούμενης περιόδου.

Το 1983 ο **Brickley**, βασιζόμενος σε ένα δείγμα 35 εταιρειών που αύξησαν το μερίσμα τους για περισσότερο από 20%, εντόπισε μια σημαντική αύξηση των κερδών τόσο κατά το χρόνο της αύξησης των μερισμάτων όσο και κατά τον επόμενο χρόνο. Ανάλογα είναι και τα ευρήματα της μελέτης των **Aharony και Dotan** (1994), σύμφωνα με τα οποία τα κέρδη συνεχίζουν να αυξάνονται για τουλάχιστον τέσσερα τρίμηνα μετά την αύξηση του μερίσματος.

Οι **Healy και Palepu** (1988) ασχολήθηκαν με δύο πιο ειδικές περιπτώσεις πληρωμής μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, μελέτησαν ένα δείγμα 131 εταιρειών που διένειμαν μερίσμα για πρώτη φορά και διαπίστωσαν μια γρήγορη ανάπτυξη των κερδών στο παρελθόν, η οποία συνεχίστηκε και τα επόμενα δύο έτη. Στη συνέχεια, μελέτησαν 172 εταιρείες οι οποίες διέκοψαν την πληρωμή μερίσματος, γεγονός το



οποίο επηρέασε αρνητικά τα κέρδη του χρόνου κατά τον οποίο ανακοινώθηκε η διακοπή, ενώ τα επόμενα χρόνια η εικόνα αντιστρέφεται και τα κέρδη αυξάνονται.

Οι **Guay και Harford (1999)** εξέτασαν την επίδραση 2.493 ανακοινώσεων αύξησης μερίσματος μεταξύ 1981 και 1993 στις αποδόσεις των μετοχών. Η μέση μη φυσιολογική απόδοση για ένα διάστημα μιας ημέρας πριν και μετά την ανακοίνωση ήταν +1,19%. Στη συνέχεια, ερεύνησαν την υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου με τη χρήση του μεγέθους των ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, μελέτησαν το μέγεθος και τη σταθερότητά τους για τα τρία χρόνια που ακολουθούν την ανακοίνωση και συγκρίνουν τα παραπάνω με τα τρία χρόνια πριν την ανακοίνωση. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν την υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου.

Την ίδια χρονιά οι **Hanlon, Myers και Shevlin** στο άρθρο τους «The information content of dividends: do dividends provide information about future earnings?» εξέτασαν τη σχέση μεταξύ της παρούσας μερισματικής απόδοσης και των μελλοντικών κερδών, για εταιρίες οι οποίες διένειμαν μέρισμα και για εταιρίες οι οποίες δεν το έπραξαν. Τα αποτελέσματά τους επιβεβαιώνουν τον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων και φαίνεται ότι στις εταιρίες που διένειμαν μέρισμα, αντίθετα με αυτές που δε διένειμαν, οι παρούσες αποδόσεις των μετοχών συνδέονται στενά με τα μελλοντικά κέρδη και επιπλέον, ότι η αγορά λαμβάνει κάποια πληροφόρηση για τη μελλοντική πορεία των κερδών, μετά την ανακοίνωση διανομής μερίσματος.

Πολύ πρόσφατα, μόλις το 2006 οι **Ping Zhou και William Ruland** στο άρθρο τους “Dividend Payout and future earnings growth” επιβεβαιώνουν ότι τα υψηλά μερίσματα οδηγούν και σε υψηλά κέρδη στο μέλλον. Η ανάλυση τους μάλιστα έγινε σε επίπεδο εταιριών χωριστά και διαπίστωσαν ισχυρή μάλιστα ανάπτυξη των μελλοντικών κερδών.

Η αναφορά μας στα πιο σημαντικά σημεία της βιβλιογραφίας που υποστηρίζουν την ύπαρξη πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, θα ολοκληρωθεί με την παρουσίαση των συμπερασμάτων της έρευνας των **Nissim και Ziv (2001)**, στην οποία θα βασιστεί και η δική μας εμπειρική μελέτη. Στο άρθρο τους «Dividend changes and future profitability» οι Nissim και Ziv αποδεικνύουν την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ μεταβολών των μερισμάτων και των μεταβολών των κερδών για τα επόμενα δύο χρόνια της μερισματικής ανακοίνωσης. Επίσης, διαπίστωσαν ότι όσον αφορά τις αυξήσεις των μερισμάτων αυτές συνδέονται θετικά με

τις μεταβολές των κερδών για τα επόμενα τέσσερα χρόνια, ενώ αντίθετα οι μειώσεις των μερισμάτων δεν φαίνεται να συσχετίζονται με τα μελλοντικά κέρδη.

Ειδικότερα, το δείγμα τους περιλαμβάνει ανακοινώσεις πληρωμής μερισμάτων εταιριών που συμμετείχαν στο δείκτη NYSE ή στον AMEX κατά τη χρονική περίοδο 1963(β' τρίμηνο) ως 1998(α' τρίμηνο). Συνολικά, μελέτησαν 100.666 παρατηρήσεις εκ των οποίων οι 811 αφορούσαν μειώσεις μερισμάτων, οι 13.221 αυξήσεις και οι 86.634 μη μεταβολές.

Αρχικά, βασίστηκαν στη μεθοδολογία των Benartzi et al. και απέδειξαν ότι πράγματι τα μερίσματα συνδέονται θετικά μόνο με τα κέρδη του παρόντος, ενώ για τα επόμενα έτη η σχέση αυτή παύει να ισχύει. Στη συνέχεια όμως χρησιμοποιώντας εναλλακτικά μοντέλα προσδιορισμού της σχέσης που συσχετίζει τις μεταβολές των κερδών με τις αντίστοιχες των μερισμάτων, κατέληξαν σε θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ τους τόσο για ένα όσο και για δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση του μερίσματος. Ακόμη, μελετώντας ξεχωριστά τις ανακοινώσεις των αυξήσεων και των μειώσεων των μερισμάτων διαπίστωσαν τα εξής: για το χρόνο 1 η σχέση τόσο των αυξήσεων όσο και των μειώσεων με τα κέρδη είναι σημαντικά θετική, ενώ αντίθετα για το χρόνο 2 οι αυξήσεις των μερισμάτων συνδέονται θετικά με τα κέρδη, αλλά κάτι τέτοιο δεν ισχύει για τις μειώσεις,

Υπάρχουν ωστόσο και εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία υποστηρίζουν την αντίθετη άποψη: ότι δηλαδή υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις η μερισματική πολιτική είναι αδιάφορη όσον αφορά την αξία της επιχείρησης, δηλαδή δε μπορεί να αυξήσει ή να μειώσει τον πλούτο των μετόχων. Πρώτοι υπέρμαχοι της άποψης αυτής, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, είναι οι Modigliani και Miller (1961), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η αξία της εταιρίας καθορίζεται αποκλειστικά από την αποδοτικότητα και τον επιχειρηματικό της κίνδυνο, δηλαδή από την επενδυτική πολιτική που ακολουθεί και όχι από τον τρόπο που κατανέμει τα κέρδη της μεταξύ αποθεματικών και μερισμάτων.

Από τις πιο σημαντικές μελέτες ήταν αυτή του **Watts** (1973), ο οποίος προσπάθησε να εντοπίσει τη σχέση μεταξύ των τρεχόντων και παρελθόντων μερισμάτων (για το χρόνο  $t$  και  $t-1$  αντίστοιχα) και των κερδών του επόμενου έτους ( $t+1$ ). Χρησιμοποιώντας στοιχεία για 310 εταιρείες της χρονικής περιόδου 1946-1967 κατέληξε σε θετικούς συντελεστές παλινδρόμησης, παρόλο που η στατιστική σημαντικότητα αυτών ήταν χαμηλή. Συνεπώς, δεν επιτρέπεται η εξαγωγή κάποιου

ασφαλούς συμπεράσματος, παρά μόνο ότι και να ενσωματώνεται κάποια πληροφόρηση στα μερίσματα, αυτή είναι πολύ μικρή. Σε παρόμοια συμπεράσματα οδηγήθηκε και ο Gonedes το 1978.

Επίσης, οι **Garret και Priestley** έδειξαν ότι ενώ τα μερίσματα τείνουν να εξομαλύνονται και να παρέχουν πληροφορίες για ταυτόχρονες απροσδόκητες αυξήσεις των μόνιμων κερδών, δεν παρέχουν προβλεπτική ικανότητα για τα μελλοντικά κέρδη. Το μοντέλο που εξέτασαν ήταν βασισμένο σε αυτό του Lintner και η διαφοροποίησή του έγκειται στο ότι πριμοδοτούσε σημαντικές αλλαγές της μερισματικής απόδοσης προς την κατεύθυνση της μερισματικής απόδοσης – στόχου της εταιρίας, ενώ το μοντέλο του Lintner θεωρούσε «κατακριτέα» οποιαδήποτε μεταβολή της μερισματικής απόδοσης. Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες, θεωρούν ότι οι αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική βασίζονται τόσο στις μελλοντικές τιμές της μετοχής όσο και στις αλλαγές των «μόνιμων κερδών».

Σε ανάλογα συμπεράσματα οδηγήθηκε και ο **Penman** στην έρευνά του το 1983, ο οποίος διαπίστωσε ότι οι μεταβολές των μερισμάτων δε «μεταφέρουν» μηνύματα για την πορεία των μελλοντικών κερδών. Μάλιστα, διαπίστωσε ότι κάποιες εταιρίες που παρουσίασαν υψηλά μελλοντικά κέρδη δεν προσάρμοσαν ανάλογα και τα μερίσματά τους.

