



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Τίτλος εργασίας: «ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ ΣΤΙΣ
ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΚΕΡΔΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ
ΒΡΕΤΑΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

Υπεύθυνος διπλωματικής εργασίας: Μαμούχας Ιωάννης (ΜΧΡΗ1014)

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κος Τσιριτάκης Εμμανουήλ

Μέλη Επιτροπής: κος Βολιώτης Δημήτριος

κα Μπότσαρη Αντωνία

Αθήνα, Ιανουάριος 2012

ΣΥΝΟΨΗ

Η διανομή μερίσματος είναι ο πιο συνηθισμένος τρόπος διανομής ρευστών στους μετόχους μιας επιχείρησης. Στη Μεγάλη Βρετανία συνήθως δίνονται ως τέσσερα τριμηνιαία interim μερίσματα όμως υπάρχουν εταιρίες που πληρώνουν τα μερίσματα μία φορά κάθε χρόνο ή και περισσότερες φορές (δύο interim, τρία interim ή ένα τελικό μέρισμα), ενώ οι εταιρίες μπορούν να καταβάλλουν μερίσματα και με τη μορφή μετοχών.

Στη μελέτη αυτή θα ερευνηθεί αν οι ανακοινώσεις μερισμάτων από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Μ. Βρετανίας ενσωματώνουν νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία είναι αυτή της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study). Η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων ερευνά το κατά πόσο κάποιο γεγονός προκαλεί στατιστικά σημαντική αντίδραση στις τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων. Ως έκτακτες αποδόσεις ορίζουμε τη διαφορά των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων από τις αναμενόμενες, όπως αυτές προκύπτουν από το μοντέλο της αγοράς (market model) και την προσαρμοσμένη στο δείκτη της αγοράς απόδοση (market return adjusted model).

Αφού κατηγοριοποιηθούν οι εταιρίες ανάλογα με την ποσοστιαία αύξηση (μείωση) των μερισμάτων και της ποσοστιαίας αύξησης (μείωσης) των κερδών, ακολουθείται η διαδικασία σύμφωνα με τους Brown και Warner (1985), και ελέγχοντας την στατιστική σημαντικότητα των ημερήσιων μέσων υπερβάλλουσων αποδόσεων (daily average excess abnormal returns) καθώς και των αθροιστικών ημερήσιων μέσων υπερβάλλουσων αποδόσεων (cumulative average excess abnormal returns) καταλήγω στο παρακάτω συμπέρασμα.

Οι ανακοινώσεις μερισμάτων, για τις περισσότερες από τις κατηγορίες των εταιριών, ενσωματώνουν νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας) συνήθως τις περιόδους 0, t+1, δηλαδή τη μέρα της ανακοίνωσης και μια μέρα μετά την ανακοίνωση, με αποτέλεσμα να επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

Λέξεις-κλειδιά: μερίσματα ανά μετοχή, κέρδη ανά μετοχή, ανακοινώσεις μερισμάτων, μερισματική πολιτική, πληροφοριακό περιεχόμενο, μεθοδολογία event study

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Εισαγωγή.....	σελ. 5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Βιβλιογραφική ανασκόπηση.....	σελ.8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Μερισματική πολιτική.....	σελ. 38
2.1 Είδη μερισματικής πολιτικής.....	σελ. 39
2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική.....	σελ. 41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΕΜΠΕΙΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ.....	σελ. 44
3.1 Έλεγχος υποθέσεων αντίδρασης της αγοράς.....	σελ. 44
3.2 Το Δείγμα	σελ. 46
3.3 Μεθοδολογία	σελ. 47
3.4 Καθορισμός της υπό εξέταση περιόδου.....	σελ. 52
3.5 Εμπειρικά αποτελέσματα.....	σελ.54

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....σελ.59

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....σελ. 61

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....σελ. 63

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΑΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ιδέα ότι οι μερισματικές μεταβολές έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο είναι παλαιότερη. Η πασίγνωστη έρευνα του **Lintner (1956)** για τη μερισματική πολιτική αναφέρει πως οι επιχειρήσεις αυξάνουν το μέρισμα μόνο όταν οι μάνατζερ πιστεύουν στη “μόνιμη” αύξηση των κερδών. Λίγο αργότερα, οι **Miller και Modigliani (1961)** προτείνουν ότι τα μερίσματα εμπεριέχουν πληροφορίες για τις μελλοντικές χρηματικές ροές όταν η αγορά είναι πλήρης. Πράγματι, όπως διατυπώθηκε κι από τους **Miller και Rock (1985)**, οι αποφάσεις για τα μερίσματα αποκαλύπτουν πληροφορίες για τα τρέχοντα κέρδη στην αγορά. Βασιζόμενοι στις γνώσεις για την ασύμμετρη πληροφόρηση, οι **Bhattacharya (1979)**, **Miller και Rock (1985)**, **John και Williams (1985)** και άλλοι συνέχισαν παραπέρα. Σε αυτές τις θεωρίες, οι μερισματικές αλλαγές δεν είναι ενέργειες που συμβαίνουν απλά για να έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο. Αντίθετα, είναι ρητές ενδείξεις για τα μελλοντικά κέρδη, οι οποίες αποστέλλονται σκόπιμα και με κάποιο κόστος από πλευράς μάνατζερ στην εταιρία και τους μετόχους της. Η ιδέα ότι οι μερισματικές μεταβολές έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο παραμένει η σοφή γνώση στον χρηματοοικονομικό τομέα. Για παράδειγμα, στην τελευταία επισκόπηση του βιβλίου τους, οι **Brealey και Myers (1996)** αφιερώνουν μια υποενότητα στο θέμα ‘The Information Content of Dividends’. Ασπάζονται την περιγραφή του Lintner για τις μερισματικές μεταβολές, στην οποία οι αλλαγές των μερισμάτων εξαρτώνται από τα κέρδη του παρόντος και του παρελθόντος, όμως συνεχίζουν λέγοντας: ‘Θα περιμέναμε επίσης οι μάνατζερ να λαμβάνουν υπόψη τους τις μελλοντικές προοπτικές όταν καθορίζουν τις πληρωμές. Και εκεί είναι που καταλήγουμε.’

Υπάρχουν σαφώς αρκετά ευρήματα ότι η αγορά αντιμετωπίζει τις μερισματικές μεταβολές με μεγάλο ενδιαφέρον. Όταν τα μερίσματα αυξάνονται, οι τιμές τείνουν ‘ανεβαίνουν’ ενώ όταν τα μερίσματα περικόπτονται ή παραλείπονται (λιγότερο συχνό φαινόμενο), οι τιμές ‘πέφτουν’. Όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη, υπάρχουν λιγότερα ευρήματα. Ο **Watts (1973)**, ήταν ανάμεσα στους πρώτους που εξέτασε τη σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των μελλοντικών κερδών. Χρησιμοποιώντας 310 εταιρίες κατά διάρκεια των ετών 1946 και 1967, ο Watts παλινδρομεί τα κέρδη του επόμενου έτους με τα μερίσματα του τρέχοντος έτους. Ενώ οι μέσοι συντελεστές (των εταιριών) είναι θετικοί, οι μέσοι όροι των t-statistic είναι πολύ χαμηλοί. Ο **Gonedes (1978)** βρίσκει παρόμοια αποτελέσματα. Επίσης, ο **Penman (1983)** βρίσκει ότι μετά από έλεγχο για τις προβλέψεις των μάνατζερ για τα μελλοντικά κέρδη δεν προκύπτουν αρκετές πληροφορίες από τις μερισματικές μεταβολές αυτές καθαυτές.

Ωστόσο, στην ίδια γραμμή με τη θεωρία που εξετάζεται είναι τα ευρήματα των **Healy και Palepus (1988)**. Για το δείγμα τους (131 εταιρίες) το οποίο

προβαίνει σε πληρωμές μερισμάτων, τα κέρδη αυξήθηκαν ταχύτατα στο παρελθόν και συνεχίζουν να αυξάνονται τα επόμενα 2 χρόνια. Βέβαια, για το δείγμα των 172 εταιριών τους οι οποίες παραλείπουν πληρωμές των μερισμάτων τα αποτελέσματα είναι αντίθετα από τις προβλέψεις που θα ήταν σύμφωνες με τη θεωρία της σηματοδότησης. Τα κέρδη μειώνονται το έτος που ανακοινώνεται η περικοπή του μερίσματος, αλλά αυξάνονται σημαντικά τα επόμενα χρόνια. Για ένα δείγμα 35 εταιριών που αύξησαν τα μερίσματά τους περισσότερο από 20%, ο Brickley (1983) βρίσκει σημαντική αύξηση των κερδών το έτος της μερισματικής αύξησης καθώς και το επόμενο ενώ οι Aharony και Dotan (1994) βρίσκουν ότι τα κέρδη συνεχίζουν να αυξάνονται για τουλάχιστον τέσσερα τρίμηνα μετά τη μερισματική μεταβολή.

Κατά τη διάρκεια της ίδιας δεκαετίας, οι **De Angelo et al (1996)** εξέτασαν τη μερισματική πολιτική των εταιριών που παρουσίασαν υψηλή αύξηση κερδών κατά το παρελθόν. Διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που τείνουν να αυξήσουν τα μερίσματα τους βρίσκονται σε περίοδο αύξησης κερδών. Ωστόσο, οι αυξήσεις μερισμάτων δεν προβλέπουν αύξηση των κερδών. Επίσης, διατύπωσαν ότι τα μερίσματα είναι αρκετά χαμηλά έτσι ώστε να μη δημιουργούν δεσμευτικό περιορισμό στη χρήση ταμειακών ροών.

Τα συμπεράσματα της έρευνας του Lintner επιβεβαίωσαν και άλλες μελέτες, όπως σε αυτή των **Benartzi, Michaely Thaler (1997)**, οι οποίοι συμφώνησαν ότι το μοντέλο του Lintner περιγράφει με τον πιο αποδοτικό τρόπο τη μέθοδο προσδιορισμού της μερισματικής πολιτικής.

Οι **Mikhail, Walther και Willis (1999)** εξετάζουν την επίδραση των ανακοινώσεων για μεταβολή της μερισματικής πολιτικής στις τιμές των μετοχών σε ένα δείγμα 4858 ανακοινώσεων για αύξηση και 980 ανακοινώσεις για μείωση του μερίσματος καταλήγοντας στο συμπέρασμα είναι πως η αγορά αντιδρά σε μικρότερο βαθμό σε ανακοινώσεις μεταβολής μερίσματος από εταιρείες με υψηλή ποιότητα κερδών.

Οι **Nissim και Ziv (2001)** διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ των αλλαγών των μερισμάτων και της μελλοντικής κερδοφορίας, μετρούμενη από πλευράς είτε μελλοντικών κερδών ή ανώμαλων κερδών. Υποστηρίζοντας "το πληροφοριακό περιεχόμενο της υπόθεσης των μερισμάτων", διαπίστωσαν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα παρέχουν πληροφορίες σχετικά με το επίπεδο της κερδοφορίας για τα επόμενα έτη. Επίσης διατύπωσαν ότι οι αλλαγές των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τις αλλαγές στα κέρδη σε κάθε ένα από τα δύο επόμενα χρόνια μετά τη μερισματική αλλαγή.

Οι **Gustavo Grullon, Michaely και Swaminathan (2002)** εξετάζουν τη υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου του μερίσματος καθώς και αν οι μεταβολές του μερίσματος αποτελούν σημάδι για τη μεταβολή του συστηματικού κινδύνου της εταιρείας. Μια εναλλακτική υπόθεση που προτείνεται από τους συγγραφείς είναι η υπόθεση της ωρίμανσης. Σύμφωνα με αυτή, η εταιρεία που είναι σε αναπτυξιακή πορεία χρησιμοποιεί όλες τα διαθέσιμά της σε επενδύσεις που είναι άφθονες και αυξάνουν την αξία της. Όσο οι ευκαιρίες επένδυσης παραμένουν σημαντικές, νέες εταιρείες

εισέρχονται στον κλάδο και επενδύουν. Έτσι οι επενδυτικές ευκαιρίες μειώνονται καθώς και ο ρυθμός ανάπτυξης, οδηγώντας την εταιρεία στο στάδιο της ωρίμανσης και σταδιακά η εταιρεία έχει περισσότερα διαθέσιμα. Αυτά τα διαθέσιμα διανέμονται στους μετόχους με τη μορφή αυξημένων μερισμάτων.

Έρευνα των **Brav, Graham, Harvey και Michaely (2003)** με τη μέθοδο των συνεντεύξεων έδειξε πως τα ευρήματα του Lintner ισχύουν, με τη διαφορά ότι πλέον οι διοικήσεις δε χρησιμοποιούν ένα συγκεκριμένο ποσοστό διανομής μερίσματος ως στόχο, αλλά προσπαθούν να διατηρήσουν το ποσοστό διανομής μερίσματος της προηγούμενης περιόδου. Κοινή πεποίθηση είναι ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει τις τιμές των μετοχών και κατά συνέπεια τον πλούτο των μετόχων.

Οι **Benartzi, Grullon, Michaely και Thaler (2003)**, οι οποίοι μετά από έρευνες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές του μερίσματος δεν αποτελούν ένδειξη για μελλοντική μεταβολή των κερδών της εταιρίας προς την ίδια κατεύθυνση. Συνολικά, δεν υπάρχουν αρκετά ευρήματα που να υποστηρίζουν την άποψη ότι οι μερισματικές μεταβολές εμπεριέχουν πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη μιας επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Η μερισματική πολιτική θεωρείται μία από τις πιο σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν μέχρι τη σημερινή εποχή πολλοί οικονομολόγοι.

Η πρώτη προσπάθεια απεικόνισης της μερισματικής πολιτικής σε ένα οικονομικό υπόδειγμα έγινε από τον **Lintner (1956)**. Ήταν ένας από τους πρώτους, που προσπάθησαν να βρουν αν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να συσχετίζει τα κέρδη με το μέγεθος των μερισμάτων. Ο Lintner πραγματοποίησε έρευνα σε 28 αμερικανικές εταιρίες κατά τη χρονική περίοδο 1947-1954, οι οποίες αποτελούσαν αντιπροσωπευτικό δείγμα του συνόλου των επιχειρήσεων της αμερικανικής οικονομίας και με τη μέθοδο των συνεντεύξεων κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα διευθυντικά στελέχη κάθε επιχειρηματικής μονάδας ενδιαφέρονται για τη διατήρηση του μερίσματος στα ίδια επίπεδα με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου.

Οι βασικές παρατηρήσεις που προέκυψαν από την ανάλυση των εταιριών και της διοίκησης αυτών ήταν οι ακόλουθες:

- Η κυρίαρχη μεταβλητή στον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής ήταν οι μεταβολές του υπάρχοντος ποσοστού καταβολής μερισμάτων κι όχι το επίπεδο του παρόντος ή μελλοντικού ποσοστού.
- Η κύρια μεταβλητή που προσδιόριζε την ποσότητα μεταβολής των μερισμάτων ήταν τα τρέχοντα καθαρά κέρδη της εταιρίας.
- Τα διευθυντικά στελέχη ήταν απρόθυμα να πραγματοποιήσουν μείωση των μερισμάτων.
- Η πλειοψηφία των διευθυντικών στελεχών πίστευε ότι οι περισσότεροι μέτοχοι προτιμούν ένα σχετικά σταθερό ποσοστό μερίσματος και προσπαθούν να αποφύγουν σημαντικές αυξήσεις του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών οι οποίες σύντομα θα μπορούσαν να αναστραφούν.
- Κάθε επιχείρηση είχε ως στόχο τη διανομή ενός ποσοστού μερίσματος ανά μετοχή ως προς τα κέρδη ανά μετοχή, το οποίο κυμαινόταν μεταξύ 20%-80%.

Επομένως, με τη βοήθεια τόσο των προσωπικών συνεντεύξεων όσο και των λογιστικών μεγεθών κατέληξε στο συμπέρασμα πως, αν η διοίκηση της επιχείρησης διαπιστώσει ότι το επίπεδο των οριστικών κερδών έχει αυξηθεί, τότε σταδιακά αναπροσαρμόζει τη μερισματική απόδοση προς την ίδια

κατεύθυνση και πως, όσο πιο συντηρητική είναι μια επιχείρηση τόσο πιο αργά θα κινηθεί προς το στόχο της, συνεπώς, τόσο μικρότερος θα είναι ο συντελεστής προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Κατά τον Lintner οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στη μερισματική τους πολιτική και γι' αυτό το λόγο αποφεύγουν τις απότομες αλλαγές αυτής. Επιπλέον, θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους όσο αναφορά τη μερισματική τους απόδοση και το ενδιαφέρον τους επικεντρώνεται περισσότερο στο ποσοστό μεταβολής της μερισματικής απόδοσης παρά στο μέρισμα σαν απόλυτο νούμερο. Η αγορά αντιμετωπίζει θετικά τις επιχειρήσεις με σταθερή μερισματική πολιτική.

Ξεχωριστή θέση λοιπόν στη διεθνή βιβλιογραφία πάνω στο θέμα της μερισματικής πολιτικής έχει το πρωτοποριακό για την εποχή του άρθρο των **Merton Miller** και **Franco Modigliani (1961)**. Οι Modigliani και Miller (1961) υποστήριξαν την άποψη ότι υπό ορισμένες προϋποθέσεις η μερισματική πολιτική είναι αδιάφορη όσον αφορά την αξία της επιχείρησης, καθώς καμία μερισματική πολιτική δε δύναται να αυξήσει ή να μειώσει τον πλούτο των μετόχων όπως αυτός αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής. Η λογική πίσω από τη θεωρία τους αυτή είναι ότι αν οι μέτοχοι πάρουν μεγαλύτερο μέρισμα από το υπολειμματικό, το επιπλέον αυτό ποσό θα προέλθει από εξωτερική χρηματοδότηση. Η τελευταία όμως 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 αυτή την περίοδο θα ισούται με την απώλεια μερίσματος που θα διανεμηθεί τις επόμενες περιόδους.

Στη συνέχεια υποστήριξαν πως κάθε μερισματική απόφαση από τη διοίκηση της εταιρείας μπορεί να ανατραπεί και να προσαρμοστεί από τους μετόχους, ώστε αυτοί να λάβουν το επιθυμητό μέρισμα. Σε περίπτωση που κάποιος μέτοχος επιθυμεί μέρισμα μεγαλύτερο από το διανεμηθέν μπορεί να επιτύχει εισροή ίση με το ποσό του μερίσματος που επιθυμεί με πώληση αριθμού μετοχών. Η μείωση της αξίας της συμμετοχής του στην εταιρεία θα ισούται με την μείωση που θα είχε σε περίπτωση που η εταιρεία είχε διανείμει το επιθυμητό μέρισμα. Αν επιθυμεί μέρισμα μικρότερο από αυτό που αποφασίζει η εταιρεία, δεν έχει παρά να προβεί με τα επιπλέον χρήματα να αγοράσει μετοχές της εταιρείας, πετυχαίνοντας μείωση της αξίας της συμμετοχής του κατά το επιθυμητό μέρισμα.

Η θεωρία τους αυτή ισχύει κάτω από την υπόθεση της τέλει αγοράς (perfect capital market hypothesis) και των ορθολογικών επενδυτών. Οι συνθήκες που πρέπει να πληρούνται είναι οι ακόλουθες:

- Η πληροφόρηση δεν έχει κόστος και είναι προσιτή σε όλους
- Δεν υπάρχουν φόροι
- Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών
- Δεν υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης
- Κανένας επενδυτής από μόνος του δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών

Στην πραγματικότητα οι συνθήκες της τέλει αγοράς δεν ισχύουν ενώ οι επενδυτές μπορεί να επιδεικνύουν μη ορθολογική συμπεριφορά. Οι λόγοι πληρωμής μερισμάτων από τις επιχειρήσεις στηρίζονται κυρίως σε τρεις ατέλειες της αγοράς, το κόστος αντιπροσώπευσης, την ασυμμετρία πληροφόρησης και το κόστος συναλλαγών

Ακολούθως, σειρά έχει ο **Bhattacharya (1979)**, ο οποίος ανέπτυξε ένα μοντέλο σύμφωνα με το οποίο οι ανακοινώσεις των μερισμάτων μεταβιβάζουν πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας, δηλαδή ερμήνευσε τη μερισματική πολιτική χρησιμοποιώντας τη θεωρία της ασύμμετρης πληροφόρησης και σηματοδότησης. Προγενέστερες μελέτες άλλων ερευνητών είχαν δείξει ότι η ανακοίνωση μιας αύξησης στα μερίσματα, προκαλεί αύξηση των τιμών των μετοχών, αντίθετα, η ανακοίνωση μιας μείωσης θα οδηγήσει σε μείωση των τιμών των μετοχών.

Στα μέσα της ίδιας δεκαετίας, οι **Miller και Rock (1985)** στηρίχτηκαν όπως και ο Bhattacharya στην θεωρία ασύμμετρης πληροφόρησης και σηματοδότησης και επισήμαναν το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Συνεπώς, όταν οι επενδυτές έχουν ελλιπείς πληροφορίες για την επιχείρηση θα αναζητήσουν άλλες πληροφορίες. Η διοίκηση της εταιρίας διαθέτει περισσότερες πληροφορίες για τις μελλοντικές προοπτικές της. Όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης σε μια επιχειρηματική μονάδα τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία των μερισμάτων ως μέσο πληροφόρησης. Διαπίστωσαν ότι υψηλά μερίσματα συνεπάγονται υψηλά κέρδη, ενώ η αύξηση μερισμάτων μαρτυράει αύξηση των κερδών καθώς επίσης κι ότι αυτό το επίπεδο θα διατηρηθεί μελλοντικά. Αντιθέτως, η μείωση των μερισμάτων έχει ως επακόλουθο τη μείωση των κερδών.

Οι **DeAngelo H., L.DeAngelo και D. Skinner (1996)**, μελέτησαν το σηματοδοτικό περιεχόμενο των αποφάσεων των μερισμάτων των μάντζερ για 145 NYSE επιχειρήσεις των οποίων οι ετήσιες αποδοχές μειώνονται μετά από εννέα ή περισσότερα διαδοχικά έτη οικονομικής ανάπτυξης. Χρησιμοποιώντας μια ποικιλία προδιαγραφών και ορισμών του μοντέλου της σηματοδότησης των μερισμάτων, δε βρήκαν σχεδόν καμία υποστήριξη στην ιδέα ότι οι αποφάσεις για τα μερίσματα βοηθούν στον εντοπισμό των επιχειρήσεων με ανώτερα μελλοντικά κέρδη. Τα μερίσματα τείνουν να μην είναι αξιόπιστα σήματα, επειδή (i) η προκατάληψη από πλευράς των μάντζερ (υπερεκτίμηση) οδηγεί τους ίδιους να υπερεκτιμούν τα μελλοντικά κέρδη, όταν οι προοπτικές ανάπτυξης ξεθωριάζουν και (ii) οι μάντζερ κάνουν μέτριες δεσμεύσεις για μετρητά όταν αυξάνουν τα μερίσματα, υπονομεύοντας την αξιοπιστία των εν λόγω σημάτων.

Ερεύνησαν, επίσης, μια παραλλαγή της υπόθεσης της σηματοδότησης των μερισμάτων στην οποία οι αποφάσεις για τα μερίσματα είναι σύμφωνες με μια διαχωριστική ισορροπία: τα διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων με σχετικά καλές προοπτικές (που είναι μέτριες σε απόλυτους όρους) χρησιμοποιούν την αύξηση του μερίσματος για να διαφοροποιήσουν τις επιχειρήσεις τους από άλλες επιχειρήσεις που είναι φαινομενικά σε παρόμοια κατάσταση και έχουν συγκριτικά περιορισμένες προοπτικές. Σχεδόν όλα τα ευρήματα των συγγραφέων έρχονται σε αντίθεση με αυτό το επιχείρημα.

Οι συγγραφείς ερεύνησαν έξι πιθανές εξηγήσεις γιατί οι ενέργειες των επιχειρήσεων του δείγματος σε σχέση με τα μερίσματα δεν είναι κατατοπιστικά σήματα των μελλοντικών προοπτικών:

(1) Τα τρέχοντα κέρδη μας δίνουν τόσες πολλές πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη που υπάρχει ελάχιστα χρήσιμο περιεχόμενο σηματοδότησης σε άλλες nonearnings πηγές.

(2) Οι μάνατζερ προχωρούν σε μείωση δαπανών κεφαλαίου, έτσι ώστε οι αυξήσεις του μερίσματος είναι κατά κύριο λόγο πληρωμές με τη μορφή ελεύθερων ταμειακών ροών παρά ευνοϊκά μηνύματα για τα μελλοντικά κέρδη.

(3) Οι αυξήσεις των μερισμάτων αποτελούν απαντήσεις με χρονική υστέρηση στις παλαιότερες αυξήσεις των κερδών και δεν είναι ευνοϊκές για μελλοντικά κέρδη.

(4) Οι μάνατζερ, λανθασμένα στέλνουν θετικές ενδείξεις που αφορούν τα μερίσματα, αλλά αυτό είναι κατανοητό και δικαιολογημένο, διότι βασίζονται στα διαθέσιμα στοιχεία της συγκεκριμένης χρονικής στιγμής.

(5) Επειδή οι μάνατζερ τείνουν να είναι υπεραισιόδοξοι για την ανάπτυξη της εταιρείας τους, στέλνουν και ενδείξεις που είναι υπερβολικά αισιόδοξες για τα μελλοντικά κέρδη.

(6) Οι μάνατζερ κάνουν μέτριες δεσμεύσεις για μετρητά όταν αυξάνουν τα μερίσματα, κάτι το οποίο υπονομεύει την αξιοπιστία των εν λόγω σημάτων.

