



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΘΕΜΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ:

Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ-
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΗΣ ~~ΕΠΙ~~ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΣΤΗΝ
ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΙΑΤΡΙΔΗ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ : κ. Ν. ΤΣΑΓΚΑΡΑΚΗΣ
ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ : κ. ΕΜ. ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ
κ. Ν. ΦΙΛΙΠΠΑΣ



00140217

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ.ΕΠΙΣ	40217 + 3 disc
ΣΟΜΦ	23951 + 22713
ΤΑΞΙΣ	332. 63 ΙΑ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

1.ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διανομή μερίσματος είναι ο πιο συνηθισμένος τρόπος διανομής ρευστών στους μετόχους μιας επιχείρησης. Ο άλλος τρόπος είναι μέσω επαναγοράς μετοχών. Στην Ελλάδα τα μερίσματα πληρώνονται μία φορά κάθε χρόνο, ενώ οι εταιρίες μπορούν να καταβάλλουν μερίσματα και με τη μορφή μετοχών.

Η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση αναφέρεται στις αποφάσεις της όσον αφορά την κατανομή των κερδών μεταξύ μερισμάτων τα οποία θα διανεμηθούν στους μετόχους, και αποθεματικών που θα παραμείνουν στην εταιρία. Οι αποφάσεις αυτές λαμβάνονται δεδομένης της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. Το δίλημμα, κατά συνέπεια, στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής, είναι αν η επιχείρηση θα διανείμει χαμηλό μέρισμα, με συνέπεια τη χρηματοδότηση των επενδύσεών της από ίδια κεφάλαια, ή υψηλό μέρισμα, με αποτέλεσμα την χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που θα αντλήσει από την κεφαλαιαγορά.

Στη μελέτη αυτή θα ερευνηθεί αν η ανακοίνωση μη αναμενόμενων μερισμάτων επιφέρει έκτακτες αποδόσεις στις τιμές των μετοχών. Η περίοδος που θα ελεγχθεί είναι πέντε χρόνια, από 1/1/1996 έως 31/12/2000 για όλες τις εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ, εκτός των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Μη αναμενόμενο μέρισμα θα θεωρήσουμε, ακολουθώντας τη διεθνή βιβλιογραφία, αυτό που διαφέρει από το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου τουλάχιστον κατά 30%. Ως έκτακτες αποδόσεις ορίζουμε τη διαφορά των πραγματοποιηθέντων αποδόσεων από αυτές που θα αναμέναμε σύμφωνα με το μοντέλο της αγοράς.

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. Το γεγονός αυτό μπορεί να ελέγχεται από την εταιρία, όπως πχ η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ή να προέρχεται από εξωτερικούς παράγοντες, όπως η μεταβολή του θεσμικού πλαισίου που επηρεάζει τη λειτουργία των επιχειρήσεων.

Οι περισσότερες από τις μελέτες που πραγματοποιήθηκαν στο εξωτερικό πάνω στο συγκεκριμένο θέμα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μη αναμενόμενες

μεταβολές του μερίσματος οδηγούν σε μεταβολές των τιμών των μετοχών προς την ίδια κατεύθυνση. Αρκετοί ερευνητές όμως βρήκαν διαφοροποιημένα αποτελέσματα, αμφισβητώντας έτσι την εγκυρότητα του προηγούμενου συμπεράσματος.

Το ενδιαφέρον της παρούσας εμπειρικής μελέτης έγκειται στο γεγονός ότι στην Ελλάδα επικρατούν διαφορετικές συνθήκες τόσο στο θεσμικό περιβάλλον όσο και στον τρόπο λειτουργίας της αγοράς. Ως αποτέλεσμα, γεννούνται αμφιβολίες για το αν η Ελληνική αγορά αντιδρά με τον ίδιο τρόπο με τις αγορές του εξωτερικού σε μια ανακοίνωση μη αναμενόμενου μερίσματος.

Συγκεκριμένα, πολλοί μελετητές υποστηρίζουν ότι απαραίτητη συνθήκη για να ισχύει η ικανότητα των μερισμάτων να προβλέπουν την μελλοντική πορεία της επιχείρησης και κατά συνέπεια η θετική σχέση ανάμεσα στην μεταβολή του μερισμάτων και των τιμών των μετοχών είναι η δυσμενέστερη φορολογική αντιμετώπιση του εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με αυτό από κεφαλαιακά κέρδη. Την υπόθεση αυτή υποστήριξαν στις μελέτες τους οι Brattacharya (1979), John και Williams (1985), Bernheim (1991) και οι Bernheim και Wantz (1995). Η συνθήκη αυτή επικρατεί στις περισσότερες χώρες στις οποίες πραγματοποιήθηκαν οι παραπάνω έρευνες (πλην της Γερμανίας).

Στην Ελλάδα η συνθήκη αυτή όσον αφορά τη φορολογία δεν ισχύει. Με την πληρωμή φόρου εισοδήματος από την ίδια την επιχείρηση επέρχεται εξάντληση κάθε φορολογικής υποχρέωσης. Κατά συνέπεια δεν οφείλεται φόρος κατά τη διανομή μερίσματος αλλά ούτε και από την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Δημιουργείται, συνεπώς, το ερώτημα αν η ανακοίνωση μη αναμενόμενων μερισμάτων στην Ελλάδα κρύβει πληροφόρηση για την μελλοντική αξία της επιχείρησης, και κατά συνέπεια αν οδηγεί σε μεταβολή των τιμών των μετοχών. Αν συμβαίνει κάτι τέτοιο σημαίνει ότι η πιο αυστηρή φορολογία δεν είναι αναγκαία για να δώσει στα μερίσματα τον πληροφοριακό τους ρόλο και ότι πρέπει να υπάρχουν άλλοι παράγοντες που προσδίδουν στα μερίσματα την ικανότητα αυτή.

Παράλληλα, στην Ελλάδα είναι υποχρεωτική η καταβολή ενός ελαχίστου ποσού ως μέρισμα, εφόσον βέβαια τηρούνται οι απαραίτητες προϋποθέσεις. Κατά συνέπεια, η μερισματική πολιτική δεν έγκειται εξ'ολοκλήρου στην απόφαση του διοικητικού συμβουλίου, αλλά ελέγχεται, εν μέρει, από τους ισχύοντες νόμους. Έτσι,

αν πχ μια επιχείρηση επιθυμεί να διακόψει την καταβολή μερίσματος δεν μπορεί να το πραγματοποιήσει αν η νομοθεσία δεν δικαιολογεί την πράξη αυτή.

Μία ακόμη ιδιορρυθμία που επικρατεί στην ελληνική αγορά είναι ότι δεν υπάρχει μία επίσημη ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος. Φήμες διαρρέουν στον τύπο πολύ πριν την συνέλευση του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίες σταδιακά επιβεβαιώνονται.

Τέλος, ένας ακόμη λόγος πραγματοποίησης της έρευνας είναι το γεγονός ότι η Ελληνική αγορά δεν είναι τόσο ώριμη όσο οι αγορές των χωρών όπου πραγματοποιήθηκαν παρόμοιες μελέτες. Έτσι, οι επενδυτές πιθανόν να μην είναι τόσο ενημερωμένοι ή να μην αντιλαμβάνονται τα μηνύματα τα οποία εμπεριέχονται στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων, με αποτέλεσμα να μην οδηγούν τις τιμές των μετοχών στις αναμενόμενες αυξομειώσεις.

Παρά τη διαφοροποίηση της ελληνικής αγοράς από τις αντίστοιχες αγορές του εξωτερικού, τα αποτελέσματα της μελέτης μοιάζουν με αυτά των περισσότερων ερευνών που προηγήθηκαν, χωρίς βέβαια να υπάρχει πλήρης ταύτιση. Έτσι, ενώ η αγορά αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση μη αναμενόμενης αύξησης των μερισμάτων, η αντίδραση σε μια αντίστοιχη ανακοίνωση μείωσης είναι αμελητέα και μη στατιστικά σημαντική.

Η εργασία χωρίζεται σε επτά κύρια μέρη. Το πρώτο αποτελείται από την εισαγωγή. Στο δεύτερο παρουσιάζονται ο τρόπος διαμόρφωσης της μερισματικής πολιτικής, οι θεωρίες για την επίδραση που έχει στην αξία της επιχείρησης, οι λόγοι διανομής μερίσματος και προτίμησής του έναντι της επαναγοράς μετοχών. Επιπλέον παρατίθενται προγενέστερες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης. Στο τρίτο μέρος αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο που ισχύει στην Ελλάδα. Στο τέταρτο παρουσιάζονται τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν, τα βήματα τα οποία ακολουθήσαμε και το τελικό δείγμα εταιριών πάνω στο οποίο πραγματοποιήθηκε η έρευνα. Το πέμπτο μέρος περιλαμβάνει τα αποτελέσματα της μελέτης, τα οποία απεικονίζονται και διαγραμματικά. Επίσης πραγματοποιούνται οι παραμετρικοί και μη παραμετρικοί στατιστικοί έλεγχοι και διερευνάται η καταλληλότητα του μοντέλου της αγοράς για τον προσδιορισμό των αναμενόμενων αποδόσεων, συγκρίνοντάς τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης μεθόδου με αυτά που προκύπτουν χρησιμοποιώντας την market adjusted return

method. Στο έκτο μέρος παραθέτουμε τα γενικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την έρευνα. Τέλος, στο παράρτημα παρατίθενται οι πίνακες αποτελεσμάτων οι οποίοι δεν περιλήφθηκαν στο κύριο μέρος της εργασίας.