**Οι Benartzi, Michaely και Thaler στο άρθρο τους “Do changes in dividends signal the future or the past?” (1997)** μελέτησαν και αυτοί τη σχέση μεταξύ των μεταβολών στα μερίσματα και των μελλοντικών κερδών των επιχειρήσεων. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν είναι ότι: α) για τις επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματά τους το χρόνο 0, υπάρχει αντίστοιχα και μια αύξηση των κερδών (όχι απαραίτητα ισόποσα, κατά το ίδιο μέγεθος) για το χρόνο -1 και 0, αλλά η θετική αυτή σχέση δεν παρατηρείται μεταγενέστερα και β) για τις επιχειρήσεις που μειώνουν τα μερίσματά τους το χρόνο 0, διαπιστώνεται μια μείωση των κερδών κατά τους χρόνους -1 και 0, ενώ αυτές φαίνεται να απολαμβάνουν μια αύξηση κερδών τον επόμενο χρόνο +1. Με άλλα λόγια, η μεταβολή των μερισμάτων αντικατοπτρίζει μόνο τη σημερινή κερδοφορία της επιχείρησης και όχι τη μελλοντική. Επίσης, τα επόμενα 2 χρόνια της από την ανακοίνωση της αύξησης φαίνεται οι αλλαγές τόσο στο πρόσημο όσο και στο μέγεθος των κερδών να μη συνδέονται με τις αλλαγές των μερισμάτων. Το ίδιο ισχύει και για τις ανακοινώσεις που αφορούν μείωση μερισμάτων και μάλιστα τα αποτελέσματα είναι πιο ισχυρά. Ακόμη, τα αποτελέσματα τους ως προς τη σχέση της

υπερβάλλουσας απόδοσης των μετοχών και την ανακοίνωση της μεταβολής των μερισμάτων, είναι συμβατά με εκείνα προηγούμενων μελετών: αύξηση των μερισμάτων οδηγεί σε υψηλότερη υπερβάλλουσα απόδοση κατά την ανακοίνωση και αντίστοιχα, μείωση των μερισμάτων οδηγεί σε χαμηλότερη υπερβάλλουσα απόδοση. Ωστόσο, για χρονικό ορίζοντα 3 χρόνων μετά την ανακοίνωση, η αύξηση των μερισμάτων οδηγεί σε υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις, ενώ η μείωση των μερισμάτων δεν οδηγεί σε ανάλογες αποδόσεις.

Το δείγμα το οποίο μελέτησαν περιλαμβάνει όλες τις εταιρίες που συμμετείχαν στον δείκτη NYSE και στον AMEX για τουλάχιστον δύο χρόνια, κατά τη χρονική περίοδο 1979-1991. Συγκεκριμένα, το σύνολο των εταιριών με τις οποίες ασχολήθηκαν ήταν 1.025 και 7.186 ανακοινώσεις μερισμάτων.

Ανάλογα ήταν και τα συμπεράσματα των **DeAngelo και Skinner (1996)** οι οποίοι μελέτησαν 145 εταιρίες του NYSE που παρουσίαζαν μείωση στα κέρδη τους μετά από εννέα ή και περισσότερα έτη ανάπτυξης. Στις εταιρίες αυτές λοιπόν οι μεταβολές στα μερίσματα δεν είχαν καμιά ουσιώδη επίδραση στις μελλοντικές αλλαγές των κερδών.

Οι **Grullon, Michaely και Swaminathan (2002)** στο άρθρο τους “**Are dividend changes a sign of firm maturity?**” εξετάζουν τον τρόπο που επηρεάζεται ο συστηματικός κίνδυνος μιας επιχείρησης από τις αλλαγές του ύψους των μερισμάτων. Επίσης, προχωρούν την ανάλυσή τους και ένα βήμα παρακάτω: επιθυμούν να συσχετίσουν τις αλλαγές των μερισμάτων με τις αλλαγές του κύκλου ζωής της επιχείρησης, στηριζόμενοι στη λεγόμενη «υπόθεση της ωρίμανσης». Αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματά τους είναι αντίθετα από εκείνα προηγούμενων μελετών, οι οποίες στηρίζουν τη θεωρία του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων, ότι δηλαδή η μεταβολή των μερισμάτων και των κερδών γίνεται πάντα προς την ίδια κατεύθυνση.

Πιο συγκεκριμένα, το δείγμα της μελέτης τους περιλαμβάνει 7.642 αλλαγές μερισμάτων εκ των οποίων οι 6.284 και οι 1.358, αντίστοιχα, είναι αυξήσεις και μειώσεις μερισμάτων. Οι ανακοινώσεις αυτές αφορούν εταιρίες που συμμετέχουν στον AMEX και NYSE από το 1967 ως το 1993 και περιλαμβάνουν αποκλειστικά ανακοινώσεις κοινών μετοχών. Κάποιες βασικές υποθέσεις στις οποίες στηρίχθηκαν είναι οι εξής: α) το ποσοστό μεταβολής των μερισμάτων κυμαίνεται μεταξύ 12,5% και 500%, ώστε να εξασφαλιστεί ότι λαμβάνονται υπόψη μόνο οι οικονομικά σημαντικές

μεταβολές των μερισμάτων, β) οι ανακοινώσεις των μερισμάτων δεν είναι ούτε αρχικές πληρωμές (initiations) ούτε μη πληρωμές μερισμάτων (omissions), γ) το προηγούμενο μέρισμα με τη μορφή μετρητών είχε καταβληθεί 20-90 μέρες προγενέστερα της ημερομηνίας ανακοίνωσης και δ) γεγονότα διανομής που δε σχετίζονται με τα μερίσματα, όπως διασπάσεις μετοχών, συγχωνεύσεις κλπ δεν έχουν πραγματοποιηθεί εντός 15 ημερών γύρω από την ημέρα της ανακοίνωσης.

Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν αφορούν τα εξής:

- Τα κέρδη για τα επόμενα 3 έτη μετά την ανακοίνωση μειώνονται με την αύξηση των μερισμάτων και το αντίστροφο.
- Επιχειρήσεις οι οποίες αυξάνουν τα μερίσματά τους απολαμβάνουν μια αισθητή μείωση του συστηματικού τους κινδύνου (μείωση του ποσοστού ασφάλιστρου κινδύνου της τάξεως του 1% ανά έτος) και αντίθετα επιχειρήσεις που μειώνουν τα μερίσματά τους απολαμβάνουν μια αισθητή αύξηση του συστηματικού τους κινδύνου (αύξηση του ποσοστού ασφάλιστρου κινδύνου της τάξεως του 2% ανά έτος).

Παράλληλα, διαπίστωσαν ότι η αύξηση των μερισμάτων συνδέεται στενά και με μείωση της αποδοτικότητας των παγίων στοιχείων, γεγονός που συμπίπτει με τη μείωση του συστηματικού κινδύνου. Τα παραπάνω λοιπόν είναι εύλογο ότι θα «πυροδοτήσουν» αντιδράσεις της αγοράς σε σχέση με τις τιμές των μετοχών. *Συνεπώς, αυξήσεις των μερισμάτων σχετίζονται με επακόλουθες μειώσεις του κινδύνου αλλά και της κερδοφορίας, μειώσεις οι οποίες οδηγούν σε θετικές αντιδράσεις που αφορούν τις τιμές των μετοχών.*

Τέλος, βασιζόμενοι στη λεγόμενη «υπόθεση της ωρίμανσης» (maturity hypothesis), ισχυρίζονται ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων μεταδίδουν πληροφορίες που σχετίζονται με τον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης και ειδικότερα, με τη μετάβαση από τη φάση της γρήγορης ανάπτυξης σε φάση μιας χαμηλότερης ανάπτυξης, την οποία χαρακτηρίζουν *ώριμη φάση*. Ειδικότερα, η θεωρία αυτή αναφέρεται στο γεγονός ότι όσο οι επιχειρήσεις γίνονται πιο ώριμες, οι επενδυτικές ευκαιρίες περιορίζονται και κατά συνέπεια μειώνεται και το ύψος των παρακρατηθέντων κερδών τα οποία επανεπενδύονται. Κάτι τέτοιο, συνεπάγεται μείωση των ρυθμών ανάπτυξης, άρα μείωση και του κινδύνου, αλλά και ταυτόχρονη αύξηση των ρευστών διαθεσίμων, τα οποία η επιχείρηση πρέπει να διανείμει με τη μορφή αυξημένων μερισμάτων.

Ακόμα, οι **Grullon, Benartzi, Michaely και Thaler** το 2003 στο άρθρο τους «Dividend changes do not signal changes in future profitability», αποδεικνύουν το

γεγονός ότι τα μερίσματα δεν ενσωματώνουν κανενός είδους πληροφόρηση για τις μεταβολές των κερδών στο μέλλον και μάλιστα υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μεταβολών των μερισμάτων και μεταβολών στην κερδοφορία, όπως αυτή αποτυπώνεται στο δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROE. Η προσπάθειά τους επικεντρώνεται στο να δείξουν ότι τα αποτελέσματα της έρευνας των Nissim και Ziv, που στηρίζεται στην υπόθεση της γραμμικής εξέλιξης των κερδών, δεν ισχύει πάντα. Έτσι, υποθέτουν μια μη-γραμμική «συμπεριφορά» στις μεταβολές των κερδών. Τονίζουν δηλαδή, ότι τα μοντέλα που οδηγούνται ακόμα και σε μια αδύναμη μεν αλλά θετική συσχέτιση κερδών και μερισμάτων, μπορεί να είναι αναξιόπιστη και να οφείλεται στην επιλογή λανθασμένου μοντέλου, όσον αφορά την ακολουθία των κερδών.

Πιο πρόσφατα, το 2006, οι **Ali και Urcan** δημοσίευσαν τη μελέτη τους με τίτλο «Dividend increases and future profitability», από την οποία δεν προκύπτει καμιά σημαντική συσχέτιση μεταξύ των αυξήσεων των μερισμάτων και των απροσδόκητων μεταβολών στα κέρδη των εταιριών που μελέτησαν.

## **4. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

### ***4.1. ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ***

Στόχος μας στη συγκεκριμένη εργασία είναι να διαπιστώσουμε την ύπαρξη ή όχι επίδρασης της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος στη μελλοντική κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων για την οκταετία 2000-2008 και συγκεκριμένα για ένα και δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση αυτή. Επίσης, μας ενδιαφέρει ιδιαίτερα η κατεύθυνση της επίδρασης αυτής, διότι όπως έχουμε αναφέρει και στην εισαγωγή, οι ελληνικές επιχειρήσεις λειτουργούν σε ένα διαφορετικό οικονομικό, φορολογικό και θεσμικό περιβάλλον σε σχέση με τις επιχειρήσεις άλλων οικονομιών, για τις οποίες βέβαια και οι προγενέστερες μελέτες δε μας δίνουν μια σαφή απάντηση για το αν επηρεάζονται από τις αλλαγές της μερισματικής πολιτικής και για το πώς επηρεάζονται.