Τα ευρήματα των συγγραφέων δεν υποστηρίζουν τις εξηγήσεις (1) έως (3), αλλά οι (5) και (6) και ίσως και η (4), μπορούν δώσουν κάποιες εξηγήσεις. Αν και η (4) δεν εφαρμόζεται συστηματικά, έχει αξία για έναν μικρό αριθμό εταιρειών του δείγματος. Για το 12,1% των μερισματικών αυξήσεων, οι μάνατζερ έχουν μάλλον κακή πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές, όταν αυξάνουν τα μερίσματα στο έτος 0, αφού έκοψαν τα μερίσματα κάποια στιγμή μέσα στα επόμενα τρία χρόνια. Ωστόσο, για το πλήρες δείγμα των εταιρειών που αυξάνουν τα μερίσματα το έτος 0, ο μέσος οι μέσες ανώμαλες αποδόσεις μετοχών είναι μηδέν στο πέρασμα των ετών από 1 έως 3, κάτι που δείχνει ότι η χρηματιστηριακή αγορά (εξ ου και πιθανώς διευθυντές) δεν έχουν λάβει συστηματικά αρνητικές ειδήσεις κατά τη διάρκεια τα έτη 1-3 κάτι που ήταν απρόσμενο για το έτος 1.

Όσον αφορά την (5) οι συγγραφείς βρήκαν ότι η εταιρική νοοτροπία και ο επιχειρηματικός τρόπος σκέψης κάνει πολλές φορές τους μάνατζερ να υπεραισιόδοξούν για συνεχή ανάπτυξη και αυτό μας βοηθά να κατανοήσουμε γιατί πολλές εταιρίες του δείγματος αυξάνουν τα μερίσματα όταν η ανάπτυξη στην κερδοφορία τελειώνει. Ανέλυσαν επίσης επιστολές διευθυντών στους μετόχους τους στις ετήσιες εκθέσεις του έτους 0, διότι, όπως τα μερίσματα, οι επιστολές αυτές χρησιμοποιούνται από τους μάνατζερ για να επισημάνουν

τις απόψεις τους για τις προοπτικές της εταιρείας. Οι επιστολές των μετόχων μόνο επτά επιχειρήσεων (4,9% του δείγματος) δείχνουν ότι οι διευθυντές δεν είναι αισιόδοξοι για τις μελλοντικές προοπτικές. Οι διευθυντές των 89 επιχειρήσεων (61,4%) εκφράζουν διαφορετικό βαθμό αισιοδοξίας, ενώ οι υπόλοιποι μάντζερ δεν προβαίνουν σε καμία θέση σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη. Διαπίστωσαν επίσης ότι ένα υποσύνολο των διευθυντικών στελεχών ήταν λιγότερο ειλικρινείς στις συζητήσεις τους για την πτώση των κερδών του έτους 0, γεγονός που υποδηλώνει ότι ορισμένοι διευθυντές στέλνουν σκόπιμα υπερβολικά αισιόδοξα μηνύματα σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη.

Σύμφωνα με την εξήγηση (6), ο μέσος όρος της αύξησης του μερίσματος για μια εταιρία το έτος 0 φτάνει μόλις το 3,5% των κερδών, 2,1% των λειτουργικών ταμειακών ροών, και το 3,7% των μετρητών καθώς και των εμπορεύσιμων χρεογράφων. Τα δεδομένα αυτά δείχνουν ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων των επιχειρήσεων του δείγματος δεν αποτελούν αξιόπιστες ενδείξεις.

Συνολικά, τα ευρήματά των DeAngelo και Skinner δεν προσφέρουν σχεδόν καμία υποστήριξη για την υπόθεση της σηματοδότησης, και αν ληφθούν μαζί και ευρήματα προηγούμενων μελετών, προκύπτουν σοβαρές αμφιβολίες σχετικά με τη σημασία της σηματοδότησης του μερίσματος. Τα συμπεράσματά τους λοιπόν είναι κοντά στο πνεύμα με εκείνα της μελέτης από τον Watts (1973) που εξέτασε ένα τυχαίο δείγμα αλλαγών του μερίσματος και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, στην καλύτερη περίπτωση, τα μερίσματα έχουν τετριμμένο περιεχόμενο πληροφορίας σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη. Βέβαια, ο πειραματικός σχεδιασμός των DeAngelo και Skinner διαφέρει από εκείνη του Watts, επειδή επικεντρώθηκαν σε μερισματικές αποφάσεις κατά τη διάρκεια μια περιόδου που οι επενδυτές θα πρέπει να ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τις απόψεις των μάντζερ για τις προοπτικές των μελλοντικών κερδών.

Έτσι τελικώς, τρεις είναι οι παράγοντες που εξηγούν γιατί οι μερισματικές ενέργειες των εταιριών του δείγματος δεν εμπεριέχουν πληροφοριακές ενδείξεις τις μελλοντικές προοπτικές των κερδών: ο παράγοντας της υπερεκτίμησης από πλευράς μάντζερ, μέτριες δεσμεύσεις πόρων, και (σε μικρότερο βαθμό) τα διευθυντικά λάθη.

Οι **Benartzi, Michaely και Thaler (1997)** σύγκριναν δύο ομάδες εταιριών που βίωσαν παρόμοιες μεταβολές στα κέρδη τους σε ένα δεδομένο έτος. Η πρώτη ομάδα των εταιριών άλλαξε επίσης και τα μερίσματά της ενώ η δεύτερη όχι. Έτσι καταλήγουν σε αποτελέσματα που συμφωνούν με την άποψη του Lintner.

Επίσης εξέτασαν την μακροπρόθεσμη συμπεριφορά των αποδόσεων των εταιριών που προβαίνουν σε μερισματικές μεταβολές. Παρόμοια με παλαιότερες μελέτες, βρήκαν ότι οι εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματα, έχουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στις ανακοινώσεις ενώ εταιρίες που μειώνουν τα μερίσματα 'υποφέρουν' από αρνητικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η αγορά αναγνωρίζει ότι οι

μερισματικές μεταβολές έχουν πληροφοριακό περιεχόμενο. Για να δουν αν αυτές οι βραχυχρόνιες αποδόσεις έχουν μεγάλη διάρκεια, υπολογίζουν επίσης τις μακροχρόνιες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τα επόμενα 3 έτη μετά την ανακοίνωση. Για τις εταιρίες οι οποίες περικόπτουν μερίσματα δεν βρήκαν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, αλλά για τις εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματα υπάρχουν σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για 3 ακόμη έτη. Αυτό συνεπάγεται ότι αν οι εταιρίες στέλνουν κάποιο 'σήμα', (α) δεν είναι ένδειξη για μελλοντική ανάπτυξη της κερδοφορίας και (β) η αγορά δεν το λαμβάνει. Έτσι, αποτελεί ένα μυστήριο ο λόγος που οι εταιρίες σπαταλούν χρήματα για να στείλουν 'σήματα' που ουσιαστικά δεν λαμβάνονται από την αγορά. Είναι γνωστό ότι οι περισσότερες εταιρίες πληρώνουν μερίσματα, ακόμα κι αν αυτό έχει κόστος και επίσης γνωρίζουμε ότι οι αντιδράσεις της αγοράς σε μερισματικές μεταβολές υποδηλώνουν ότι τα μερίσματα είναι καλά και όσο μεγαλύτερα είναι, τόσο το καλύτερο. Επομένως δεν προκαλεί έκπληξη ότι αρκετές θεωρίες αναφέρουν πως τα μερίσματα παρέχουν πληροφορίες στην αγορά.

Οι συγγραφείς έκαναν μια συστηματική προσπάθεια να ανακαλύψουν αν το πληροφοριακό περιεχόμενο μιας μερισματικής ανακοίνωσης έχει να κάνει με τα μελλοντικά κέρδη. Σύμφωνα και τα ευρήματα του Watts (1973) όπως και προαναφέρθηκε, είναι αδύνατο κάποιος να παρέχει υποστήριξη στην άποψη πως οι μερισματικές μεταβολές περιέχουν πληροφορίες για μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη. Παρότι λοιπόν ότι υπάρχει μια ισχυρή σχέση μεταξύ μεταβολών σε μερίσματα και κέρδη για το παρόν και για το μέλλον, η αξία της πρόβλεψης για τις μερισματικές μεταβολές φαίνεται να είναι μικρή. Πράγματι, η μόνη προβλεπτική αξία που μπορεί να θεωρηθεί ισχυρή είναι ότι οι περικοπές των μερισμάτων αποτελούν ένδειξη για αύξηση των μελλοντικών κερδών. Επίσης βρίσκουν ότι οι εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματά τους είναι λιγότερο πιθανό να έχουν επακόλουθη μείωση των κερδών τους σε σχέση με εταιρίες που αλλάζουν τα μερίσματά τους παρά την παρόμοια ανάπτυξη κερδοφορίας που έχουν. Υπό την έννοια αυτή, οι μερισματικές μεταβολές σηματοδοτούν κάτι για το παρόν : η τρέχουσα αύξηση των κερδών είναι μόνιμη.

Το συμπέρασμα των Benartzi, Michaely και Thaler που προκύπτουν απ την ανάλυση του μοντέλου του Lintner για τα μερίσματα παραμένει η καλύτερη περιγραφή για τη ρύθμιση της μερισματικής πολιτικής. Έτσι τα μερίσματα μας πληροφορούν περισσότερο για το τι έχει συμβεί. Τα κέρδη αυξήθηκαν ταχύτατα τα έτη -1 και 0, και τα μερίσματα προσαρμόζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να αντικατοπτρίζουν αυτό το γεγονός. Η πληροφορία που προκύπτει λοιπόν απ την ανακοίνωση αυτή είναι ότι οι μεταβολές στα κέρδη είναι μόνιμες παρά παροδικές.

Αργότερα, οι **Michael B. Mikhail, Beverly R. Walther, Richard H. Willis (1999)** εξέτασαν τις αντιδράσεις των συμμετεχόντων στην αγορά

(equityholders, managers κ.ά) για τις αλλαγές μερίσματος σε σχέση με την ποιότητα των κερδών. Καθόρισαν την ποιότητα των κερδών και το βαθμό στον οποίο οι σημερινές αποδοχές συνδέονται με μονοετείς, διετείς ή τριετείς μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές. Ελέγχοντας το μέγεθος της μεταβολής του μερίσματος, το περιβάλλον παροχής πληροφοριών της επιχείρησης, τις επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης, τα αποτελέσματα της πελατειακής μερισματικής πολιτικής, και του λειτουργικού κινδύνου της επιχείρησης, διαπιστώνουν ότι η αγορά αντιδρά λιγότερο στις ανακοινώσεις αλλαγής μερίσματος από τις επιχειρήσεις με τα υψηλότερα ποιοτικά κέρδη. Ομοίως, ο έλεγχος για το μέγεθος της αλλαγής του μερίσματος, το πληροφοριακό περιβάλλον της επιχείρησης, καθώς και η απελευθέρωση άλλων πληροφοριών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μερίσματος, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι το μέγεθος των αναθεωρήσεων των προβλέψεων των αναλυτών, είναι σημαντικά μικρότερη για τις επιχειρήσεις με τα πιο ποιοτικά κέρδη. Συνολικά, τα αποτελέσματα είναι συνεπή με τους συμμετέχοντες της αγοράς που ενσωματώνουν την ποιότητα στα κέρδη των εταιριών τους, όταν αντιδρούν σε πληροφορίες και σε άλλες χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις.

Επίσης εξέτασαν αντιδράσεις των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με την ποιότητα πληροφοριών του παρελθόντος, διερευνώντας την απόκριση της τιμής της μετοχής και τις αναθεωρήσεις των προβλέψεων των αναλυτών γύρω από τις αλλαγές μερίσματος. Παρόλο που η αντίδραση της αγοράς στις μεταβολές των μερισμάτων έχει μελετηθεί ευρέως, οι προηγούμενες εμπειρικές μελέτες δεν έχουν διερευνήσει σε βάθος τη διακύμανση του πληροφοριακού περιεχομένου των αλλαγών μερίσματος σε σχέση με την ποιότητα των κερδών μιας επιχείρησης. Παλαιότερη θεωρητική μελέτη δείχνει ότι οι αντιδράσεις στις νέες πληροφορίες, όπως μια αλλαγή στο μέρισμα, εξαρτάται από την ακρίβεια, ή την «ποιότητα» προηγούμενων πληροφοριών, όπως τα κέρδη (Holthausen και Verrecchia [1988], Kim και Verrecchia [1991]). Στην πραγματικότητα, οι συγγραφείς αυτοί υποστηρίζουν ότι η αλλαγή μερίσματος είναι υποκατάστατη πηγή πληροφοριών σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, όταν η ποιότητα των κερδών είναι χαμηλή.

Οι συγγραφείς καθόρισαν την ποιότητα των κερδών και του βαθμού στον οποίο οι σημερινές αποδοχές συνδέονται με μονοετείς, διετείς ή τριετείς μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές. Εν ολίγοις, καθορίζουν ένα ρεύμα κερδών που έχουν καλύτερη ικανότητα πρόβλεψης των μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών από ένα άλλο ρεύμα κερδών υψηλότερης ποιότητας.

Κατασκεύασαν δύο μέτρα ποιότητας κερδών, το ένα με βάση τα ανεφερθέντα κέρδη, το άλλο στηριζόμενο σε τέσσερις βασικές συνιστώσες. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα των μεταβολών μερίσματος σε μετρητά από CRSP κατά τη διάρκεια του 1980-1997, βρίσκουν, όπως είχαν υποθέσει, μια αρνητική σχέση μεταξύ της ποιότητας των κερδών και της αντίδρασης της αγοράς στις μεταβολές μερίσματος.

Το άρθρο αυτό έχει δύο κύριες συμβολές. Πρώτον, οι συγγραφείς εφαρμόζουν μια εννοιολογική αποσαφήνιση του όρου της ποιότητας των

κερδών. Παρά το γεγονός ότι ο όρος 'ποιότητα των κερδών' αναφέρεται συχνά στις ακαδημαϊκές έρευνες, η σημασία του παραμένει πολλές φορές απροσδιόριστη. Έτσι πρότειναν μια μέθοδο προσδιορισμού του όρου αυτού χρησιμοποιώντας εμπειρικά δεδομένα.

Δεύτερον, ανέφεραν πως οι αντιδράσεις της αγοράς και των αναλυτών στις αλλαγές μερίσματος συνδέονται αντίστροφα με την ποιότητα των κερδών. Τα ευρήματά τους υποδηλώνουν ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά εν γένει, και οικονομικοί αναλυτές, ιδίως, λαμβάνουν υπόψη την ποιότητα των κερδών, όταν αλληλεπιδρούν με πληροφορίες σε άλλες χρηματοοικονομικές γνωστοποιήσεις. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν περαιτέρω ότι τα μέτρα αξιολόγησης της ποιότητας που χρησιμοποιούν συλλαμβάνουν τουλάχιστον ένα μέρος του τι εννοούν οι αναλυτές με τον όρο «υψηλή ποιότητα στα κέρδη».

Η έρευνα αυτή δείχνει ότι οι συμμετέχοντες στην αγορά αντιδρούν στην ανακοίνωση της αλλαγής μερισμάτων με επιδράσεις στην ποιότητα των κερδών. Στην πρώτη τους υπόθεση, αναφέρεται το εξής: Υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της απάντησης της αγοράς και της αλλαγής μερίσματος και της ποιότητας των κερδών.

Επίσης εξέτασαν εάν οι αναθεωρήσεις των προβλέψεων των αναλυτών για τα μελλοντικά κέρδη μετά από αλλαγές στα μερίσματα είναι μεγαλύτερες για επιχειρήσεις με χαμηλή ποιότητα κερδών, οδηγώντας στη δεύτερη υπόθεσή τους (στην εναλλακτική της μορφή): Υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του μεγέθους των αναθεωρήσεων των προβλέψεων των αναλυτών, μετά τις αλλαγές στα μερίσματα και στη ποιότητα των κερδών.

Το άρθρο αυτό βοηθά λοιπόν στο να κατανοήσουμε τις αντιδράσεις της αγοράς και των αναλυτών στις μεταβολές των μερισμάτων των επιχειρήσεων. Οι συγγραφείς κατέληξαν δηλαδή στο συμπέρασμα ότι η αγορά ανταποκρίνεται λιγότερο στις μεταβολές μερίσματος για επιχειρήσεις με μεγαλύτερη ποιότητα στα κέρδη τους και επίσης στο ότι οι αναλυτές αναθεωρούν αισθητά λιγότερο τις προβλέψεις τους όταν έχουν να κάνουν με επιχειρήσεις με ποιοτικότερα κέρδη. Αυτά τα αποτελέσματα απορρέουν από το γεγονός ότι οι αλλαγές στα μερίσματα και στα κέρδη λειτουργούν σαν υποκατάστατα στην πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών.

Ενίσχυσαν ακόμη τα ευρήματά τους υποστηρίζοντας ότι οι αντιδράσεις σε νέα πληροφόρηση βασίζονται στην 'ακρίβεια' και καλύτερα στην 'ποιότητα' που είναι σύμφωνες με προηγούμενες θεωρητικές μελέτες (Holthausen και Verrecchia [1988], Kim και Verrecchia [1991]). Τα αποτελέσματά τους, ωστόσο, βασίζονται σε ένα δείγμα των εταιρειών που καταβάλλουν τα μερίσματα και δεν μπορεί να γενικευθεί σε άλλες επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν άλλες πηγές πληροφόρησης. Επιπλέον, η ερμηνεία που προκύπτει από τα αποτελέσματά της έρευνας αυτής στηρίζεται στην υπόθεση ότι η ποιότητα των κερδών είναι ένα εξωγενές, μη επιλεκτικό χαρακτηριστικό της επιχείρησης. Αν οι μάντζερ μπορούν να χειριστούν την ποιότητα των κερδών, επιπρόσθετα με τον καθορισμό των μερισμάτων της

επιχείρησης, τότε το μοντέλο δεν μπορεί να συλλάβει επαρκώς την ενδογένεια που είναι έμφυτη στη λήψη των δύο αποφάσεων.

Οι **Τραυλός Ν., Τριγεώργης Λ., Βαφέας Ν (2001)**, εξέτασαν την αντίδραση της αγοράς μετοχών σε ανακοινώσεις για αυξήσεις μερίσματος (μερίσματα σε μετρητά) και τα μπόνους-special cash dividends στην αναδυόμενη χρηματιστηριακή αγορά της Κύπρου. Και τα δύο γεγονότα προκαλούν σημαντικά θετικές ανώμαλες αποδόσεις, σύμφωνα με τα στοιχεία από τις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές. Αυτή η μελέτη υποστηρίζει ότι τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της αγοράς μετοχών της Κύπρου οριοθετούν τις δυνατότητες εφαρμογής των πιο παραδοσιακών εξηγήσεων για τα μερίσματα σε μετρητά και σε μετοχές σύμφωνα τη θεωρία της σηματοδότησης. Τα εμπειρικά αποτελέσματα είναι γενικά ασυμβίβαστα με αυτούς τους ισχυρισμούς.

Η αξία της μερισματικής πολιτικής είναι στο προσκήνιο της οικονομικής έρευνας από την πρωτοποριακή μελέτη των Miller και Modigliani (1961). Προηγούμενες εμπειρικές έρευνες, γενικά επικεντρώθηκαν στις επιχειρήσεις που αναφέρονται στις ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές, και δείχνουν ότι η ανακοίνωση της αύξησης των μερισμάτων, είτε σε μετρητά είτε σε μετοχές, συνδέεται με σημαντικά θετικές αποδόσεις των μετοχών στην αγορά. Στην περίπτωση των μερισμάτων σε μετρητά, τα στοιχεία αυτά αποδίδονται σε πληροφορίες σηματοδότησης και στις επιπτώσεις του κόστους διαμεσολάβησης. Στην περίπτωση των μερισμάτων σε μετοχές, αποδίδονται σε πληροφορίες σηματοδότησης και σε ένα βέλτιστο εύρος τιμών διαπραγμάτευσης.

Ενώ το σημείο εστίασης από μελέτες που διενεργήθηκαν σε ανεπτυγμένες αγορές έχει μετατοπιστεί στην επεξήγηση της θετικής επίδρασης που προκύπτει από τις αυξήσεις των μερισμάτων, οι επιπτώσεις των αλλαγών της μερισματικής πολιτικής στις αναδυόμενες αγορές δεν είναι πλήρως εδραιωμένες επί του παρόντος.

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να αξιολογηθεί ο ρόλος των μερισμάτων σε μετρητά και μετοχές σε μια αναδυόμενη χρηματιστηριακή αγορά. Η χρηματιστηριακή αγορά της Κύπρου είναι μια ενδιαφέρουσα επιλογή μιας αναδυόμενης αγοράς για την εκτίμηση των μεταβολών της μερισματικής πολιτικής, διότι διαφέρει από τις ανεπτυγμένες αγορές σε αρκετές αξιοσημείωτες διαστάσεις: Πρώτον, οι επιχειρήσεις που περιλαμβάνονται στην εν λόγω αγορά έχουν, ως επί το πλείστον, σε υψηλό βαθμό συγκεντρωμένες δομές ιδιοκτησίας που μπορεί να καταστήσουν το πρότυπο των ελεύθερων ταμειακών ροών για την εξήγηση των μεταβολών της μερισματικής πολιτικής λιγότερο πιθανό. Δεύτερον, κατά την περίοδο της μελέτης της χρηματιστηριακής αγοράς η Κύπρος δεν είχε γενικά διαφάνεια,

κάτι που επέτρεπε την εκμετάλλευση των μικρότερων μετόχων από τους μεγαλύτερους. Τέτοιου είδους εκμετάλλευση, μπορεί να μετριαστεί από την αύξηση των μερισμάτων. Τέλος, η έλλειψη σταθερού κόστους των συναλλαγών και περιορισμών στο εμπόριο στην αγορά αυτή δείχνει ότι υπάρχει περιορισμένη χρήση για ένα βέλτιστο εύρος των τιμών διαπραγμάτευσης των μετοχών.

Σε αυτό το πλαίσιο, η εμπειρική έρευνα σχετικά με τις μεταβολές των τιμών που απορρέουν από την αύξηση των μερισμάτων στην αγορά αυτή, μας ωθεί στο να ανατρέξουμε σε εναλλακτικές παραδοσιακές εξηγήσεις για την μερισματική πολιτική. Τα αποτελέσματα των ελέγχων δείχνουν σημαντικά θετικές αποδόσεις των μετοχών στην αγορά για τις επιχειρήσεις που ανακοινώνουν αυξήσεις στα μερίσματα μετοχών και μετρητών σύμφωνα με τις προσδοκίες των συγγραφέων. Πρόσθετες δοκιμές, ωστόσο, δεν είναι σε θέση να παρέχουν πειστικές αποδείξεις σχετικά με την εγκυρότητα των εναλλακτικών εξηγήσεων για την μερισματική πολιτική. Τα αποτελέσματα αυτά μπορεί να οφείλονται σε μεθοδολογικές θεωρήσεις όπως οι ελλειπίες εμπειρικές δομές (εμπειρικά μοντέλα), τα μικρά μεγέθη των δειγμάτων, ή αφελείς επενδυτές που δεν είναι σε θέση να διακρίνουν μεταξύ της πληροφόρησης, διαμεσολάβησης, και ρευστότητας σε μια μικρή αναδυόμενη αγορά.

Σε γενικές γραμμές, η εταιρική πολιτική πληρωμών στις αναδυόμενες αγορές θα πρέπει να ερμηνεύεται υπό το φόντο των διαφόρων μικροδομών της αγοράς, τα φορολογικά καθεστώτα και τον διοικητικό έλεγχο. Σε πολλές αναδυόμενες αγορές, το ζήτημα της εταιρικής αξιοπιστίας είναι μια από τις πιο σημαντικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι δημόσιες επιχειρήσεις στην αύξηση κεφαλαίων. Αυτό το πρόβλημα προκύπτει, εν μέρει, από την έλλειψη εξοικείωσης του επενδυτικού κοινού με τους μηχανισμούς της αγοράς, την έλλειψη διαφάνειας και, σε ορισμένες περιπτώσεις, με μια καχυποψία απέναντι στις μεγάλες επιχειρήσεις, τις διευθυντικές προθέσεις και δραστηριότητες τους. Το πρόβλημα επιτείνεται από τη γενική έλλειψη αξιοπιστίας μέσω της διάδοσης των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, οι οποίες, στις αναπτυσσόμενες χώρες παρέχονται από ένα εξειδικευμένο τμήμα του Τύπου και των ηλεκτρονικών μέσων ενημέρωσης.

Υπό αυτό το πρίσμα, μία ερμηνεία των αποτελεσμάτων είναι ότι ο θετικός αντίκτυπος των αυξήσεων των μερισμάτων μπορεί να αντανakλά προφανώς αποτελεσματικές προσπάθειες των κυπριακών επιχειρήσεων για να γεφυρωθεί το χάσμα της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών μέσω της μερισματικής τους πολιτικής. Η κατανόηση των εν λόγω προσπαθειών μπορεί να ενισχυθεί μέσα από την εξέταση της αξίας των εναλλακτικών οικονομικών πολιτικών αποφάσεων, όπως είναι η εταιρική έκδοση του μετοχικού κεφαλαίου και χρέους.

Μια εναλλακτική ερμηνεία των θετικών επιπτώσεων από τις αυξήσεις μερίσματος μπορεί να είναι ότι χρησιμεύουν για τη μείωση της εκμετάλλευσης των μικρότερων μετόχων από τους μεγαλύτερους, με διαφορετικές εφαρμογές της πολιτικής όσον αφορά την ανάγκη να ενισχυθεί η διαφάνεια (τόσο σε εταιρικό όσο και σε επίπεδο της αγοράς) και η εμπιστοσύνη του κοινού.

Ομοίως, εξηγήσεις ρευστότητας των μερισμάτων των μετοχών δεν μπορεί να αποκλειστούν προς το παρόν. Η μελέτη αυτή θα πρέπει καλύτερα να θεωρηθεί ως μια προσπάθεια προς κατανόηση της σημασίας των εταιρικών οικονομικών πολιτικών στις αναδυόμενες αγορές.

Το ίδιο έτος, οι **Nissim και Ziv (2001)** διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ των αλλαγών των μερισμάτων και της μελλοντικής κερδοφορίας, μετρούμενη από πλευράς είτε μελλοντικών κερδών ή ανώμαλων κερδών. Υποστηρίζοντας "το πληροφοριακό περιεχόμενο της υπόθεσης των μερισμάτων", διαπίστωσαν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα παρέχουν πληροφορίες σχετικά με το επίπεδο της κερδοφορίας για τα επόμενα έτη. Επίσης διατύπωσαν ότι οι αλλαγές των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τις αλλαγές στα κέρδη σε κάθε ένα από τα δύο επόμενα χρόνια μετά τη μερισματική αλλαγή.