2. ΘΕΩΡΙΑ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1. Πώς διαμορφώνεται η μερισματική πολιτική

Στη χάραξη της μερισματικής πολιτικής που θα ακολουθήσει κάθε εταιρία υπάρχουν δύο κύριες μέθοδοι. Η πρώτη είναι όταν η διοίκηση της εταιρίας προσπαθεί να ακολουθήσει μια συγκεκριμένη πορεία στη διανομή μερίσματος, οπότε και ονομάζεται managed dividend policy. Στη δεύτερη η διοίκηση διανέμει ως μέρισμα ότι απομείνει όταν αφαιρέσει όλες τις υποχρεώσεις από τα έσοδα της επιχείρησης, τότε εφαρμόζει την υπολειμματική μερισματική πολιτική (residual dividend policy).

Σύμφωνα με διεθνείς έρευνες και παρατηρήσεις, τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις από αυτές των κερδών, γεγονός που οδηγεί στην απόρριψη της περίπτωσης εφαρμογής υπολειμματικής μερισματικής πολιτικής. Κατά την έρευνα που πραγματοποίησε ο Lintner (1956), η διοίκηση της κάθε επιχείρησης ενδιαφέρεται περισσότερο για το μέγεθος της αλλαγής των μερισμάτων παρά για το επίπεδο στο οποίο αυτά βρίσκονται. Κοινή πεποίθηση του δείγματος των επιχειρήσεων το οποίο εξέτασε ήταν ότι η αγορά επιβραβεύει τη σταθερότητα και σταδιακή αύξηση των μερισμάτων, ενώ ο κύριος παράγοντας προσδιορισμού των τελευταίων είναι τα κέρδη. Η διοίκηση, κατά συνέπεια, προβαίνει σε αύξηση του μερίσματος μόνο αν οι προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη δείχνουν ότι το επίπεδο αυτό των μερισμάτων θα μπορούσε να διατηρηθεί και στο μέλλον. Αντίθετα, παρουσιάζει μεγαλύτερη δυσκολία στη μείωση των μερισμάτων, και μόνο αν δεν υπάρχουν σημάδια οικονομικής ανάκαμψης στο μέλλον.

Κοινό χαρακτηριστικό της διοίκησης ήταν η πεποίθηση ότι οφείλουν να διανέμουν ένα ποσοστό των κερδών στους μετόχους. Κάθε επιχείρηση είχε στόχο τη διανομή ενός ποσοστού (μέρισμα ανά μετοχή προς κέρδη ανά μετοχή), το οποίο κατά μέσο όρο ήταν 50%, με πεδίο διακύμανσης 20%-80%. Το στόχο αυτό τον

προσέγγιζαν σταδιακά, με κάποιο συγκεκριμένο ρυθμό προσαρμογής. Αν πχ τα κέρδη μεταβάλλονται κατά 1,000\$, το ποσοστό διανομής είναι 40% και ο ρυθμός προσαρμογής 25%, τότε η μεταβολή του μερίσματος τη συγκεκριμένη χρονιά θα είναι $1,000 * 0,25 * 0,4 = 100\$$.

Ο Lintner εισήγαγε ένα μοντέλο σύμφωνα με το οποίο η μεταβολή των μερισμάτων προσδιορίζεται ως εξής:

$$\Delta D_{it} = A_i + C_i (r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

όπου

ΔD_{it} = η μεταβολή του μερίσματος από την περίοδο $t-1$ μέχρι t

C_i = η ταχύτητα προσαρμογής για την εταιρία

r_i = ποσοστό διανομής - στόχος

E_{it} = τα κέρδη μετά φόρων την περίοδο t

$D_{i(t-1)}$ = το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου

u_{it} = ο διαταρακτικός όρος

Οι παράγοντες που θεωρήθηκε ότι προσδιορίζουν το ποσοστό διανομής και την ταχύτητα προσαρμογής σε αυτό είναι κυρίως οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας, οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης, οι εσωτερικές χρηματοροές κá. Αφού προσδιοριστούν οι παράγοντες αυτοί και διαμορφωθούν το ποσοστό διανομής και ο ρυθμός προσαρμογής, εφαρμόζονται από τις εταιρίες για μεγάλες χρονικές περιόδους.

Ο Lintner ακόμα υποστήριξε ότι τα μερίσματα πολλές φορές όχι μόνο δεν καθορίζονται από τις επενδύσεις που θα αναλάβει η επιχείρηση, αλλά επηρεάζουν αυτές, πράγμα που αποκαλύπτει τη σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής στην πορεία της εταιρίας. Ο Fama όμως το 1974 διαφώνησε με την υπόθεση αυτή, και μέσω της έρευνάς του υποστήριξε ότι η μερισματική πολιτική και οι επενδυτικές αποφάσεις δεν αλληλοεπηρεάζονται, μια και οι τελευταίες στηρίζονται κυρίως στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι Baker, Farrelly και Edelman (1985), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 318 επιχειρήσεων προσπάθησαν να καθορίσουν τους παράγοντες που διαμορφώνουν τη μερισματική πολιτική. Τα συμπεράσματά τους ήταν τα ίδια με αυτά του Lintner. Οι μάντζερ ενδιαφέρονται κυρίως για τη σταθερότητα της μερισματικής πολιτικής, ενώ κοινή πεποίθηση είναι ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει τις τιμές των μετοχών

και κατά συνέπεια τον πλούτο των μετόχων. Τα συμπεράσματα της έρευνας του Lintner επιβεβαίωσαν και άλλες μελέτες, όπως αυτές των Brittain (1964,1966), Fama και Babiak (1968), αλλά και νεώτερες, όπως 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 παραδοχές του, κατά συνέπεια, είναι αποδεκτές μέχρι τις μέρες μας.

Στην έρευνα που πραγματοποίησε το 1995 ο Sanjay Deshmuckh εισήγαγε ένα εμπειρικό μοντέλο από το οποίο προκύπτει η ιδανική μερισματική πολιτική κάθε επιχείρησης. Το μοντέλο αποτελείται από μια συνάρτηση η οποία έχει ως ανεξάρτητες μεταβλητές το κόστος της ασυμμετρίας πληροφόρησης και το κόστος αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα,

$$Y_i^* = \beta_0 + \beta_1(AGCOST)_i + \beta_2(COSTINFO)_i + \varepsilon_i$$

όπου

Y_i^* = η ιδανική μερισματική πολιτική για την επιχείρηση "i"

$AGCOST$ = το κόστος αντιπροσώπευσης

$COSTINFO$ = το κόστος της ασυμμετρίας πληροφόρησης

ε_i = ο διαταρακτικός όρος

Τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν αντλήθηκαν από τις ετήσιες βιομηχανικές κασέτες COMPUSTAT για την περίοδο 1988 έως 1992. Το δείγμα αποτελούνταν από βιομηχανικές εταιρίες οι οποίες διαπραγματεύονταν στους δείκτες NYSE ή AMEX. Αρχικά χρησιμοποιήθηκαν 693 επιχειρήσεις, από τις οποίες απορρίφθηκαν αυτές που δεν είχαν πληροφορίες για το ποσοστό κατοχής μετοχών από άτομα εντός της επιχείρησης καθώς και αυτές που δεν είχαν πληροφόρηση για τον αριθμό των αναλυτών της επιχείρησης. (όσο μεγαλύτερος ο αριθμός των αναλυτών τόσο μικρότερο είναι το κόστος της ασυμμετρίας πληροφόρησης). Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα μερίσματα έχουν θετική σχέση με τις χρηματοροές της επιχείρησης καθώς και με τον αριθμό των αναλυτών ενώ αρνητική με τις προοπτικές ανάπτυξης αυτής. Επίσης είναι αρνητικά συσχετισμένα με το ποσό που πρέπει να αντληθεί από νέα έκδοση μετοχών. Η έρευνα έδειξε ότι τα μερίσματα δεν έχουν καμία σχέση με την κατοχή μετοχών από τα άτομα που βρίσκονται μέσα στην επιχείρηση, πράγμα που έρχεται σε αντίθεση με τον εποπτικό ρόλο των

μερισμάτων στην προσπάθεια μείωσης του κόστους αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, ο Sanjay Deshmuckh κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα, πιθανόν λόγω έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών. Τέλος, δεν εξήχθησαν αποτελέσματα που να υποστηρίζουν τη θεωρία του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων.

2.2. Ο λόγος διανομής μερίσματος έναντι επαναγοράς μετοχών.

Σύμφωνα με διεθνείς παρατηρήσεις, οι εταιρίες έχουν τάση να διανέμουν ρευστά στους μετόχους τους μέσω διανομής μερισμάτων, παρά μέσω επαναγοράς μετοχών. Η τακτική αυτή δημιουργεί ερωτήματα, δεδομένου ότι στις περισσότερες χώρες τα μερίσματα υπόκεινται σε αυστηρότερη φορολογική αντιμετώπιση από τα κεφαλαιακά κέρδη. Η απάντηση βρίσκεται στην αντίδραση της αγοράς στις εκάστοτε ανακοινώσεις.