### ***4.2. ΔΕΛΟΜΕΝΑ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ***

Τα στοιχεία που συνθέτουν το αντικείμενο ανάλυσής μας αφορούν τις ελληνικές εταιρίες όλων των κλάδων σχεδόν που ήταν εισηγμένες στο Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για τη χρονική περίοδο 2000-2008. Ο λόγος που δε συμπεριλάβαμε το σύνολο των ελληνικών εταιριών είναι γιατί λάβαμε υπόψη μας κάποιους περιορισμούς, ώστε το δείγμα μας να είναι κατά το δυνατό πιο αντιπροσωπευτικό και τα αποτελέσματά μας ορθότερα. Έτσι, πιο συγκεκριμένα:

- ο Οι εταιρίες του δείγματος δεν πρέπει να είναι χρηματοοικονομικές. Αποκλείουμε έτσι τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρίες, τις εταιρίες διαχείρισης ακίνητης περιουσίας και τις εταιρίες επενδύσεων, διότι αυτές ακολουθούν διαφορετικές πολιτικές επενδύσεων και χρηματοδότησης από τις υπόλοιπες εταιρίες.

- ο Οι εταιρίες να έχουν διανεμίει τακτικό μέρισμα τόσο κατά το τρέχον έτος όσο και κατά το προηγούμενο έτος. Είναι σημαντικό να κάνουμε αυτήν την υπόθεση προκειμένου να μπορούμε να υπολογίσουμε τη μεταβολή των μερισμάτων από έτος σε έτος.

- ο Το τρέχον μέρισμα όπως είπαμε ήδη να έχει διανεμηθεί μεταξύ των ετών 2000-2008.

- ο Να μην υπήρξε κάποια ανακοίνωση για διανομή μερίσματος μεταξύ της ανακοίνωσης του προηγούμενου μερίσματος και τεσσάρων ημερών μετά την ανακοίνωση του τρέχοντος μερίσματος.
- ο Να μην υπήρχαν ανακοινώσεις αποκοπής μερίσματος μεταξύ της ημερομηνίας αποκοπής του προηγούμενου και του τρέχοντος μερίσματος.
- ο Τα μερίσματα να αφορούν την προηγούμενη χρονική περίοδο, δηλαδή να μην είναι σωρευτικά των προηγούμενων ετών.
- ο Τα μερίσματα να αποτελούν διανομή κερδών και όχι άλλες αποφάσεις της επιχείρησης.

Επιπλέον, είναι αναγκαίο να αναφέρουμε ότι έχουν συμπεριληφθεί και εταιρίες οι οποίες διένειμαν μέρισμα για μία μόνο χρονιά στο χρονικό διάστημα που εξετάζουμε, ενώ αντίθετα έχουν αποκλειστεί όσες διένειμαν μηδενικό μέρισμα.

Λαμβάνοντας υπόψη μας λοιπόν τα παραπάνω και χρησιμοποιώντας την ηλεκτρονική βάση δεδομένων Data Stream, συγκεντρώσαμε τις παρατηρήσεις που αποτελέσαν το δείγμα της ανάλυσης μας και το οποίο αποτελείται από 113 εταιρίες. Σε κάποιες περιπτώσεις όπου τα απαιτούμενα στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα, δε συμπληρώθηκε η μεταβλητή αυτή για το συγκεκριμένο έτος.

Τέλος, η πρωτογενής ανάλυση και επεξεργασία των δεδομένων έγινε με τη βοήθεια του υπολογιστικού φύλλου Microsoft Excel, ενώ η οικονομετρική ανάλυση στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε με τη βοήθεια του προγράμματος *enviews*.

### **4.3. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ**

Όσον αφορά τώρα τη διατύπωση των υποθέσεων που θα εξετάσουμε, βασιστήκαμε στη μελέτη των Nissim και Ziv, οι οποίοι υπέθεσαν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ μεταβολής των μερισμάτων στο παρόν και κερδοφορίας των επιχειρήσεων στο μέλλον. Επειδή όμως όπως είπαμε στη χώρα μας ισχύει ένα διαφορετικό φορολογικό πλαίσιο συγκριτικά με άλλες χώρες του εξωτερικού, εμείς θα υποθέσουμε ότι δεν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της ανακοίνωσης των μερισμάτων σήμερα και της εξέλιξης των κερδών μελλοντικά. Έτσι, η βασική υπόθεση (μηδενική υπόθεση  $H_0$ ) που θα μελετήσουμε είναι η μη ύπαρξη σχέσης μεταξύ των αλλαγών του



ύψους των μερισμάτων και της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων για ένα και δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση του μερίσματος.

Επίσης, είναι ουσιώδες να αναφέρουμε τα επίπεδα σημαντικότητας για τα οποία θα αποδεχόμαστε ή θα απορρίπτουμε την υπόθεση  $H_0$ . Ορίζουμε λοιπόν ως αποδεκτό επίπεδο σημαντικότητας για τους συντελεστές των παλινδρομήσεων που θα προκύψουν το ποσοστό 5% και βασιζόμενοι σε δίπλευρο έλεγχο και με τη βοήθεια της κατανομής t-test, αποδεχόμαστε τους συντελεστές των παλινδρομήσεων μόνο εφόσον η τιμή t-stat. είναι κατά απόλυτη τιμή μεγαλύτερη από την τιμή 1,96.

#### **4.4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ & ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ**

Η μεθοδολογία που ακολουθούμε στη έρευνά μας, δηλαδή ο καθορισμός των υποθέσεων υπό εξέταση και ο καθορισμός των εξαρτημένων και ανεξάρτητων μεταβλητών, βασίζεται ουσιαστικά στο περιεχόμενο της εργασίας των Nissim και Ziv του 2001, με τίτλο: “Dividend changes and future profitability”, όπως προγενέστερα έχουμε αναφέρει..

Η μέθοδος που ακολουθήσαμε είναι αυτή της διαστρωματικής ανάλυσης των δεδομένων (cross-sectional analysis) και οι παλινδρομήσεις πραγματοποιήθηκαν με τη βοήθεια της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων.

Σχετικά τώρα με τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε θα γίνει αρχικά αναφορά στην *εξαρτημένη μεταβλητή* των παλινδρομήσεων. Οι περισσότερες από τις παλινδρομήσεις που θα χρησιμοποιήσουμε έχουν ως μεταβλητή στο αριστερό τους μέλος τις μη αναμενόμενες μεταβολές των κερδών, οι οποίες εκφράζονται με διαφορετικούς τρόπους κάθε φορά.

Μία προσέγγιση της μη αναμενόμενης κερδοφορίας είναι ο λόγος της διαφοράς των κερδών  $E_t - E_{t-1}$  διά είτε την αγοραία τιμή της μετοχής είτε τη λογιστική αξία της μετοχής. Στο σημείο όμως αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό να ξεκαθαρίσουμε τι ακριβώς δηλώνει η διαφορά αυτή  $E_t - E_{t-1}$ : ο δείκτης t εδώ σχετίζεται με το χρονικό ορίζοντα της κερδοφορίας που μελετάμε με βάση πάντα το έτος βάσης μας κάθε φορά, το οποίο θεωρείται το έτος ανακοίνωσης του μερίσματος και συμβολίζεται ως  $t=0$ . Ουσιαστικά λοιπόν, θέλουμε να εξετάσουμε τη σχέση μεταξύ των ανακοινώσεων των

μερισμάτων το χρόνο  $t$  και των μεταβολών των κερδών για τα έτη  $t + 1$  και  $t + 2$ . Για παράδειγμα, αν αναφερόμαστε στο έτος βάσης 2000 (έτος ανακοίνωσης του μερίσματος) και θέλουμε να εξετάσουμε τη μελλοντική κερδοφορία για ένα και δύο χρόνια στο μέλλον, θα λάβουμε υπόψη μας τις εξής μεταβολές στα κέρδη:  $E_{2001} - E_{2000}$  και  $E_{2002} - E_{2000}$ , αντίστοιχα.

Μία άλλη προσέγγιση όπως θα δούμε της μελλοντικής κερδοφορίας είναι αυτή που βασίζεται στα επίπεδα (και όχι στη διαφορά) των κερδών  $E_t$  για κάθε έτος.

Η βασική ανεξάρτητη μεταβλητή τώρα η οποία λαμβάνεται υπόψη σε όλες τις παλινδρομήσεις είναι η μεταβολή των μερισμάτων  $\Delta DIV$ . Έτσι ορίζουμε (και από εδώ και στο εξής θα συμβολίζουμε) ως  $\Delta DIV$  τις μεταβολές των μερισμάτων για κάθε χρόνο  $t$ , ως τη διαφορά του ύψους του μερίσματος του χρόνου αυτού ( $t$ ) και του ύψους του μερίσματος του προηγούμενου χρόνου ( $t-1$ ), δηλαδή  $\Delta DIV = DIV_t - DIV_{t-1}$ . Ας προσθέσουμε εδώ, ότι με βάση αυτά τα στοιχεία έγινε και ο διαχωρισμός του δείγματος σε δύο υποσύνολα (τα οποία μελετήσαμε χωριστά, όπως θα δούμε παρακάτω): το πρώτο που περιλαμβάνει τις αυξήσεις και το δεύτερο τις μειώσεις των μερισμάτων, ανάλογα με το εάν η διαφορά αυτή ( $\Delta DIV$ ) είναι θετική ή αρνητική.

Οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στις παλινδρομήσεις αναλύονται εκτενέστερα στη συνέχεια. Το μόνο που θα αναφέρουμε στο σημείο αυτό είναι ότι προκειμένου να τις προσδιορίσουμε και να τις υπολογίσουμε συγκεντρώσαμε στοιχεία για τα εξής: την αγοραία τιμή των μετοχών των εταιριών (market value) για κάθε έτος, τη λογιστική αξία αυτών (book value per share), καθώς και για την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (return on equity).

Με τη βοήθεια διαφορετικών μοντέλων, ελέγξαμε την παραπάνω σχέση μεταξύ της εξαρτημένης και της ανεξάρτητης μεταβλητής, η οποία υποθέσαμε σε όλες τις περιπτώσεις ότι είναι γραμμική.