Οι συγγραφείς επανεξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και εναλλακτικών μέτρων μελλοντικής κερδοφορίας, παρέθεσαν ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία ότι οι αλλαγές στο μέρισμα σχετίζονται θετικά με μελλοντικές αλλαγές στα κέρδη, τα μελλοντικά κέρδη, και τα ανώμαλα κέρδη.

Για τη διερεύνηση κατά πόσο οι αλλαγές των μερισμάτων μεταφέρουν νέες πληροφορίες για το μελλοντική κερδοφορία, πρέπει κανείς να εκτιμήσει την αναμενόμενη κερδοφορία. Οι περισσότερες παλαιότερες μελέτες υποθέτουν ότι οι αποδοχές ακολουθούν ένα τυχαίο περίπατο, και μετρούν την αναμενόμενη κερδοφορία σαν την πραγματοποιηθείσα μεταβολή στα έσοδα μείον το εκτιμώμενο drift. Εξέτασαν, στη συνέχεια, τη σχέση μεταξύ των αλλαγών μερίσματος και των μη αναμενόμενων κερδών. Πρώτα έκαναν χρήση μιας παρόμοιας προσέγγισης και βρήκαν, όπως προηγούμενες μελέτες, ότι οι μερισματικές μεταβολές δεν σχετίζονται θετικά με τα μελλοντικά κέρδη. Στη συνέχεια τροποποίησαν το μοντέλο παλινδρόμησης, για την αντιμετώπιση δύο θεμάτων που σχετίζονται με την εκτίμηση των μη αναμενόμενων κερδών: τη μέτρηση σφάλματος και παρέλειψαν τις συσχετισμένες μεταβλητές. Με το τροποποιημένο μοντέλο, απέδειξαν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα σχετίζονται θετικά με τις αλλαγές στα κέρδη σε καθένα από τα δύο έτη μετά την αλλαγή του μερίσματος.

Στη συνέχεια, η ανάλυσή τους επεκτάθηκε και εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των μερισματικών αλλαγών και του επιπέδου της μελλοντικής κερδοφορίας, ελέγχοντας για κέρδη το χρόνο της αλλαγής στο μέρισμα και για αναμενόμενα κέρδη βασίστηκαν στις πληροφορίες που ήταν διαθέσιμες πριν από την αλλαγή του μερίσματος. Στη συγκεκριμένη μελέτη το επίπεδο ανάλυσης επέτρεψε μια πιο άμεση ερμηνεία των αποτελεσμάτων και απέφυγε κάποια ζητήματα μέτρησης που υπάρχουν στην ανάλυση.

Χρησιμοποιήθηκαν δύο εναλλακτικές μετρήσεις των κερδών: τα normal και τα abnormal κέρδη. "Τα abnormal earnings" ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ των

συνολικών κερδών και των normal earnings, όπου τα normal earnings ορίζονται ως η απαιτούμενη απόδοση για τους ιδιοκτήτες με βάση το κόστος και το επίπεδο των επενδεδυμένων ιδίων κεφαλαίων (Edwards και Bell (1961). Εξ ορισμού, τα μελλοντικά normal earnings που προκύπτουν από τα μελλοντικά αδιανέμητα κέρδη και τις μελλοντικές καθαρές εκδόσεις μετοχών δεν έχουν σημασία για την τρέχουσα τιμή. Για να επηρεάσουν την τιμή, οι πληροφορίες για τα κέρδη που πηγάζουν από τη μερισματική μεταβολή πρέπει να είναι για τα μελλοντικά abnormal earnings και όχι για τα μελλοντικά normal earnings. Θεωρούμε ως εκ τούτου τα abnormal earnings ως εναλλακτικό μέτρο της κερδοφορίας. Ένα μειονέκτημα της χρήσης abnormal earnings, ωστόσο, είναι ότι η μέτρηση περιλαμβάνει σφάλμα. Ως εκ τούτου, το αν τα μέτρα των abnormal earnings είναι πιο ενδεδειγμένο μέσο από τα κέρδη αυτό είναι ένα εμπειρικό θέμα.

Με τα δύο μέτρα της κερδοφορίας, που προαναφέρθηκαν οι Nissim και Ziv βρήκαν ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τα κέρδη σε κάθε ένα από τις τέσσερα επόμενα έτη μελέτης, αλλά η μείωση των μερισμάτων δεν έχει σχέση με τα μελλοντικά κέρδη. Τα αποτελέσματα για τα abnormal earnings είναι πιο ισχυρά, γεγονός που υποδηλώνει ότι η απαιτούμενη απόδοση υπερκαλύπτει το σφάλμα της μέτρησης abnormal earnings.

Για καλύτερο και εγκυρότερο έλεγχο, επανέλαβαν την ανάλυση χρησιμοποιώντας τη συναίνεση των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη ως εναλλακτικό μέτρο των normal earnings. Χρησιμοποιώντας ένα επιμέρους δείγμα με διαθέσιμα στοιχεία, διαπιστώθηκε ότι οι αυξήσεις μερισμάτων σχετίζονται θετικά με τα abnormal earnings σε καθένα από τα τρία επόμενα έτη (από πέντε έτη που εξετάστηκαν), ενώ οι μειώσεις μερισμάτων δεν σχετίζονται σημαντικά με τα επακόλουθα κέρδη. Τα αποτελέσματα λοιπόν για το υπόδειγμα είναι διαφορετικά από τα αποτελέσματα για ολόκληρο το δείγμα, λόγω των χαρακτηριστικών του δείγματος, και δεν οφείλονται στις πληροφορίες που περιέχονται στη συναίνεση των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη.

Τέλος, έγιναν πολλαπλοί έλεγχοι ευαισθησίας, συμπεριλαμβανομένης της χρήσης εναλλακτικών μεταβλητών ελέγχου, μεθόδων εκτίμησης και μεταβλητών που λειτουργού ως αποπληθωριστές. Τα αποτελέσματα είναι ισχυρά σε αυτούς τους ελέγχους.

Οι συγγραφείς, χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθοδολογίες, κατέληξαν σε ισχυρά αποδεικτικά στοιχεία για την υποστήριξη του πληροφοριακού περιεχομένου της υπόθεσης των μερισμάτων. Τα ευρήματα αυτά είναι σημαντικά, ειδικά επειδή πρόσφατες μέχρι τότε μελέτες είχαν αμφιβολίες για το κατά πόσον η υπόθεση στέκεται εμπειρικά.

Διατύπωσαν επίσης ότι, μετά τον έλεγχο για την αναμενόμενη αλλαγή στα μελλοντικά κέρδη, οι αλλαγές στα μερίσματα σχετίζονται θετικά με τις μεταβολές στα κέρδη σε κάθε ένα από τα δύο έτη μετά την αλλαγή του μερίσματος. Έδειξαν επίσης ότι οι αλλαγές στα μερίσματα σχετίζονται θετικά με το επίπεδο της μελλοντικής κερδοφορίας, μετά τον έλεγχο για την λογιστική αξία, την τρέχουσα κερδοφορία καθώς και την κερδοφορία του παρελθόντος, τις προσδοκίες της αγοράς για τη μελλοντική κερδοφορία (όπως αντανακλάται στην τιμή πριν από την αλλαγή του μερίσματος), τα παλιά μερίσματα και τις μεταβολές του μερίσματος, και τη συναίνεση των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη (όπου αυτά είναι διαθέσιμα). Τα αποτελέσματα επαληθεύονται όταν η αποδοτικότητα μετράται με βάση τα μελλοντικά κέρδη και τα μελλοντικά ανώμαλα κέρδη, αλλά είναι πιο δυνατά για τα ανώμαλα κέρδη. Τα ευρήματα των Nissim και Ziv έριξαν νέο φως στη διαμάχη σχετικά με τις πληροφορίες των αλλαγών μερισμάτων για τη μελλοντική κερδοφορία.

Τα ευρήματα δεν είναι συμμετρικά για την αύξηση και μείωση μερισμάτων. Για πλήρες δείγμα, οι αυξήσεις των μερισμάτων συνδέονται με την μελλοντική κερδοφορία για τουλάχιστον τέσσερα χρόνια μετά την αλλαγή του μερίσματος, ενώ η μείωση του μερίσματος δεν σχετίζεται με την μελλοντική κερδοφορία μετά τον έλεγχο για την τρέχουσα και την αναμενόμενη κερδοφορία. Εικάζεται ότι η έλλειψη σύνδεσης μεταξύ μείωσης μερίσματος και της μελλοντικής κερδοφορίας οφείλεται στο λογιστικό συντηρητισμό.

Οι **Gustavo Grullon , Roni Michaely , Bhaskaran Swaminathan (2002)**, σε αντίθεση με τις μέχρι τότε υπάρχουσες θεωρίες, εξέτασαν πως οι μεταβολές του μερίσματος αποτελούν ένδειξη για μελλοντική μεταβολή, προς την ίδια κατεύθυνση, των κερδών της εταιρείας.

Η αντίδραση των τιμών σε αυξήσεις και μειώσεις μερισμάτων υποδηλώνει ότι οι επενδυτές ερμηνεύουν αυτές τις αλλαγές ως θετικές ή αρνητικές ειδήσεις για την εταιρία τους. Εάν όμως τα θετικά ή τα αρνητικά νέα δεν είναι σχετικά με τις αλλαγές στη μελλοντική κερδοφορία, τι άλλο θα μπορούσε να είναι; Μια πιθανότητα είναι ότι οι αλλαγές στα μερίσματα δίνουν πληροφορίες σχετικά με τις μεταβολές στα επιτόκια προεξόφλησης. Εξ ορισμού, τα θεμελιώδη νέα για μια εταιρεία πρέπει να είναι είτε για τις ταμειακές ροές της, ή για τα προεξοφλητικά επιτόκια της. Εάν τα καλά νέα σε μια επικείμενη αύξηση μερίσματος δεν αφορούν τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, τότε μπορεί να αφορούν το συστηματικό κίνδυνο αυτής.

Ως εκ τούτου, σε αυτό το άρθρο, οι συγγραφείς εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και τις μεταβολές στο συστηματικό κίνδυνο μιας επιχείρησης. Επίσης εξετάζουν τις μεταβολές στην κερδοφορία χρησιμοποιώντας διαφορετικά μέτρα της κερδοφορίας από τα αντίστοιχα που είχαν χρησιμοποιήσει στις μελέτες τους οι Benartzi, Michaely, και Thaler (1997) και συγκρίνουν αυτά τα αποτελέσματα με τις μεταβολές των κινδύνων. Αρχικός στόχος τους είναι να χρησιμοποιηθούν τα ευρήματα αυτά ώστε να γίνει κατανοητό το περιεχόμενο των πληροφοριών που αφορούν τις αλλαγές μερίσματος. Όμως, ο γενικός στόχος της ανάλυσης τους είναι να συσχετιστούν οι αλλαγές στην μερισματική πολιτική με τις αλλαγές στον κύκλο

ζωής μιας επιχείρησης. Η βασική ιδέα είναι ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να αυξάνουν τις πληρωμές τους σε μετρητά, καθώς γίνονται πιο ώριμες και, ως εκ τούτου, οι συγγραφείς αναμένουν ότι οι αυξήσεις στα μερίσματα θα πρέπει να συνδέονται με την επακόλουθη μείωση της κερδοφορίας και του κινδύνου.

Οι συγγραφείς ανέπτυξαν την ιδέα αυτή χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από 7.642 αλλαγές μερίσματος που ανακοινώθηκαν μεταξύ 1967 και 1993, διαπίστωσαν ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματα αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση του συστηματικού κινδύνου τους ενώ οι επιχειρήσεις που μειώνουν τα μερίσματα αντιμετωπίζουν σημαντική αύξηση του συστηματικού κινδύνου. Οι αλλαγές σε συστηματικό κίνδυνο μεταφράζονται σε μείωση των ασφαλιστρών κινδύνου της τάξεως του 1% ετησίως για επιχειρήσεις που αύξησαν τα μερίσματα και αύξηση του ασφαλιστρου κινδύνου της τάξης του 2% ετησίως για επιχειρήσεις που προέβησαν σε μερισματική μείωση.

Από την εξέταση των αξιολογήσεων των ομολόγων γύρω από τις ανακοινώσεις αλλαγής μερισμάτων φαίνεται ότι η μείωση του συστηματικού κινδύνου της εταιρείας εκδηλώνεται όχι μόνο με τη μείωση του συστηματικού κινδύνου του ενεργητικού της, αλλά και μέσω της βελτίωσης της εκτίμησης του χρέους της επιχείρησης. Οι συγγραφείς θεωρούν επίσης ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν τα μερίσματά τους βιώνουν σημαντική μείωση της απόδοσης των περιουσιακών τους στοιχείων (και όχι μόνο μείωση στην ανάπτυξη των κερδών τους, όπως και σε Benartzi, Michaely, και Thaler 1997), η οποία είναι συνεπής με τη μείωση του συστηματικού κινδύνου.

Έλεγχοι με παλινδρομήσεις που αφορούν (μεταβολές στα μερίσμα) ανώμαλες αποδόσεις κατά την περίοδο της ανακοίνωσης δείχνουν ότι η αγορά αντιλαμβάνεται, τουλάχιστον εν μέρει, τις επιπτώσεις μιας αλλαγής στη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης στις επακόλουθες αλλαγές στο ρίσκο της επιχείρησης. Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επακόλουθη μείωση του κινδύνου, τόσο πιο θετική είναι η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μερίσματος. Έτσι, οι αλλαγές σε επίπεδο κινδύνου, υπό τον όρο ότι αφορούν αλλαγές στην κερδοφορία, ξεκινούν να παρέχουν μια εξήγηση για την αντίδραση των τιμών στις ανακοινώσεις μερίσματος.

Πράγματι, οι κυριότερες διαπιστώσεις των συγγραφέων είναι ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων συνδέονται με την επακόλουθη μείωση του κινδύνου και της κερδοφορίας και ότι η αρχική αντίδραση της αγοράς στην αύξηση μερίσματος συνδέεται ισχυρά με τη μείωση του κινδύνου. Τα ευρήματα αυτά έχουν ισχυρές επιπτώσεις για τις υπάρχουσες θεωρίες της μερισματικής πολιτικής.

Σαφώς, οι αποδείξεις αυτές είναι ασυμβίβαστες με τα παραδοσιακά πρότυπα ταμειακών ροών, οι οποίες προβλέπουν θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και των μεταγενέστερων αλλαγών των κερδών. Αλλά μερικά από τα ευρήματά των συγγραφέων παρέχουν υποστήριξη στα ευρήματα του Lintner (1956). Βασισμένος σε μια έρευνα σε μάντζερ, ο Lintner υποστήριξε ότι οι διαχειριστές αυξάνουν τα μερίσματα μόνο όταν είναι σίγουροι ότι δεν θα πρέπει να ανατρέψουν την απόφαση αυτή στο κοντινό

μέλλον. Σύμφωνα με αυτό το αποτέλεσμα, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι οι εταιρίες που πληρώνουν συνεχώς αυξανόμενα μερίσματα είναι πράγματι σε θέση να διατηρήσουν υψηλά τα μερίσματα τους.

Από την άλλη πλευρά, δεδομένου ότι Lintner δεν συζητά τη σχέση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και της αντίδρασης της αγοράς και, επίσης, δεν συζητά τη σχέση με το συστηματικό κίνδυνο, είναι δύσκολο να εξηγήσουν οι συγγραφείς τα ευρήματά τους όσο αφορά το συστηματικό κίνδυνο και τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών με βάση τον Lintner.

Τα αποτελέσματα παρέχουν κάποια υποστήριξη για την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986). Οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες αυξάνουν τα μερίσματά τους διατηρούν το σημερινό επίπεδο των κεφαλαιουχικών τους δαπανών στο μέλλον, ενώ το επίπεδο των ταμειακών ροών και των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων μειώνονται στον ισολογισμό τους. Τα ευρήματα αυτά, σε συνδυασμό με τα στοιχεία μείωσης της απόδοσης των περιουσιακών τους στοιχείων, είναι σύμφωνα με τις επιχειρήσεις που αυξάνουν τις πληρωμές τους σε μετρητά για μια παρακμάζουσα επενδυτική ευκαιρία όπως προβλέπεται από την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Ωστόσο, η παραπάνω υπόθεση δεν έχει ρητές προβλέψεις σχετικά με τις μεταβολές του κινδύνου. Ως εκ τούτου, η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν μπορεί να συνθέσει την πλήρη ιστορία.

Επιπλέον, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων μεταφέρουν πληροφορίες (αν και ασαφείς) σχετικά με τις αλλαγές στον κύκλο ζωής μιας επιχείρησης, ειδικότερα, κατά τη μετάβαση μιας επιχείρησης από μια ανώτερη φάση ανάπτυξης σε μια κατώτερη φάση ανάπτυξης που αναφέρεται σαν μία ώριμη φάση. Καθώς οι επιχειρήσεις γίνονται πιο ώριμες, οι επενδύσεις τους γίνεται μικρότερες. Το πιο σημαντικό στοιχείο ωριμότητας μιας επιχείρησης είναι η μείωση του κινδύνου στις αποφάσεις. Η μείωση του κινδύνου συμβαίνει επειδή τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης γίνονται λιγότερο επικίνδυνα και η επιχείρηση έχει λιγότερες ευκαιρίες ανάπτυξης διαθέσιμες. Η πτώση σε επενδυτικές ευκαιρίες δημιουργεί αύξηση των ελευθέρων ταμειακών ροών οδηγώντας σε αύξηση του μερίσματος. Αυτή η αύξηση του μερίσματος υποδηλώνει ότι η επιχείρηση έχει ωριμάσει.

Ωστόσο, ότι η ωρίμανση είναι μια διαδικασία που συμβαίνει σταδιακά για μεγάλο χρονικό διάστημα και δεν είναι απαραίτητο να ολοκληρωθεί σε διάστημα μερικών ετών διαμέσου μερικών γεγονότων. Επιχείρημά τους είναι απλά ότι οι μεγάλες πληρωμές σε μετρητά μπορεί να είναι σημαντικά σημεία αυτής της μακράς διαδικασίας ωρίμανσης. Αλλά γιατί η αγορά θα αντιδρούσε θετικά σε αυτές τις πληρωμές σε μετρητά; Για δύο πιθανές αιτίες: πρώτον, είναι πολύ πιθανό ότι η αγορά δεν είχε γνώση της μεταβολής του κινδύνου, ως εκ τούτου, πρόκειται για μια θετική έκπληξη που αφορά ειδήσεις σχετικά με την αλλαγή του κινδύνου. Δεύτερον, η αγορά μπορεί να αντιδράσει θετικά στην είδηση ότι η επιχείρηση είναι λιγότερο πιθανό να χρησιμοποιήσει τα υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών (όπως οι Jensen 1986, Stulz 1990).

Οι αλλαγές στον κίνδυνο μπορεί επίσης να παρέχουν κάποια μερική εξήγηση για τη μακροπρόθεσμη μετατόπιση των τιμών των μετοχών (στην ίδια κατεύθυνση) που παρατηρήθηκε μετά τις αλλαγές στα μερίσματα (Charest 1978, Benartzi et al. 1997). Στο άρθρο τους, οι συγγραφείς διαπιστώνουν ότι η μακροπρόθεσμη μετατόπιση συνδέεται θετικά με τις μελλοντικές αλλαγές στην κερδοφορία, ενώ σχετίζεται αρνητικά με τις μελλοντικές μεταβολές του κινδύνου. Έτσι, σε μακροπρόθεσμη βάση, οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων που αυξάνουν το μέρισμά τους φαίνεται να μειώνονται με τη μείωση της κερδοφορίας τους και να αυξάνονται με τη μείωση του κινδύνου. Αυτή η συμπεριφορά των τιμών είναι ενδεικτική μιας αγοράς αξιογράφων στην οποία οι επενδυτές σταδιακά μόνο μαθαίνουν τις πλήρεις συνέπειες της αλλαγής μερίσματος για τη μελλοντική κερδοφορία μιας επιχείρησης και του συστηματικού της κινδύνου.

Τα παραπάνω αποτελέσματα λοιπόν απορρίπτουν σθεναρά τα ευρήματα από τα μοντέλα ταμειακών ροών. Όχι μόνο δεν αυξάνεται η κερδοφορία μετά από αύξηση του μερίσματος, αλλά στην πραγματικότητα συντελείται μείωση. Ομοίως, τα κέρδη των επιχειρήσεων που μειώνουν τα μερίσματά τους δείχνουν μια τάση για ανάκτηση και όχι περαιτέρω μείωση. Για τις επιχειρήσεις που αυξάνουν το μέρισμά τους, βρίσκουν ότι ο συστηματικός τους κίνδυνος τους μειώνεται σημαντικά ακόμα και γύρω από την απόφαση αύξησης των μερισμάτων. Αυτή η μείωση του κινδύνου συντελεί σε μια οικονομικά σημαντική μείωση στο κόστος κεφαλαίου. Οι συγγραφείς δείχνουν ότι η μείωση αυτή του κόστους κεφαλαίου μπορεί συμβάλλει στη θετική αντίδραση των τιμών κατά την ανακοίνωση αύξησης μερίσματος, ακόμη και όταν η αλλαγή μερίσματος μεταφέρει πληροφορίες σχετικά με τη μείωση προοπτικών ανάπτυξης της εταιρίας. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι τα ποσοστά πληρωμής των μερισμάτων των εταιριών που αυξάνουν τα μερίσματα σε μόνιμη βάση, γεγονός που υποδηλώνει ότι αυτές οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να διατηρούν υψηλότερα τα μερίσματα τους, είναι σύμφωνα και με τη θεωρία της μερισματικής εξομάλυνσης του Lintner.

Σύμφωνα με τον λοιπόν Lintner, οι επιχειρήσεις αυξάνουν τα μερίσματα τους μόνο όταν είναι σίγουροι ότι μπορούν να διατηρήσουν υψηλότερα μερίσματα, Από τη στιγμή που ο Lintner δεν συζητά για συστηματικό κίνδυνο ή τις επιπτώσεις των αλλαγών μερίσματος στις τιμές, είναι δύσκολο να το εξηγηθεί αυτό το τμήμα των ευρημάτων των συγγραφέων στο πλαίσιο του μοντέλου τους.

Η υπόθεση του Jensen(1986) για τις ελεύθερες ταμειακές ροές, καταφέρνει να εξηγήσει καλύτερα κάποια από τα αποτελέσματα των συγγραφέων. Τα στοιχεία για τη μείωση του ROA, τα επίπεδα μετρητών, και αν παρέμειναν σταθερές ή μειώθηκαν οι κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι σύμφωνα με την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών. Ωστόσο, η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών, επίσης, δεν έχει σαφείς προβλέψεις σχετικά με τις μεταβολές του κινδύνου. Κατά συνέπεια, η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών δεν μπορεί να αποτελέσει μια πλήρη εξήγηση των ευρημάτων των συγγραφέων. Ως εκ τούτου, προτείνεται μια εναλλακτική εξήγηση για τα ευρήματά τους. Οι συγγραφείς χρησιμοποιούν την υπόθεση ωριμότητας. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, οι αυξήσεις μερισμάτων και

άλλες πληρωμές σε μετρητά αποτελούν αναπόσπαστο στοιχείο της διαδικασίας μιας επιχείρησης καθώς κινείται από τη φάση της ανάπτυξης σε μια πιο ώριμη φάση.

Συνήθως, σε μια φάση ανάπτυξης, μια επιχείρηση έχει πολλά διαθέσιμα έργα με θετική ΚΠΑ, κερδίζει μεγάλα οικονομικά κέρδη, έχει υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες, χαμηλές ελεύθερες ταμειακές ροές, και εμφανίζει ταχεία ανάπτυξη των κερδών του. Καθώς η εταιρεία συνεχίζει να αυξάνεται, οι ανταγωνιστές εισέρχονται στην βιομηχανία, επηρεάζοντας την τιμή της μετοχής της εταιρίας, και μειώνουν τα οικονομικά οφέλη. Σε αυτή τη φάση μετάβασης, οι επενδυτικές ευκαιρίες της επιχείρησης συρρικνώνονται, η ανάπτυξη της αρχίζει να επιβραδύνεται, παρατηρείται μείωση των κεφαλαιουχικών δαπανών της, και η επιχείρηση αρχίζει να παράγει μεγαλύτερες ποσότητες των ελεύθερων ταμειακών ροών. Τελικά, η εταιρεία εισέρχεται σε μια ώριμη φάση κατά την οποία η απόδοση των επενδύσεων είναι κοντά στο κόστος κεφαλαίου και οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι υψηλές.

Η αγοραία αξία της επιχείρησης μπορεί να αναλυθεί σε αξία από τα στοιχεία του ενεργητικού και την αξία από μελλοντικές ευκαιρίες ανάπτυξης ή επιλογές ανάπτυξης. Ως αναπτυσσόμενη εταιρία που ωριμάζει, έχει λιγότερες δυνατότητες να αναπτυχθεί, και τα περιουσιακά στοιχεία της είναι σε θέση να διαδραματίσουν σημαντικότερο ρόλο στον καθορισμό της αξίας της, τα οποία οδηγούν σε μείωση του συστηματικού κινδύνου. Μια μείωση του αριθμού των επιλογών ανάπτυξης που διαθέτει η επιχείρηση σημαίνει και μείωση του αριθμού των υψηλής απόδοσης επενδυτικών ευκαιριών που διαθέτει η επιχείρηση. Με απλά λόγια, η επιχείρηση δεν έχει και πολλά έργα με θετική NPV, όπως συνήθιζε να έχει. Κατά συνέπεια, η απόδοση της επιχείρησης στις επενδύσεις (απόδοση ιδίων κεφαλαίων ή την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων), μειώνεται και το ίδιο κάνουν και οικονομικά οφέλη της. Μια πτώση στην απόδοση των επενδύσεων, παραμένοντας αμετάβλητες όλες οι υπόλοιποι παράμετροι, θα πρέπει να μειώσει το ρυθμό αύξησης κερδών της επιχείρησης.