Σύμφωνα με τους Lucas και McDonald (1998), όσο πιο θετικές είναι οι προοπτικές της επιχείρησης τόσο μεγαλύτερο θα είναι το ποσοστό που θα διανεμηθεί με τη μορφή επαναγοράς μετοχών. Η επαναγορά μετοχών συνήθως λαμβάνεται από την αγορά ως ένδειξη ότι οι μετοχές της συγκεκριμένης εταιρίας είναι υποτιμημένες, με αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών τους. Όμως η επαναγορά μετοχών σε υψηλή τιμή συνεπάγεται κόστος για την επιχείρηση αλλά και για τους εναπομείναντες μετόχους, των οποίων το ποσοστό συμμετοχής αλλοιώνεται. Μόνο αν η εταιρία έχει θετικές προοπτικές ανάπτυξης στο μέλλον το κόστος αυτό αντισταθμίζεται. Στην αντίθετη περίπτωση, οι εταιρίες διανέμουν μερίσματα, έτσι ώστε οι μέτοχοί της να μην υποστούν αυτή τη μορφή κόστους. Οι Lucas και McDonald επίσης υποστήριξαν ότι εξέχουσα σημασία στην αντίδραση της αγοράς έχει και το ποσοστό της συγκεκριμένης διανομής στο συνολικό ποσό (με τη μορφή επαναγοράς μετοχών και διανομής μερίσματος) που έχει διανείμει η εταιρία το συγκεκριμένο έτος.

Σε αντίθετα συμπεράσματα έχουν καταλήξει διαφορετικές έρευνες. Πρώτος ο Lintner (1956) υποστήριξε ότι τα μερίσματα εμπεριέχουν την υπόσχεση για την συνεχή αύξηση των κερδών στο μέλλον. Αργότερα ο Jagannathan (1999) συμπέρανε ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες αναμένεται να έχουν σταθερή αύξηση των κερδών τους

προτιμούν να προβούν σε αύξηση των μερισμάτων, σε αντίθεση με τις εταιρίες των οποίων η αύξηση των κερδών είναι πρόσκαιρη, προέρχεται δηλαδή από έκτακτα κέρδη, ενώ τα λειτουργικά τους έσοδα σημειώνουν αστάθεια. Οι τελευταίες επιλέγουν να διανείμουν τα επιπλέον μετρητά με τη μορφή επαναγοράς μετοχών, η οποία δεν εμπεριέχει καμία δέσμευση για την επανάληψή της στο μέλλον. Η αντίδραση της αγοράς, κατά συνέπεια, θα πρέπει να είναι περισσότερο θετική στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος.

Ένας τρίτος τρόπος διανομής ρευστών στους μετόχους μπορεί να θεωρηθεί και η διανομή εκτάκτου μερίσματος. Η αντίδραση της αγοράς σε μια τέτοια ανακοίνωση όπως και στις δύο προηγούμενες μορφές που αναφέρθηκαν είναι θετική. Η διανομή όμως εκτάκτου μερίσματος, όπως και η επαναγορά μετοχών, δεν σημαίνει ότι η επιχείρηση θα επαναλάβει τη διανομή αυτή στο μέλλον, δε δίνει δηλαδή σαφείς ενδείξεις για τις προοπτικές της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, η αγορά δεν αντιδρά τόσο θετικά όσο σε μια αντίστοιχη ανακοίνωση αύξησης του τακτικού μερίσματος. Η αντίδραση αυτή επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι η μεταβολή των κερδών το επόμενο της ανακοίνωσης έτος είναι πολύ μεγαλύτερη για τις εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε αύξηση του τακτικού μερίσματος. Σε αντίθεση όμως με την επαναγορά μετοχών, η ανακοίνωση της οποίας δεν εγγυάται ότι θα πραγματοποιηθεί με βεβαιότητα, η διανομή εκτάκτου μερίσματος πρέπει να πραγματοποιηθεί από τη στιγμή που ανακοινώθηκε, θεωρείται, κατά συνέπεια, ότι έχει μεγαλύτερη αξιοπιστία.

Ένας από τους λόγους που δε συνηθίζεται η επαναγορά μετοχών είναι και το υψηλό κόστος που αυτή συνεπάγεται. Το κόστος αυτό αυξάνεται με το βαθμό της ασυμμετρίας πληροφόρησης, της πληροφόρησης δηλαδή που διαθέτει η διοίκηση και δεν διοχετεύει στο κοινό. Η ασυμμετρία αυτή μειώνει τη ρευστότητα των μετοχών της εταιρίας και αυξάνει το κόστος κεφαλαίων της. Οι εταιρίες εκείνες οι οποίες γνωστοποιούν σε μεγαλύτερο βαθμό τις εσωτερικές τους πληροφορίες, δεδομένου ότι αυτές είναι θετικές για την πορεία της επιχείρησης, υπόκεινται σε μικρότερο κόστος και η αγορά αντιδρά περισσότερο θετικά σε πιθανή ανακοίνωση επαναγοράς μετοχών.

Κατά τους Lucas και McDonald η διοίκηση των επιχειρήσεων, κατά τη επιλογή των μεθόδων που θα χρησιμοποιήσουν για τη διανομή ρευστών στους μετόχους, πρέπει να επιδιώκει την ελαχιστοποίηση τριών μορφών κόστους: του

κόστους της φορολογίας από τη διανομή μερίσματος, του κόστους στο οποίο υπόκεινται οι παλιοί μέτοχοι όταν η επαναγορά μετοχών γίνεται σε υψηλή τιμή, και του κόστους των μετόχων που πουλάν τις μετοχές τους όταν η επαναγορά γίνεται σε χαμηλή τιμή.

Ο David Gelb (2000) εξέτασε αν ο τρόπος διανομής ρευστών στους μετόχους έχει διαφορετική επίδραση στην αγορά. Για την έρευνά του χρησιμοποίησε ένα δείγμα 2.436 ανακοινώσεων διανομής μερίσματος και επαναγοράς μετοχών. Μεγαλύτερα ποσοστά διανομής με οποιαδήποτε από τις δύο μορφές παρατηρήθηκε στις επιχειρήσεις τροφίμων, υγείας, καθώς και του χημικού και πετρελαϊκού τομέα. Επίσης παρατηρήθηκε ότι οι επιχειρήσεις που επέλεξαν την επαναγορά μετοχών είναι κατά κανόνα μεγαλύτερες από αυτές που διένειμαν μερίσματα. Για τον εντοπισμό εκτάκτων αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε ένα event window τριών ημερών. Και στις δύο περιπτώσεις παρατηρήθηκε ότι η αντίδραση της αγοράς αυξάνεται με το μέγεθος της διανομής. Επίσης παρατηρήθηκε ότι η αντίδραση της αγοράς είναι πιο θετική στις περιπτώσεις όπου το μεγαλύτερο ποσοστό διανομής ρευστών μιας εταιρίας γίνεται μέσω μερισμάτων. Τα συμπεράσματα αυτά είναι σύμφωνο με τη θεωρία ότι οι επενδυτές λαμβάνουν τη διανομή αυξημένου μερίσματος ως υπόσχεση για αύξηση των κερδών στο μέλλον. Η αύξηση επίσης των τιμών των μετοχών είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση όπου η διανομή γίνεται με έκτακτα μερίσματα από ότι με επαναγορά μετοχών, αφού όπως προαναφέρθηκε, η ανακοίνωση επαναγοράς δεν εγγυάται την βέβαιη πραγματοποίησή της.

2.3. Η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρίας.

Σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης έχουν διατυπωθεί τρεις θεωρίες. Η πρώτη αναφέρει ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων όπως αυτός αντικατοπτρίζεται από την τιμή των μετοχών τους. Οι άλλες δύο θεωρίες υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική έχει επίπτωση στην αξία της επιχείρησης, αλλά διαφωνούν ως προς το αποτέλεσμα. Έτσι, η πρώτη υποστηρίζει

ότι η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη ότι αυξάνει την αξία αυτής.

Αναλυτικότερα, οι Modiglian και Miller υπήρξαν θεμελιωτές της άποψης ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει κανένα αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων όπως αυτός αντικατοπτρίζεται από την τιμή των μετοχών τους. Η λογική πίσω από τη θεωρία τους αυτή είναι ότι αν πχ. οι μέτοχοι πάρουν μεγαλύτερο μέρισμα από αυτό που απομένει μετά την εξόφληση των υποχρεώσεων της εταιρίας, 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 μάλιστα και με το ποσό των τόκων.

Οι Modiglian και Miller υποστήριξαν επιπλέον ότι οι επενδυτές μπορούν να εξουδετερώσουν τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης, αφού, και με την προϋπόθεση πάντα ότι δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών, οι μέτοχοι μπορούν μέσω της αγοροπωλησίας μετοχών να φτάσουν στο επιθυμητό επίπεδο μερίσματος. Αν επιθυμούν, δηλαδή, μεγαλύτερο μέρισμα από αυτό που διανέμει η εταιρία, έχουν τη δυνατότητα να πουλήσουν μετοχές. Η ενέργειά τους αυτή θα έχει βέβαια ως συνέπεια τη μείωση της συμμετοχής τους στην εταιρία, η μείωση όμως ισούται με αυτήν που θα υφίσταται η μετοχή της εταιρίας αν διανέμονταν μεγαλύτερα μερίσματα. Αντίστοιχα, αν επιθυμούν μικρότερο μέρισμα, η ενέργεια στην οποία θα προβούν είναι η αγορά μετοχών με τα επιπλέον ρευστά που διαθέτουν λόγω των υψηλών μερισμάτων. Από πλευράς χρημάτων, η συμμετοχή τους στην επιχείρηση παραμένει αναλλοίωτη, καταλήγουν συνεπώς στο συμπέρασμα ότι η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει η κάθε εταιρία δεν έχει καμία επίπτωση στον πλούτο των μετόχων. Τη θεωρία τους αυτή μάλιστα την επέκτειναν και σε εταιρικό επίπεδο. Αν δηλαδή μια επιχείρηση πληρώνει μέρισμα μεγαλύτερο από τα έσοδά της μειωμένα κατά τα επενδυτικά της έξοδα, τότε έχει τη δυνατότητα να πουλήσει μετοχές για να εξασφαλίσει επιπλέον ρευστά χωρίς να υπόκειται σε επιπλέον κόστος.