#### **4.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**

Οι πίνακες 1 και 2 που ακολουθούν περιλαμβάνουν τις περιγραφικές στατιστικές για το δείγμα μας, το οποίο περιλαμβάνει συνολικά 1017 παρατηρήσεις μεταβολής μερισμάτων: 362 αυξήσεις μερισμάτων, 293 μειώσεις και 362 μη

μεταβολές. Επίσης, βλέπουμε στον πίνακα 1 και τα αντίστοιχα στοιχεία ανά έτος μελέτης.

Στη συνέχεια, ο πίνακας 2 περιλαμβάνει το μέσο όρο, τη διάμεσο και την τυπική απόκλιση των μεταβολών των μερισμάτων. Τα αποτελέσματά μας είναι σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες, δηλαδή παρόλο που οι αυξήσεις των μερισμάτων είναι πιο συχνές από τις μειώσεις, το μέγεθος τους είναι μικρότερο. Συγκεκριμένα, ο μέσος όρος και η διάμεσος για τις αυξήσεις των μερισμάτων είναι 5,2134% και 2,00%, αντίστοιχα, ενώ αντίθετα οι μειώσεις έχουν (σε απόλυτες τιμές) μέση τιμή 6,0032% και διάμεσο 3,00%.

### Πίνακας 1

#### **Περίληψη περιγραφικών στατιστικών των χαρακτηριστικών των εταιριών που παρουσίασαν αύξηση, μείωση και καμιά μεταβολή στην πληρωμή των μερισμάτων τους**

Περίληψη των στατιστικών για το δείγμα μας που αποτελείται από 1017 ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων για 113 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που ήταν εισηγμένες σε αυτό τη χρονική περίοδο 2000-2008, εκ των οποίων οι 362 αφορούν αυξήσεις μερισμάτων, οι 293 μειώσεις και οι 362 μη μεταβολές μερισμάτων. Στον πίνακα 1 απεικονίζονται οι συχνότητες των μεταβολών των μερισμάτων ανά εξεταζόμενο έτος, ενώ στον πίνακα 2 παρουσιάζονται ο μέσος όρος, η διάμεσος και η διακύμανση κάθε υποσυνόλου του δείγματος (αυξήσεις, μειώσεις και καμιά μεταβολή στα μερίσματα). Επίσης, αναφέρουμε τα λεγόμενα percentiles των κατανομών για 5%, 50% και 95%, δηλαδή 5%, 50% και 95% των παρατηρήσεων είναι μικρότερα της τιμής αυτής. Το R4DIV εκφράζει σε ποσοστό την ετήσια μεταβολή των μερισμάτων, που υπολογίζεται ως η διαφορά του μερίσματος του χρόνου t μείον το μερίσμα του έτους t-1.

#### **Συχνότητα μεταβολών των μερισμάτων ανά έτος**

<u>ΕΤΟΣ</u>	<u>ΑΥΞΗΣΕΙΣ</u> <u>ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</u>	<u>ΜΕΙΩΣΕΙΣ</u> <u>ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</u>	<u>ΚΑΜΙΑ ΜΕΤΑ-</u> <u>ΒΟΛΗ</u>	<u>ΣΥΝΟΛΟ</u>
2000	51	32	30	113
2001	53	28	32	113
2002	49	45	19	113
2003	33	39	41	113
2004	26	46	41	113
2005	34	33	46	113
2006	44	20	49	113
2007	33	31	49	113
2008	39	19	55	113
<b><i>ΣΥΝΟΛΟ</i></b>	<b><i>362</i></b>	<b><i>293</i></b>	<b><i>362</i></b>	<b><i>1017</i></b>

**Πίνακας 2**

**Περιγραφικές στατιστικές των μεταβολών των μερισμάτων των εταιριών του δείγματος ανά εξεταζόμενο υποσύνολο**

<u>RDIV</u>	<u>ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</u>	<u>ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</u>	<u>ΚΑΜΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ</u>
Μέσος όρος	5,21%	-6,00%	0,00%
Διάμεσος	2,00%	-3,00%	0,00%
Τυπική απόκλιση	8,31%	8,21%	0,00%
<i>Percentiles</i>			
5%	1,00%	-23,00%	0,00%
50%	2,00%	-3,00%	0,00%
95%	19,80%	-1,00%	0,00%

#### 4.6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΩΝ

##### A. Ανάλυση απλής γραμμικής σχέσης μεταβολής μερισμάτων και μεταβολής μελλοντικών κερδών

Α1. Σε πρώτο επίπεδο και με δεδομένη την υπόθεση ότι τα κέρδη ακολουθούν κατανομή τυχαίου περιπάτου (συνεπώς η οποιαδήποτε αλλαγή των κερδών από χρόνο σε χρόνο εκφράζει τη μη αναμενόμενη, τυχαία κερδοφορία) ελέγξαμε μια απλή γραμμική σχέση μεταξύ του επιπέδου των μεταβολών των μερισμάτων το χρόνο  $t$  (χρόνος ανακοίνωσης διανομής μερίσματος) και των μεταβολών των μελλοντικών κερδών για τα έτη  $t$ ,  $t+1$  και  $t+2$ , αποπληθωρίζοντας τη διαφορά αυτή των κερδών κάθε φορά με την αγοραία τιμή των μετοχών, κατά την έναρξη του χρόνου της μερισματικής μεταβολής (ώστε τα στοιχεία μας να είναι συγκρίσιμα). Αυτό διότι η αγοραία τιμή των μετοχών θεωρείται ότι αντανακλά τις προσδοκίες που αφορούν τα μελλοντικά κέρδη, ενώ η μεταβολή των κερδών το χρόνο  $t$  θεωρείται ανεξάρτητη του επιπέδου των κερδών κατά το χρόνο  $t-1$  και μας προσφέρει έτσι μια κατάλληλη προσέγγιση της «μη αναμενόμενης» κερδοφορίας του χρόνου  $t$ .

Συγκεκριμένα, σε πρώτο επίπεδο παλινδρομήσαμε την εξής γραμμική σχέση:

$$(E_t - E_{t-1})/P_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{DIV}_0 + \varepsilon_t$$

όπου:  $E_t$  = τα κέρδη ανά μετοχή για το χρόνο  $t$  ίσο με 0,1 και 2

$P_{-1}$  = η αγοραία τιμή της μετοχής κατά το χρόνο -1

$\varepsilon_t$  = σφάλμα παλινδρόμησης

και

$\Delta \text{DIV}_0$  = ο ρυθμός μεταβολής των μερισμάτων το χρόνο  $t$ , ο οποίος όπως ήδη έχουμε αναφέρει ορίζεται ως η διαφορά του ύψους του μερίσματος του χρόνου αυτού ( $t$ ) και του ύψους του μερίσματος του προηγούμενου χρόνου ( $t-1$ ).

Ακόμα, πρέπει να σημειώσουμε ότι τα δεδομένα που χρησιμοποιήσαμε αφορούν δεδομένα για τις αλλαγές στα μερίσματα της περιόδου 1999-2008 για  $t=0$ , της περιόδου 1999-2007 για  $t=1$  και της περιόδου 1999-2006 για  $t=2$ .

Τα αποτελέσματα και για τις τρεις χρονικές περιόδους φαίνονται στον παρακάτω πίνακα 3Α:

**Πίνακας 3Α**

**Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με την αγοραία τιμή των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $P_{-1}$  δηλώνει την αγοραία αξία της μετοχής το χρόνο -1.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/P_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
t	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$R^2$	N
0	1.71E-06	7.24E-05	0.052893	1089
	1.513466	7.318284		
1	2.56E-06	-1.50E-05	0.001171	980
	1.838634	-1.000213		
2	2.45E-06	-3.40E-05	0.005909	871
	1.641555	-2.107167		

Παρατηρούμε λοιπόν, ότι ο συντελεστής  $\alpha_1$  είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός για το  $t=0$ , ενώ για  $t=2$ , η εικόνα είναι εντελώς διαφορετική: φαίνεται ότι μια αύξηση (μείωση) των μερισμάτων το χρόνο 0, οδηγεί σε μείωση (αύξηση) των κερδών δύο χρόνια μετά τη μεταβολή των μερισμάτων. Όσον αφορά τώρα την πορεία των κερδών ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων ( $t=1$ ), δε μπορούμε να εξάγουμε κάποιο συμπέρασμα, διότι ο αρνητικός συντελεστής που προκύπτει δεν παρουσιάζει στατιστική σημαντικότητα.

Το παραπάνω αποτέλεσμα όσον αφορά το χρόνο 0 είναι αναμενόμενο, αφού η απόφαση διανομής μερίσματος για κάθε έτος έπεται της ανακοίνωσης των κερδών του έτους αυτού, επομένως τα δύο μεγέθη είναι θετικά συσχετισμένα μεταξύ τους. Αύξηση λοιπόν των κερδών για κάποιο έτος συνεπάγεται και αύξηση του μερίσματος που θα λάβουν οι μέτοχοι. Επιβεβαιώνεται λοιπόν η θεωρία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, αφού οι εταιρίες που αποφασίζουν να δώσουν μέρισμα έχουν ήδη παρουσιάσει μια ουσιώδη αύξηση στα κέρδη τους.

Από την άλλη, αναφορικά με την αρνητική σχέση των δύο μεταβλητών δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση του μερίσματος, φαίνεται ότι η αύξηση ή η μείωση των μερισμάτων δεν αντανακλά την πραγματική κερδοφορία της επιχείρησης και γίνεται για άλλους λόγους. Έτσι, μια αύξηση του μερίσματος ίσως γίνεται για να διατηρήσει την «πίστη» των επενδυτών της και να αποφευχθεί η πώληση των μετοχικών τίτλων, σε μια περίοδο που ίσως αναμένεται πτώση των κερδών. Ο λόγος που επικεντρωνόμαστε στις αυξήσεις είναι γιατί οι μειώσεις είναι λιγότερο συχνές και επιθυμητές από τα στελέχη των εταιριών.

Στη συνέχεια, εξετάσαμε χωριστά τη συμπεριφορά των μελλοντικών κερδών σε σχέση με τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων.