Δεδομένου ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες μειώνονται, η ανάγκη για πηγές νέων επενδύσεων θα έπρεπε επίσης να μειωθεί. Αυτό, με τη σειρά του, θα οδηγούσε σε μείωση του επιπέδου ανάπτυξης των κεφαλαιουχικών δαπανών και στην αύξηση των ελευθέρων ταμειακών ροών της επιχείρησης, η οποία οδηγεί σε μείωση του συστηματικού κινδύνου με την πάροδο του χρόνου.

Έτσι, στην περίπτωση μας είναι η ώριμη επιχείρηση που παράγει μεγάλες ελεύθερες ταμειακές ροές. Από τις συγκρούσεις μεταξύ των διαμεσολαβητών, μια επιχείρηση είναι πιθανό να πληρώσει αυτές τις ελεύθερες ταμειακές ροές, με τη μορφή μερισμάτων ή με τη μορφή επαναγοράς μετοχών. Έτσι, σύμφωνα με την υπόθεση της ωριμότητας μιας εταιρίας, μια αύξηση των μερισμάτων παρέχει πληροφορίες σχετικά με τη συρρίκνωση των επενδυτικών ευκαιριών, μειώνοντας έτσι τον συστηματικό κίνδυνο, την απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, και την αύξηση των κερδών.

Ωστόσο, το δυναμικό για τη διαχείριση υπέρ-επενδύσεων να είναι πολύ υψηλό, όταν η επιχείρηση διανύει μια αλλαγή του κύκλου ζωής της. Για

παράδειγμα, οι μάνατζερ μπορούν να συνεχίσουν να επενδύουν σε λιγότερο επικερδή έργα με σκοπό την αύξηση των πόρων υπό τον έλεγχό τους (Jensen 1986) παρά την πτώση των επενδυτικών ευκαιριών της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, η αύξηση των μερισμάτων δεν μπορεί να μεταφέρει μόνο πληροφορίες για τις αλλαγές στα βασικά στοιχεία της επιχείρησης αλλά και για τη δέσμευση της διοίκησης να μην υπέρ-επενδύει. Κατά συνέπεια, η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών γίνεται ένα σημαντικό στοιχείο της υπόθεσης ωριμότητας. Η υπόθεση της ωριμότητας μιας εταιρίας καθορίζει ποιές επιχειρήσεις είναι πιθανόν να δημιουργήσουν μεγάλες ελεύθερες ταμειακές ροές και να αντιμετωπίσουν διαμάχες μεταξύ διαμεσολαβητών. Έτσι, η υπόθεση ωριμότητας συμπληρώνει περισσότερο την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Κατά καιρούς έχει διατυπωθεί ότι τα μερίσματα χρησιμοποιούνται ως ένδειξη μελλοντικών κερδών ή ως μέσο διανομής υπερβαλλόντων μετρητών. Ωστόσο, οι εμπειρικές μελέτες για αυτές τις δύο υποθέσεις έχουν δημιουργήσει αμφίβολα αποτελέσματα. Ένας λόγος για αυτά τα αμφίβολα αποτελέσματα είναι ότι κανένα μοντέλο δεν συνδυάζει τις υποθέσεις των θεωριών σηματοδότησης και ελευθέρων ταμειακών ροών. Οι **Kathleen Fuller** και **Anjan Thakor (2002)** ανέπτυξαν ένα πλαίσιο στο οποίο οι επιχειρήσεις έχουν κίνητρο για να πληρώνουν μερίσματα και στις δύο περιπτώσεις των θεωριών σηματοδότησης και ελευθέρων ταμειακών ροών. Υψηλής ποιότητας εταιρίες πληρώνουν μερίσματα για την εξάλειψη του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών ενώ οι ενδιάμεσες, καταβάλουν μερίσματα για να σηματοδοτήσουν τα μελλοντικά κέρδη και για να μειώσουν το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών. Η ισορροπία συνεπάγεται μη μονοτονικότητα σε πληρωμές μερισμάτων με σεβασμό στις σηματοδοτούμενες παρατηρήσιμες από την αγορά ενδιάμεσες ημερομηνίες. Οι υψηλότερες σε ποιότητα επιχειρήσεις πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα από εκείνες των ενδιάμεσων ποιότητας. Το θεωρητικό επιχείρημα των συγγραφέων βοηθά να συμβιβάσουμε τα υπάρχοντα ασαφή εμπειρικά ευρήματα, αλλά και να δημιουργήσουν νέες εμπειρικές προβλέψεις που στη συνέχεια δοκιμάζονται. Τα στοιχεία υποστηρίζουν αυτές τις προβλέψεις.

Γιατί μια επιχείρηση καταβάλλει μερίσματα; Το ερώτημα αυτό, το οποίο μελετάται σε αυτό το άρθρο, έχει αποτελέσει αντικείμενο συζήτησης εδώ και πολλά χρόνια, από την προ-Miller και Modigliani (1961) εποχή που πίστευαν ότι η αύξηση των μερισμάτων αύξανε πάντα την ονομαστική αξία της εταιρίας. Όπως προαναφέρθηκε οι Miller και Modigliani έδειξαν ότι, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, η μερισματική πολιτική είναι άσχετη με την αξία της επιχείρησης. Από τότε, πολλά επιχειρήματα έχουν προταθεί για την κατανόηση της σημασίας των μερισμάτων. Ίσως οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα για να προσελκύσουν ορισμένες πελατείες, ή ίσως για να γνωστοποιήσουν κάποια πληροφορία στην αγορά, ή ίσως απλά να 'επιστρέψουν' τα υπερβάλλοντα αποθέματα μετρητών δίκαια σε όλους τους μετόχους. Καμία μεμονωμένη θεωρία δεν έχει γίνει κυρίαρχη. Αυτό

συμβαίνει ίσως γιατί υπάρχουν πολλαπλά κίνητρα για την καταβολή μερισμάτων και δεν υπάρχει ένας και μόνο λόγος για τον οποίο ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Η έρευνα έχει αποδείξει ότι δεν ισχύει η περίπτωση της προσέλκυσης πελατείας όταν πληρώνονται μερίσματα, ενώ τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν τις υποθέσεις των θεωριών σηματοδότησης (signaling) και ελευθέρων ταμειακών ροών.

Οι Easterbrook (1984), Jensen (1986), και Lang και Litzenger (1989) προτείνουν ότι η αύξηση των μερισμάτων εξασφαλίζει ότι υπάρχουν λιγότερες ελεύθερες ταμειακές ροές προς σπατάλη σε αναποτελεσματικά έργα, προνόμια κλπ. Η εμπειρική εφαρμογή και των δύο υποθέσεων είναι ότι οι επιχειρήσεις που αυξάνουν (μειώνουν) τα μερίσματα θα πρέπει να έχουν θετικές (αρνητικές) αντιδράσεις των τιμών. Πράγματι, οι αλλαγές στα μερίσματα τεκμηριωμένα δημιουργούν σημαντικές αντιδράσεις στις τιμές των μετοχών, ενώ σε ένα γενικό επίπεδο και οι δύο αυτές εξηγήσεις, για το γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα φαίνεται να έχουν εμπειρική αξία. Διαφορές μεταξύ των θεωριών και των στοιχείων αυτών αρχίζουν να εμφανίζονται μόνο με πιο προσεκτική εξέταση. Εξετάζοντας την υπόθεση της σηματοδότησης, πρώτα προβλέπει ότι υπάρχει μια μονότονη σχέση μεταξύ των απρόσμενων αλλαγών μερίσματος και των νέων πληροφοριών (σχετικά με μελλοντικά κέρδη που αποκτούνται από το μάντζερ). Αυτό σημαίνει ότι τα μελλοντικά κέρδη θα πρέπει να αυξάνονται αυστηρά με τις αυξήσεις μερίσματος. Αυτή η πρόβλεψη συνήθως γίνεται σε ένα στατικό μοντέλο στο οποίο υπάρχουν οι επιχειρήσεις που είναι ταυτόσημες με την αγορά και έχουν διαφορετικά επίπεδα μελλοντικών κερδών. Έτσι, αυτό που χρειάζεται για τον έλεγχο είναι μια *cross-sectional* σχέση.

Αυτό είναι δύσκολο γιατί απαιτεί να διαχωρίσουμε την ενημέρωση που είχε ο μάντζερ μέχρι και πριν τη μερισματική αλλαγή από τη συνολική πληροφόρηση που είχε ολόκληρη η αγορά. Όπως οι Allen και Michaely (2002) διατύπωσαν, τα ευρήματα της υπόθεσης σηματοδότησης δείχνουν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα σχετίζονται με αλλαγές στην τιμή της μετοχής γύρω από την ανακοίνωση μερισματικής μεταβολής και η άμεση αντίδραση των τιμών σχετίζεται με το μέγεθος του μερίσματος.

Ωστόσο, τα συνολικά ευρήματα δεν είναι πολύ υποστηρικτικά των παραδοσιακών μοντέλων σηματοδότησης λόγω δύο ευρημάτων. Πρώτον, η σχέση μεταξύ των μεταβολών των μερισμάτων και μεταγενέστερων αλλαγών των κερδών δε συνάδει με τη θεωρία. Φαίνεται ότι τα μερίσματα σχετίζονται περισσότερο με κέρδη του παρελθόντος παρά με τα μελλοντικά (Benartzi, Michaely, και Thaler (1997)). Δεύτερον, υπάρχει μια σημαντική μετατόπιση των τιμών κατά τα επόμενα έτη και, ίσως υποδεικνύουν την υπόθεση των ελευθέρων ταμειακών ροών, που εντοπίζεται κυρίως στις μεγάλες και κερδοφόρες επιχειρήσεις (με μειωμένη ασυμμετρία πληροφόρησης) που πληρώνουν το μεγαλύτερο μέρος των μερισμάτων (π.χ. Fama και γαλλικά

(2001)). Οι Allen και Michaely (2002) συζητούν ομοίως ανάμικτα ευρήματα για την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF). Για παράδειγμα, οι Grullon, Michaely και Swaminathan (2002) που τα συμπεράσματα τους παρατίθενται παραπάνω, κατέληξαν ότι οι επιχειρήσεις που μειώνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες είναι πιθανό να αυξήσουν τα μερίσματα τους και ο Lie (2000) διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες αύξησαν τα μερίσματά τους είχαν περισσότερα μετρητά διαθέσιμα από τις ομοτίμες επιχειρήσεις του κλάδου.

Ωστόσο, οι Yoon και Starks (1995) βρήκαν μια συμμετρική αντίδραση των τιμών στις μεταβολές των μερισμάτων σε όλες τις επιχειρήσεις με υψηλό Tobin Q και χαμηλό Tobin Q κάτι που έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση FCF. Συνολικά, φαίνεται να υπάρχει πιο εμπειρική υποστήριξη για τη θεωρία FCF από ό τι για τη θεωρία χρηματοδότησης, αλλά η κάπως ασαφή φύση των στοιχείων καθιστά δύσκολο να θεωρηθεί κάποια επικρατέστερη. Ίσως ένας λόγος για τα μικτά ευρήματα είναι ότι μας λείπει μια ολοκληρωμένη θεωρία που ενσωματώνει και τις δύο θεωρίες για τα μερίσματα.

Δύο είναι οι στόχοι σε αυτό το άρθρο. Το πρώτο είναι να αναπτυχθεί ένα απλό επιχείρημα που να συνδέει και τις δύο θεωρίες για την πληρωμή μερισμάτων. Το επιχείρημα αυτό βοηθά στην κατανόηση των ασαφών εμπειρικών στοιχείων καλύτερα και δημιουργεί επιπλέον προβλέψεις προς έλεγχο. Δεύτερον, εξετάζονται αυτές οι πρόσθετες προβλέψεις. Στο επιχείρημα που αναπτύσσουν οι συγγραφείς, μια υπόσχεση καταβολής του μερίσματος αποτελεί μια υποχρέωση να πληρώσει ένα συγκεκριμένο ποσό. Αυτό μπορεί να σηματοδοτεί ιδιωτικές πληροφορίες των μάντζερ σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, όταν η αγορά είναι απληροφόρητη ή απλά να προσδώσει περίσσεια μετρητά για την ελαχιστοποίηση της αξίας λόγω του προβλήματος FCF, ακόμα και όταν ο διαχειριστής και η αγορά είναι συμμετρικά ενημερωμένοι για τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Σε διακριτά μοντέλα σηματοδότησης, μπορούμε να ορίσουμε δύο τύπους επιχειρήσεων, καλές και κακές, η καθεμία με διαφορετικές μελλοντικές ταμειακές ροές. Με βάση τις παρατηρούμενες οικονομικές επιδόσεις, η αγορά δημιουργεί ένα θορυβώδες σήμα για τον τύπο κάθε επιχείρησης πριν από την γνώση των μελλοντικών ταμειακών ροών. Το σήμα οδηγεί σε τρεις παρατηρησιακά-διακριτές κατηγορίες επιχειρήσεων: (1) καλές επιχειρήσεις που έχουν αναγνωριστεί σωστά ως τέτοιες, διότι το σήμα παίρνει μεγάλη αξία, (2) καλές και κακές επιχειρήσεις που εξετάζονται από κοινού στην ίδια ομάδα, διότι το σήμα παίρνει μια ενδιάμεση τιμή και δεν κάνει διάκριση μεταξύ τους, και (3) κακές επιχειρήσεις που έχουν αναγνωριστεί σωστά ως τέτοιες, διότι το σήμα παίρνει χαμηλή αξία. Ο πυρήνας πίσω από την ανάλυση μας στηρίζεται στην σε δύο απλές ιδέες. Η μια είναι ότι η πληροφοριακή ασυμμετρία για τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερη,

όταν η απόδοσή της είναι αρκετά ασαφής αλλά και οι επενδυτές συνειδητοποιούν ότι αυτές οι επιχειρήσεις αντιπροσωπεύουν μια εικόνα καλών και κακών εταιρειών. Η άλλη είναι ότι το πρόβλημα των FCF είναι πιο σοβαρό όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι καλή και έχει προκαλέσει σχετικά υψηλή ταμειακή ροή. Το συνονθύλευμα αυτών των δύο ιδεών καθιστά το ενδεχόμενο των μη μονοτονικών ισορροπιών του μερίσματος που προκύπτει φυσιολογικό. Οι αναγνωρισμένες ως κακές επιχειρήσεις πληρώνουν χαμηλά μερίσματα, διότι δεν υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης για αυτό και έχουν σχετικά χαμηλές χρηματικές ροές. Οι αναγνωρισμένες ως καλές επιχειρήσεις καταβάλλουν μερίσματα, για να μειώσουν τη σοβαρότητα του προβλήματος FCF. Τέλος, οι καλές επιχειρήσεις με διαφορούμενες οικονομικές επιδόσεις καταβάλλουν το υψηλότερο μερίσματα, διότι πρέπει διαχωριστούν από τις κακές επιχειρήσεις και πρέπει επίσης να ασχοληθούν με το πρόβλημα των ελεύθερων ταμειακών ροών. Επίσης οι επιχειρήσεις με την υψηλότερη ποιότητα πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα από εκείνες που είναι μέτριας ποιότητας. Σε μια τυπική ισορροπία σηματοδότησης, οι υψηλότερης ποιότητας επιχειρήσεις ξεχωρίζουν από τις χαμηλότερης ποιότητας εκπέμποντας ένα σήμα μεγαλύτερων διαστάσεων.

Η μη μονοτονικότητα της ισορροπίας είναι σημαντική για τον εξής λόγο: Αν κάποιος βλέπει τη μονοτονία σαν βασικό συστατικό της ισορροπίας σηματοδότησης, όπως συμβαίνει με το καθιερωμένο μοντέλο σηματοδότησης, τότε υπάρχει ο κίνδυνος απόρριψης της θεωρίας σηματοδότησης για τα μερίσματα, επειδή τα στοιχεία δεν συνάδουν με τη μονοτονία, ακόμη και όταν τα μερίσματα σηματοδότησης έχουν εμπειρική αξία. Η προσέγγισή αυτή παράγει τις εξής κύριες ελέγξιμες προβλέψεις.

- Οι επιχειρήσεις που είχαν κακή απόδοση εκ των προτέρων θα πληρώσουν χαμηλότερα μερίσματα και θα έχουν μικρή ανομοιογένεια μεταξύ τους σε μελλοντικά κέρδη.
- Οι επιχειρήσεις που είχαν καλές επιδόσεις θα δώσουν υψηλά μερίσματα για την προστασία από απώλειες λόγω του προβλήματος των FCF αλλά θα έχουν και μικρότερη ετερογένεια μεταξύ τους σε μελλοντικά κέρδη.
- Οι επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση εκ των προτέρων θα πληρώσουν τα υψηλότερα μερίσματα και θα έχουν την υψηλότερη ετερογένεια σε τρέχουσες πληρωμές μερισμάτων καθώς και των μελλοντικών τους κερδών.
- Οι επιχειρήσεις με καλές επιδόσεις θα έχουν θετική μη φυσιολογική αντίδραση των τιμών με την αύξηση μερίσματος. Ωστόσο, η αντίδραση των

τιμών θα είναι μικρότερη από ότι για τις επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση εκ των προτέρων.

Οι προβλέψεις αυτές ελέγχονται με τη βοήθεια ενός δείγματος επιχειρήσεων με τακτικές τριμηνιαίες πληρωμές μερισμάτων μεταξύ 1980 και 2000. Οι συγγραφείς θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις με μέτριες επιδόσεις κατά το παρελθόν καταβάλουν πολύ μεγαλύτερα μερίσματα και έχουν απρόσμενα υψηλότερα κέρδη στο μέλλον σε σύγκριση με εταιρίες με φτωχές ή καλές επιδόσεις κατά το παρελθόν. Επίσης, οι επιχειρήσεις με μέτριες επιδόσεις κατά το παρελθόν έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα μεταξύ τους - κάτι που αντανακλά μεγαλύτερη ετερογένεια - σε μερίσματα και τα μελλοντικά κέρδη σε σχέση με επιχειρήσεις με χαμηλές ή καλές επιδόσεις κατά το παρελθόν.

Τέλος, διαπιστώνουμε ότι η μη φυσιολογική αντίδραση των τιμών που συνδέεται με αυξήσεις των μερισμάτων για τις επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση, είναι σημαντικά μεγαλύτερη από ότι για επιχειρήσεις με καλές επιδόσεις κατά το παρελθόν.

Στο άρθρο αυτό λοιπόν έχει αναπτυχθεί ένα επιχείρημα στο οποίο οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα για να επισημάνουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές και / ή την καταβολή επιπλέον ταμειακών ροών. Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να ταξινομηθούν σε τρεις διακριτές ομάδες βάσει της απόδοσής τους, η σηματοδότηση εμφανίζεται μόνο σε κάθε ομάδα και όχι από ομάδα σε ομάδα. Έτσι, αν κάποιος βάλει όλες αυτές τις επιχειρήσεις μαζί εξετάζοντας τις πληρωμές των μερισμάτων τους και τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών τους, μπορεί να συναντήσει όλα τα είδη της μη μονοτονικότητας.

Γίνεται η υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις με την χειρότερη απόδοση πληρώνουν τα χαμηλότερα μερίσματα επειδή προσδιορίζονται από την προηγούμενη απόδοσή τους και ως εκ τούτου δεν έχουν τίποτα να σηματοδοτήσουν. Επιπλέον, αντιμετωπίζουν ένα σχετικά μικρό πρόβλημα με τις χρηματικές τους ροές. Οι επιχειρήσεις με την καλύτερη απόδοση δεν αντιμετωπίζουν κάποιο πρόβλημα με τη σηματοδότηση και πληρώνουν κάπως υψηλότερα μερίσματα για να αντιμετωπίσουν το μεγαλύτερο πρόβλημα με τις χρηματικές ροές τους.

.Ωστόσο, οι επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση καταβάλουν μερίσματα να λύσουν το πρόβλημά FCF τους και επίσης να σηματοδοτήσουν, προκειμένου να διαχωριστούν από τις άλλες επιχειρήσεις. Έτσι, η ενδιάμεσου τύπου επιχειρήσεις, οι οποίες θα έπρεπε να έχουν την υψηλότερη ενδοεταιρική ετερογένεια στα κέρδη τους όπως και στις επιπτώσεις των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των τιμών, μπορεί να καταβάλουν μεγαλύτερα μερίσματα από τις υψηλού και χαμηλού τύπου επιχειρήσεων.

Αυτή η ενοποίηση των υποθέσεων σηματοδότησης και CFC μας επιτρέπει να αναπτύξουμε ένα νέο τρόπο για την εξέταση των δεδομένων. Οι εμπειρικές μελέτες υποστηρίζουν τις προβλέψεις των συγγραφέων. Ειδικότερα, υπάρχει μια μη μονοτονική σχέση μεταξύ «ποιότητας» της εταιρείας και των μερισμάτων. Επιπλέον, διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις που είχαν κακή ή καλή απόδοση θα εμφανίσουν πολύ μικρή ετερογένεια στα μελλοντικά κέρδη, ενώ οι επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση θα έχουν υψηλή ετερογένεια στα κέρδη και στις τρέχουσες πληρωμές των μερισμάτων. Τέλος, διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις με μέτρια απόδοση θα έχουν υψηλότερη ανώμαλη αντίδραση των τιμών σε μια αλλαγή του μερίσματος.

Σε μια αναθεωρημένη μελέτη του 1997, οι **Benartzi S., Richard H. Thaler, Gustavo Grullon, Roni Michaely (2003)** έδειξαν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα είναι ασυσχέτιστες με τις μελλοντικές αλλαγές στα κέρδη, όταν γίνονται οι αντίστοιχοι έλεγχοι για τις γνωστές μη γραμμικότητες της διαδικασίας της κερδοφορίας. Το αποτέλεσμα αυτό υπογραμμίζει τη σημασία για τον έλεγχο της μη γραμμικότητας στην διαδικασία της κερδοφορίας κατά την εξέταση των επιδόσεων μιας επιχείρησης μετά από ένα εταιρικό γεγονός. Έτσι, ακόμη και όταν οι ερευνητές βρίσκουν μια μικρή συσχέτιση μεταξύ των αλλαγών των μερισμάτων και των μελλοντικών αλλαγών των κερδών, η συσχέτιση αυτή δεν είναι αξιόπιστη, και μπορεί να αποδοθεί σε λανθασμένη μοντελοποίηση της διαδικασίας της κερδοφορίας.

Επίσης κατέληξαν ότι ανεξάρτητα από το μοντέλο των αναμενόμενων κερδών, μοντέλα τα οποία περιλαμβάνουν αλλαγές μερισμάτων δεν ξεπερνούν αυτές που δεν περιλαμβάνουν αλλαγές στα μερίσματα. Μερικά από τα αποτελέσματά δείχνουν ότι ακόμη και οι επενδυτές μπορεί να είναι καλύτερο να μην χρησιμοποιούν τις μερισματικές μεταβολές όταν κάνουν προβλέψεις για τις μεταβολές των κερδών στο μέλλον.

Λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτή τη μελέτη και σε άλλες πρόσφατες μελέτες, είναι λογικό να συμπεράνουμε ότι οι αλλαγές στα μερίσματα δεν είναι χρήσιμες για την πρόβλεψη μελλοντικών αλλαγών στα κέρδη. Είναι δυνατό να βρεθεί μια αδύναμη σύνδεση μεταξύ των αλλαγών στα μερίσματα και στα μελλοντικά κέρδη, αλλά μόνο με ένα λάθος καθορισμένο μοντέλο. Χρησιμοποιώντας διάφορες μεθόδους εκτίμησης (π.χ., σε συνδυασμό δείγμα, και η μη γραμμική προδιαγραφές) και διάφορες μετρήσεις της κερδοφορίας (π.χ., απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, απόδοση των ταμειακών στοιχείων του ενεργητικού, απόδοση επί των πωλήσεων, και απόδοση των ταμειακών ροών στα περιουσιακά στοιχεία) βρίσκει ότι αυτή η συσχέτιση είναι αδύναμη και αναξιόπιστη. Το βέβαιο είναι πως κανείς δεν μπορεί να αποκλείσει ότι η αύξηση του μερίσματος σηματοδοτεί κάτι, αλλά αυτό το κάτι δεν είναι ούτε η υπερβολική αύξηση των μελλοντικών αποδοχών, ούτε μη φυσιολογικές αυξήσεις της μελλοντικής κερδοφορίας της επιχείρησης. Ίσως τα κίνητρα για την καταβολή των μερισμάτων, και η αντίδραση της αγοράς σε αυτό θα πρέπει να αναζητηθούν αλλού.

Το 2004 οι **Alon Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely, (September 2004)**, έκαναν έρευνα σε 384 οικονομικά στελέχη και διεξήγαγαν σε βάθος συνεντεύξεις με επιπλέον 23 οικονομικά στελέχη με σκοπό να καθορίσουν τους παράγοντες που οδηγούν σε αποφάσεις επαναγοράς μετοχών και μερισμάτων. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η διατήρηση του επιπέδου μερίσματος είναι στο ίδιο επίπεδο με τις επενδυτικές αποφάσεις, ενώ οι επαναγορές απορρέουν από το υπόλοιπο των ταμειακών ροών μετά από τις επενδυτικές δαπάνες. Αντιληπτή σταθερότητα των μελλοντικών κερδών εξακολουθεί να πλήττει την μερισματική πολιτική, όπως στην Lintner (1956). Ωστόσο, πενήντα χρόνια αργότερα, διαπιστώνουν ότι η σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών έχει εξασθενήσει. Πολλοί διαχειριστές πλέον είναι υπέρ των επαναγορών επειδή θεωρούνται πιο ευέλικτες από ότι τα μερίσματα. Μερικά στελέχη πιστεύουν ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα είναι αδιάφορα μεταξύ μερισμάτων και επαναγορών και ότι οι πολιτικές πληρωμής έχουν μικρό αντίκτυπο στην πελατεία των επενδυτών τους. Οι φορολογικοί παράγοντες παίζουν δευτερεύοντα ρόλο.

Σε αυτή την μελέτη, οι συγγραφείς προχωρούν σε συνέντευξη σε οικονομικά στελέχη κατά την έναρξη του 21ου αιώνα για να μάθουν με ποιο τρόπο τα μερίσματα και οι πολιτικές επαναγοράς καθορίζονται επί του παρόντος. Έτσι λοιπόν έριξαν φως στα κίνητρα των διευθυντών καθώς και στις θεωρίες πληρωμής.