Η θεωρία τους αυτή ισχύει κάτω από την υπόθεση της τέλει αγοράς (perfect capital market) και των ορθολογικών επενδυτών.

Οι συνθήκες που επικρατούν στην τέλεια αγορά είναι οι ακόλουθες:

- Η πληροφόρηση δεν έχει κόστος

- Δεν υπάρχουν φόροι οι οποίοι διαφέρουν ανάμεσα στα κεφαλαιακά κέρδη και τα κέρδη από μερίσματα.
- Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών
- Δεν υπάρχει κόστος αντιπροσώπευσης
- Κανένας επενδυτής από μόνος του δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών

Η δεύτερη θεωρία που αναπτύχθηκε υποστηρίζει ότι η διανομή υψηλού μερίσματος αυξάνει την αξία της εταιρίας. Το κύριο επιχειρήμα της άποψης αυτής είναι ότι ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη εμπεριέχουν αβεβαιότητα, τα μερίσματα είναι σίγουρη πληρωμή προς τους επενδυτές. Κατά συνέπεια, το γεγονός ότι η πληρωμή μερίσματος μειώνει τα μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι οι μέτοχοι παίρνουν ένα ποσό του κεφαλαίου τους σήμερα, μειώνοντας έτσι την αβεβαιότητα της επένδυσής τους. Το δεύτερο επιχειρήμα έγκειται στο γεγονός ότι ορισμένοι επενδυτές προτιμούν υψηλά μερίσματα, είτε λόγω της φύσης αυτών, όπως πχ ιδρύματα στα οποία δεν επιτρέπεται η πώληση μετοχών, είτε γιατί οι επενδυτές επιθυμούν να καλύψουν τις καταναλωτικές τους ανάγκες. Η διανομή υψηλού μερίσματος, συνεπώς, τους απαλλάσσει από τη σπατάλη χρόνου και το κόστος συναλλαγών που συνεπάγεται η πώληση μετοχών προς επίτευξη του επιθυμητού εισοδήματος. Τέλος, η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης. Η διοίκηση της επιχείρησης περιορίζεται ως προς το ποσό χρημάτων που μπορεί να διαθέσει σε μη επικερδείς σκοπούς, ενώ παράλληλα αναγκάζεται συχνά να καταφύγει σε άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά, γεγονός που την υποβάλλει σε αυστηρό έλεγχο.

Η τρίτη θεωρία υποστηρίζει ότι η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης, και στηρίζεται σε δύο επιχειρήματα. Το πρώτο αναφέρεται στο κόστος που συνεπάγεται η άντληση νέων κεφαλαίων. Οι υπέρμαχοι αυτής υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα πρέπει να περιοριστούν τουλάχιστον στο ποσό εκείνο που δε θα καθιστά αναγκαία την καταφυγή στην εξωτερική χρηματοδότηση. Το δεύτερο και κύριο επιχειρήμα αναφέρεται στο ρόλο της φορολογίας. Στις περισσότερες χώρες τα μερίσματα υπόκεινται σε αυστηρότερη φορολογία από τα κεφαλαιακά κέρδη. Επιπλέον, ο φόρος των μερισμάτων πρέπει να πληρωθεί με την

καταβολή αυτών, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με την πώληση των μετοχών. Συνεπώς, η διοίκηση πρέπει να πληρώνει το μικρότερο δυνατό μέρος, μια και οι επενδυτές δείχνουν προτίμηση στις μετοχές με το μικρότερο μέρος. Πολλοί υποστηρικτές της άποψης αυτής θεωρούν μάλιστα ότι σε περίπτωση δυσμενέστερης φορολογικής αντιμετώπισης των μερισμάτων δεν πρέπει να πληρώνεται καθόλου μέρος.

2.4. Λόγοι διανομής μερίσματος

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.

Κόστος αντιπροσώπευσης

Σε μια επιχείρηση υπάρχουν πολλές ομάδες τα συμφέροντα των οποίων εξαρτώνται από αυτήν. Την μεγαλύτερη όμως επιρροή έχουν οι μέτοχοι, στους οποίους ανήκει και η επιχείρηση. Η διαφορά αυτή της επιρροής ανάμεσα στις ενδιαφερόμενες ομάδες ονομάζεται κόστος αντιπροσώπευσης. Οι δύο πιο σημαντικές σχέσεις αντιπροσώπευσης είναι μεταξύ μετόχων και δανειστών, καθώς και μεταξύ διοίκησης και μετόχων.

Οι μέτοχοι συνήθως επιδιώκουν την αύξηση της αξίας της επιχείρησης, αποδεχόμενοι τον επιπλέον κίνδυνο που αυτή συνεπάγεται. Αντίθετα, οι δανειστές ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την αποπληρωμή των απαιτήσεών τους, την οποία εγγυάται η ασφάλεια της επιχείρησης. Επιπλέον, οι μέτοχοι έχουν συμφέρον να εισπράττουν το μεγαλύτερο δυνατό μέρος, έτσι ώστε ακόμα και σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων της εταιρίας να έχουν ήδη πάρει κάποια αμοιβή. Η πληρωμή όμως υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια των απαιτήσεων των δανειστών. Επιπλέον, η αύξηση του μερίσματος συνεπάγεται αύξηση της μόχλευσης και κατά συνέπεια του κινδύνου της επιχείρησης. Οι λόγοι αυτοί οδηγούν τους δανειστές στην επιβολή κάποιων όρων στα συμβόλαια

που συνάπτουν όσον αφορά το επιτρεπτό ύψος διανομής μερισμάτων. Όμως έχει παρατηρηθεί ότι ούτε οι δανειστές επιβάλλουν τους αυστηρότερους όρους, αλλά ούτε και οι μέτοχοι διανέμουν το μέγιστο επιτρεπτό μέρισμα.

Από την άλλη πλευρά, οι μέτοχοι πολλές φορές έχουν αντικρουόμενα συμφέροντα με τη διοίκηση της επιχείρησης. Η διαμάχη αυτή προέρχεται από το γεγονός ότι οι μάντζερ τις περισσότερες φορές δεν έχουν μερίδιο στην εταιρία, όμως οι αποφάσεις τους επηρεάζουν άμεσα αυτήν. Ο έλεγχος των αποφάσεών τους είναι δύσκολος, μια και οι μάντζερ συχνά δεν αποκαλύπτουν τις πληροφορίες που διαθέτουν, ενώ οι αποφάσεις τους μπορεί να έχουν κίνητρα τα οποία αντικρούονται με τα συμφέροντα των μετόχων. Τέλος, κάτω από κανονικές συνθήκες οι μάντζερ αποφεύγουν να εκθέτουν την επιχείρηση σε κίνδυνο έτσι ώστε να μην διακινδυνεύουν τη θέση και τις αμοιβές τους.

Τις παραπάνω διαμάχες συμφερόντων έρχονται να απαλείψουν τα μερίσματα. Σύμφωνα με τον Easterbrook, τα μερίσματα βοηθούν στον έλεγχο της διοίκησης των επιχειρήσεων και μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης ανάμεσα στους μάντζερ και στους μετόχους. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω του ελέγχου από την κεφαλαιαγορά στην οποία υπόκειται η εταιρία η οποία θα καταφύγει στην εξωτερική χρηματοδότηση για να αυξήσει τα μερίσματά της. Οι μάντζερ κατά συνέπεια αναγκάζονται να ενεργούν προς το συμφέρον της εταιρίας. Επιπλέον, τα μερίσματα αυξάνουν τη μόχλευση της εταιρίας, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο αλλά και την αναμενόμενη της απόδοση. Τέλος, τα μερίσματα μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης περιορίζοντας τα πλεονάζοντα χρήματα τα οποία η διοίκηση θα μπορούσε να διαθέσει σε μη επικερδείς επενδύσεις.

Ασυμμετρία πληροφόρησης

Η ασυμμετρία πληροφόρησης προέρχεται από το γεγονός ότι τα άτομα που βρίσκονται μέσα στην επιχείρηση διαθέτουν μεγαλύτερο βαθμό πληροφόρησης για την πορεία και τις προοπτικές της επιχείρησης από τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους. Όσον αφορά την ασυμμετρία πληροφόρησης, υπάρχουν αντικρουόμενα συμπεράσματα. Σύμφωνα με τους Brattacharya (1979) και τους Miller και Rock (1985), όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης σε μια εταιρία, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία των μερισμάτων ως μέσο πληροφόρησης. Αυτό συμβαίνει γιατί η διοίκηση χρησιμοποιεί τα μερίσματα για να δώσει στο κοινό την

ιδιωτική πληροφόρηση που κατέχει. Τα υψηλά μερίσματα δηλαδή μαρτυρούν υψηλά μελλοντικά κέρδη καθώς και το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις είναι επικερδής. Σε αντίθετα συμπεράσματα κατέληξαν οι Myers και Majluf (1984), οι οποίοι υποστήριζαν ότι όταν μεγαλώνει η ασυμμετρία πληροφόρησης μεγαλώνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης τόσο μεγαλώνει η διαφορά ανάμεσα στην πραγματική και την αγοραία τιμή των μετοχών σε νέες εκδόσεις μετοχών. Η διαφορά αυτή αυξάνει την πιθανότητα η επιχείρηση να μην πραγματοποιήσει το επιθυμητό ύψος επενδύσεων. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες που αναμένουν αύξηση της ανάπτυξης και κατά συνέπεια των επενδύσεών τους πρέπει να μειώσουν τα μερίσματα όσο γίνεται περισσότερο έτσι ώστε να συγκεντρώσουν επαρκή μετρητά. Υποστήριζαν δηλαδή ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στα μερίσματα και τις ευκαιρίες επέκτασης της εταιρίας. Η θεωρία τους αυτή είναι σύμφωνη με την υπολειμματική μερισματική πολιτική κατά την οποία τα μερίσματα περιορίζονται στο ποσό εκείνο το οποίο δεν προορίζεται για επενδυτικούς σκοπούς. Και στις δύο θεωρίες η αύξηση των κερδών συνεπάγεται αύξηση των μερισμάτων.