### Πίνακας 3B

#### **Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με την αγοραία τιμή των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $P_{-1}$  δηλώνει την αγοραία αξία της μετοχής το χρόνο  $-1$ .  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/P_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
<b>A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>				
<b>t</b>	<b><math>\alpha_0</math></b>	<b><math>\alpha_1</math></b>	<b><math>R^2</math></b>	<b>N</b>
<b>0</b>	<b>-6.02E-06</b>	<b>0.000112</b>	<b>0.470425</b>	<b>361</b>
	<b>-6.010004</b>	<b>17.85783</b>		
<b>1</b>	<b>1.93E-07</b>	<b>-5.25E-06</b>	<b>0.011684</b>	<b>321</b>
	<b>0.630992</b>	<b>-1.941952</b>		
<b>2</b>	<b>-4.84E-07</b>	<b>-2.95E-06</b>	<b>0.000590</b>	<b>277</b>
	<b>-0.606783</b>	<b>-0.402963</b>		

$(E_t - E_{t-1})/P_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
<b>B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>				
t	$\alpha_0$	$\alpha_1$	R <sup>2</sup>	N
0	1.94E-06	1.91E-05	0.012456	267
	1.658794	1.828278		
1	2.24E-06	-1.59E-05	0.000883	245
	0.564742	-0.463386		
2	1.14E-07	-6.41E-05	0.011258	227
	0.024142	-1.600577		

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προέκυψαν, τόσο στην περίπτωση των αυξήσεων όσο και στην περίπτωση των μειώσεων των μερισμάτων, υπάρχει μια θετική και ισχυρή σχέση μεταξύ των μεταβολών αυτών και της μεταβολής των μερισμάτων του τρέχοντος έτους κάθε φορά. Δηλαδή, μια ανακοίνωση αύξησης (μείωσης) του μερίσματος θα επηρεάσει προς την ίδια κατεύθυνση και τη μεταβολή των κερδών. Όσον αφορά τώρα την πορεία των κερδών στο μέλλον (για ένα και δύο χρόνια μετά που εξετάζουμε), το μόνο που μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα όπως προκύπτει από το συντελεστή της αντίστοιχης παλινδρόμησης, είναι ότι μια αύξηση του μερίσματος σήμερα, θα οδηγήσει σε μείωση των κερδών ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση αυτή. Και πάλι η εξήγηση που δίνουμε είναι ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις ενεργούν με αυτόν τον τρόπο, είτε διότι θέλουν να «καλοπιάνουν» τους επενδυτές για άστοχες επενδυτικές κινήσεις στη διάρκεια της χρονιάς είτε γιατί βρίσκονται σε κλάδους με χαμηλό δείκτη εκτίμησης από τη χρηματιστηριακή κοινότητα.

A2. Στη συνέχεια, εξετάσαμε μια εναλλακτική υπόθεση. Αυτή τη φορά χρησιμοποιήσαμε σαν αποπληθωριστή της διαφοράς των κερδών τη λογιστική τιμή των μετοχών, αντί της αγοραίας τιμής, ώστε να μετριάσουμε το ενδεχόμενο της αυτοσυσχέτισης στα κέρδη. Εφόσον όπως είπαμε και προηγουμένως, η αγοραία τιμή των μετοχών θεωρείται ότι αντανακλά τις προσδοκίες που αφορούν τα μελλοντικά κέρδη, είναι πιθανό ο λόγος των κερδών προς την αγοραία τιμή της μετοχής να συσχετίζεται αρνητικά με την αναμενόμενη μεταβολή των κερδών. Ειδικότερα, ο λόγος των κερδών το χρόνο 0 προς την τιμή της μετοχής  $((E_0)/P_{-1})$  είναι πιθανό να σχετίζεται



αρνητικά με την αποπληθωρισμένη διαφορά των κερδών το χρόνο  $t=1$   $((E_1 - E_0)/P_{-1})$ . Συνεπώς, είναι πιθανό η εξαρτημένη μεταβλητή των σχέσεων που έχουμε εξετάσει προς το παρόν να μετρά τη μη αναμενόμενη κερδοφορία με κάποιο σφάλμα, που είναι αρνητικά συσχετισμένο με το λόγο των τρεχόντων κερδών προς την τιμή της μετοχής. Συνήθως, οι επιχειρήσεις που αυξάνουν (μειώνουν) τα μερίσματά τους έχουν ένα υψηλό (χαμηλό) λόγο κερδών προς τιμή μετοχής για το χρόνο 0. Επομένως, η μερισματική μεταβολή είναι πιθανό να περιλαμβάνει κάποιου είδους μεροληψία εναντίον της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων που εξετάζουμε. Για τους παραπάνω λόγους, ξανά με τη βοήθεια της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων παλινδρομήσαμε την εξής σχέση:

$$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{DIV}_0 + \varepsilon_t$$

όπου:  $E_t$  = τα κέρδη ανά μετοχή για το χρόνο  $t$  ίσο με 0,1 και 2

$B_{-1}$  = η λογιστική τιμή της μετοχής κατά το χρόνο -1

$\Delta \text{DIV}_0$  = ο ρυθμός μεταβολής των μερισμάτων το χρόνο  $t$   
και

$\varepsilon_t$  = τυχαίο σφάλμα.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι όμοια με εκείνα της προηγούμενης παλινδρόμησης και αποτυπώνονται στον πίνακα 4Α. Βλέπουμε ξανά ότι υπάρχει θετική και στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ της μεταβολής των κερδών και της μερισματικής μεταβολής κατά το χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος, ενώ αντίθετα η σχέση αυτή γίνεται αρνητική δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση αυτή. Όσον αφορά τώρα την πορεία των κερδών ένα χρόνο μετά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων ( $t=1$ ), δε μπορούμε και πάλι να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα, διότι ο αρνητικός συντελεστής που προκύπτει δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

**Πίνακας 4Α****Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $B_{-1}$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής το χρόνο  $-1$ .  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή το χρόνο 0. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
t	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$R^2$	N
0	0.008758	-0.301033	0.004723	981
	0.551791	-2.155448		
1	-0.017757	-0.074513	0.000137	872
	-0.891689	-0.345877		
2	-0.015762	-0.913714	0.018735	763
	-0.714190	-3.811814		

Παραθέτουμε μετά στον πίνακα 4B τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης χωριστά για τα υποσύνολα των εταιριών που αύξησαν και μείωσαν, αντίστοιχα, τα μερίσματα τους. Όπως βλέπουμε για τις μεν μειώσεις των μερισμάτων δε μπορούμε να πούμε με ασφάλεια για τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τόσο τα παρόντα όσο και τα μελλοντικά κέρδη. Αντίθετα, τις δε αυξήσεις των μερισμάτων μπορούμε να τις συνδέσουμε με αντίστοιχες αυξήσεις στα κέρδη στο παρόν, αλλά και με αντίστοιχες μειώσεις σε καθένα από τα δύο επόμενα χρόνια. Η σχέση αυτή που προκύπτει σίγουρα αντανακλά μια προσπάθεια παραποίησης των πραγματικών κερδών από την πλευρά των στελεχών, ώστε οι επενδυτές να διατηρήσουν την εμπιστοσύνη τους στην επιχείρηση και να μην πουλήσουν τις μετοχές τους.

**Πίνακας 4B**

**Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $B_{-1}$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής το χρόνο  $-1$ .  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή το χρόνο 0. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
<b>A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>				
t	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$R^2$	N
0	0.032726	0.477329	0.057734	370
	2.059189	-4.748481		
1	0.001995	-0.533121	0.018536	329
	0.083042	-2.485092		
2	0.035303	-1.515197	0.063032	285
	0.945871	-4.363277		

$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \varepsilon_t$				
<b>B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</b>				
t	$\alpha_0$	$\alpha_1$	$R^2$	N
0	0.028581	0.110959	0.000739	269
	1.015290	0.444479		
1	-0.013833	0.407002	0.006892	247
	-0.382038	1.303963		
2	-0.033280	-0.606299	0.009661	229
	-0.693605	-1.488087		

**B. Εναλλακτικές σχέσεις μεταβολής μερισμάτων και μεταβολής μελλοντικών κερδών**

Στο σημείο αυτό υποχρεωμένοι να ελέγξουμε κατά πόσο έχουμε επιλέξει το σωστό μοντέλο (σχέση) για τον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τη μεταβολή στο μέρισμα και κατά πόσο υπάρχουν λάθη μέτρησης στην εξαρτημένη μεταβλητή ή παράγοντες οι οποίοι την επηρεάζουν και έχουν παραλειφθεί. Επίσης, εκτιμούμε ότι είναι αναγκαίο να ελέγξουμε παρακάτω χωριστές παλινδρομήσεις για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα.

*B1.* Αν λάβουμε υπόψη μας μόνο την πληροφόρηση που αφορά τα κέρδη, η αναμενόμενη μεταβολή σε αυτά μπορεί να είναι μηδενική (ή και σταθερή αν υπάρχει κάποια τάση). Όμως στην περίπτωση που υπάρχει πρόσθετη πληροφόρηση, κάτι τέτοιο παύει να ισχύει. Έτσι, για παράδειγμα οι Freeman, Ohlson Penman(1982) απέδειξαν ότι μια εξαιρετικά σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει την πρόβλεψη των μεταβολών των κερδών είναι ο λόγος των κερδών προς τη λογιστική αξία της μετοχής (ROE). Συγκεκριμένα, επειδή ο δείκτης αυτός φαίνεται να κινείται γύρω από τον ίδιο μέσο (mean-reverting), υψηλός δείκτης ROE συνεπάγεται μια αναμενόμενη μείωση στα κέρδη και αντίστροφα. Συνεπώς, καθώς οι μερισματικές μεταβολές σχετίζονται θετικά με τον παρόντα δείκτη ROE, οι αναμενόμενες μεταβολές στα κέρδη είναι πιθανό ότι θα συνδέονται αρνητικά με τις μεταβολές των μερισμάτων. Κατά συνέπεια, για παράδειγμα η έλλειψη συσχέτισης μεταξύ μεταβολών στα κέρδη και μεταβολών στα μερίσματα θα μας οδηγούσε στο συμπέρασμα ότι οι αλλαγές της μερισματικής πολιτικής μας πληροφορούν για την πορεία των μελλοντικών κερδών. Έτσι, θεωρούμε ότι το μέγεθος  $ROE_{t-1}$  είναι μια πολύ καλή προσέγγιση της μη αναμενόμενης κερδοφορίας. Στη συνέχεια λοιπόν και προκειμένου να λάβουμε υπόψη μας και τα παραπάνω, παλινδρομήσαμε την εξής σχέση:

$$(E_t - E_{t-1})/B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t$$

όπου:  $E_t$  = τα κέρδη ανά μετοχή για χρόνο t ίσο με 1 και 2

$B_{t-1}$  = η λογιστική τιμή της μετοχής κατά το χρόνο μεταβολής των μερισμάτων

$\Delta DIV_0$  = ο ρυθμός μεταβολής των μερισμάτων το χρόνο 0

$ROE_{t-1}$  = ο λόγος  $E_{t-1}/B_{t-1}$

και

$\varepsilon_t$  = σφάλμα παλινδρόμησης.