Χρησιμοποιώντας έρευνες και συνεντεύξεις σε διάφορους τομείς, οι συγγραφείς είναι σε θέση να αυξήσουν τα υπάρχοντα στοιχεία σχετικά με την πολιτική πληρωμών. Καλύπτουν θέματα όπως ο ρόλος των φόρων, εκτιμήσεις διαμεσολαβητών, και ενδείξεις που αφορούν την απόφαση να πληρώσουν, τους λόγους για τους οποίους νέες επιχειρήσεις προτιμούν να μην πληρώνουν μερίσματα (Fama και French (2001)), γιατί πολλές επιχειρήσεις προτιμούν να πληρώνουν ταμειακές ροές μέσω επαναγορών και όχι μέσω των μερισμάτων (Jagannathan, Stephens και Weisbach, (2001), Grullon και Michaely, (2002)), και την ίδια στιγμή γιατί ορισμένες εταιρείες καταβάλλουν ακόμα μερίσματα (Allen και Michaely (2003), DeAngelo, DeAngelo, και Skinner (2003)). Μια μοναδική πτυχή της έρευνάς τους είναι ότι θέτουν πολλά πανομοιότυπα ερωτήματα σχετικά τόσο με τα μερίσματα όσο και με επαναγορές, η οποία μας επιτρέπει να συγκρίνουμε και να αντιπαραβάλλουμε τους σημαντικούς παράγοντες που οδηγούν την επιλογή κάθε μορφή πληρωμής.

Συνολικά, οι έρευνες και οι συνεντεύξεις παρέχουν ένα σημείο αναφοράς που περιγράφει τα σημεία που η ακαδημαϊκή έρευνα και η πραγματική μερισματική πολιτική είναι σύμφωνα μεταξύ τους και τα σημεία που διαφέρουν. Η ανάλυση δείχνει ότι η διατήρηση του επιπέδου του μερίσματος αποτελεί προτεραιότητα στο ίδιο επίπεδο με τις επενδυτικές αποφάσεις. Οι διευθυντές εκφράζουν μια έντονη επιθυμία να αποφύγουν περιεκτικές μερισμάτων, εκτός βέβαια από έκτακτες περιστάσεις.

Ωστόσο, πέρα από τη διατήρηση του επιπέδου των μερισμάτων ανά μετοχή, η πολιτική της πληρωμής αποτελεί θέμα μικρού προβληματισμού ενώ οι

αυξήσεις σε μερίσματα λαμβάνονται υπόψιν μόνο εφόσον πληρούνται ανάγκες ρευστότητας και επενδύσεων.

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών, οι συγγραφείς μελετούν επαναγορές σε βάθος και προσπαθούν να προσδιορίσουν τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική της επαναγοράς. Σύμφωνα με ένα θεώρημα των Miller και Modigliani, και σε αντίθεση με αποφάσεις σχετικά με τη διατήρηση του επιπέδου του μερίσματος, οι διαχειριστές παίρνουν τις αποφάσεις επαναγοράς μετά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Πολλά στελέχη βλέπουν την επαναγορά μετοχών ως πιο ευέλικτη από ό, τι τα μερίσματα, και κάνουν χρήση αυτής της ευελιξίας, επισπεύδοντας την επαναγορά όταν πιστεύουν ότι η τιμή της μετοχής είναι χαμηλή. Οι οικονομικοί διευθυντές είναι επίσης πολύ καλά ενημερωμένοι πώς η επαναγορά μπορεί να επηρεάσει τα κέρδη ανά μετοχή, σύμφωνα με και τους Bens, Nagar, Skinner, και Wong (2004). Οι εταιρείες είναι πιθανό να επαναγοράσουν, όταν είναι δύσκολο να βρεθούν οι καλές επενδύσεις, όταν το μετοχικό αποθεματικό τους είναι επαρκές, και για να αντισταθμίσουν την έλλειψη πολλών επιλογών.

Μερικά στελέχη πιστεύουν ότι αποφάσεις που αφορούν μερίσματα και επαναγορές, μεταφέρουν πληροφορίες προς τους επενδυτές. Ωστόσο, αυτή η μεταβίβαση πληροφοριών δεν φαίνεται να συμφωνεί με την ακαδημαϊκή έννοια του όρου. Οι διευθυντές απορρίπτουν την ιδέα ότι θα πληρώσουν τα μερίσματα σαν μια δαπανηρή ένδειξη για να δείξουν τη πραγματική αξία της εταιρίας τους ή για να διαχωρίσουν την εταιρεία τους από τους ανταγωνιστές.

Συνολικά, οι συγγραφείς βρίσκουν ελάχιστη υποστήριξη για τις υποθέσεις και τις προβλέψεις που απορρέουν από ακαδημαϊκές θεωρίες που έχουν σχεδιαστεί για να προβλέψουν τις αποφάσεις πολιτικής πληρωμών. Αν και υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι οι επαναγορές χρησιμοποιούνται για να μειώσουν επιπλέον τα μετρητά (σύμφωνα με την υπόθεση ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen(1986), δεν έχει βρεθεί κανένα αποδεικτικό στοιχείο ότι οι διαχειριστές κάνουν χρήση της πολιτικής των πληρωμών για να προσελκύσουν ένα συγκεκριμένο πελατολόγιο επενδυτών που δρα σαν ελεγκτικό όργανο των ενεργειών τους (όπως στην Allen, Bernardo και Welch (2000)). Στελέχη πιστεύουν δηλαδή ότι τα μερίσματα είναι ελκυστικά για μεμονωμένους επενδυτές, αλλά τα μερίσματα και οι επαναγορές είναι εξίσου ελκυστικά για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Σε γενικές γραμμές, τα περισσότερα στελέχη ισχυρίζονται ότι δεν χρησιμοποιούν την πολιτική εκταμίευσης ως εργαλείο σε μια προσπάθεια να μεταβάλουν το ποσοστό των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μεταξύ των επενδυτών τους.

Σχετικά τώρα με τους φόρους τα περισσότερα στελέχη λένε ότι οι φορολογικοί παράγοντες δεν παίζουν κυρίαρχο ρόλο στην απόφασή τους για το αν θα πληρώσουν τα μερίσματα, να αυξήσουν τα μερίσματα, ή στην επιλογή μεταξύ πληρωμής με μορφή μερισμάτων ή επαναγορών. Μια δεύτερη έρευνα πραγματοποιήθηκε τον Ιούνιο του 2003, μετά τη φορολογική νομοθεσία που ακολούθησε για τη μείωση της φορολογίας των μερισμάτων, η οποία ενισχύει τη σημασία του ότι η φορολογία κατέχει δευτερεύων ρόλο. Ενώ

μια μειοψηφία των στελεχών στην εν λόγω έρευνα ισχυρίζεται ότι η μείωση της φορολογίας μερισμάτων θα οδηγήσει σε αύξηση μερίσματος στις επιχειρήσεις τους, περισσότερο από τα δύο τρίτα λένε ότι η μείωση του φόρου μερισμάτων δεν θα επηρεάσει τις αποφάσεις τους σχετικά με τα μερίσματα.

Ρωτώντας τους διευθυντές για τις απόψεις τους και τα κίνητρα που κρύβονται πίσω από τις πολιτικές πληρωμών των επιχειρήσεών τους, το παρόν άρθρο παρέχει μια μοναδική προοπτική για τα μερίσματα των επιχειρήσεων και τις πολιτικές επαναγοράς στις αρχές του 21ου αιώνα. Τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν μέσα από τον έλεγχο και τη συνέντευξη ενός μεγάλου αριθμού οικονομικών διευθυντών συμβάλλει στην κατανόηση της πολιτικής της πληρωμής σε τρεις διαστάσεις.

Πρώτον, σύμφωνα με Lintner (1956), οι συγγραφείς του άρθρου συλλέγουν δεδομένα που αφορούν τη μερισματική πολιτική. Συλλέγουν πληροφορίες για τις πολιτικές επαναγοράς που συγκρίνουν, και τις αντιπαραβάλλουν στις αποφάσεις μερίσματος. Μελετούν επίσης επιχειρήσεις που δεν πληρώνουν μερίσματα και δεν προβαίνουν σε επαναγορά μετοχών. Δεύτερον, δεδομένου της ορθότητας των θεωριών πληρωμών, εξερευνούν μερικά από τα θεμέλια αυτών των θεωριών. Ελπίδα τους είναι ότι αυτή η διερεύνηση θα επιτρέψει στους ερευνητές να αντλήσουν θεωρίες που καλύπτουν ένα ευρύτερο φάσμα για τα κίνητρα πολιτικών επαναγοράς και μερισμάτων. Τέλος, παρέχουν μια σύνθεση των "κανόνων του παιχνιδιού» που καθορίζουν το πλαίσιο στο οποίο η διοίκηση προβαίνει σε εταιρικές αποφάσεις.

Όσον αφορά την μερισματική πολιτική, ένα από τα βασικά ευρήματα του Lintner είναι ότι είναι πολύ συντηρητική. Από την πλευρά της διοίκησης, ο συντηρητισμός της μερισματικής πολιτικής προέρχεται κατά κύριο λόγο από την ασύμμετρη αντίδραση της αγοράς σε αυξήσεις και οι μειώσεις μερισμάτων. Οι επιχειρήσεις, ως εκ τούτου, είναι πολύ απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα και το σημερινό επίπεδο των πληρωμών μερισμάτων ως έχει (εκτός από ακραίες περιπτώσεις). Ο συντηρητισμός της μερισματικής πολιτικής επηρεάζει και όσους δεν πληρώνουν, οι οποίοι είναι απρόθυμοι να κινήσουν τα μερίσματα επειδή μόλις το κάνουν, πρέπει να λειτουργήσουν σε ένα άκαμπτο κόσμο μερισμάτων.

Βρίσκουν επίσης ότι πολλές από τις επιχειρήσεις που πληρώνουν μερίσματα τα οποία θα εύχονταν να μην τα πλήρωναν, λέγοντας ότι αν μπορούσαν να αρχίσουν ξανά από την αρχή, δεν θα πλήρωναν τόσο πολύ σε μερίσματα, όπως πράττουν τώρα. Οι επιχειρήσεις με τη σταθερή και βιώσιμη αύξηση των κερδών είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος οι μόνες επιχειρήσεις που θεωρούν σημαντική την αύξηση ή την έναρξη των μερισμάτων. Αλλά ακόμη και πολλές από αυτές τις εταιρείες θα προτιμούσαν να πληρώσουν με τη μορφή επαναγορών. Οι συγγραφείς προσδιορίζουν δύο σημαντικές διαφορές σε σχέση με τον Lintner. Πρώτον, τα στοιχεία τους δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις έχουν στόχο να προσδιορίσουν δύο σημαντικές διαφορές σύμφωνα με τον Lintner.

Δεύτερον, το μερίδιο επαναγοράς είναι τώρα μια πολύ σημαντική μορφή πληρωμής. Στη συνέντευξη των διευθυντών αναφέρεται ότι η ευελιξία της

επαναγοράς (σε σχέση με τα μερίσματα) είναι ένας από τους κύριους λόγους που οι επαναγορές έχουν αυξηθεί. Αυτή η ευελιξία επιτρέπει στους διαχειριστές να αλλάξουν την πληρωμή για την αντιμετώπιση της διαθεσιμότητας των καλών επενδυτικών ευκαιριών, για να διευκολύνουν τις χρονικές προσπάθειες να επηρεάσουν τα EPS ή την αποτίμηση των μετοχών για να αντισταθμίσουν την επιστροφή κεφαλαίου στους επενδυτές την κατάλληλη στιγμή.

Πέρα από την τεκμηρίωση των χαρακτηριστικών γεγονότων, η δεύτερη διάσταση αυτής της μελέτης είναι ότι μας επιτρέπει να ρίξουμε φως σε μέρισμα και επαναγορά, θεωρίες που αναπτύχθηκαν τα τελευταία 40 χρόνια. Συνολικά, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι η πολιτική επαναγοράς εξηγείται καλύτερα με το πλαίσιο Miller και Modigliani (1961) από ό τι με τη μερισματική πολιτική. Δηλαδή, οι μάντζερ δείχνουν σαφώς ότι οι επιχειρησιακές και επενδυτικές αποφάσεις είναι πιο σημαντικές από την επαναγορά μετοχών. Αντίθετα, για τα μερίσματα, τα επίπεδα πληρωμών φαίνεται ότι είναι στο ίδιο επίπεδο με τις αυξητικές επενδύσεις και τα εξωτερικά κεφάλαια αυξάνονται πριν την περικοπή των μερισμάτων. Οι αυξήσεις του μερίσματος, όμως, είναι δευτερεύουσες σε σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις. Αν και η πρόσφατη μείωση των φορολογικών συντελεστών των μερισμάτων έχει οδηγήσει σε εκκίνηση ορισμένων επιχειρήσεων, η έρευνα και οι συνεντεύξεις δείχνουν ότι οι μάντζερ στις περισσότερες επιχειρήσεις πιστεύουν γενικά ότι οι φόροι δεν αποτελούν κυρίαρχο παράγοντα που επηρεάζει τις επιλογές πληρωμής.

Επιπλέον, σε αντίθεση με τις υποθέσεις και τα συμπεράσματα από διάφορες θεωρίες, τα στελέχη πιστεύουν ότι επαναγορές είναι εξίσου ελκυστικές όσο και τα μερίσματα για τους περισσότερους θεσμικούς επενδυτές. Ακόμα και οι επιχειρήσεις που θέλουν να προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές, δε βλέπουν την πολιτική πληρωμών σαν ένα σημαντικό εργαλείο για να πείσουν τους θεσμικούς επενδυτές να κρατήσουν τις μετοχές τους.

Επίσης, δεν υπάρχουν αποδείξεις ότι η πολιτική των πληρωμών χρησιμοποιείται για την επιβολή αυτοπειθαρχίας, ούτε ότι χρησιμοποιείται για το διαχωρισμό της επιχείρησης από τους ανταγωνιστές της .

Τέλος, μετά από έρευνα και συνεντεύξεις με εκατοντάδες οικονομικά στελέχη, φαίνεται ότι τα στελέχη έχουν την τάση να χρησιμοποιούν κανόνες λήψης αποφάσεων που είναι αρκετά απλοί (κανόνες του αντίχειρα). Πιστεύουν ότι αυτοί οι "κανόνες του παιχνιδιού" καθορίζουν το πεδίο δράσης για πολλές αποφάσεις που λαμβάνονται από τις επιχειρήσεις. Όσον αφορά την πολιτική πληρωμών, οι κανόνες του παιχνιδιού περιλαμβάνουν τα εξής: υπάρχει μια σοβαρή ποινή για την περικοπή μερισμάτων, δεν αποκλίνουν πολύ από τους ανταγωνιστές, διατηρούν μια καλή πιστοληπτική ικανότητα, είναι καλό να υπάρχει μια ευρεία και διαφοροποιημένη επενδυτική βάση, να διατηρούν ευελιξία, και δεδομένου των τιμών των μετοχών μιας σημαντικής μερίδας των επενδυτών δεν πρέπει να ενεργούν έτσι ώστε να μειώνουν τα EPS.

Σε μια πρόσφατη μελέτη που έγινε το 2011 από το **BI Norwegian Business School**, εξετάζεται το περιεχόμενο της υπόθεσης των μερισμάτων (ICD) για τις νορβηγικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις, για να διερευνηθούν κατά πόσον οι μερισματικές μεταβολές έχουν θετική σχέση με τα μελλοντικά κέρδη. Μετά την εφαρμογή του γραμμικού και του μη γραμμικού μοντέλου, είναι δύσκολο να υποστηριχθεί η ICD υπόθεση για νορβηγικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων των μεγάλων και μικρών επιχειρήσεων. Δεδομένου ότι υπήρξε μια φορολογική μεταρρύθμιση κατά τη διάρκεια του 2004 έως το 2006 στη Νορβηγία, θα εξετασθεί η υπόθεση ICD χωριστά σε δύο διαφορετικά φορολογικά συστήματα, καθώς και σε ορισμένα χρόνια με μεταβατικούς κανόνες. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μειώσεις των μερισμάτων σχετίζονται αρνητικά με περαιτέρω κέρδη στο νέο φορολογικό σύστημα και το ICD ισχύει για τις μικρές επιχειρήσεις το 2001 και για το σύνολο του δείγματος το 2005.

Οι Miller και Modigliani (1961) ανέπτυξαν την έννοια του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων (ICD), αναφέροντας πως οι αυξήσεις στα μερίσματα δηλώνουν θετικές πληροφορίες για τα μελλοντικά κέρδη και γενικά για την κερδοφορία ενώ οι μειώσεις στα μερίσματα δηλώνουν αρνητικές πληροφορίες. Πολλοί ερευνητές έχουν κάνει εμπειρικές δοκιμές σε αυτή την υπόθεση και τα αποτελέσματα δείχνουν κάποια υποστήριξη για αυτό, ενώ κάποιοι βρίσκουν λίγα ή καθόλου στοιχεία που να την υποστηρίζουν.

Ως ένα από τα πιο σημαντικά θέματα στην εταιρική χρηματοδότηση, η ICD υπόθεση συζητείται συχνά, αλλά οι περισσότερες από τις μελέτες επικεντρώνονται στην αγορά των ΗΠΑ και όχι σε άλλες χώρες. Λαμβάνοντας υπόψη το περιβάλλον της αγοράς που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις, όπως τα ρυθμιστικά καθεστώτα, τις οικονομικές και φορολογικές πολιτικές που είναι αρκετά διαφορετικά στη Νορβηγία από αυτές στις Ηνωμένες Πολιτείες, πιστεύουμε ότι αξίζει να εξετασθεί η υπόθεση ICD στη νορβηγική αγορά. Ένα επιπλέον κίνητρο για τη μελέτη αυτή δόθηκε από τη νορβηγική φορολογική μεταρρύθμιση κατά την περίοδο 2004-2006. Αυτό αποτελεί μια σημαντική ευκαιρία για τη διερεύνηση της υπόθεσης ICD στην ίδια αγορά, αλλά κάτω από διαφορετικά φορολογικά συστήματα των μερισμάτων. Επιπλέον, οι συγγραφείς έχουν επικεντρωθεί σε ένα δείγμα κυρίως ιδιωτικών επιχειρήσεων, το οποίο αντιπροσωπεύει μια σημαντική απόκλιση από την προσέγγιση που χρησιμοποιείται στα περισσότερα προηγούμενα άρθρα σχετικά με το θέμα.

Στην εργασία αυτή, σημείο εστίασης αποτελεί η δοκιμή της ICD υπόθεσης για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις της Νορβηγίας την περίοδο 1994 - 2009, με στόχο να βρεθεί αν υπάρχει σημαντική θετική σχέση μεταξύ των αλλαγών μερίσματος και των περαιτέρω κερδών. Λαμβάνοντας υπόψη τις συνέπειες του μεγέθους των επιχειρήσεων στην μερισματική πολιτική, δοκιμάζουν επίσης την ICD υπόθεση σε επιχειρήσεις διαφορετικών μεγεθών: τις μεγάλες νορβηγικές εταιρίες και τις μικρές νορβηγικές εταιρίες. Επιπλέον, όπως

αναφέρθηκε και πριν, η νορβηγική κυβέρνηση εξέδωσε νέες φορολογικές πολιτικές από το 2004 μέχρι το 2006 με αποτέλεσμα την αύξηση του οριακού φορολογικού συντελεστή επί του μερισματικού εισοδήματος. Η μεταρρύθμιση αυτή επηρέασε σημαντικά τις πολιτικές της καταβολής του μερίσματος, ως εκ τούτου, εξετάζεται η υπόθεση ICD σε διαφορετικές περιόδους με βάση τα διαφορετικά φορολογικά συστήματα: 1998-2003 και 2006-2009, αντίστοιχα, και επίσης εξετάζεται η υπόθεση το 2001, 2004 και 2005 κατά το οποίο εφαρμόστηκαν ορισμένοι μεταβατικοί κανόνες. Οι συγγραφείς του άρθρου ξεκινούν με τη χρήση εξισώσεων παρόμοιες με εκείνες που χρησιμοποιούνται από τους Nissim και Ziv (2001), τη βασική ανάλυση του μοντέλου και την ασυμμετρική ανάλυση για αυξήσεις και μειώσεις μερισμάτων .

Τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται από τους Nissim και Ziv (2001) υποθέτουν ότι η διαδικασία και η αυτοσυσχέτιση των κερδών είναι γραμμική, αλλά κάποιιοι μελετητές υποστηρίζουν ότι η μέση διαδικασία και η αυτοσυσχέτιση των κερδών είναι μη γραμμική. Ως εκ τούτου, χρησιμοποιούν ακόμη το μοντέλο μη γραμμικής εξίσωσης που πρότεινε ο Grullon et al. (2005) με σκοπό τον έλεγχο για το πρόβλημα της μη γραμμικότητας των αποδοχών. Σε όλα τα μοντέλα, όλοι οι συντελεστές παλινδρόμησης υπολογίζονται με τη χρήση της διαδικασίας που χρησιμοποιήθηκε από τους Fama και Macbeth (1973). Δεν μπορούμε να βρούμε στοιχεία που να υποστηρίζουν την υπόθεση ICD για τις μη εισηγμένες νορβηγικές εταιρίες σε όλη την περίοδο, ούτε για μικρές ή μεγάλες νορβηγικές επιχειρήσεις στο πλαίσιο τόσο των γραμμικών και μη γραμμικών μοντέλων. Τα αποτελέσματα δείχνουν επίσης ότι η ICD υπόθεση δεν είναι έγκυρη και για τις δύο περιόδους, αλλά ισχύει το 2001 για τις μικρές επιχειρήσεις και το 2005 για τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο της αγοράς.

Με τη χρήση του γραμμικού μοντέλου που ασχολούνται οι Nissim και Ziv (2001) και του μη γραμμικού μοντέλου που ασχολείται ο Grullon et al. (2005) προέκυψαν αποτελέσματα τα οποία δεν προσκόμισαν κανένα αποδεικτικό στοιχείο για τη στήριξη της υπόθεσης ICD για το σύνολο του δείγματος, τα οποία είναι αρκετά διαφορετικά από τα αποτελέσματα του Nissim και Ziv (2001), αλλά παρόμοια με αυτή του Grullon et al. (2005). Το γραμμικό και μη γραμμικό μοντέλο, επίσης, αποδεικνύουν ότι η ICD υπόθεση δεν ισχύει και για τις μικρές και για τις μεγάλες νορβηγικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Όμως, το αρχικό γραμμικό μοντέλο παρουσιάζει ότι οι μερισματικές μεταβολές σχετίζονται αρνητικά με τα μελλοντικά κέρδη για τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Ωστόσο, υπάρχει ένα πρόβλημα που συνδέεται με τις συσχετίσεις σε αυτό το αρχικό μοντέλο, έτσι καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ των αλλαγών του μερίσματος και των περαιτέρω κερδών για τις μεγάλες και μικρές μη εισηγμένες νορβηγικές επιχειρήσεις.

Όπως αναφέρθηκε, αφού λήφθηκε υπόψη η φορολογική μεταρρύθμιση στη Νορβηγία το 2004 - 2006, χώρισαν το σύνολο της περιόδου σε δύο περιόδους: 1998-2003 και 2006-2009 με σκοπό τον έλεγχο της υπόθεσης ICD κάτω από διαφορετικά φορολογικά συστήματα. Υπάρχει αρνητική σχέση για ένα έτος μεταξύ της μείωσης του μερίσματος και των περαιτέρω κέρδη μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση για το σύνολο του δείγματος και για τις μεγάλες νορβηγικές μη εισηγμένες εταιρείες στο πλαίσιο του μη γραμμικού μοντέλου. Ωστόσο, η υπόθεση ICD εξακολουθεί να μην ισχύει και για τα δύο φορολογικά συστήματα αφού η υπόθεση αυτή επαληθεύεται για μια θετική σχέση.

Όταν εξετάστηκε η σχέση μεταξύ των αλλαγών μερίσματος και των περαιτέρω αλλαγών στα κέρδη το 2001, 2004 και 2005, δεδομένου ότι αυτά τα τρία χρόνια περιλαμβάνουν ορισμένες μεταβάσεις της μεταρρύθμισης της φορολόγησης των μερισμάτων, περιμέναμε ότι με τους μεταβατικούς κανόνες θα δημιουργούνταν διαταραχές στην μερισματική πολιτική και η υπόθεση ICD θα ήταν άκυρη. Ωστόσο, τα αποτελέσματα αποτελούν έκπληξη αφού η ICD υπόθεση ισχύει για τις μικρές μη εισηγμένες επιχειρήσεις το 2001 και για το σύνολο του δείγματος το 2005.

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματά αυτά αποδεικνύουν ότι η υπόθεση ICD δεν είναι έγκυρη κατά τη διάρκεια του 1998-2009 για τη νορβηγική μη εισηγμένες επιχειρήσεις, αλλά ισχύει το 2001 για τις μικρές επιχειρήσεις και το 2005 για τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο της αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Ένα σημαντικό κομμάτι της στρατηγικής μιας επιχείρησης είναι η μερισματική πολιτική που εφαρμόζει. Με τον όρο μερισματική πολιτική εννοούμε εκείνες τις κατευθυντήριες αρχές, οι οποίες καθορίζουν το ποσοστό των κερδών που θα παρακρατηθούν από την επιχείρηση και το ποσοστό εκείνο που θα διανεμηθεί ως μερίσματα.

Κάθε επιχειρηματική οντότητα λοιπόν πρέπει να χαράξει μία συγκεκριμένη μερισματική πολιτική έτσι ώστε να ικανοποιήσει τις προσδοκίες των επενδυτών της αλλά και να μπορεί να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για τις ανάγκες της. Οι μέτοχοι θεωρούν τα μερίσματα ενδείξεις της ικανότητας που έχει η επιχείρηση να αποφέρει κέρδη. Πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν τα μερίσματα για τον υπολογισμό της εσωτερικής αξίας των μετοχών. Οι αποδόσεις οι οποίες χρησιμοποιούνται για να υπολογιστεί το εύρος διακύμανσης των μετοχών συμπεριλαμβάνουν στους συντελεστές τους και τη μερισματική απόδοση. Κατά συνέπεια, τα μερίσματα αποτελούν σημαντικό στοιχείο για τον υπολογισμό της αξίας και του εύρους διακύμανσης μιας μετοχής.