Κόστος συναλλαγών

Το κόστος συναλλαγών αναφέρεται στο κόστος στο οποίο υπόκεινται οι επιχειρήσεις οι οποίες για την πληρωμή μερίσματος αναγκάζονται να προβούν σε έκδοση μετοχών ή λοιπών χρεογράφων. Το κόστος αυτό αυξάνεται στην περίπτωση όπου η εταιρία είναι υποτιμημένη από την αγορά, οπότε θα ισούται με την εσωτερική αξία των μετοχών μείον την τιμή πώλησης. Λόγω της ύπαρξης κόστους συναλλαγών τα μερίσματα δεν πρέπει να προέρχονται από χρήματα τα οποία προορίζονται για επενδύσεις. Αντίθετα, προτιμάται η διανομή του χαμηλότερου δυνατού μερίσματος, ή ακόμα και η εφαρμογή της υπολειμματικής μερισματικής πολιτικής. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι τα μερίσματα είναι θετικά συσχετισμένα με τις χρηματοροές της επιχείρησης.

Τέλος, σύμφωνα με τον Rozeff, τα μερίσματα είναι αρνητικά συσχετισμένα με το ποσοστό μετοχών που έχουν στην κατοχή τους τα άτομα που βρίσκονται μέσα στην επιχείρηση, ενώ είναι θετικά συσχετισμένα με τον αριθμό των μετόχων μιας εταιρίας καθώς και με την παρελθοντική και μελλοντική αύξηση των πωλήσεων.

2.5. Υπάρχουσες μελέτες που εξετάζουν αν οι μη αναμενόμενες μεταβολές των μερισμάτων επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών

Η πρώτη έρευνα πάνω στο θέμα έγινε από τον Petit (1972), ο οποίος χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 135 επιχειρήσεων για την περίοδο 1967-1969 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ανακοίνωση μερισμάτων οδηγεί σε υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης και την επόμενη ύψους +0,935% στην περίπτωση αύξησης μερίσματος και -3,69% στην περίπτωση μείωσης αυτού. Τα αποτελέσματα αυτά τον οδήγησαν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές των μερισμάτων κρύβουν σημαντική πληροφόρηση και η αγορά έχει την ικανότητα να ενσωματώνει την πληροφόρηση αυτή στις τιμές των μετοχών.

Ακολούθησε η έρευνα των Aharony και Swary (1980), οι οποίοι χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 149 επιχειρήσεων που ήταν εισηγμένες στο NYSE για την περίοδο 1963-1976 και διαπίστωσαν ότι όταν η ανακοίνωση αύξησης μερισμάτων έπεται της ανακοίνωσης των κερδών τότε τα υπερβάλλοντα κέρδη δύο ημερών φτάνουν το +0,72%, ενώ όταν προηγούνται αυτής φτάνουν το +1,03%. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση μείωσης μερισμάτων τα αντίστοιχα νούμερα είναι -3,76% και -2,82%. Συμπέραναν, λοιπόν, ότι οι μεταβολές των μερισμάτων παρέχουν βαθμό πληροφόρησης μεγαλύτερο ακόμη και από τις ανακοινώσεις των κερδών.

Οι Asquith και Mullins (1983) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η έναρξη καταβολής μερίσματος λαμβάνεται ως θετικό σημάδι από την αγορά, αφού εξετάζοντας ένα δείγμα 168 εταιριών που διένειμαν για πρώτη φορά μέρισμα ή επανέλαβαν τη διανομή του μετά από δέκα τουλάχιστον έτη για το χρονικό διάστημα 1964-1980, παρατήρησαν υπερβάλλοντα κέρδη την ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος και την επόμενη αυτής της τάξης του +3,7%. Ακόμα παρατήρησαν ότι το μέγεθος των μη αναμενόμενων αποτελεσμάτων είναι θετικά συσχετισμένο με το μέγεθος του μερίσματος όπως αυτό μετράται με τη μερισματική απόδοση. Επίσης ερευνήθηκαν οι έκτακτες αποδόσεις στις περιπτώσεις μετέπειτα αύξησης του μερίσματος, όπου ήταν σημαντικά χαμηλότερες, της τάξης του 1,2%.

Η έρευνα των Kalay και Lowenstein (1986), εστιάστηκε στην επίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων όταν αυτές γίνονται πιο νωρίς ή πιο αργά από ότι η αγορά ανέμενε. Στην πρώτη περίπτωση τα υπερβάλλοντα κέρδη είναι +0,331%, ενώ στη δεύτερη -0,124%, πράγμα που δείχνει ότι η αγορά λαμβάνει τη καθυστέρηση της ανακοίνωσης ως ανησυχητικό σημάδι.

Οι Healy και Palerou (1988), και για την περίοδο 1969-1980 εξέτασαν ένα δείγμα 131 επιχειρήσεων που διένειμαν πρώτη φορά μέρισμα και σημείωσαν υπερβάλλοντα κέρδη την ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος και την επόμενη αυτής της τάξης του +3,9%. Αντίστοιχα, πιο έντονη είναι η αντίδραση της αγοράς στην παύση καταβολής μερίσματος, η οποία σύμφωνα με το δείγμα των 172 εταιριών και για το ίδιο διάστημα έδειξε υπερβάλλουσες ζημιές ύψους -9,5%. Επιπλέον, σημείωσαν ότι πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης ή παύσης καταβολής μερίσματος υπάρχει σημαντική μεταβολή των κερδών.

Οι Lang και Litzenger (1989) συνδύασαν την επίδραση των ανακοινώσεων με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών, όπως αυτές μετρούνται με το δείκτη Tobin's Q. Για το σκοπό αυτό διαχώρισαν τις εταιρίες που έχουν δείκτη Q (τρέχουσα προς ονομαστική τιμή) μεγαλύτερο της μονάδας, πράγμα που φανερώνει επένδυση που αυξάνει την αξία της επιχείρησης ($KPA > 0$) από αυτές που έχουν δείκτη Q μικρότερο της μονάδας πράγμα που φανερώνει υπερεπένδυση ($KPA < 0$). Για τις πρώτες, και εξετάζοντας ένα δείγμα 429 επιχειρήσεων την περίοδο 1979-1984 διαπίστωσε υπερβάλλουσα απόδοση της τάξης του +0,3%, ενώ για τις δεύτερες το αντίστοιχο ποσοστό ήταν +1,1%. Η διαφορά αυτή οφείλεται στο ότι η αύξηση των μερισμάτων στις εταιρίες που οδηγούνται σε υπερεπένδυση πιθανόν να σηματοδοτεί τη μείωση της σπατάλης χρημάτων σε μη αποδοτικές επενδύσεις. Η έρευνα αυτή επιβεβαιώνει την υπόθεση των Ambarish, John και Williams (1987), οι οποίοι υποστήριξαν ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στο δείκτη Q και την επίδραση της ανακοίνωσης της μεταβολής του μερίσματος.

Οι John και Lang (1991) εισήγαγαν στην μελέτη τους την ύπαρξη εσωτερικών συναλλαγών πριν την ανακοίνωση. Υποστήριξαν ότι η μεταβολή των μερισμάτων δεν

σχετίζεται πάντα θετικά με την μεταβολή των μετοχών, αλλά ότι η τελευταία εξαρτάται από τις επενδυτικές ευκαιρίες που έχει η επιχείρηση, καθώς και από την αποδοτικότητα των τρεχουσών επενδυτικών της εξόδων, όπως αυτές διαφαίνονται μέσα από τις εσωτερικές αγοροπωλησίες. Πιο συγκεκριμένα, αν πριν την ανακοίνωση της έναρξης καταβολής μερίσματος σημειώθηκε πώληση μετοχών από μετόχους οι οποίοι εργάζονται στην εταιρία, η υπερβάλλουσα απόδοση δύο ημερών ήταν μόλις 1,03%, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες ανακοινώσεις οι οποίες οδήγησαν σε απόδοση +3,23%.

Οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) στηριζόμενοι σε ένα δείγμα 1025 επιχειρήσεων την περίοδο 1979-1991, διαπίστωσαν ότι η τιμή της μετοχής αυξάνεται με την αύξηση του μερίσματος, αφού σημείωσαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών της τάξης του +0,81%. Από την άλλη πλευρά, μεγαλύτερη είναι η επίδραση της μείωσης των μερισμάτων, η οποία οδήγησε σε μείωση της τιμής κατά -2,53%.

Το ίδιο έτος οι Dry και Weigand εξέτασαν την επίδραση της έναρξης καταβολής μερίσματος στον κίνδυνο της μετοχής. Πιο συγκεκριμένα, η παρακολούθηση 240 επιχειρήσεων την περίοδο 1972-1993 έδειξε ότι η διακύμανση αυτών μειώθηκε από 0,001329 σε 0,001138, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος (beta) μειώθηκε από 1,397 σε 1,218. Κατά συνέπεια η έναρξη της μερισματικής πολιτικής σηματοδοτεί τη μείωση της αβεβαιότητας όσον αφορά τα κέρδη και τις χρηματοροές της επιχείρησης.