**Πίνακας 5**

**Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $ROE_t$  υπολογίζεται ως ο λόγος  $E_t / B_t$ , όπου  $B_t$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής στο τέλος του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/B_{t-1} = a_0 + a_1\Delta DIV_0 + a_2ROE_{t-1} + \varepsilon_t$					
t	$a_0$	$a_1$	$a_2$	$R^2$	N
1	-0.002644	0.027807	-0.251558	0.042681	872
	-0.134587	0.131437	-6.214398		
2	0.000649	-0.825588	-0.211749	0.032691	763
	0.028848	-3.445202	-3.311235		

Παρατηρούμε, ότι ο συντελεστής του  $ROE_{t-1}$  είναι και για τα δύο χρόνια αρνητικός και στατιστικά σημαντικός, γεγονός που φανερώνει μια αρνητική σχέση της μεταβολής των κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) και της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της προηγούμενης περιόδου, κάτι το οποίο είναι αναμενόμενο όπως εξηγήσαμε παραπάνω. Όσον αφορά τώρα τη μεταβολή των μερισμάτων, βρίσκουμε παρόμοια αποτελέσματα με αυτά των προηγούμενων σχέσεων που εξετάσαμε. Έτσι, για χρονικό ορίζοντα ενός έτους από την ανακοίνωση του μερίσματος φαίνεται να μη μπορούμε να προβλέψουμε την πορεία των κερδών, ενώ για δύο χρόνια μετά η σχέση μεταξύ κερδών και μερισμάτων παρουσιάζεται αρνητική. Επιβεβαιώνουμε συνεπώς ξανά τον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων και την προσπάθεια των μάνατζερ των ελληνικών επιχειρήσεων να εξασφαλίσουν την ικανοποίηση και την πίστη των επενδυτών σε αυτές.

B2. Όπως έχει αποδειχθεί και από παλιότερες εμπειρικές μελέτες όσο και από εμάς παραπάνω, οι μεταβολές των μερισμάτων συνδέονται στενά με τις μεταβολές των κερδών στο παρόν. Όμως, η σχέση αυτή μεταξύ των αλλαγών στα μερίσματα και των μεταβολών στα κέρδη μπορεί να οφείλεται στην αυτοσυσχέτιση που εμφανίζεται στις παρατηρήσεις που αφορούν τις μεταβολές των κερδών. Για να διαπιστώσουμε αν υπάρχει κάποια σύνδεση και με τα κέρδη στο μέλλον συμπεριλάβαμε στη μελέτη μας και μια καινούρια ανεξάρτητη μεταβλητή, το λόγο  $(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$ , ενώ παρακάτω μελετάμε και χωριστά τη σχέση των αυξήσεων των μερισμάτων με τα μελλοντικά

κέρδη, καθώς και των μειώσεων των μερισμάτων με τα μελλοντικά κέρδη. Παλινδρομήσαμε λοιπόν την ακόλουθη σχέση:

$$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \alpha_{1n}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3(E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$$

όπου:  $E_t$  = τα κέρδη ανά μετοχή για χρόνο  $t$  ίσο με 1 και 2

$B_{-1}$  = η λογιστική τιμή της μετοχής κατά το χρόνο μεταβολής των μερισμάτων

$\Delta DIV_0$  = ο ρυθμός μεταβολής των μερισμάτων το χρόνο 0

$ROE_{t-1}$  = ο λόγος  $E_{t-1}/B_{t-1}$

$\varepsilon_t$  = σφάλμα παλινδρόμησης

και

DPC και DNC είναι μια μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα και με μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν φαίνονται στον παρακάτω πίνακα 6:

### Πίνακας 6

#### **Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων της μεταβολής των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $ROE_t$  υπολογίζεται ως ο λόγος  $E_t / B_t$ , όπου  $B_t$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής στο τέλος του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή. DPC και DNC είναι μια μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα και με μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \alpha_{1n}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3(E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$							
<b>A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (<math>DNC_0 = 0</math>)</b>							
t	$\alpha_0$	$\alpha_{1p}$	$\alpha_{1n}$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	$R^2$	N
1	-0.011	-0.624	-	0.131	-0.066	0.028	308
	-0.398	-2.718	-	1.345	-0.901		
2	-0.017	-1.676	-	0.482	-0.091	0.104	265
	-0.404	-4.685	-	3.351	-0.781		

$$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = a_0 + a_{1p}DPC_0 * \Delta DIV_0 + a_{1n}DNC_0 * \Delta DIV_0 + a_2 ROE_{t-1} + a_3(E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$$

**B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DPC<sub>0</sub> = 0)**

t	a <sub>0</sub>	a <sub>1p</sub>	a <sub>1n</sub>	a <sub>2</sub>	a <sub>3</sub>	R <sup>2</sup>	N
1	0.010	-	0.375	-0.235	0.000	0.023	238
	0.324	-	1.305	-1.983	0.007		
2	-0.085	-	-0.881	0.902	0.024	0.213	216
	-1.867	-	-2.325	7.402	0.266		

Όπως παρατηρούμε από τους συντελεστές της παλινδρόμησης οι αυξήσεις των μερισμάτων συνδέονται με μείωση της κερδοφορίας των εταιριών τόσο για ένα χρόνο μετά την αύξηση αυτή, όσο και για δύο χρόνια μετά. Αντίθετα, η σχέση των κερδών με το δείκτη ROE<sub>t-1</sub> είναι θετική και για τα δύο χρόνια που εξετάζουμε.

Στις μειώσεις τώρα των μερισμάτων βλέπουμε μια διαφορετική συμπεριφορά των μελλοντικών κερδών. Για μεν ένα χρόνο μετά τη μείωση αυτή δε μπορούμε να βγάλουμε ασφαλές συμπέρασμα για τον τρόπο που επηρεάζονται τα κέρδη, διότι ο συντελεστής προκύπτει θετικός αλλά μη στατιστικά σημαντικός. Για δε δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση μείωση του μερίσματος, παρουσιάζεται μια αντίστοιχη αύξηση στα κέρδη των εταιριών.

Άρα, με την προσθήκη της νέας μεταβλητής στο μοντέλο μας εξάγουμε συμπεράσματα ελαφρώς διαφοροποιημένα, από τη μέχρι τώρα ανάλυσή μας, κυρίως όσον αφορά το υποσύνολο των μειώσεων των μερισμάτων.

#### Γ. Σχέσεις μεταβολής μερισμάτων και επιπέδου μελλοντικών κερδών (level of future profits)

Στην προηγούμενη ανάλυσή μας χρησιμοποιήσαμε τις μεταβολές των κερδών ως μέτρο που αντικατοπτρίζει τη μελλοντική κερδοφορία των επιχειρήσεων. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι διοικούντες μιας επιχείρησης θα αποφασίσουν να αυξήσουν τα μερίσματα αν έχουν την πληροφόρηση ότι τα μελλοντικά κέρδη θα είναι υψηλότερα από αυτό που αναμενόταν. Επειδή όμως δεν είναι εύκολο να έχουμε ακριβή

πληροφόρηση για τις εκτιμήσεις της διοίκησης σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη, θεωρήσαμε εύλογο να χρησιμοποιήσουμε τα πραγματικά επίπεδα των κερδών σαν εναλλακτική ανεξάρτητη μεταβλητή. Επιπλέον, κάτι ακόμα πιο σημαντικό που πρέπει να λάβουμε υπόψη μας είναι το γεγονός ότι η ανάλυση με βάση τα επίπεδα και όχι τις διαφορές των κερδών δεν απαιτεί τη γνώση πρόσθετης μελλοντικής πληροφόρησης όσον αφορά τη μέτρηση των εξαρτημένων μεταβλητών. Ειδικότερα, όταν χρησιμοποιούνται οι διαφορές των κερδών σαν προσέγγιση της μη αναμενόμενης κερδοφορίας, είναι απαραίτητο να λάβουμε υπόψη μας και το δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων της προηγούμενης περιόδου ( $ROE_{t-1}$ ). Κάτι τέτοιο όμως απαιτεί τη χρησιμοποίηση πληροφόρησης μελλοντικών ετών, γεγονός που καθιστά δύσκολη την ερμηνεία των συντελεστών της μερισματικής μεταβολής σα μέτρο της πρόσθετης πληροφόρησης της μεταβολής των μερισμάτων στα μελλοντικά κέρδη. Η ανάλυση ωστόσο με βάση τα επίπεδα των κερδών δεν απαιτεί τη χρήση κανενός είδους «μελλοντικής πληροφορίας», ώστε να προσδιορίσουμε τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Έτσι στο επόμενο κομμάτι της μελέτης μας θα εξετάσουμε τη σχέση ανάμεσα στις μεταβολές των μερισμάτων και του επιπέδου των κερδών για καθένα από τα δύο επόμενα χρόνια μετά την ανακοίνωση της μεταβολής των μερισμάτων. Ακόμα, θα βασιστούμε για τον προσδιορισμό των αναμενόμενων κερδών στην πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη προγενέστερα του χρόνου της μεταβολής των μερισμάτων, καθώς επίσης και στα κέρδη κατά το χρόνο ανακοίνωσης της μεταβολής των μερισμάτων  $E_0$ , ώστε να διασφαλίσουμε ότι δεν υπάρχει μεροληψία υπέρ της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Εξάλλου, σύμφωνα και με προηγούμενες μελέτες (για παράδειγμα των Benartzi et al. (1997)) οι μεταβολές στα μερίσματα σχετίζονται με τα τρέχοντα κέρδη, τα οποία πιθανώς συνδέονται και με τα μελλοντικά κέρδη.