Με την πάροδο των χρόνων δημιουργήθηκε η ανάγκη χρηματοδότησης των εταιριών είτε από εσωτερικές είτε από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Ένας πολύ καλός τρόπος είναι η χρήση κερδών προηγούμενων χρήσεων η οποία καλείται αυτοχρηματοδότηση. Η αυτοχρηματοδότηση είναι πιο άμεση πολλές φορές και παρουσιάζει μικρότερο κόστος από την εξωτερική χρηματοδότηση. Τα μερίσματα όμως, μπορούν να επηρεάσουν έμμεσα τα σχέδια εξωτερικής χρηματοδότησης των χρηματοοικονομικών στελεχών. Για παράδειγμα, η απόφαση για καταβολή υψηλών μερισμάτων θα αφήσει λίγα εσωτερικά κεφάλαια για επανεπένδυση μέσα στην επιχείρηση. Όμως, κάτι τέτοιο θα ανάγκαζε την επιχείρηση να αντλήσει κεφάλαια με την έκδοση νέων μετοχών ή ομολογιών. Η εξωτερική χρηματοδότηση μπορεί να αλλάξει τη διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Συνεπώς, η διοίκηση της επιχείρησης προσπαθεί να διατηρήσει κάποια ισορροπία ανάμεσα στην καταβολή ενός λογικού μερίσματος στους μετόχους (για να τους κρατήσουν) και στην επανεπένδυση των κερδών (με σκοπό τη μελλοντική ανάπτυξη και μεγιστοποίηση της τιμής της μετοχής της επιχείρησης).

Επομένως, κάθε επιχείρηση οφείλει να λάβει αποφάσεις σχετικά με τι μέρος θα διανείμει. Μερικές εταιρίες προτιμούν να διανέμουν ένα σταθερό χρηματικό ποσό κάθε χρόνο ανεξάρτητα από το μέγεθος των ετήσιων κερδών. Από την άλλη πλευρά, άλλες εταιρίες καθορίζουν ένα ποσοστό διανομής κερδών. Σε αυτή την περίπτωση, το μέρισμα μεταβάλλεται κάθε χρόνο ανάλογα με τα ετήσια κέρδη. Δεν υπάρχει μερισματική πολιτική που να είναι άριστη για όλες τις επιχειρήσεις, καθεμία από αυτές πρέπει να βρει την πολιτική εκείνη που θα συμβάλλει στην επιβίωσή της και θα της αποφέρει μεγαλύτερα κέρδη.

Το διοικητικό συμβούλιο (ΔΣ) είναι αυτό το οποίο ορίζει τη μερισματική πολιτική εφόσον εκτιμήσει πρώτα τη χρηματοοικονομική θέση της εταιρίας κι αφού υπολογίσει τις επενδυτικές της ανάγκες.. Μελετά τις προοπτικές των

μελλοντικών κερδών και βασιζόμενο σε αυτές αλλά και σε άλλες μελέτες, αναγγέλλει ένα δηλωμένο ποσό μερίσματος τοις μετρητοίς ανά μετοχή και ορίζει την ημερομηνία αποκοπής και την ημερομηνία καταβολής του μερίσματος. Η ημερομηνία αποκοπής ορίζει τους κατόχους μετοχών που έχουν δικαίωμα να λάβουν μέρισμα και η ημερομηνία καταβολής είναι η ημερομηνία που μπορούν οι μέτοχοι να εξαργυρώσουν τα μερίσματα.

2.1 Είδη μερισματικής πολιτικής

Κάθε επιχείρηση καλείται να βρει τη μερισματική πολιτική που θα καλύπτει τις ανάγκες της και θα ανταποκρίνεται με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στις απαιτήσεις και τα συμφέροντα των μετόχων της. Διαχρονικά έχουν αναπτυχθεί διαφορετικά είδη μερισματικής πολιτικής και σε κάθε είδος έχουν εντοπιστεί κάποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά. Είναι λογικό βέβαια ότι κάθε επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να διαφοροποιήσει τα σημεία που ενδεχομένως δεν την εξυπηρετούν. Στο σημείο αυτό παρουσιάζονται πολύ συνοπτικά τα είδη μερισματικής πολιτικής.

1) Σταθερού ποσοστού πληρωμής

Η υιοθέτηση μιας τέτοιας πολιτικής συνεπάγεται κάποιου είδους σταθερότητα για την επιχείρηση διότι δεν την υποχρεώνει να καταβάλλει σταθερά μερίσματα. Παρ' όλα αυτά μία τέτοιου είδους πολιτική πληρωμής ενός σταθερού επί τοις εκατό ποσοστού επί των κερδών μπορεί να έχει είτε θετικά είτε αρνητικά αποτελέσματα εξαιτίας του διαφορετικού τρόπου αντιμετώπισης του κινδύνου από τη μεριά των επενδυτών. Ο επενδυτής που επιδιώκει να αναλάβει μεγαλύτερο κίνδυνο είναι ευχαριστημένος από την απόφαση της επιχείρησης να ακολουθήσει αυτή την πολιτική αφού όσο θα αυξάνονται τα κέρδη τόσο θα αυξάνεται και το μέρισμα που θα εισπράττει. Από την άλλη μεριά, αν προτιμούσε τη σταθερότητα, δε θα ήταν ικανοποιημένος από μία πολιτική σταθερού ποσοστού πληρωμής για το λόγο ότι τα μερίσματα που θα έπρεπε να εισπράξει θα επηρεάζονταν από πιθανές διακυμάνσεις κερδών.

2) Σταθερού ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος

Εάν μία εταιρία ακολουθήσει την πολιτική σταθερού ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος, η διοίκηση της θέτει ως στόχο ένα ποσοστό ετήσιας αύξησης του μερίσματος. Απαραίτητη προϋπόθεση για να συμβεί κάτι τέτοιο είναι η ύπαρξη ικανοποιητικής αύξησης των καθαρών κερδών. Σε περιόδους που χαρακτηρίζονται από έντονες πληθωριστικές πιέσεις είναι καλύτερο για μία εταιρία να ακολουθήσει μία τέτοιου είδους πολιτική που θα της προσφέρει σταθερή αύξηση του μερίσματος.

3) Σταθερού αυξανόμενου μερίσματος

Αυτή η πολιτική είναι παρόμοια με την πολιτική σταθερού ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος. Σε αυτήν την περίπτωση η επιχειρηματική μονάδα καθορίζει ένα ετήσιο μέρισμα ανά μετοχή το οποίο και διατηρεί σταθερό. Με την υιοθέτηση μιας τέτοιας πολιτικής οι μέτοχοι "κερδίζουν" μία μερισματική σταθερότητα, γεγονός που έχει θετικό αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης, επειδή αφενός αποφεύγεται κάθε πιθανή μείωση μερίσματος και αφετέρου το μέρισμα θα αυξηθεί μόνο εάν προβλέπονται μελλοντικά κέρδη τα οποία αφήνουν το περιθώριο διατήρησης του νέου ύψους του μερίσματος.

4) Κανονικό μέρισμα συν έκτακτο μέρισμα

Η πολιτική αυτή βρίσκεται μεταξύ της πολιτικής του σταθερού ποσοστού πληρωμής και του σταθερού αυξανόμενου μερίσματος και υιοθετείται από επιχειρήσεις που παρουσιάζουν ταμειακές ροές με μεγάλη αστάθεια. Στόχος της είναι ο συνδυασμός ενός ελάχιστου σταθερού ποσού για το κανονικό μέρισμα, το οποίο μπορεί να καταβληθεί από την επιχείρηση ακόμα και σε περιόδους με μειωμένα κέρδη, κι ενός μεταβαλλόμενου ποσού, το οποίο θα καταβάλλεται με τη μορφή έκτακτου μερίσματος και θα εξαρτάται κάθε φορά από τα ετήσια κέρδη της επιχείρησης.

5) Υπολειμματικού μερίσματος

Η πολιτική του υπολειμματικού μερίσματος είναι γνωστή και ως θεωρία των καθαρών χρηματοροών στα μερίσματα. Η μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση εξαρτάται από τη δυνατότητα επενδύσεων που έχει, την απόδοση αυτών των επενδύσεων και το οριακό κόστος κεφαλαίου που απαιτείται για τη χρηματοδότηση της επένδυσης. Επομένως, ενώ γίνεται προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών με το οριακό κόστος κεφαλαίου, κάθε επένδυση με θετική Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) θα πρέπει να γίνεται αποδεκτή.

6) Πελατειακή μερισματική πολιτική

Η πελατειακή μερισματική πολιτική παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε χώρες στις οποίες τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή απ' ό,τι τα μερίσματα. Αναμφισβήτητα υπάρχουν "πελατειακές ομάδες" που ανταποκρίνονται στα ιδιαίτερα σχέδια των πληρωμών μερισμάτων. Για παράδειγμα, ένας εργαζόμενος με χαμηλές απολαβές ενδεχομένως να προτιμήσει να επενδύσει σε μία εταιρία που παρέχει υψηλή μερισματική απόδοση. Αντιθέτως, ένας εργαζόμενος που απολαμβάνει υψηλό εισόδημα προφανώς θα επιδιώξει να αποφύγει τα μερίσματα λόγω υψηλού φορολογικού συντελεστή. Κατά συνέπεια, μία εταιρία εστιάζοντας σε συγκεκριμένη πελατεία, μπορεί να βρίσκεται σε θέση να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και ταυτόχρονα να μεγιστοποιήσει την τιμή των

μετοχών της. Ένα βασικό σημείο της πολιτικής αυτής έγκειται στο ότι οι επενδυτές δε χρειάζεται να στηριχθούν στην εταιρία για την παροχή χρηματοροών που αυτοί επιθυμούν. Όταν κάποιος επενδυτής θέλει να εισπράξει μετρητά από την επένδυσή του, έχει πάντοτε τη δυνατότητα να ρευστοποιήσει μέρος αυτής.

7) Μηδενική καταβολή μερισμάτων

Είναι μία ακραία μορφή μερισματικής πολιτικής και αναφέρεται στη μη πληρωμή μερισμάτων και την πλήρη παρακράτηση κερδών προς διανομή, με σκοπό τα κεφάλαια αυτά να επενδυθούν πάλι και να δοθούν νέες μετοχές στους μετόχους. Η πολιτική αυτή εφαρμόζεται για μία ή δύο χρονιές το πολύ, εφόσον υφίσταται σπουδαίος λόγος. Συνήθως εφαρμόζεται σε περιπτώσεις κάλυψης ζημιών προηγούμενων χρήσεων ή σε περιπτώσεις κάλυψης τμήματος μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ενδεχομένως για την πραγματοποίηση μιας μεγάλης εξαγοράς. Ορισμένες μερισματικές πολιτικές είναι πιο αποτελεσματικές από κάποιες άλλες. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να αποβλέπουν σε σταθερή μερισματική πολιτική για να μειώσουν την αβεβαιότητα. Αυτή η πολιτική θα πρέπει να είναι αρκετά συντηρητική έτσι ώστε εξασφαλιστούν υψηλές καταβολές μερίσματος. Οι εταιρίες με κυκλικά και κυμαινόμενα κέρδη θα πρέπει να υιοθετήσουν μια πολιτική με χαμηλά μερίσματα, τα οποία συνοδεύονται από επιπλέον καταβολές όταν τα κέρδη και οι οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές. Κύριος στόχος είναι να καθοριστεί μια μερισματική πολιτική την οποία θα αποδέχονται οι επενδυτές ως ασφαλή και η οποία θα οδηγήσει τη μετοχή της επιχείρησης στη μέγιστη τιμή της.

2.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική

Η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι το σύνολο αποφάσεων που πρέπει να λάβει με σκοπό τον καλύτερο δυνατό χειρισμό των κερδών της. Είναι φυσιολογικό λοιπόν να λαμβάνονται υπόψη πολλοί παράγοντες για τη λήψη αυτών των αποφάσεων. Οι πιο σημαντικοί από αυτούς είναι οι εξής:

1) Το νομικό πλαίσιο

Το νομικό πλαίσιο θέτει τα όρια μέσα στα οποία θα εφαρμοστεί η μερισματική πολιτική. Παραδείγματος χάρη, απαγορεύεται η διανομή κερδών όταν ο φόρος εισοδήματος είναι μεγαλύτερος από τα καθαρά κέρδη της χρήσης. Επιπλέον, δεν είναι εφικτό να διανεμηθούν μερίσματα όταν η επιχείρηση βρίσκεται σε στάδιο πτώχευσης.

2) Οι προτιμήσεις των μετόχων

Οι προτιμήσεις των μετόχων μπορούν να επηρεαστούν από διάφορους παράγοντες όπως για παράδειγμα στην περίπτωση όπου οι μέτοχοι

επιβαρύνονται με υψηλούς φόρους, είναι πιθανότερο να προτιμήσουν να αποκομίσουν τα κεφαλαιακά κέρδη παρά να λάβουν μέρισμα. Σε ατομικές επιχειρήσεις ή σε επιχειρήσεις που ελέγχονται από λίγους μετόχους, ο έλεγχος είναι πιο εύκολος όταν οι μέτοχοι επιδιώκουν μια χαμηλής απόδοσης μερισματική πολιτική που θέτει σε χαμηλά επίπεδα την ανάγκη εξωτερικής χρηματοδότησης. Επί πρόσθετα, οι προτιμήσεις των μετόχων επηρεάζονται και από άλλες επενδυτικές ευκαιρίες. Ίσως προτιμήσουν να λάβουν μέρισμα σε περίπτωση που μπορούν να επενδύσουν σε επικερδείς ευκαιρίες.

3) Η ρευστότητα της επιχείρησης

Η ρευστότητα της επιχείρησης αποτελεί έναν πάρα πολύ σημαντικό παράγοντα για τη λήψη αποφάσεων της. Τα κέρδη που παρακρατούνται στην επιχείρηση δε διατηρούνται σε μετρητά, επενδύονται σε πάγια περιουσιακά στοιχεία ή σε εμπορεύματα. Επομένως, ακόμα κι αν μία επιχείρηση παρουσιάζει κέρδη ενδέχεται να μη βρίσκεται σε θέση να πληρώσει μετρητά για μερίσματα εξαιτίας της κατάστασης ρευστότητας της.

4) Η σταθερότητα των κερδών της

Τα μακροχρόνια κέρδη αποτελούν έναν από τους κυριότερους παράγοντες της δυνατότητας μιας εταιρίας να πληρώνει μέρισμα. Όσο αναφορά αυτόν τον παράγοντα, επισημαίνουμε ότι μία επιχείρηση η οποία παρουσιάζει διαχρονικά κέρδη είναι πολύ πιο πιθανό να πληρώσει ένα μεγαλύτερο μέρος των κερδών της σε μερίσματα απ' ότι μία άλλη της οποίας τα κέρδη διακυμαίνονται τότε σε υψηλότερα και τότε σε χαμηλότερα επίπεδα. Κάποιες φορές οι επενδυτές εκλαμβάνουν τη σταθερότητα ως ένα δείκτη χαμηλού κινδύνου.

5) Η φάση κύκλου ζωής της επιχείρησης

Η φάση κύκλου ζωής της επιχείρησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη λήψη αποφάσεων για θέματα μερισματικής πολιτικής. Αυτό έγκειται στο γεγονός ότι κάθε επιχείρηση έχει διαφορετικές κεφαλαιακές ανάγκες και επενδυτικές ευκαιρίες ανάλογα με το στάδιο κύκλου ζωής στο οποίο βρίσκεται. Στο πρώτο στάδιο, το στάδιο της εισαγωγής ή εκκίνησης, οι επιχειρήσεις δεν καταβάλλουν μερίσματα διότι δεν έχουν ακόμα ισχυρές ταμειακές ροές. Στο δεύτερο στάδιο, το στάδιο της ανάπτυξης, δημιουργούνται ισχυρές ταμειακές ροές που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων. Στο τρίτο στάδιο, το στάδιο της ωρίμανσης, οι εταιρίες έχουν υψηλές ταμειακές ροές και λιγότερες διαθέσιμες επενδύσεις, συνεπώς, πληρώνουν και μεγαλύτερα μερίσματα. Στο τέταρτο και τελευταίο στάδιο της παρακμής, δε γίνονται πλέον επενδύσεις και καταβάλλονται περισσότερα μερίσματα.

6) Η πρόσβαση μιας επιχείρησης στις κεφαλαιακές αγορές

Μία μεγάλη και καλά οργανωμένη εταιρία είναι δυνατόν να παρέχει υψηλότερα μερίσματα απ' ό τι μία μικρότερη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες εταιρίες που παρουσιάζουν σχετικά σταθερά κέρδη είναι πιο εύκολο να έχουν πρόσβαση στις κεφαλαιακές αγορές και σε άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης.

7) Επενδυτικές ευκαιρίες

Επιχειρήσεις με καλές επενδυτικές ευκαιρίες είναι πιθανότερο να πληρώνουν πιο χαμηλά μερίσματα. Η χρηματοδότηση των επενδύσεων θα πραγματοποιείται από τα μη διανεμόμενα κέρδη παρά από το νέο μετοχικό κεφάλαιο. Αυτό συσχετίζεται και με την πρόσβαση που έχει η επιχείρηση στις αγορές κεφαλαίου. Μικρότερες εταιρίες με περιορισμένες επενδυτικές ευκαιρίες επιλέγουν να μη δώσουν μέρισμα αλλά να κρατήσουν όλα τα κέρδη ως μια πηγή μετοχικού κεφαλαίου.

8) Υπόδειγμα προσδιορισμού τιμής μετοχής

Ένας ακόμη παράγοντας που πρέπει να ληφθεί υπόψη από τους χρηματοοικονομικούς managers μιας επιχείρησης είναι το υπόδειγμα προσδιορισμού τιμής της μετοχής, το οποίο δίνεται από τον τύπο:

$$P = \frac{M}{r-g}$$

(r-g)

όπου:

P: η τρέχουσα τιμή της μετοχής

M: το αναμενόμενο μέρισμα

r: το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης

g: ο σταθερός ετήσιος ρυθμός αύξησης του μερίσματος

Οι επιχειρήσεις λοιπόν προκειμένου να μη διαταράξουν την τιμή της μετοχής τους και να μην προκαλέσουν σύγχυση στο επενδυτικό κοινό αποφεύγουν, στο βαθμό που τους επιτρέπεται, αλλαγές στη μερισματική τους πολιτική.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΕΜΠΕΙΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

3.1 Έλεγχος υποθέσεων αντίδρασης της αγοράς

Κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί αρκετές υποθέσεις σχετικά με την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής μερισμάτων τόσο κατά την περίοδο που πραγματοποιείται η ανακοίνωση όσο και κατά τις περιόδους που προηγούνται ή έπονται αυτής. Παρακάτω εξετάζω την ισχύ της παρακάτω υπόθεσης στη βρετανική αγορά «**Η Υπόθεση υπερβάλλουσας αντίδρασης**».

Έχει διατυπωθεί από ερευνητές η θεωρία ότι η αγορά αντιδρά υπερβολικά στις ανακοινώσεις μεταβολής του μερίσματος και η αντίδραση αυτή εξασθενεί ύστερα από κάποιο χρονικό διάστημα. Συνεπώς, οι μη φυσιολογικές αποδόσεις για το διάστημα που ακολουθεί την ανακοίνωση θα πρέπει να είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες των πρώτων ημερών και πιθανώς να έχουν αντίθετη φορά. Η υπόθεση αυτή εξετάστηκε από τους Michaely, Thaler και Womack (1995) για την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και τα αποτελέσματα δεν επιβεβαίωσαν την υπόθεση αυτή. Αντίθετα, ο Balachandran (2001) επιβεβαίωσε την υπόθεση αυτή για το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ και η έρευνα του Fukuda (2000) για την αγορά της Ιαπωνίας είναι υποστηρικτική της υπόθεσης της υπερβολικής αντίδρασης της αγοράς.

Είναι, λοιπόν, ενδιαφέρον η εξέταση της υπόθεσης για την βρετανική αγορά. Ο έλεγχος θα πραγματοποιηθεί με την μελέτη του αθροιστικού μέσου των έκτακτων αποδόσεων για ένα διάστημα 41 ημερών μετά την ανακοίνωση της μεταβολής μερίσματος. Ως αποτέλεσμα, η μηδενική υπόθεση (the null hypothesis) η οποία πρόκειται να ελεγχθεί στην παρούσα εργασία είναι η ακόλουθη:

H₀: Η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.

Επομένως στην περίπτωση που δεν αποδεχθούμε τη μηδενική υπόθεση, σημαίνει ότι δεν υπάρχουν σημαντικές έκτακτες αποδόσεις από τις τιμές των μετοχών κατά τη διάρκεια της υπό εξέτασης περιόδου, με αποτέλεσμα να επιβεβαιώνεται η θεωρία των Miller and Modigliani (1961). Αντίθετα, στην περίπτωση αποδοχής της μηδενικής υπόθεσης, επιβεβαιώνεται η ύπαρξη στατιστικά σημαντικών εκτάκτων αποδόσεων – θετικές ή αρνητικές – επί των τιμών των μετοχών κατά την υπό εξέταση περίοδο, με αποτέλεσμα να ισχύει είτε η θεωρία των conservative ‘rightists’ είτε η θεωρία των ‘leftists’. Ομοίως, η απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης επιβεβαιώνει τη θεωρία των **Benartzi, Grullon, Michaely και Thaler (1997)**, οι οποίοι υποστηρίζουν ότι ενώ πολλές θεωρίες καταλήγουν στο ότι οι μερισματικές μεταβολές έχουν πληροφοριακό

περιεχόμενο για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας, τα ευρήματα των συγγραφέων δεν είναι σύμφωνα με τις θεωρίες αυτές. Οι εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματά τους κατά την περίοδο 0 έχουν σημαντικές αυξήσεις στα κέρδη κατά την περίοδο -1 και 0, αλλά δεν εμφανίζουν καμία επακόλουθη μη αναμενόμενη ανάπτυξη των κερδών. Επίσης, το μέγεθος της αύξησης των μερισμάτων δεν μπορεί να προβλέψει μελλοντικά κέρδη. Οι εταιρίες που περικόπτουν τα μερίσματά τους την περίοδο 0, εμφανίζουν μια μείωση των κερδών κατά την περίοδο 0 και -1 αλλά αυτές οι εταιρίες συνεχίζουν να εμφανίζουν αυξήσεις στα κέρδη τους κατά την περίοδο 1. Όμως, σύμφωνα με το μοντέλο του Lintner για την μερισματική πολιτική, οι εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματά τους σε σύγκριση με τις εταιρίες που τα διατηρούν σταθερά εμφανίζουν μια πτώση στα μελλοντικά κέρδη. Έτσι η αύξησή των τρεχόντων κερδών τους, μπορεί να θεωρηθεί μόνιμη. Παρά την έλλειψη της μελλοντικής ανάπτυξης των κερδών οι εταιρίες που αυξάνουν τα μερίσματα έχουν σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για τα επόμενα τρία χρόνια.

3.2 Το Δείγμα

Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που απαρτίζουν το δείκτη της Βρετανίας για την περίοδο 2007-2010 που να πληρεί τις ακόλουθες παραδοχές: 1) Οι επιχειρήσεις να διανέμουν μερίσματα σε μετρητά κάθε έτος της περιόδου 2007-2010. 2) Η καταβολή του μερίσματος την ημερομηνία ανακοίνωσης καθώς και τον ισολογισμό της κάθε επιχείρησης είναι διαθέσιμες στο κοινό. 3) Οι μετοχές των εταιριών συνεχώς διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (δεν είναι υπό επιτήρηση) κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου 2007-2010. Πηγές για όλα τα δεδομένα αποτελούν το Bloomberg και η βάση δεδομένων Datastream του πανεπιστημίου Πειραιώς.

Από τις 356 εταιρίες που απαρτίζουν τον αγγλικό δείκτη την περίοδο 2007-2010, οι 258 εταιρίες πληρούν τις παραπάνω παραδοχές για την περίοδο 2007-2010. Σαν αποτέλεσμα, έχουν συλλεχθεί 1032 ανακοινώσεις μερίσματος. Για την κατηγοριοποίηση των εταιριών θα χρησιμοποιήσω για κάθε εταιρία τα *dividend per share (DPS)* και τα *earning per share (EPS)* προκειμένου να συγκρίνω τις ποσοστιαίες μεταβολές τους για την ένταξη αυτών στις εξής κατηγορίες:

- 1) Ποσοστιαία αύξηση μερίσματος (DPS) μεγαλύτερη από την ποσοστιαία αύξηση κερδών (EPS)
- 2) Ποσοστιαία αύξηση μερίσματος (DPS) ισοδύναμη με την ποσοστιαία αύξηση κερδών (EPS)
- 3) Ποσοστιαία μείωση μερίσματος (DPS) μεγαλύτερη από την ποσοστιαία μείωση κερδών (EPS)
- 4) Ποσοστιαία μείωση μερίσματος (DPS) ισοδύναμη με την ποσοστιαία μείωση κερδών (EPS)
- 5) Ποσοστιαία αύξηση μερίσματος (DPS) μικρότερη από την ποσοστιαία αύξηση κερδών (EPS)
- 6) Ποσοστιαία μείωση μερίσματος (DPS) μικρότερη από την ποσοστιαία μείωση κερδών (EPS)
- 7) Ποσοστιαία μείωση μερίσματος (DPS) παράλληλα με ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS)
- 8) Ποσοστιαία αύξηση μερίσματος (DPS) παράλληλα με ποσοστιαία μείωση των κερδών (EPS)

3.3 Μεθοδολογία

Το δείγμα μου αποτελείται από τις εταιρίες που απαρτίζουν το δείκτη FTSE350 του χρηματιστηρίου Μ. Βρετανίας. Τις εταιρίες για τις οποίες δεν υπήρχαν διαθέσιμα τα αριθμητικά δεδομένα ή οι ημερομηνίες ανακοινώσεων των μερισμάτων τους για την περίοδο 2007-2010, τις απέκλεισα από το δείγμα μου καταλήγοντας σε 265 εταιρίες από τις 356 που απαρτίζουν τον αγγλικό δείκτη FTSE350. Επίσης, χρησιμοποίησα το δείκτη FTSE350 ως αντιπροσωπευτικό δείγμα των αγγλικών εταιριών στην ερευνά μου.