Οι Congroy, Eades και Harris (1999) εξέτασαν την επίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών στην Ιαπωνία, όπου συνηθίζεται η ταυτόχρονη ανακοίνωση μερισμάτων και κερδών, καθώς και η ανακοίνωση προβλέψεων των μεγεθών αυτών για το επόμενο έτος. Αναλυτικά, στην έρευνά τους χρησιμοποίησαν 3.890 ανακοινώσεις για τη χρονική περίοδο 1988 έως 1993. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι οι τρέχουσες μεταβολές των μερισμάτων δεν έχουν επίδραση στις τιμές των μετοχών. Αντίθετα, τα μη αναμενόμενα αποτελέσματα προέρχονται από τις ανακοινώσεις των κερδών και εν μέρει των προβλέψεων για τα μελλοντικά μερίσματα. Η έλλειψη επίδρασης των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών είναι

σύμφωνη με τη θεωρία των Modigliani και Miller, οι οποίοι υποστήριξαν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίπτωση στην αξία της επιχείρησης.

Κοινό συμπέρασμα στις περισσότερες έρευνες είναι ότι οι απρόσμενες μεταβολές μερισμάτων έχουν άμεση επίδραση στις τιμές των μετοχών και μάλιστα προς την ίδια κατεύθυνση. Οι μη αναμενόμενες αυξήσεις μερισμάτων, δηλαδή, καθώς και η έναρξη καταβολής αυτών, επιφέρει αύξηση της τιμής των μετοχών. Αντίστοιχα, μη αναμενόμενες μειώσεις μερισμάτων και παύση αυτών έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση της τιμής των μετοχών.

Οι κυριότερες μελέτες και τα αποτελέσματά τους παρατίθενται συγκεντρωτικά στον πίνακα 1.

Πίνακας 1.

Υπάρχουσες μελέτες που εξετάζουν αν οι μη αναμενόμενες μεταβολές των μερισμάτων επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών.

Όνομα	Αντικείμενο έρευνας	Αποτέλεσμα
Petit (1972)	Μεταβολή μερισμάτων	Η αύξηση μερισμάτων οδηγεί σε μη αναμενόμενα αποτ/τα δύο ημερών της τάξης του +0,935%, ενώ η μείωση σε αποτ/τα -3,69%
Asquith And Mullins (1983)	Έναρξη καταβολής μερισμάτων	Υπερβάλλοντα κέρδη: +3,7%
Kalay and Lowenstein (1986)	Πρόωρες και καθυστερημένες μεταβολές μερισμάτων	Όταν οι ανακοινώσεις γίνονται πρόωρα οδηγούν σε υπερβάλλοντα κέρδη +0,331%, ενώ όταν γίνονται αργά σε μη αναμενόμενες ζημιές -0,124%.
Healy and Palepou (1988)	Έναρξη και παύση καταβολής μερισμάτων	Η έναρξη οδηγεί σε υπερβάλλοντα κέρδη: +3,9%, ενώ η παύση σε υπερβάλλουσες ζημιές: -9,5%
Lang and Litzenberger (1989)	Έναρξη καταβολής μερισμάτων	Αν $Q > 1$, τα ημερήσια μη αναμενόμενα κέρδη είναι +0,3%. Αν $Q < 1$, τα αντίστοιχα κέρδη είναι +1,1%
John and Lang (1991)	Έναρξη καταβολής μερισμάτων	Αν υπάρχει εσωτερική πώληση μετοχών τα υπερβάλλοντα κέρδη είναι 1,03%, δηλ 2,2% λιγότερα από τις υπόλοιπες εταιρίες.
Benartzi, Mich aely and Thaler (1997)	Μεταβολή μερισμάτων	Η αύξηση μερισμάτων οδηγεί σε υπερβάλλοντα κέρδη δύο ημερών +0,81%, ενώ η μείωση σε υπερβάλλουσες ζημιές -2,53%
Dry and Weigand (1998)	Έναρξη καταβολής μερισμάτων	Ο κίνδυνος της μετοχής μειώνεται. Συγκεκριμένα, η διακύμανση μειώνεται από 0,1329% στο 0,1138% και το beta μειώνεται από 1,397 στο 1,218.
Conroy, Eades and Harris (1999)	Ταυτόχρονη ανακοίνωση μερισμάτων και κερδών	Η ανακοίνωση των μερισμάτων δεν έχει επίδραση στις μεταβολές των τιμών των μετοχών.

2.6. Λόγοι αντίδρασης της αγοράς στην μεταβολή των μερισμάτων

Υπάρχουν τρεις κύριες θεωρίες οι οποίες δικαιολογούν την παραπάνω συμπεριφορά της αγοράς, οι οποίες είναι:

- 1) Η υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων. Είναι κοινή πεποίθηση ότι τα άτομα που βρίσκονται μέσα στην επιχείρηση, όπως στελέχη, διευθυντές ή μέτοχοι που κατέχουν ποσοστό της εταιρίας μεγαλύτερο του 10%, έχουν μεγαλύτερο βαθμό πληροφόρησης από τους υπόλοιπους ενδιαφερόμενους. Ως μέσο διοχέτευσης της ιδιωτικής τους πληροφόρησης για τις προοπτικές της εταιρίας χρησιμοποιούν τα μερίσματα. Συγκεκριμένα, σε έρευνα για τους λόγους διανομής μερίσματος που πραγματοποιήθηκε από τους Abrutyn και Turner (1990), το 63% των στελεχών κατέταξαν τη διοχέτευση πληροφοριών στην πρώτη ή δεύτερη θέση. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές αναθεωρούν τις προσδοκίες τους όσον αφορά τις προοπτικές της επιχείρησης με βάση την ανακοίνωση των μερισμάτων, οδηγώντας έτσι τις τιμές των μετοχών σε ανάλογες μεταβολές.
- 2) Η υπόθεση των επενδυτικών ευκαιριών. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή τα μερίσματα διοχετεύουν την πληροφορία στην αγορά ότι οι εταιρίες οι οποίες δεν έχουν επικερδής επενδυτικές ευκαιρίες θα μοιράσουν το πλεόνασμα των χρημάτων τους στους μετόχους και έτσι δε θα το διαθέσουν σε επενδύσεις οι οποίες μειώνουν την αξία τους. Κατά συνέπεια, η μεταβολή των τιμών των μετοχών θα είναι πιο έντονη σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν έλλειψη επενδυτικών ευκαιριών από αυτές που διαθέτουν υψηλές επενδυτικές ευκαιρίες. Την υπόθεση αυτή υποστήριζαν οι Lang και Litzenberger, οι οποίοι χρησιμοποίησαν ως μέτρο των επενδυτικών ευκαιριών των εταιριών τον δείκτη Tobin's Q.
- 3) Η υπόθεση της πελατείας ανάλογα με το μέρισμα. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτές δείχνουν προτίμηση σε κάποιο ύψος μερίσματος ανάλογα με τις ανάγκες και τους επενδυτικούς τους στόχους. Οι επιχειρήσεις, κατά

συνέπεια, μεταβάλουν το μείρισμά τους προς ικανοποίηση των προτιμήσεων των μετόχων. Είναι, όμως, αρκετά δύσκολο να γίνει διαχωρισμός ανάμεσα στην αντίδραση που επιφέρουν οι πληροφορίες που εμπεριέχει η μεταβολή των μερισμάτων από αυτή που επιφέρει η μεταβολή της μερισματικής απόδοσης. Οι Bajaj και Vijh (1990) στην έρευνά τους υποστήριξαν ότι η αναμενόμενη μερισματική απόδοση από τους επενδυτές επηρεάζει την αντίδραση των μετοχών στις μεταβολές των μερισμάτων.

Από τις τρεις θεωρίες που αναπτύχθηκαν αυτή που κυριαρχεί είναι η υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων, τον οποίο εξετάζουμε αναλυτικότερα στη συνέχεια. Το μέγεθος, μάλιστα, της αντίδρασης της αγοράς είναι θετικά συσχετισμένο με το μέγεθος της μεταβολής των μερισμάτων σύμφωνα με ορισμένους ερευνητές (Kaesttner, Liu 1998), γεγονός που φανερώνει ότι οι επενδυτές θεωρούν τα μερίσματα οίωνους των μελλοντικών κερδών των επιχειρήσεων. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι οι δύο υπόλοιπες θεωρίες δεν ισχύουν, αλλά ότι συνήθως εφαρμόζονται συμπληρωματικά.

2.7. Ο πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων

Πολλοί ερευνητές υποστήριξαν κατά τη διάρκεια των ετών ότι ο πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων, η ικανότητά τους δηλαδή να παρέχουν πληροφορίες για την πορεία της επιχείρησης, αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η ασυμμετρία πληροφόρησης που επικρατεί σε αυτήν. Συγκεκριμένα, υποστήριξαν ότι υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στα έκτακτα κέρδη και το βαθμό ασυμμετρίας πληροφόρησης της επιχείρησης. Οι Bajaj και Vijh (1990) υποστήριξαν ότι η μεταβολή των τιμών των μετοχών σε μια ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων είναι μεγαλύτερη σε υποτιμημένες και μικρές επιχειρήσεις, αφού μέχρι εκείνη τη στιγμή το επενδυτικό κοινό διέθετε ελάχιστες πληροφορίες για αυτές. Για να μπορέσουμε όμως να εξηγήσουμε ικανοποιητικά τις διαφορές που υπάρχουν στη μεταβολή των τιμών των μετοχών εξαιτίας των προαναφερθέντων ανακοινώσεων

πρέπει να εξετάσουμε και άλλα στοιχεία όπως τη μερισματική απόδοση της μετοχής, το μέγεθος της εταιρίας ή την υπάρχουσα τιμή των μετοχών.