Προκειμένου να προσδιορίσουμε το ύψος των αναμενόμενων κερδών χρησιμοποιούμε και κάποιες νέες ανεξάρτητες μεταβλητές που θα μπορούσαν να περιέχουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη (παρόλο που κάποιες από αυτές υπόκεινται στους περιορισμούς των λογιστικών αρχών και κανόνων), όπως τα κέρδη του έτους που προηγείται της μερισματικής μεταβολής ( $E_{-1}$ ) και τη λογιστική αξία των μετοχών στην αρχή του έτους της μερισματικής μεταβολής ( $B_{-1}$ ). Μια άλλη μεταβλητή που εισάγουμε είναι και η τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους της μεταβολής των



μερισμάτων ( $P_{-1}$ ), καθώς αυτή ενσωματώνει πληροφορίες για τη μελλοντική κερδοφορία σε πληρέστερο βαθμό από τις προαναφερθείσες μεταβλητές.

Επίσης, συμπεριλάβαμε σαν ανεξάρτητες μεταβλητές τη μεταβολή καθώς και το ύψος (επίπεδο) των μερισμάτων του προηγούμενου χρόνου από εκείνον της μεταβολής των μερισμάτων, δηλαδή τις μεταβλητές  $\Delta DIV_{-1}$  και  $DIV_{-1}$ , αντίστοιχα. Και αυτό διότι, εφόσον σύμφωνα με παλιές εμπειρικές μελέτες, οι μεταβολές των μερισμάτων μας «πληροφορούν» για την πορεία των κερδών για ένα ή και περισσότερα χρόνια μετά, οι αλλαγές των μερισμάτων του παρελθόντος μπορούν να «προβλέψουν» τα κέρδη στο μέλλον.

Τέλος, θεωρούμε και πάλι την ύπαρξη γραμμικής σχέσης μεταξύ των μελλοντικών μεταβολών των κερδών και των μεταβολών αλλά και του επιπέδου των κερδών του παρελθόντος και ελέγχουμε ξεχωριστά τις αυξήσεις και μειώσεις των μερισμάτων.

Οι παλινδρομήσεις που χρησιμοποιήσαμε έχουν σαν εξαρτημένη μεταβλητή τα κέρδη  $E_t$  για χρόνο  $t$  ( $t = 1$  και  $2$ ) σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος και είναι οι εξής δύο:

$$\alpha. E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \varepsilon_t$$

καθώς και:

$$\beta. (E_t / B_t) = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}(E_{-1} / B_{-1}) + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}(E_0 / B_0) + \varepsilon_t,$$

προκειμένου να μετριάσουμε το φαινόμενο της ετεροσκεδαστικότητας. Οι συμβολισμοί των σχέσεων έχουν οριστεί ακριβώς όπως στις προηγούμενες ενότητες και για το λόγο αυτό δεν γίνεται επανάληψή τους στο σημείο αυτό.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν απεικονίζονται ακολούθως στους πίνακες 7 και 8.

**Πίνακας 7**

**Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων του επιπέδου των μελλοντικών κερδών σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή, τα τρέχοντα κέρδη και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές που πιθανώς προβλέπουν τα αναμενόμενα κέρδη**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $P_{-1}$  δηλώνει την αγοραία αξία της μετοχής το χρόνο -1.  $B_{-1}$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής στο τέλος του προηγούμενου χρόνου σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή.  $DIV_{-1}$  είναι το ύψος του μερίσματος ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση του μερίσματος.  $DPC$  και  $DNC$  είναι μια μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα και με μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$$E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \epsilon_t$$

**A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DNC = 0)**

t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$\beta_{5t}$	$\beta_{6t}$	$\beta_{7t}$	$\beta_{8t}$	$\beta_{9t}$	$R^2$	N
1	0.032	-0.064	-	0.244	0.006	1.37E-09	-0.193	-0.022	-	0.716	0.662	276
	0.749	-0.474	-	3.205	0.453	0.080	-1.199	-0.099	-	10.88		
2	0.159	0.130	-	0.506	-0.041	6.35E-08	-0.423	-0.180	-	0.367	0.403	262
	2.589	0.384	-	6.525	-1.889	1.618	-1.784	-0.585	-	5.059		

$$E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \epsilon_t$$

**B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DPC<sub>0</sub> = 0)**

t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$\beta_{5t}$	$\beta_{6t}$	$\beta_{7t}$	$\beta_{8t}$	$\beta_{9t}$	$R^2$	N
1	0.040	-	0.092	0.276	0.007	3.97E-10	-0.177	-	0.163	0.712	0.696	222
	0.753	-	0.402	3.215	0.488	0.022	-1.002	-	0.721	9.650		
2	0.134	-	0.173	0.527	-0.008	1.62E-08	-0.485	-	0.239	0.390	0.452	277
	2.228	-	0.581	6.902	-0.437	0.708	-2.108	-	0.840	5.436		

Όπως διαπιστώνουμε από τους συντελεστές των παλινδρομήσεων των μεταβολών των μερισμάτων, οι οποίοι προκύπτουν στατιστικά μη σημαντικοί σε όλες τις περιπτώσεις, δε μπορούμε να προβλέψουμε τη μελλοντική κερδοφορία των εταιριών για ένα ή δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση της μεταβολής του μερίσματος. Μάλιστα,

το συμπέρασμα αυτό ισχύει και για τις ανακοινώσεις αύξησης, αλλά και για τις ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος.

**Πίνακας 8**

**Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων του επιπέδου των μελλοντικών κερδών(αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή, τα τρέχοντα κέρδη και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές που πιθανώς προβλέπουν τα αναμενόμενα κέρδη**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο  $0$  (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $P_{-1}$  δηλώνει την αγοραία αξία της μετοχής το χρόνο  $-1$ .  $B_t$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής στο τέλος του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή.  $DIV_{-1}$  είναι το ύψος του μερίσματος ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση του μερίσματος.  $DPC$  και  $DNC$  είναι μια μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα και με μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$$(E_t / B_t) = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}(E_{-1} / B_{-1}) + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}(E_0 / B_0) + \varepsilon_t$$

**A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DNC = 0)**

t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$\beta_{5t}$	$\beta_{6t}$	$\beta_{7t}$	$\beta_{8t}$	$\beta_{9t}$	$R^2$	N
1	-0.063	-0.164	-	0.056	0.244	-2.04E-07	-0.877	-0.904	-	0.443	0.221	274
	-0.114	-0.099	-	0.119	1.351	-0.972	-0.432	-0.330	-	7.989		
2	-0.114	-1.011	-	-0.334	0.049	-2.20E-09	0.146	0.597	-	-0.002	0.071	282
	-0.830	-1.209	-	-3.953	1.051	-0.022	0.247	0.836	-	-0.154		

$$(E_t / B_t) = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}(E_{-1} / B_{-1}) + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} * \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}(E_0 / B_0) + \varepsilon_t$$

**B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DPC = 0)**

t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$\beta_{5t}$	$\beta_{6t}$	$\beta_{7t}$	$\beta_{8t}$	$\beta_{9t}$	$R^2$	N
1	-0.037	-	0.610	0.033	0.297	-2.48E-07	-1.179	-	1.233	0.438	0.223	221
	-0.052	-	0.201	0.061	1.374	-1.025	-0.497	-	0.410	7.048		
2	0.022	-	0.091	-0.529	0.017	-4.32E-09	-0.026	-	-0.144	-0.008	0.083	305
	0.169	-	0.127	-4.847	0.444	-0.080	-0.048	-	-0.205	-0.059		

Τα συμπεράσματά μας και πάλι είναι παρόμοια με την προηγούμενη σχέση την οποία μελετήσαμε, δηλαδή η μη στατιστική σημαντικότητα των συντελεστών του

επιπέδου των κερδών δε μας επιτρέπει να προβλέψουμε με ασφάλεια την πορεία αυτών για ένα και δύο χρόνια μετά την αύξηση ή τη μείωση του μερίσματος.

*Αυτό που είναι απαραίτητο να επισημάνουμε ξανά είναι ότι το γεγονός της έλλειψης κάποιας συσχέτισης (θετικής ή αρνητικής) των μελλοντικών κερδών και της μεταβολής των μερισμάτων δε σημαίνει αναγκαστικά την απουσία πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων. Είναι πιθανό οι πληροφορίες που ενσωματώνονται στις αυξήσεις ή τις μειώσεις των μερισμάτων να επηρεάζουν τα τρέχοντα κέρδη (κέρδη του χρόνου 0), στην περίπτωση που αυτά γνωστοποιούνται μεταγενέστερα της ημερομηνίας ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Εξάλλου, όπως προκύπτει και σε αυτές τις παλινδρομήσεις υπάρχει ισχυρή συσχέτιση των μεταβολών των μερισμάτων και των κερδών του παρόντος.*

Δ. Έλεγχος «ανθεκτικότητας» των μοντέλων που χρησιμοποιήσαμε μεταξύ μεταβολών των μερισμάτων και επιπέδου των κερδών

Τέλος, θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε την ορθότητα των μέχρι τώρα αποτελεσμάτων που αφορούν τα μοντέλα που χρησιμοποιήσαμε για τη σχέση μεταξύ μεταβολής των μερισμάτων και επιπέδου των κερδών. Ως εναλλακτικό λοιπόν τρόπο μέτρησης των αναμενόμενων κερδών μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την πρόβλεψη των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη (consensus analysts' earnings forecast), γιατί το μέγεθος αυτό έχει το πλεονέκτημα ότι αποτελεί έναν άμεσο και αντικειμενικό τρόπο μέτρησης των αναμενόμενων κερδών. Έτσι, χρησιμοποιούμε εναλλακτικά την εξής σχέση:

$$E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AF_t + \beta_{4t}E_0 + \varepsilon_t,$$

όπου:  $AF_t$  = πρόβλεψη των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη

και οι υπόλοιπες μεταβλητές έχουν οριστεί όμοια με τις προηγούμενες σχέσεις.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι ο αριθμός των παρατηρήσεων στο δείγμα το οποίο προέκυψε, ήταν αισθητά μικρότερος από εκείνο των προηγούμενων παλινδρομήσεων, αφού σε κάποιες εταιρίες η πληροφόρηση αυτή δεν ήταν καθόλου ή ήταν σε περιορισμένο βαθμό διαθέσιμη για τα οκτώ χρόνια που εξετάζουμε.