Οι κύριες μεταβλητές που χρησιμοποίησα για κάθε μια από τις εταιρίες είναι το dividend per share (**DPS**) και το earning per share (**EPS**) για κάθε μια από τις εταιρίες του δείγματός μου. Στη συνέχεια υπολόγισα την ποσοστιαία μεταβολή του μερίσματος (DPS) για την περίοδο 2009-2010 βάσει του παρακάτω μαθηματικού τύπου :

$$\Delta Div_{i,0} = \frac{D_{i,0} - D_{i,-1}}{D_{i,-1}} \quad (1)$$

$\Delta Div_{i,0}$: Η τελική ποσοστιαία μεταβολή των μερισμάτων για την περίοδο 2009-2010

$D_{i,0}$: Το μέρισμα της περιόδου 2010

$D_{i,-1}$: Το μέρισμα της περιόδου 2009

Έπειτα, υπολόγισα την ποσοστιαία μεταβολή των κερδών (EPS) για την περίοδο 2009-2010 βάσει του παρακάτω μαθηματικού τύπου :

$$\Delta EPS_{i,0} = \frac{EPS_{i,0} - EPS_{i,-1}}{EPS_{i,-1}} \quad (2)$$

$\Delta EPS_{i,0}$: Η τελική ποσοστιαία μεταβολή των κερδών ανά μετοχή για την περίοδο 2009-2010

$EPS_{i,0}$: Τα κέρδη ανά μετοχή της περιόδου 2010

$EPS_{i,-1}$: Τα κέρδη ανά μετοχή της περιόδου 2009

Χρησιμοποιώντας την ποσοστιαία μεταβολή του μερίσματος και την ποσοστιαία μεταβολή του κέρδους για την περίοδο 2009-2010 για κάθε εταιρία και συγκρίνοντάς τα δύο αυτά μεγέθη κατατάσσω τις εταιρίες στις 8 κατηγορίες που αναφέρθηκαν παραπάνω. Αν η απόλυτη διαφορά μεταξύ της ποσοστιαία μεταβολής των κερδών και της ποσοστιαίας μεταβολής των μερισμάτων είναι μικρότερη του 10% τότε θεωρούμε την διαφορά αμελητέα και κατατάσσουμε τις εταιρίες στις κατηγορίες (2), (4) αν πρόκειται για ταυτόχρονη αύξηση της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών και των μερισμάτων ή αντίστοιχα αν πρόκειται για μείωση.

Στη βάση δεδομένων Bloomberg με βάσει το ticker κάθε εταιρίας που απαρτίζει το δείκτη FTSE 350, και ανατρέχοντας στη κατηγορία dividend για κάθε εταιρία χρησιμοποίησα το declaration date (announcement date) για κάθε εταιρία. Επειδή πολλές αγγλικές εταιρίες δίνουν interim dividends για κάθε εταιρία του δείγματος μου χρησιμοποίησα το declaration date για το final dividend για την πραγματοποίηση του event study.

Επίσης για κάθε μια από τις εταιρίες του δείγματος μου, χρησιμοποίησα τις ημερήσιες τιμές μετοχών και αντίστοιχα τις ημερήσιες τιμές του δείκτη από τη βάση δεδομένων Datastream συνολικά από 1/1/2006-1/1/2011.

Στη συνέχεια, για κάθε μία από τις 8 κατηγορίες συγκέντρωσα τα date announcement των εταιριών που απαρτίζουν την κάθε κατηγορία και κατέληξα σε 84 date announcements για την κατηγορία (1), 128 date announcements για την κατηγορία (2), 4 date announcements για την κατηγορία (3), 8 date announcements για την κατηγορία (4), 340 date announcements για την κατηγορία (5), 64 date announcements για την κατηγορία (6), 44 date announcements για την κατηγορία (7), 360 date announcements για την κατηγορία (8).

Έπειτα για κάθε κατηγορία, ανάλογα με το declaration date του μερίσματος κάθε εταιρίας για τις 100 μέρες πριν την ανακοίνωση του μερίσματος και 100 μέρες μετά την ανακοίνωση, καθώς και τη χρονική στιγμή 0 που θεωρείται η ημερομηνία ανακοίνωσης, χρησιμοποίησα τις τιμές των μετοχών και τις αντίστοιχες του δείκτη (για παράδειγμα για την εταιρία Aberdeen η οποία ανήκει στην κατηγορία 3, και το declaration date του μερίσματός της είναι την 24/3/2009 χρησιμοποίησα τις τιμές της μετοχής και τις τιμές του δείκτη για -100 και +100 μέρες, δηλαδή από 20/1/2009 μέχρι 23/6/2009). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι παρέλειψα τις κατηγορίες (3) και (4) καθώς απαρτίζονται

από ελάχιστες παρατηρήσεις κι έτσι δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην εφαρμογή του event study.

Μετά ακολούθησα την εξής διαδικασία βασιζόμενος στη μέθοδο που αναπτύχθηκε από τους Brown και Warner (1985).

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για τον έλεγχο της επίδρασης των ανακοινώσεων έκτακτων μεταβολών μερίσματος στις τιμές των μετοχών είναι η ανάλυση επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner (1985).

Για την απομόνωση της επίδραση της ανακοίνωσης της μεταβολής μερίσματος στις τιμές των μετοχών πρέπει να υπολογιστεί η μεταβολή που θα υπήρχε χωρίς την ανακοίνωση. Αυτό θα επιτευχθεί με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς (market model). Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει ότι οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την εξής διαδικασία:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it} \quad (3)$$

όπου:

$E(R_{it})$ = η αναμενόμενη απόδοση της εταιρείας i την ημέρα t

R_{mt} = η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς την ημέρα t

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})}{\text{Var}(R_{mt})}$$

$$\alpha_i = E(R_{it}) - \beta_i R_{mt}$$

u_{it} = όρος σφάλματος

Οι συντελεστές α_i και β_i εκτιμώνται με τη βοήθεια της μεθόδου ελαχίστων τετραγώνων με χρήση 150 ημερησίων αποδόσεων του χαρτοφυλακίου της αγοράς και των αποδόσεων των μετοχών των εταιρειών, οι οποίες πρέπει να λήγουν 50 ημέρες πριν την ανακοίνωση της μεταβολής του μερίσματος. Η αφαίρεση των αναμενόμενων αποδόσεων από τις πραγματοποιηθείσες προσδιορίζει τις έκτακτες αποδόσεις:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (4)$$

όπου:

$E(R_{it})$ = η αναμενόμενη απόδοση της εταιρείας i την ημέρα t

R_{it} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της εταιρείας i την ημέρα t

Μία εναλλακτική μέθοδος για τον υπολογισμό της μη φυσιολογικής απόδοσης είναι η μέθοδος της προσαρμοσμένης με το δείκτη της αγοράς απόδοσης (market return adjusted model). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η υπερβάλλουσα απόδοση δίδεται από την αφαίρεση της απόδοσης του χρηματιστηριακού δείκτη από την πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής:

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{mt}) \quad (5)$$

όπου:

R_{it} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση της εταιρείας i την ημέρα t

R_{mt} = η απόδοση του χρηματιστηριακού δείκτη την ημέρα t

Για την εξουδετέρωση των μεταβολών που προκαλούνται στις τιμές από άλλα γεγονότα πλην της ανακοίνωσης θα χρησιμοποιηθεί ο cross-sectional μέσος των excess returns (abnormal returns) οι οποίες προκύπτουν από το market adjusted model, ο οποίος εξουδετερώνει τις μεταβολές που οφείλονται στην κάθε επιχείρηση αλλά δε σχετίζονται με την ανακοίνωση καθότι δε συμβαίνει την ίδια χρονική στιγμή για κάθε μετοχή του δείγματος. Για κάθε μέρα t υπολογίζεται η μέση έκτακτη απόδοση ως ακολούθως:

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N} \quad (6)$$

N = το πλήθος των μετοχών του δείγματος για την ημέρα t

Στη συνέχεια υπολογίζεται ο αθροιστικός μέσος των μη αναμενόμενων αποδόσεων για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου ή για υποσύνολα αυτής:

$$CAR_{(ta,tb)} = \sum_{t=ta}^{tb} \overline{AR}_t \quad (7)$$

Με δεδομένες τις μέσες έκτακτες αποδόσεις κάθε περιόδου, ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητά τους. Ο στατιστικός έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι ίσες με το μηδέν πραγματοποιείται με τη χρήση των στατιστικών συντελεστών t (t-statistics):

$$t = \frac{\overline{AR}_t - 0}{\frac{\sigma(\overline{AR}_t)}{\sqrt{N}}} \quad (8)$$

όπου:

$\sigma(\overline{AR}_t)$ = η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων.

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας των αθροιστικών μέσων αποδόσεων χρησιμοποιείται ο στατιστικός συντελεστής t :

$$t = \frac{CAR_{(ta,tb)} - 0}{\frac{\sigma(CAR_{ta,tb})}{\sqrt{N}}} \quad (9)$$

όπου:

$\sigma(CAR_{ta,tb})$ = η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου των μέσων έκτακτων αποδόσεων κατά την περίοδο προσδιορισμού

ta : η πρώτη ημέρα υπολογισμού του CAR

tb : η τελευταία ημέρα υπολογισμού του CAR

3.4 Καθορισμός της υπό εξέτασης περιόδου

Συνηθίζεται, σε πολλές μελέτες η ημερομηνία ανακοίνωσης να αποκαλείται ημέρα 0. Σύμφωνα με τον Παπαϊωάννου et al. (2000), στην Ελλάδα υπάρχουν πέντε σημαντικές ημέρες κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους οι οποίες συνδέονται με την πληρωμή των μερισμάτων (a) η συνέλευση του διοικητικού συμβουλίου, το οποίο προτείνει την μερισματική καταβολή και προσκαλεί τους μετόχους στη γενική συνέλευση, (b) η δημοσιοποίηση της ημερομηνίας της γενικής συνέλευσης, (c) η ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος, (d) η ημέρα πραγματοποίησης της γενικής συνέλευσης, και (e) η επόμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος. Συνεπώς, στην παρούσα εργασία ως ημέρα 0 ορίζουμε την ημέρα κατά την οποία δημοσιοποιείται το ύψος του διανεμηθέντος (Brown & Warner (1985), Strong (1992), Travlos et al (2001), Dasilas (2007)).

Επιπλέον, ο καθορισμός της έκτασης της υπό εξέτασης περιόδου έχει απασχολήσει αρκετούς ερευνητές. Στην παρούσα εργασία, το γεγονός πραγματοποιείται σε ευκρινώς συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, με αποτέλεσμα η περίοδος να μπορεί να οριστεί με ευκολία. (Krivin et al., 2003). Αυτό το οποίο πρέπει να προσδιορίσουμε με προσοχή είναι στο πόσο χρόνος απαιτείται από την αγορά για την ενσωμάτωση της νέας πληροφορίας, στις τιμές των μετοχών. Ο Krivin et al., (2003) σε μελέτη του προτείνει τρεις πιθανές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό της έκτασης της υπό εξέτασης περιόδου: (a) μια συγκεκριμένη περίοδο, (b) μία *ad hoc* προσέγγιση και, (c) μία προσέγγιση η οποία να αφορά, στο πόσο γρήγορα η αγορά ενσωματώνει πλήρως την πληροφορία στις τιμές των μετοχών.

Ο Gurgul et al. (2003) στη μελέτη του χρησιμοποίησε ένα σχετικά μικρό χρονικό διάστημα ελέγχου, σχετικά με άλλες μελέτες. Ειδικότερα, ο Gurgul et al. (2003) προσπάθησε να εξετάσει την επίδραση της ανακοίνωσης των μερισμάτων σε μετοχές αυστριακών εταιρειών, χρησιμοποιώντας περίοδο πέντε ημερών, δύο ημέρες πριν (-2), δύο ημέρες μετά (+2) και την ημέρα της ανακοίνωσης (0). Την επιλογή του αυτή τη στήριξε σε μία έρευνα των Brown and Warner's (1985), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι όσο μεγαλύτερη η χρονική περίοδος τόσο μικρότερη η αξιοπιστία των στατιστικών αποτελεσμάτων.

Ακόμη μικρότερη χρονική περίοδο χρησιμοποίησε ο Lonie et al. (1996) στην προσπάθεια του να ερευνήσει τη Βρετανική χρηματαγορά για τυχόν έκτακτες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση των μερισμάτων. Η υπό εξέταση περίοδος ήταν τριών ημερών, μία ημέρα πριν την ανακοίνωση μία ημέρα μετά και την ημέρα 0. Αντίθετα, οι Asquith και Mullins (1983) εφάρμοσαν μία περίοδο 21 ημερών. Επιπλέον, οι Aharony και Swary (1980) εφάρμοσαν μία παρόμοια χρονικά περίοδο, 19 ημερών, της οποίας τα διαστήματα δεν ήταν συμμετρικά, 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση, 8 ημέρες μετά και η ημέρα της ανακοίνωσης (0). Επιπλέον, η πλειοψηφία των ερευνητών κάνουν χρήση μιας περιόδου 41 ημερών, 20 ημέρες πριν, 20 ημέρες μετά και η ημέρα της ανακοίνωσης (Divecha και Morse, 1983; Dasilas, 2007; Dasilas et al., 2008; Asimakopoulos et al., 2008). Οι παραπάνω ερευνητές υποστηρίζουν ότι η συγκεκριμένη χρονική περίοδος είναι η καταλληλότερη, ώστε οι τιμές των μετοχών να

ενσωματώσουν την οποία διαθέσιμη πληροφορία μεταβιβάζει η ανακοίνωση του μερίσματος.

Τέλος, αποτελεί κοινή πρακτική, από πολλούς ερευνητές η χρήση περισσοτέρων της μίας υπό εξέταση χρονικές περιόδους. Ο Travlos et al. 2001 χρησιμοποίησε μία συμμετρική υπό εξέταση περίοδο 31 ημερών, 15 ημέρες πριν και 15 ημέρες μετά την ανακοίνωση. Επιπροσθέτως, ο Balachandran (1998) χρησιμοποίησε πολλαπλές υπό εξέταση περιόδους, εκ των οποίων η μεγαλύτερη δεν ξεπερνούσε τις 20 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση.

Η υπό εξέταση περίοδος, στην παρούσα εργασία είναι 41 ημερών, -20 ημέρες πριν, +20 ημέρες μετά και η ημέρα ανακοίνωσης 0. Η περίοδος που ξεκινά από την -100 ημέρα και τελειώνει στην +100 θεωρείται η περίοδος εκτίμησης, ενώ η περίοδος -20 ημέρες πριν, +20 ημέρες μετά και η ημέρα ανακοίνωσης 0 θεωρείται ως "event period".

3.5 Εμπειρικά αποτελέσματα

Στον πίνακα 1 παρουσιάζονται τα σημαντικότερα στατιστικά στοιχεία των μερισμάτων των εταιριών που απαρτίζουν το δείγμα, όπως μέσος όρος, μέγιστη τιμή, ελάχιστη τιμή, τυπική απόκλιση, κύρτωση, και ασυμμετρία. Ο μέσος όρος των μερισμάτων των εταιριών είναι 0,185759 σχετικά κοντά στο μέσο όρο 0,2241 σε μία αντίστοιχη έρευνα για τις ελληνικές εταιρίες στο άρθρο «Signaling with mandatory dividends: the case of the Greek Stock Market». Αντίστοιχα στον πίνακα 2 παρουσιάζονται τα σημαντικότερα στατιστικά στοιχεία των κερδών των εταιριών που απαρτίζουν το δείγμα, όπως μέσος όρος, μέγιστη τιμή, ελάχιστη τιμή, τυπική απόκλιση, κύρτωση, και ασυμμετρία. Ο μέσος όρος των κερδών κυμαίνεται στα 0,342516735.

Στη συνέχεια, ακολουθώντας την παραπάνω διαδικασία σύμφωνα με τους Brown και Warner (1985), στους πίνακες 3,5,7,9,11 και 13 παρουσιάζονται οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις (daily average excess abnormal returns) και τα αντίστοιχα t – statistics για την περίοδο ελέγχου, η οποία ορίζεται 20 μέρες πριν την ανακοίνωση του μερίσματος και 20 μέρες μετά την ανακοίνωση, θεωρώντας ως 0 τη μέρα της ανακοίνωσης. Στους πίνακες 4,6,8,10,12 και 14 παρατίθενται οι αθροιστικές ημερήσιες μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average excess abnormal returns) για τις περιόδους [-20,-1], [-10,-1], [-5,-1], [-2,-1], [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20]. Όλες οι εκτιμώμενες αποδόσεις είναι cross sectional.

Για την πρώτη κατηγορία των εταιριών, όπου η ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) είναι μεγαλύτερη από την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS), παρατηρούμε σύμφωνα με τον πίνακα 3 ότι την ημέρα $t+1$ δηλαδή μια μέρα μετά την ανακοίνωση για τις 84 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που αυξάνουν τα μερισματά τους (daily average excess abnormal returns) κυμαίνονται στο 0.010824534 και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t -statistics 3.208521495. Αυτό συνεπάγεται ότι για τις εταιρίες που αυξάνουν τα μερισματά σε μεγαλύτερο ποσοστό συγκριτικά με τα κέρδη την περίοδο $t+1$ καθώς και για τις περιόδους [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20], [1,5] η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την πληροφορία από τις ανακοινώσεις των μερισμάτων πολύ γρήγορα, αμέσως μια μέρα μετά την ανακοίνωση. Σύμφωνα με τον πίνακα 4, η μη στατιστική σημαντικότητα των CAR(-20,-1), CAR(-10,-1), CAR(-5,-1) and CAR(-2,-1) υποδηλώνει, ότι η περίοδος πριν την ανακοίνωση του μερίσματος δεν ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να μην επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και την τιμή της μετοχής.

Αντίθετα με τους Michaely, Thaler και Womack (1995) για την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και παρατηρώντας τα αποτελέσματα των CAR [0,+2], CAR [0,+5], CAR [0,+10], CAR [0,+20] όπου είναι 0.011806553, 0.016598757, 0.03217936, 0.0444896 αντίστοιχα και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics 2.020497031, 2.200322187, 2.875919941, 2.87769382, 1.983466247 αντίστοιχα, επιβεβαιώνεται η υπόθεση των Balachandran (2001) και του Fukuda (2000) όπου υποστηρίζουν ότι η αγορά αντιδρά υπερβολικά στις ανακοινώσεις μεταβολής του μερίσματος και η αντίδραση αυτή εξασθενεί ύστερα από κάποιο χρονικό διάστημα και συνεπώς οι μη φυσιολογικές αποδόσεις για το διάστημα που ακολουθεί την ανακοίνωση θα πρέπει να είναι μικρότερες από τις αντίστοιχες των πρώτων ημερών και πιθανώς να έχουν αντίθετη φορά. Στη συγκεκριμένη κατηγορία εταιριών οι μη φυσιολογικές αποδόσεις εξασθενούν τελείως μετά την ανακοίνωση του μερίσματος, εφόσον καμία μη φυσιολογική απόδοση δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Η θετική τιμή και η στατιστική σημαντικότητα των CAR [0,+2], CAR [0,+5], CAR [0,+10], CAR [0,+20] υποδηλώνουν ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών δεν αλλάζουν (no reversion), επειδή δεν υπάρχει επακόλουθη σχέση των αποδόσεων την ημέρα t+1 δηλαδή μια μέρα μετά την ανακοίνωση των επενδυτών με οποιαδήποτε μέρα κατά την περίοδο ελέγχου, εφόσον οι αποδόσεις εξασθενούν.

Για την δεύτερη κατηγορία των εταιριών, όπου η ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) είναι ισόποση με την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS), σύμφωνα με τον πίνακα 5 παρατηρούμε ότι την ημέρα 0 και t+1 δηλαδή τη μέρα της ανακοίνωσης και μια μέρα μετά την ανακοίνωση για τις 128 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που αυξάνουν τα μερισματά τους ισόποσα με τα κέρδη (daily average excess abnormal returns), κυμαίνονται στο 0.007715653 και 0.007518192 αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics 2,995039 και 2,918389. Αυτό συνεπάγεται ότι για τις εταιρίες που αυξάνουν τα μερισματά ισόποσα με τα κέρδη την περίοδο 0 και t+1 καθώς και για τις περιόδους [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20], [1,5] η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την πληροφορία από τις ανακοινώσεις των μερισμάτων αμέσως, δηλαδή την ημέρα της ανακοίνωσης.

Από τον πίνακα 6 η θετική τιμή και η στατιστική σημαντικότητα των CAR [0,+2], CAR [0,+5], CAR [0,+10], CAR [0,+20] υποδηλώνουν ότι οι αντιδράσεις των επενδυτών δεν αλλάζουν (no reversion), επειδή δεν υπάρχει επακόλουθη σχέση της αρχικής αντίδρασης την ημέρα 0 και t+1 με οποιαδήποτε μέρα κατά την περίοδο ελέγχου, εφόσον οι αποδόσεις εξασθενούν.

Για την πέμπτη κατηγορία των εταιριών, όπου η ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) είναι μικρότερη από την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS), παρατηρούμε σύμφωνα με τον πίνακα 7 ότι την ημέρα 0, t+2 και t+3 για τις 340 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που αυξάνουν τα μερισματά λιγότερο σε σχέση με τα κέρδη (daily average excess abnormal returns), κυμαίνονται στο 0,003072889, 0,004239357, 0,004784851, 0,003897135 αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics 0,053407, 0,008364, 0,003088 και 0,015 αντίστοιχα. Αυτό συνεπάγεται ότι για τις εταιρίες που αυξάνουν τα μερισματά λιγότερο σε σχέση με τα κέρδη την περίοδο t -4, 0, t+2, t+3 καθώς και για τις περιόδους [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20], [1,5] η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Τα παραπάνω αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές εφόσον αντιδρούν αμέσως την ημέρα της ανακοίνωσης και ενώ οι εταιρίες παρουσιάζουν ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) μικρότερη από την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS), θα περιμέναμε μείωση της τιμής της μετοχής, αντίθετα η αύξηση της τιμής της μετοχής δηλώνει ότι η ανακοίνωση του μερίσματος πιθανώς ήταν καλύτερη από αυτό που περίμεναν οι επενδυτές. Τα παραπάνω αποτελέσματα εξηγούνται από Behavioral model και το "Prospect theory" όπου οι επενδυτές παραβλέπουν ένα αρνητικό νέο. Η θετική τιμή και η στατιστική σημαντικότητα των CAR [0,+2], CAR [0,+5], CAR [0,+10], CAR [0,+20] σύμφωνα με τον πίνακα 8, επιβεβαιώνει ότι η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Για την έκτη κατηγορία των εταιριών, όπου η ποσοστιαία μείωση του μερίσματος (DPS) είναι μικρότερη από την ποσοστιαία μείωση των κερδών (EPS), παρατηρούμε κι από τον πίνακα 9 ότι την ημέρα t-6, 0 και t+5 για τις 64 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που μειώνουν τα μερισματά λιγότερο σε σχέση με τη μείωση των κερδών (daily average excess abnormal returns), κυμαίνονται στο -0,010878417, 0,009041936 και 0,007453002 αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics 0,002795, 1,22E-02 και 0,0376 αντίστοιχα. Αυτό συνεπάγεται ότι για τις εταιρίες που μειώνουν τα μερισματά λιγότερο σε σχέση με τη μείωση των κερδών την περίοδο t -6, 0,

$t+5$ καθώς και για τις περιόδους $[0,+10]$, $[0,+20]$ όπως φαίνεται και στον πίνακα 10, η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Εφόσον οι εταιρίες παρουσιάζουν ποσοστιαία μείωση του μερίσματος (DPS) μικρότερη από την ποσοστιαία μείωση των κερδών (EPS) οι επενδυτές το εκλαμβάνουν σαν θετικό νέο αφού τα μερίσματα δεν μειώθηκαν στο βαθμό που μειώθηκαν τα κέρδη και γι αυτό αντιδρούν άμεσα και θετικά την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων.

Για την έβδομη κατηγορία των εταιριών, όπου έχουμε ποσοστιαία μείωση του μερίσματος (DPS) παράλληλα με την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS), παρατηρούμε ότι την ημέρα 0, δηλαδή για τη μέρα της ανακοίνωσης, για τις 43 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που μειώνουν τα μερίσματα ενώ παράλληλα αυξάνουν τα κέρδη (daily average excess abnormal returns), κυμαίνονται στο 0,01166099 και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics 0,021506 όπως φαίνεται κι από τον πίνακα 11. Αυτό συνεπάγεται ότι για τις εταιρίες που μειώνουν τα μερισμάτα ισόποσα και παράλληλα αυξάνουν κέρδη την περίοδο 0, καθώς και για την περίοδο $[0,+2]$ (πίνακας 12), η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Εφόσον οι επενδυτές γνωρίζουν ότι οι εταιρίες της συγκεκριμένης κατηγορίας οι οποίες παρουσιάζουν ποσοστιαία μείωση του μερίσματος (DPS) παράλληλα με την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS) θα ανανέναμε ορθολογικά μείωση της τιμής της μετοχής, αλλά παρατηρούμε μια άνοδο της τιμής της μετοχής η οποία ερμηνεύεται ότι οι εταιρίες με επιτυχημένη πορεία ίσως παρακρατούν κέρδη, λόγω του ότι συγκριτικά με την έκδοση μερισμάτων και νέων μετοχών η εσωτερική χρηματοδότηση είναι λιγότερο δαπανηρή. Ενδεχομένως να έχουν παρουσιαστεί για την εταιρία σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες, οπότε η εταιρίες αυτές χησιμοποιούν μέρος των κερδών τους για τη χρηματοδότηση και αξιοποίηση των επενδύσεων αυτών. Έτσι, η τιμή της μετοχής τους παραμένει υψηλή. Αντίθετα, λιγότερο επιτυχημένες εταιρίες ίσως προτιμήσουν τη διανομή μερισμάτων ως μια μέθοδο αποεπένδυσης.