Το γεγονός ότι η διοίκηση χρησιμοποιεί τα μερίσματα για να διοχετεύσει ιδιωτική πληροφόρηση στο κοινό συνεπάγεται ότι ο πληροφοριακός τους ρόλος εξαρτάται από την ασυμμετρία πληροφόρησης που υπήρχε πριν από την ανακοίνωση, η οποία θεωρείται ότι είναι αρνητικά συσχετισμένη με το μέγεθος της επιχείρησης. Η λογική πίσω από το συμπέρασμα αυτό είναι ότι όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο μεγαλύτερος βαθμός πληροφόρησης υπάρχει εξαιτίας του μεγαλύτερου ενδιαφέροντος από τους αναλυτές και τις εταιρίες επενδύσεων, καθώς και από το μεγαλύτερο αριθμό συναλλαγών στις οποίες προβαίνει η εταιρία.

Το μέγεθος όμως της επιχείρησης δεν είναι το μοναδικό μέτρο ασυμμετρίας πληροφόρησης. Ένα μέτρο που εφάρμοσαν οι Alangar, Bathala και Rao (1999) είναι το ποσοστό κατοχής μετοχών της εκάστοτε εταιρίας από ιδρύματα όπως αμοιβαία κεφάλαια ή pension funds. Τα ιδρύματα αυτά, τα οποία συνήθως κατέχουν μεγάλο ποσοστό των μετοχών διαφόρων εταιριών, αναλαμβάνουν το ρόλο του ελέγχου της εταιρίας. Το όφελος του ελέγχου αυτού υπερβαίνει το κόστος που συνεπάγεται, μια και επενδύονται μεγάλα ποσά στις εταιρίες, με αποτέλεσμα να υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για την απόδοση των επενδύσεων αυτών. Ο ανταγωνισμός, επίσης, με παρόμοια ιδρύματα, εντείνει την προσπάθεια να αυξήσουν την αποδοτικότητα τους, πράγμα που επιτυγχάνουν μέσα από τη σχολαστική εξέταση των επιχειρήσεων. Επιπλέον, το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της αγοραπωλησίας μετοχών γίνεται από τα συγκεκριμένα ιδρύματα συνεπάγεται ότι οι μετοχές που αυτά κατέχουν ενσωματώνουν τις καινούργιες πληροφορίες με ταχύτερο ρυθμό. Τέλος, παρατηρείται ότι προβαίνουν στην αγορά μετοχών και από μικρές εταιρίες, γεγονός που αναιρεί την προηγούμενη υπόθεση ότι οι μικρές επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό ασυμμετρίας πληροφόρησης.

Σύμφωνα με τις παραπάνω υποθέσεις, οι Arbel και Strebel (1983) καθώς και οι Bhardawaj και Brooks (1992), υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες δεν προτιμούνται από τα προαναφερθέντα ιδρύματα σημειώνουν μεγαλύτερη μεταβολή των μετοχών τους σε ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων σε

σχέση με τις επιχειρήσεις που προτιμούνται από αυτά. Το συγκεκριμένο γεγονός ενισχύει την υπόθεση ότι οι επιχειρήσεις με μεγάλη συμμετοχή ιδρυμάτων έχουν μικρότερη ασυμμετρία πληροφόρησης.

Το δείγμα που εξέτασαν οι Alangar, Bathala και Rao αποτελείται από 210 ανακοινώσεις έναρξης καταβολής μερισμάτων, 243 ανακοινώσεις αύξησης, 146 μείωσης, και 123 παύσης καταβολής μερίσματος. Η υπόθεση που εξετάστηκε ήταν αν η αντίδραση στην ανακοίνωση είναι μεγαλύτερη όταν η συμμετοχή των ιδρυμάτων είναι μικρή. Για το σκοπό αυτό χώρισαν τις εταιρίες σε τρία γκρουπ, ανάλογα με το βαθμό συμμετοχής των ιδρυμάτων και αξιολόγησαν την επίδραση της πληροφορίας της μεταβολής του μερίσματος σε κάθε ένα από αυτά. Πράγματι, η έναρξη διανομής μερίσματος και η αύξηση αυτού οδήγησε σε υπερβάλλοντα κέρδη δύο ημερών της τάξης του 2,58% και 1,03% αντίστοιχα. Ανάλογα, η παύση καταβολής μερίσματος και η μείωσή του οδήγησαν σε αντίστοιχες μειώσεις της απόδοσης της τάξης του -4,2% και -5,86%. Επιπλέον, επιβεβαιώθηκε η υπόθεση ότι η επίδραση της νέας πληροφορίας σε ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων είναι θετικά συσχετισμένη με το βαθμό της ασυμμετρίας πληροφόρησης που υπήρχε πριν την ανακοίνωση. Η διαπίστωση όμως αυτή δεν ισχύει για την περίπτωση διακοπής μερίσματος. Η πιθανή αιτία της εξαίρεσης αυτής είναι ότι η διακοπή καταβολής μερίσματος δε χρησιμοποιείται ως μέσο πληροφόρησης του κοινού.

2.8. Υπάρχουσες Μελέτες που εξετάζουν αν οι μεταβολές στο μέρισμα ακολουθούνται από μεταβολές στα κέρδη.

Πρώτος ο Lintner (1956) έκανε την υπόθεση ότι οι μεταβολές των μερισμάτων περιέχουν χρήσιμες πληροφορίες για την μελλοντική πορεία των κερδών και υποστήριξε ότι η διοίκηση της εταιρίας θα προβεί σε αύξηση των μερισμάτων μόνο αν είναι βέβαιη ότι η άνοδος των κερδών θα είναι μόνιμη.

Ο Watts (1973) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 310 επιχειρήσεων για την περίοδο 1946-1967 και εξέτασε αν τα κέρδη του επόμενου έτους μπορούν να προβλεφθούν

από τα μερίσματα και τα κέρδη του τρέχοντος και του προηγούμενου έτους. Η σχέση που βρήκε ήταν θετική, αν και το επίπεδο σημαντικότητας ήταν χαμηλό.

Ο Miller (1987) υποστήριξε ότι τα μερίσματα δείχνουν περισσότερο ότι ακολουθούν παρά ότι προηγούνται των κερδών.

Οι Haley και Palerou (1988) υποστήριξαν ότι η ανακοίνωση μεγάλων μεταβολών των μερισμάτων, έναρξης και παύσης καταβολής αυτών, ακολουθείται από μεταβολές των κερδών, οι οποίες είναι αναμενόμενες από την αγορά. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 131 επιχειρήσεων βρήκαν ότι μετά την ανακοίνωση έναρξης καταβολής μερίσματος ακολουθεί αύξηση των κερδών τα δύο επόμενα χρόνια, η οποία συνεχίζεται και στο μέλλον. Αντίθετα, μέσα από την παρατήρηση 172 επιχειρήσεων ανακάλυψαν ότι η μείωση των κερδών η οποία πραγματοποιείται πριν την ανακοίνωση παύσης μερισμάτων και μετά από αυτήν δείχνει να είναι προσωρινή, μια και τα κέρδη ανακάμπτουν τα επόμενα έτη.

Οι Yoon και Starks (1995) ερεύνησαν την αλλαγή των προβλέψεων των αναλυτών όσον αφορά τα μελλοντικά κέρδη μετά την ανακοίνωση μεταβολών των μερισμάτων. Ενώ η ανακοίνωση μείωσης των μερισμάτων επέφερε αναθεώρηση των προβλέψεων για τα μελλοντικά κέρδη, η ανακοίνωση αύξησης αυτών δεν προκάλεσε καμία αλλαγή.

Οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) υποστήριξαν ότι η μεταβολή των μερισμάτων δεν έχει σχέση με τη μεταβολή των μελλοντικών, αλλά των παρελθοντικών κερδών. Πιο αναλυτικά, οι εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε αύξηση μερισμάτων πραγματοποίησαν σημαντικές αυξήσεις κερδών το έτος που πραγματοποιήθηκε η αύξηση και το προηγούμενο, αλλά η αύξηση δεν συνεχίστηκε τα επόμενα έτη. Επιπλέον δεν εντόπισαν καμία σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της μεταβολής του μερίσματος και των μελλοντικών κερδών. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες οι οποίες προβαίνουν σε μείωση μερισμάτων έχουν αντιμετωπίσει μείωση των κερδών το έτος που πραγματοποιήθηκε η αλλαγή της μερισματικής πολιτικής και το προηγούμενο, όμως από το επόμενο χρόνο δείχνουν σημαντική ανάκαμψη. Παρά

ταύτα, οι επιχειρήσεις οι οποίες αύξησαν τα μερίσματά τους έχουν λιγότερες πιθανότητες από τις υπόλοιπες να αντιμετωπίσουν μείωση των κερδών τους τα επόμενα έτη, και μάλιστα πραγματοποιούν και θετικές αποδόσεις για τρία επιπλέον χρόνια μετά τη μεταβολή του μερίσματος. Σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, κατά συνέπεια, τα μερίσματα δεν μας βοηθούν στην πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας των κερδών, αλλά μας ενημερώνουν για το τι έχει συμβεί στο παρελθόν.