**Πίνακας 9****Περίληψη στατιστικών των παλινδρομήσεων του επιπέδου των μελλοντικών κερδών (αποπληθωρισμένη με τη λογιστική αξία των μετοχών) σε σχέση με τη μερισματική μεταβολή, τα τρέχοντα κέρδη και άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές που πιθανώς προβλέπουν τα αναμενόμενα κέρδη**

$E_t$  δηλώνει τα κέρδη ανά μετοχή του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο 0 (χρόνο ανακοίνωσης του μερίσματος).  $P_{-1}$  δηλώνει την αγοραία αξία της μετοχής το χρόνο  $-1$ .  $B_t$  δηλώνει τη λογιστική αξία της μετοχής στο τέλος του χρόνου  $t$  σε σχέση με το χρόνο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.  $\Delta DIV_0$  είναι η μεταβολή του μερίσματος ανά μετοχή.  $DIV_{-1}$  είναι το ύψος του μερίσματος ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση του μερίσματος.  $DPC$  και  $DNC$  είναι μια μεταβλητή που ισούται με τη μονάδα για τις αυξήσεις και τις μειώσεις των μερισμάτων, αντίστοιχα και με μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση. Σε κάθε παλινδρόμηση η πρώτη σειρά αναφέρεται στους συντελεστές αυτής και η δεύτερη σειρά αποτυπώνει τη στατιστική σημαντικότητα αυτών.

$$E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AF_t + \beta_{4t}E_0 + \varepsilon_t$$

<b>A: ΑΥΞΗΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (<math>DNC_0 = 0</math>)</b>							
t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$R^2$	N
1	0.227	0.175	-	0.220	0.149	0.008	108
	1.054	0.077	-	0.574	0.599		
2	0.116	-0.361	-	0.243	0.124	0.018	78
	0.925	-0.347	-	1.077	0.567		

$$E_t = \beta_0 + \beta_{1t}DPC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 * \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AF_t + \beta_{4t}E_0 + \varepsilon_t$$

<b>B: ΜΕΙΩΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (<math>DPC_0 = 0</math>)</b>							
t	$\beta_0$	$\beta_{1t}$	$\beta_{2t}$	$\beta_{3t}$	$\beta_{4t}$	$R^2$	N
1	0.56850	-	-1.42918	0.26536	-0.73950	0.03788	66
		-					
2	0.30486	-	-0.91847	-0.06574	0.12463	0.01181	47
	1.67706	-	-0.55265	-0.24171	0.32838		

Όπως διαπιστώνουμε και πάλι δε μπορούμε να συμπεράνουμε για την ύπαρξη κάποιας θετικής ή αρνητικής σχέσης μεταξύ της ανακοίνωσης της αύξησης ή της μείωσης του μερίσματος και του επιπέδου των κερδών για ένα και δύο χρόνια μετά.

## 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Οι θεωρίες και τα εμπειρικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί ως τώρα σε διεθνές επίπεδο, επιβεβαιώνουν την ύπαρξη πληροφοριακού περιεχόμενου των μερισμάτων για την αγορά, τουλάχιστον όσον αφορά το παρόν, δηλαδή το έτος ανακοίνωσης του μερίσματος. Αντίθετα, τα αντίστοιχα συμπεράσματα για τον τρόπο που η ανακοίνωση του μερίσματος επιδρά στην μελλοντική κερδοφορία, είναι αντιφατικά.

Η προσπάθειά μας στη συγκεκριμένη μελέτη επικεντρώθηκε στο να διαπιστώσουμε εάν και σε ποιο βαθμό οι μεταβολές των μερισμάτων σήμερα μπορούν να μας πληροφορήσουν για τη μελλοντική κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, με δεδομένη τη διαφορετικότητα της χώρας μας και ως προς τον τρόπο λειτουργίας της, αλλά και ως προς το θεσμικό της πλαίσιο.

Αρχικά, χρησιμοποιώντας αρκετά διαφορετικά μοντέλα που αφορούσαν τη σχέση μεταβολής των μερισμάτων και μεταβολής των κερδών [(changes) και όχι τις τιμές των κερδών (levels)] καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι για χρονικό ορίζοντα ενός έτους μετά τη μεταβολή του μερίσματος δε μπορούμε να βγάλουμε κάποιο συμπέρασμα για τη μελλοντική αύξηση ή μείωση των κερδών. Από την άλλη όμως, για χρονικό ορίζοντα δύο ετών προέκυψε μια αρνητική σχέση μεταξύ μεταβολής των μερισμάτων και κερδών. Τα ευρήματα αυτά αφορούν το σύνολο του δείγματος των ανακοινώσεων των μερισμάτων που μελετήσαμε και η ερμηνεία που μπορούμε να δώσουμε είναι ότι στη χώρα μας *ίσως* τα στελέχη των επιχειρήσεων, που σαφώς έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την πραγματική κερδοφορία αυτών, προσπαθούν να αποκρύψουν την πραγματική εικόνα και αυξάνουν το μέρισμα, ώστε οι επενδυτές να αποφύγουν την πώληση των μετοχών τους, ιδιαίτερα σε περιόδους που αναμένεται πτώση των κερδών ή διατήρηση των πιθανών ζημιών του παρόντος και στο μέλλον.

Όσον αφορά τώρα την εξέταση της σχέσης της μεταβολής των κερδών με το δείγμα των αυξήσεων και των μειώσεων των μερισμάτων χωριστά, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι αυξήσεις συνδέονται αρνητικά με την κερδοφορία ένα αλλά και δύο χρόνια μετά, ενώ για τις μειώσεις τα αποτελέσματα είναι αντικρουόμενα: σε γενικές γραμμές φαίνεται να μην υπάρχει σχέση αυτών με τη μελλοντική κερδοφορία, αν και προέκυψε κάποια αρνητική σχέση με την πορεία των κερδών δύο χρόνια στο μέλλον.

Στη συνέχεια, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και των επιπέδων των κερδών βρήκαμε παρόμοια αποτελέσματα με προηγούμενες μελέτες, σύμφωνα με τις οποίες δεν υπάρχει καμία ικανότητα πρόβλεψης της κερδοφορίας των ελληνικών επιχειρήσεων μέσω των μερισμάτων που ανακοινώνονται σήμερα.

Συμπερασματικά, μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν ενδείξεις που επιβεβαιώνουν τον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων τόσο στο παρόν όσο και στο μέλλον, αλλά η σχέση μεταξύ της μελλοντικής κερδοφορίας και της μεταβολής των μερισμάτων (όπου προέκυψε) είναι αρνητική, κάτι που υποδηλώνει την προσπάθεια των στελεχών των ελληνικών επιχειρήσεων να αποκρύψουν ίσως την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων, με στόχο να εξασφαλίσουν την ικανοποίηση των επενδυτών τους.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Aharony Josef, and Amihud Dotan, 1994, “Regular dividend announcements and future unexpected earnings: an empirical analysis, *Financial Review* 29, 125-151.
2. Ashiq Ali & Oktay Urcan, July 2006, “Dividend increases and future profitability”, (working paper)
3. Benartzi S., Michaely R., Thaler R., July 1997, “Do changes in dividends signal the future or the past?”, *The Journal of Finance*, vol.52, No.3, 1007-1034.
4. Bhattacharya S., 1979, “Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy”, *Bell Journal of Economics* 10 (Spring): 259-70.
5. Brickley J., 1983, “Shareholders wealth, information signaling, and the specially designated dividend: an empirical study”, *Journal of Financial Economics* 12, 187-209.
6. DeAngelo H., L. DeAngelo and D.Skinner, 1996, “Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth”, *Journal of Financial Economics*, 40: 341-371.
7. DeAngelo H., L. DeAngelo and D.Skinner, 1992, “Dividends and losses”, *Journal of Finance* 47, 1837-1863.
8. Fama, Eugene, Kenneth French, 2000, “Forecasting Profitability and Earnings”, *Journal of Business*, Vol.73:161-175.
9. Freeman, Robert N., James A. Ohlson, and Stephen H. Penman, 1982, “Book rate-of-return and prediction of earnings changes: An empirical investigation”, *Journal of Accounting Research* 20, 639-653.
10. Gaoliang Tian, Hanyue Zhang, Yirong Cao, February 2006, “Dividend Changes and Future Earnings Performance: Evidence from UK Market”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, vol.2, No.2.
11. Gonedes Nicholas J., 1978, “Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items”, *Journal of Accounting Research*, 16, 26-79.
12. Grullon G., Benartzi, Michaely, Thaler, 2003, “Dividend changes do not signal changes in future profitability”, *Journal of Accounting and Economics* 12, 97-123.



13. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B., 2002, “Are dividend changes a sign of firm maturity?”, *The Journal of Business*, vol.75, No.3.
14. Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, 1988, “Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions”, *Journal of Financial Economics* 21, 149-176.
15. Lintner J., 1956, “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, Vol.46: 97-113.
16. Miller, M.H.F Modigliani, 1961, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business*, Vol.34: 411-433.
17. Miller M., and Kevin Rock, 1985, “Dividend policy under asymmetric information”, *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
18. Nissim D., Ziv A., December 2001, “Dividend changes and future profitability”, *Journal of Finance*, vol.LVI, No6.
19. Penman S., 1983, “The predictive content of earnings forecasts and dividends”, *Journal of Finance* 38, 1181-1199.
20. Penman S., 1996, “The Articulation of Price-earnings Ratios and Market-to-book Ratios and the Evaluation of Growth”, *Journal of Accounting Research*, Vol.34: 235-259.
21. Ping Zhou, William Ruland, June 2006, “Dividend Payout and future earnings growth”, *Financial Analysts Journal* , vol.62, No 3.
22. Watts, Ross, 1973, “The information content of dividends”, *Journal of Business* 46, 191-211.