Τέλος, για την όγδοη κατηγορία των εταιριών, όπου έχουμε ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) παράλληλα με την ποσοστιαία μείωση των κερδών (EPS), παρατηρούμε σύμφωνα και με τον πίνακα 13 ότι την ημέρα 0 και $t+1$, δηλαδή για τη μέρα της ανακοίνωσης και την επόμενη μέρα για τις 357 ανακοινώσεις μερισμάτων, οι μέσες ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που ανήκουν σ αυτή την κατηγορία (daily average excess abnormal returns), κυμαίνονται στο 0,007749643 και 0,00428821

αντίστοιχα και είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1% με t-statistics $1,23E-05$ και $0,011599$ αντίστοιχα. Αυτό συνεπάγεται και από τον πίνακα 14 ότι για τις εταιρίες της κατηγορίας αυτής την περίοδο 0, t+1 καθώς και για τις περιόδους [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20], [1,+5], η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής.

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την πληροφορία από τις ανακοινώσεις των μερισμάτων πολύ γρήγορα, αμέσως μια μέρα μετά την ανακοίνωση. Η θετική τιμή και η στατιστική σημαντικότητα των CAR κατά τις περιόδους [0,+2], [0,+5], [0,+10], [0,+20], [1,+5] υποδηλώνει την ταχύτερη αντίδραση των επενδυτών. Επίσης από τα αποτελέσματα της όγδοης κατηγορίας μπορεί να προκύψει το συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση του μερίσματος παίζει τεράστιο ρόλο και επηρεάζει άμεσα τους ενδυτές οι οποίοι φαίνεται να δίνουν μεγάλη σημασία στις μερισματικές μεταβολές επιβεβαιώνοντας έτσι το γεγονός πως οι αλλαγές στα μερίσματα εμπεριέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη μελέτη αυτή ερευνήθηκε αν οι ανακοινώσεις μερισμάτων από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Μ. Βρετανίας ενσωματώνουν νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να μην επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

Τα συμπεράσματα που καταλήγουμε είναι τα εξής: η ανακοίνωση του μερίσματος ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και να αυξάνει τη τιμή της μετοχής σε όλες τις κατηγορίες των εταιριών.

Γενικά, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές αντιλαμβάνονται την πληροφορία από τις ανακοινώσεις των μερισμάτων πολύ γρήγορα, αμέσως μια μέρα μετά την ανακοίνωση. Η περίοδος πριν την ανακοίνωση του μερίσματος δεν ενσωματώνει νέες πληροφορίες για την αγορά (και τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας), με αποτέλεσμα να μην επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και την τιμή της μετοχής εκτός από την περίπτωση των εταιριών όπου η ποσοστιαία αύξηση του μερίσματος (DPS) είναι μικρότερη από την ποσοστιαία αύξηση των κερδών (EPS).

Για την παραπάνω κατηγορία εταιριών, τα αποτελέσματα μπορούν να υποδεικνύουν ότι η αύξηση της τιμής της μετοχής δηλώνει ότι η ανακοίνωση του μερίσματος ήταν καλύτερη από αυτό που περίμεναν οι επενδυτές. Τα παραπάνω αποτελέσματα εξηγούνται από Behavioral model και το "Prospect theory" όπου οι επενδυτές παραβλέπουν ένα αρνητικό νέο.

Οι αντιδράσεις των επενδυτών, γενικά, δεν αλλάζουν (no reversion), επειδή δεν υπάρχει επακόλουθη σχέση της αρχικής αντίδρασης την ημέρα 0 και t+1 με οποιαδήποτε μέρα κατά την περίοδο ελέγχου, εφόσον οι αποδόσεις εξασθενούν.

Ειδικές περιπτώσεις αποτελούν οι εταιρίες, όπου η ποσοστιαία μείωση του μερίσματος (DPS) είναι μικρότερη από την ποσοστιαία μείωση των κερδών (EPS), όπου τα αποτελέσματα είναι απόρροια της ασυμμετρίας πληροφόρησης, τα οποία υποδεικνύουν ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι μειώσεις των κερδών είναι βραχυχρόνιες ή περιστασιακές διακυμάνσεις οι οποίες οφείλονται σε κυκλικότητα του κλάδου ή σε σημαντική κεφαλαιακή απαξίωση, οι οποίες επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική οδηγώντας σε μείωση των μερισμάτων χωρίς να επηρεάζεται καθοδικά η τιμή της μετοχής.

Επιπλέον και οι εταιρίες όπου μειώνουν τα μερισματά ισόποσα και παράλληλα αυξάνουν τα κέρδη τους, όπου παρατηρούμε μια άνοδο της τιμής της μετοχής η οποία ερμηνεύεται ότι οι εταιρίες με επιτυχημένη πορεία ίσως παρακρατούν κέρδη, λόγω του ότι συγκριτικά με την έκδοση μερισμάτων και

νέων μετοχών η εσωτερική χρηματοδότηση είναι λιγότερο δαπανηρή. Παρόλαυτα, η τιμή της μετοχής τους παραμένει υψηλή. Αντίθετα, λιγότερο επιτυχημένες εταιρίες ίσως προτιμήσουν τη διανομή μερισμάτων ως μια μέθοδο αποεπένδυσης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aharony J. – I. Swary (1980), Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, vol. 35, no.1, pp. 1-12

Allen F. – R. Michaely (2002), Payout Policy, *North-Holland Handbook of Economics*

Balachandran B. (2001), Price Reactions to UK Dividend Reductions: Interim vs. Final – A note

Benartzi, S., R. Michaely and R. Thaler (1997), "Do changes in dividends signal the future or the past?", *Journal of Finance* 52 (3):1007-1043.

Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, 10(1): 259-270.

Brav, A., J. R. Graham, H. R. Campell and R. Michaely (2005), "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics*, 77: 483-527

Brealey R.A. – S.C. Myers (2003), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw- Hill, 7th edition

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.

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

Fama E.F. – H. Babiak (1968), Dividend Policy: An Empirical Analysis, *Journal of the American Statistical Association*, no. 63, pp. 1132 -1161

Fuller K., A., Thankor (2002) "Signaling, Free Cash Flow and Nonmonotonic dividends". Working Paper

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.

Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan (2002), "Are dividend changes a sign of maturity?", *The Journal of Business* 75: 387-424.

Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, 1988, Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions, *Journal of Financial Economics* 21, 149-176

Jensen, M.C. (1986), "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76(2):323-329.

Lang L. – R. Litzenger (1989), Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 137-154

Lintner, J. (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *American Economic Review* 46 (2):97-113

Mikhail M.B., B.R., Walther, R.H., Willis (1999) "Dividend change and earnings quality" Working Paper.

Miller, M., and F. Modigliani (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business* 34:411-433

Miller, M., and K. Rock (1985), "Dividends and taxes", *Journal of Finance* 40 (4):1031-1051

Nissim, Doron, and Amir Ziv, 2001, "Dividend changes and future profitability," *Journal of Finance*, 56, 2111-2133.

Penman, Stephen H., 1983, "The predictive content of earnings forecasts and dividends," *Journal of Finance*, 38, 1181-1199.

Travlos N., L. Trigeorgis, N. Vafeas (2001), "Shareholder wealth effects of dividend policy changes in an emerging stock market: The case of Cyprus", *Multinational Finance Journal* : 87-112.

Watts, Ross, 1973, "The information content of dividends," *Journal of Business*, 46, 191- 211.

Yoon, Pyung S., and Laura Starks, 1995, Signaling investment opportunities, and dividend announcements, *Review of Financial Studies*, 8, 995-1018.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για τα μερίσματα για την περίοδο 2007-2010

DIVIDEND PER SHARE (DPS)						
N	Average	Max	Min	Std Dev	Skew	Kurt
1022	0,185759	5,473	0	0,374327	9,11691	108,3202

Πίνακας 1: Στατιστικά στοιχεία του δείγματος για τα κέρδη για την περίοδο 2007-2010

EARNINGS PER SHARE (EPS)						
N	Average	Max	Min	Std Dev	Skew	Kurt
1022	0,342516735	11,717	-10,97	1,004879441	0,066506	47,0855

Όπου

N: Αναφέρεται στο συνολικό αριθμό της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Average DPS / EPS: αναφέρεται μέσο όρο της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Max DPS / EPS: αναφέρεται στη μέγιστη τιμή της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Min DPS / EPS: αναφέρεται στην ελάχιστη τιμή της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Std Dev: Αναφέρεται στην τυπική απόκλιση της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Skew: Αναφέρεται στο επίπεδο της ασυμμετρίας της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Kurt: αναφέρεται στο επίπεδο της κυρτότητας της κατανομής των μερισμάτων / κερδών

Πίνακας 3: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (1)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.001434875	0.425314226	0.671778758
t-19	-0.001505901	-0.446367057	0.65656889
t-18	0.001903266	0.564150848	0.574270107
t-17	-0.000988314	-0.292948176	0.7703397
t-16	-0.001146609	-0.339868681	0.734868935
t-15	0.002105597	0.624124044	0.534367319
t-14	-9.35E-05	-0.027713622	0.977961344
t-13	1.08E-05	0.003201281	0.997453925
t-12	-7.40E-05	-0.021934871	0.982555925
t-11	0.002472163	0.73277862	0.465889913
t-10	0.004626518	1.371355406	0.174196587
t-9	0.003576899	1.060235644	0.292309465
t-8	-0.000246719	-0.073130555	0.941889438
t-7	-0.001601756	-0.474779588	0.636270745
t-6	-0.002877951	-0.853059166	0.396238503
t-5	0.001415605	0.419602334	0.675929456
t-4	0.00377517	1.119005535	0.266572022
t-3	-0.004175822	-1.237763631	0.219516643
t-2	0.000640841	0.189952807	0.849839586
t-1	0.001904961	0.564653343	0.573929884
0	0.001804571	0.534896504	0.594243047
t+1	0.010824534	3.208521495	0.001936752 *
t+2	-0.000822553	-0.243814483	0.808014645
t+3	0.003354092	0.994193137	0.323203104
t+4	0.001438111	0.426273331	0.671082794
t+5	0.001596787	0.473306748	0.637316314
t+6	0.003915774	1.160682348	0.249311169
t+7	0.005155392	1.528119981	0.130528062
t+8	0.003132808	0.928601712	0.355960326
t+9	0.00119814	0.355142956	0.723441031
t+10	0.000581703	0.172423644	0.863551095
t+11	0.002466732	0.731168826	0.466866892
t+12	0.001806449	0.535453214	0.593859956
t+13	0.003713373	1.10068812	0.27441766
t+14	0.000722734	0.214226936	0.830929141
t+15	-0.000789734	-0.23408665	0.815531042
t+16	-0.001756549	-0.520662245	0.604076983
t+17	0.006259944	1.855522171	0.067299381
t+18	-0.003046077	-0.902893657	0.36936225
t+19	0.001332181	0.394874307	0.694013393
t+20	0.001601188	0.474611363	0.636390131

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 4: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την κατηγορία (1) και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
car(-20,-1)	0.011156124	0.739424913	4.62E-01
car(-10,-1)	0.007037746	0.659673929	5.11E-01
car(-5,-1)	0.003560755	0.472011763	6.38E-01
car(-2,-1)	0.002545802	0.533587126	0.595144527
car(0,+2)	0.011806553	2.020497031	0.046764399 **
car(0,+5)	0.016598757	2.200322187	3.07E-02 **
car(0,+10)	0.03217936	2.875919941	5.19E-03 *
car(0,+20)	0.0444896	2.87769382	5.17E-03 *
car(1,5)	0.016390972	1.983466247	5.08E-02

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 5: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (2)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.002356603	0.914778917	0.363127026
t-19	0.000684027	0.265523358	0.79130684
t-18	0.001471832	0.571331196	0.569417796
t-17	0.002991874	1.161376644	0.249030522
t-16	0.002597119	1.008141918	0.316503581
t-15	-0.001315442	-0.510624164	0.611056412
t-14	2.55E-03	0.990537102	0.324974553
t-13	1.25E-03	0.486466104	0.6280008
t-12	1.73E-03	0.670558733	0.504482357
t-11	0.00101469	0.393879367	0.694744823
t-10	-0.000376523	-0.146157524	0.884174113
t-9	0.001764633	0.684989819	0.49538092
t-8	-0.0042677	-1.656623026	0.101613263
t-7	0.001798068	0.697968606	0.487272373
t-6	0.00140481	0.5453148	0.587093046
t-5	0.000915322	0.35530686	0.723318736
t-4	-0.000192462	-0.07470923	0.940637337
t-3	0.004596003	1.784062557	0.07830257
t-2	0.00151276	0.587218496	0.558752975
t-1	0.000468176	0.181735097	0.856262076
0	0.007715653	2.995038626	0.003676392 *
t+1	0.007518192	2.918388988	0.00459556 *
t+2	0.004845615	1.88095625	0.063709818
t+3	-0.00109393	-0.424638535	0.672269239
t+4	0.002474761	0.960645054	0.33969919
t+5	0.000647893	0.251497145	0.802091191
t+6	0.00107192	0.41609448	0.678483527
t+7	-0.000538787	-0.209144621	0.834880594
t+8	0.002910282	1.129704421	0.262062973
t+9	0.000344175	0.133600678	0.894062449
t+10	0.002694516	1.045949103	0.298815088
t+11	0.002064345	0.801331353	0.425374224
t+12	-0.001161167	-0.450738331	0.65342865
t+13	-0.001843106	-0.715451348	0.476466424
t+14	0.004478975	1.738634881	0.086044711
t+15	0.004524797	1.756421926	0.082941296
t+16	0.001386825	0.538333679	0.591879654
t+17	0.000925104	0.359104252	0.720487383
t+18	-0.000378076	-0.146760354	0.883699843
t+19	0.004888075	1.89743818	0.061470849
t+20	0.001304386	0.506332469	0.614051486

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 6: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (2)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value	
car(-20,-1)	0.022956219	1.992577086	4.98E-02	**
car(-10,-1)	0.007623086	0.935751624	3.52E-01	
car(-5,-1)	0.007299799	1.267230607	2.09E-01	
car(-2,-1)	0.001980936	0.5437323	0.588176485	
car(0,+2)	0.02007946	4.500089622	2.34E-05	*
car(0,+5)	0.02146029	3.725463835	3.67E-04	*
car(0,+10)	0.028590289	3.346200517	1.26E-03	*
car(0,+20)	0.044780448	3.793224477	2.92E-04	*
car(1,5)	0.014392531	2.280821514	2.53E-02	**

*Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

**Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 7: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (5)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	$\overline{AR}_{i,t}$ (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.001157321	0.738689255	0.46231271
t-19	0.002595679	1.65675707	0.101586064
t-18	-0.000267981	-0.171045591	0.864630858
t-17	0.001510696	0.964239698	0.337905766
t-16	0.002356208	1.503908718	0.136643328
t-15	0.000104263	0.066548649	0.947111311
t-14	1.07E-03	0.681634643	0.497488966
t-13	-8.85E-04	-0.564597884	0.573967429
t-12	1.94E-03	1.235637098	0.220302071
t-11	-0.000750901	-0.479281122	0.633079692
t-10	0.002390471	1.525778277	0.131109909
t-9	-0.000988259	-0.630780973	0.530027684
t-8	-4.10E-05	-0.026181906	0.979179117
t-7	0.000896965	0.572510265	0.568622919
t-6	0.001804682	1.151883416	0.25288739
t-5	0.00061582	0.393062579	0.695345501
t-4	0.003072889	1.961348942	0.053406976 *
t-3	0.002797076	1.785303809	0.078099413
t-2	-0.000166268	-0.106124834	0.915755771
t-1	0.001984154	1.266436066	0.209125989
0	0.004239357	2.705876288	0.008363952 *
t+1	0.002921366	1.864635541	0.065994154
t+2	0.004784851	3.054051469	0.003088204 *
t+3	0.003897135	2.487444484	0.015000394 **
t+4	-0.000792082	-0.505566449	0.614586767
t+5	-0.001694549	-1.081588715	0.282767946
t+6	0.001688186	1.077527394	0.284565963
t+7	0.001444954	0.922278366	0.359227437
t+8	0.001079359	0.688927698	0.492912979
t+9	0.000830929	0.530361268	0.597368175
t+10	0.00191679	1.223439135	0.224847071
t+11	0.000688303	0.439326599	0.661639627
t+12	-0.000354699	-0.226395791	0.821485842
t+13	0.000475324	0.303387725	0.762402152
t+14	7.04E-05	0.044930352	0.964277654
t+15	-0.000269008	-0.171700903	0.864117361
t+16	0.001310328	0.836349563	0.405513202
t+17	0.000447574	0.285675292	0.775884109
t+18	0.002162569	1.38031388	0.171433195
t+19	0.00236273	1.50807167	0.135576096
t+20	0.003687441	2.353602205	0.021111225

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 8: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (5)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value	
car(-20,-1)	0.021191059	3.024444318	3.37E-03	*
car(-10,-1)	0.01236651	2.496060274	1.47E-02	**
car(-5,-1)	0.008303671	2.370243935	2.02E-02	**
car(-2,-1)	0.001817886	0.82046394	0.414452052	
car(0,+2)	0.011945575	4.402043672	3.37E-05	
car(0,+5)	0.015050628	4.296131168	4.96E-05	*
car(0,+10)	0.020316296	3.909814133	1.96E-04	*
car(0,+20)	0.030897251	4.303463463	4.83E-05	*
car(1,5)	0.009116721	2.375587139	2.00E-02	**

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 9: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (6)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.001318265	0.374141244	0.70931439
t-19	0.005283745	1.499597807	0.137755445
t-18	0.002786629	0.790882726	0.431410659
t-17	0.003775891	1.071648689	0.287182508
t-16	0.000561739	0.159428965	0.873743031
t-15	-0.005816035	-1.650668869	0.102827378
t-14	2.37E-03	0.672187402	0.503450703
t-13	1.30E-03	0.367914519	0.713933495
t-12	-1.57E-03	-0.446047446	0.656798737
t-11	-2.27E-03	-0.645095238	0.52075846
t-10	0.002607889	0.740153875	0.461428722
t-9	-0.000406181	-0.115279739	0.908519656
t-8	-3.24E-03	-0.918484703	0.361196715
t-7	-0.002236348	-0.634705647	0.527477778
t-6	-0.010878417	-3.087440874	0.00279542 *
t-5	0.00070509	0.200114012	0.84191224
t-4	-0.005285453	-1.500082694	0.137630001
t-3	0.005219037	1.481232977	0.142573016
t-2	-0.001560005	-0.442750397	0.659171716
t-1	-0.003236365	-0.918523945	0.361176309
0	0.009041936	2.56622284	1.22E-02 **
t+1	0.000547185	0.155298389	0.876987272
t+2	-0.000620613	-0.176138234	0.860641852
t+3	0.001747836	0.496059386	0.621247469
t+4	0.000491981	0.139630715	0.889311688
t+5	0.007453002	2.115262211	0.03759971 **
t+6	0.004559862	1.29415019	0.199432193
t+7	0.004496961	1.276297868	0.205637416
t+8	0.000999276	0.283607931	0.777462282
t+9	0.0005267	0.14948464	0.88155707
t+10	0.001789035	0.507752254	0.613059921
t+11	-0.001440949	-0.408960712	0.683689231
t+12	-0.003245783	-0.921196846	0.359788148
t+13	0.001459271	0.41416079	0.679893062
t+14	5.61E-03	1.593444891	0.115104963
t+15	-0.000883121	-0.250641605	0.80275026
t+16	-0.004272099	-1.212479263	0.22898866
t+17	0.002500978	0.709811245	0.479937837
t+18	0.003452516	0.979870388	0.330179604
t+19	-0.002639247	-0.749053726	0.456077857
t+20	0.005909709	1.677254991	0.097495929

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 10: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (6)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
car(-20,-1)	-0.010576586	-0.671217817	5.04E-01
car(-10,-1)	-0.01830698	-1.643045834	1.04E-01
car(-5,-1)	-0.004157696	-0.527716536	5.99E-01
car(-2,-1)	-0.00479637	-0.962566319	0.338739868
car(0,+2)	0.008968508	1.469577557	1.46E-01
car(0,+5)	0.011208324	1.422619137	1.59E-01
car(0,+10)	0.031033161	2.655599818	9.60E-03 *
car(0,+20)	0.037488846	2.321803076	2.29E-02 **
car(1,5)	0.009619391	1.114563748	2.68E-01

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 11: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (7)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.001087607	0.21884374	0.827343389
t-19	0.002528057	0.508684988	0.612408901
t-18	0.002993483	0.602336047	0.548697561
t-17	-0.006407478	-1.289285921	0.201108961
t-16	-0.003422612	-0.68868371	0.493065695
t-15	-0.006899518	-1.388292019	0.169000477
t-14	3.86E-03	0.777589202	0.43916338
t-13	-5.21E-03	-1.047719785	0.29800347
t-12	-6.09E-04	-0.12258132	0.902753937
t-11	-0.000601099	-0.120950539	0.904041247
t-10	0.002098207	0.42219251	0.674045982
t-9	0.005757732	1.158546638	0.250175874
t-8	-3.99E-03	-0.803698235	0.424013832
t-7	-0.003330356	-0.670120266	0.504760291
t-6	0.008193624	1.648686624	0.103234179
t-5	0.005040189	1.014165625	0.313639348
t-4	-0.009481246	-1.907776586	0.060100611
t-3	0.000630048	0.126775646	0.899444214
t-2	0.005172591	1.040807168	0.301180489
t-1	0.006631655	1.334393863	0.185957361
0	0.011660099	2.346196254	0.021506345
t+1	0.002752401	0.553826636	0.581281744
t+2	0.008180712	1.646088516	0.103769342
t+3	-0.00033641	-0.067690964	0.946204862
t+4	-0.003867176	-0.778136989	0.43884231
t+5	0.002467983	0.4965971	0.620869891
t+6	0.000314566	0.063295727	0.949692945
t+7	0.006439378	1.295704662	0.198898551
t+8	-0.002852867	-0.574041971	0.567591118
t+9	0.004335764	0.872424272	0.385654678
t+10	-0.007512491	-1.511632034	0.134668562
t+11	0.006801995	1.368668992	0.175031831
t+12	-0.00378584	-0.761770844	0.448494015
t+13	-0.006515031	-1.310927317	0.193728807
t+14	-9.30E-04	-0.187142157	0.852035109
t+15	0.007923343	1.594301897	0.114912779
t+16	0.004803832	0.966606899	0.336728124
t+17	0.002594025	0.521958788	0.60317817
t+18	0.001711883	0.344457826	0.731428999
t+19	-0.004313352	-0.86791452	0.38810359
t+20	-0.0004213	-0.084772229	0.932659681

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 12: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (7)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
car(-20,-1)	0.004044979	0.181996629	8.56E-01
car(-10,-1)	0.016718234	1.063781662	2.91E-01
car(-5,-1)	0.007993237	0.719283014	4.74E-01
car(-2,-1)	0.011804246	1.679520756	0.097052172
car(0,+2)	0.022593212	2.624698644	1.04E-02 **
car(0,+5)	0.018389626	1.654817067	1.02E-01
car(0,+10)	0.021581958	1.309352575	1.94E-01
car(0,+20)	0.029451456	1.293180722	2.00E-01
car(1,5)	0.009197509	0.755538702	4.52E-01

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 13: Μέσες ημερήσιες cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (8)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
t-20	0.00116433	0.701900315	0.484830516
t-19	0.002879909	1.736114109	0.086492166
t-18	0.000609104	0.367190186	0.714471517
t-17	0.002604744	1.570234733	0.120408527
t-16	-0.002125712	-1.281456842	0.203829711
t-15	-0.000929268	-0.560196748	0.576950689
t-14	-5.00E-04	-0.301563781	0.763787151
t-13	1.70E-03	1.02740731	0.307404305
t-12	8.80E-05	0.053069364	0.957812326
t-11	8.13E-05	0.0490023	0.961042723
t-10	0.001842614	1.110795193	0.270068977
t-9	-0.000471543	-0.28426326	0.776961919
t-8	4.21E-04	0.253748515	0.800357527
t-7	-0.001771233	-1.067763816	0.288920677
t-6	0.000541898	0.326675752	0.744788122
t-5	0.002495299	1.50425712	0.136553758
t-4	0.002837119	1.710318675	0.091182013
t-3	0.000503704	0.303650921	0.76220236
t-2	-0.002506066	-1.510748041	0.134893443
t-1	0.003189492	1.922742353	0.058162862
0	0.007749643	4.6717673	1.23E-05 *
t+1	0.00428821	2.585089344	0.011599393 **
t+2	0.001974513	1.190308609	0.237535291
t+3	0.000317811	0.191588212	0.848562644
t+4	0.002643248	1.593446015	0.115104711
t+5	0.001126428	0.679051834	0.499115048
t+6	0.001408688	0.849208215	0.398364325
t+7	-0.001552875	-0.936129618	0.352095835
t+8	0.00227359	1.370602691	0.17443031
t+9	-0.000660509	-0.398178758	0.691586216
t+10	0.000380643	0.229465735	0.819107599
t+11	0.002114873	1.274922628	0.206121299
t+12	0.002881836	1.737276065	0.086285673
t+13	0.000308494	0.185971274	0.852950084
t+14	-2.06E-03	-1.239093909	0.219026351
t+15	0.001142765	0.688900359	0.492930089
t+16	-0.000235209	-0.141792554	0.887609461
t+17	0.001446953	0.872275718	0.385735193
t+18	0.000821181	0.495037551	0.621965273
t+19	0.00209482	1.262833976	0.21041105
t+20	0.002025546	1.221072939	0.225736576

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%

Πίνακας 14: Μέσες αθροιστικές cross sectional υπερβάλλουσες αποδόσεις (cumulative average cross sectional excess abnormal returns) για την **κατηγορία (8)** και τα αντίστοιχα t_{stat} των αποδόσεων

Event period day t	\overline{AR}_t (%)	t_{stat}	p-value
car(-20,-1)	0.012658681	1.706369045	9.19E-02
car(-10,-1)	0.007082208	1.350107066	1.81E-01
car(-5,-1)	0.006519548	1.757648277	8.27E-02
car(-2,-1)	0.000683426	0.291323972	0.77157687
car(0,+2)	0.014012366	4.876973132	5.57E-06 *
car(0,+5)	0.016973425	4.575978719	1.76E-05 *
car(0,+10)	0.01994939	3.626041636	5.11E-04 *
car(0,+20)	0.030495209	4.011635563	1.37E-04 *
car(1,5)	0.01035021	2.547258682	1.28E-02 **

* Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 1%

** Στατιστικά σημαντικό σε διάστημα εμπιστοσύνης 5%