Οι Brook, Charlton και Hendershott (1998) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα εταιριών που κατά τέσσερα συνεχόμενα χρόνια δεν είχαν μεταβολές στις χρηματοροές τους και το επόμενο έτος σημείωσαν ξαφνική αύξηση. Το συμπέρασμά τους ήταν ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες θα πραγματοποιήσουν μεγάλες χρηματοροές τείνουν να αυξάνουν το μερίσμά τους πριν πραγματοποιηθεί η παραπάνω αύξηση. Όταν η επιχείρηση προβαίνει σε αύξηση του μερίσματος πραγματοποιούνται θετικές μη αναμενόμενες αποδόσεις στις τιμές των μετοχών οι οποίες συνεχίζονται με την πραγματοποίηση των χρηματοροών. Οι εταιρίες οι οποίες προβαίνουν σε αύξηση του μερίσματος πριν την πραγματοποίηση των θετικών χρηματοροών δέχονται περισσότερο από το μισό της συνολικής θετικής αντίδρασης της αγοράς τη χρονιά αυτή. Αντίθετα, οι εταιρίες οι οποίες δεν προβαίνουν σε αύξηση του μερίσματος, πραγματοποιούν τις υψηλές μη αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών τους μετά την αύξηση των ροών. Το συνολικό ποσό, δηλαδή, των μη αναμενόμενων αποτελεσμάτων και των δύο κατηγοριών επιχειρήσεων είναι ίσο, ενώ διαφέρει η χρονική στιγμή πραγματοποίησης αυτών. Οι εταιρίες, από την άλλη πλευρά των οποίων η αύξηση των ροών αναμένεται να είναι προσωρινή, δεν σηματοδοτούν την αλλαγή αυτή μέσω της μεταβολής της μερισματικής τους πολιτικής. Οι επενδυτές δηλαδή ερμηνεύουν την αύξηση του μερίσματος ως υπόσχεση για αύξηση των κερδών στο μέλλον.

Η L. Canina (1999) εξέτασε αν η αγορά πιστεύει ότι οι μεταβολές των μερισμάτων ακολουθούνται από μακροχρόνιες ή πρόσκαιρες μεταβολές των κερδών. Το συμπέρασμά της ήταν ότι οι επενδυτές περιμένουν ότι η μεταβολή του μερίσματος αντανακλά μια μακροχρόνια μεταβολή στα κέρδη, το οποίο είναι σύμφωνο με την

υπόθεση του Lintner ότι η διοίκηση της εταιρίας αποφασίζει να αλλάξει το ύψος του μερίσματος μόνο όταν πιστεύει ότι η μεταβολή των κερδών θα είναι μόνιμη.

Όπως παρατηρούμε, οι παραπάνω μελέτες δεν συμφωνούν απόλυτα για την προβλεπτική ικανότητα των μερισμάτων ως προς την μελλοντική πορεία των κερδών. Οι περισσότερες όμως δείχνουν να συμφωνούν με την άποψη ότι η μεταβολή των μερισμάτων προέρχεται ή ακολουθείται από μια αντίστοιχη μεταβολή κερδών.

Τα αποτελέσματα των κυριότερων μελετών πάνω στο συγκεκριμένο θέμα παρατίθενται συγκεντρωτικά στον πίνακα 2.

Πίνακας 2.

Υπάρχουσες μελέτες που εξετάζουν αν οι μεταβολές στο μέρισμα ακολουθούνται από μεταβολές στα κέρδη.

Όνομα	Αντικείμενο έρευνας	Αποτέλεσμα
Lintner (1956)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Τα μερίσματα μεταβάλλονται μόνο αν είναι βέβαιη η μελλοντική αύξηση των κερδών
Watts (1973)	Προβλεψιμότητα κερδών επόμενου έτους από μερίσματα και κέρδη προηγούμενου	Θετική σχέση, αλλά χαμηλό επίπεδο σημαντικότητας
Miller (1987)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Οι μεταβολές των μερισμάτων ακολουθούν αυτές των κερδών
Haley and Palepu (1988)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Θετική σχέση μεταξύ μεταβολών μερισμάτων και κερδών. Όμως η μείωση των κερδών μετά από μείωση των μερισμάτων ανακάμπτει γρήγορα.
Yoon and Starks (1995)	Μεταβολή προβλέψεων των αναλυτών μετά τη μεταβολή των μερισμάτων	Η μείωση μερισμάτων οδηγεί σε αναθεώρηση των προβλέψεων, όχι όμως και η αύξηση.
Benartzi, Michaely and Thaler (1997)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Η μεταβολή των μερισμάτων μας ενημερώνει για την πορεία των κερδών στο παρελθόν αλλά όχι στο μέλλον.
Brook, Charton and Hendershott (1998)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Οι εταιρίες οι οποίες θα έχουν μόνιμη αύξηση των κερδών αυξάνουν το μέρισμα πριν από την πραγματοποίηση αυτής. Αν η αύξηση είναι προσωρινή δεν αυξάνουν το μέρισμα.
L.Canina (1999)	Πληροφοριακός ρόλος των μερισμάτων	Η μεταβολή των μερισμάτων ακολουθείται από μακροχρόνια μεταβολή των κερδών.

3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Συγκεκριμένα, το καθεστώς που ισχύει στην Ελλάδα όσον αφορά τη μερισματική πολιτική είναι:

3.1. Φορολογία κερδών

Από τα μερίσματα δεν θα γίνει καμία παρακράτηση φόρου, επειδή με την καταβολή του φόρου εισοδήματος από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα μερίσματα (άρθρο 15, παρ.1, Ν.Δ.3843/1958 όπως κωδικοποιήθηκε με το άρθρο 114, παρ.1 του Ν. 2238/1994). Δηλαδή τα άνω νομικά πρόσωπα, όταν διανέμουν τα κέρδη που πραγματοποίησαν σε οποιαδήποτε μορφή, (μερισμάτων, προμερισμάτων, αμοιβών στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κτλ) δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, αφού τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα του νομικού προσώπου.

Επίσης η εξόφληση μερισμάτων απαλλάσσεται των τελών χαρτοσήμου (άρθρο 11, παρ.4 στ', Α.Ν. 148/19670).

Συγκεκριμένα, το 1992 με το νόμο 2065/1992 (καθορίστηκε) η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (ανωνύμων εταιριών, ΕΠΕ, προσωπικών εταιριών κτλ) με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε αρχικά σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών.

Ακολούθως, δεν οφείλεται φόρος ούτε στα κεφαλαιακά κέρδη. Μέχρι το Μάρτη του 1998, τα έσοδα από την πώληση μετοχών υπόκειντο μόνο σε φόρο πωλήσεως 0,3%, φόρος ο οποίος αυξήθηκε σε 0,6% στο τέλος του 1999 και μειώθηκε ξανά στο 0,3% το 2001. Το κόστος προμήθειας ελευθερώθηκε από το 1996, όμως για συναλλαγές μεγαλύτερες από 3 εκ. δρχ. δεν μπορεί να ξεπεράσει το 0,5%, ενώ πολύ μεγάλες συναλλαγές θεσμικών επενδυτών υπόκεινται σε ακόμα μικρότερη προμήθεια της τάξης του 0,1%-0,2%.

3.2. Προσδιορισμός ελαχίστου υποχρεωτικού μερίσματος

Η ανώνυμη εταιρία είναι υποχρεωμένη να διανείμει στους μετόχους της το μεγαλύτερο από τα δύο ποσά:

A) Σύμφωνα με το άρθρο 45 (παρ.2 εδάφιο β΄) του Ν.2190/1920,
Καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο*6%

B) Σύμφωνα με το άρθρο 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιημένο με το άρθρο του 1 του Ν. 876/1979 ισχύει,

{Καθαρό Κέρδος χρήσεως- υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων-φόροι}-Τακτικό αποθεματικό}*35%, όπου το τακτικό αποθεματικό ορίζεται ως το 5% των καθαρών κερδών, ενώ η κράτησή του παύει να είναι υποχρεωτική μόλις το ύψος του σχηματισθέντος αποθεματικού φτάσει το 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου.

Αν η Γενική συνέλευση με πλειοψηφία τουλάχιστον 70% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου το αποφασίσει, μπορεί να διανείμει το μικρότερο από τα δύο ποσά. (παρ.3, άρθρο 3, Α.Ν. 148/1967, όπως τροποποιημένο από το Ν. 2753/1999 ισχύει).

Τα μερίσματα πρέπει να καταβληθούν στους μετόχους μέσα σε δυο μήνες από την απόφαση της τακτικής γενικής συνέλευσης που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις (άρθρο 44 α, παρ.2, Ν.2190/1920).

3.3. Περιορισμοί

Η καταβολή μερισμάτων είναι υποχρεωτική εφόσον πληρούνται οι απαραίτητες προϋποθέσεις.

Οι εταιρίες απαγορεύεται να διανείμουν κέρδη της παρούσας ή και των προηγούμενων χρήσεων στους μετόχους τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κτλ, όταν το αναπόσβεστο υπόλοιπο "εξόδων πολυετούς απόσβεσης" δεν καλύπτεται από

προαιρετικά αποθεματικά και από υπόλοιπο κερδών εις νέον. (διατάξεις του άρθρου 43 του Ν.2190/1920)

Επίσης το μέγιστο ποσό διανεμόμενων κερδών που μπορεί να διανεμηθεί στους μετόχους σύμφωνα με το την παρ. 2 του άρθρου 44^α του Ν. 2190/1920 είναι το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που έχει λήξει, προσαυξημένο με τα κέρδη που προέρχονται από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται και αποφασίστηκε από τη γενική συνέλευση η διανομή τους, και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών, σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό.

4.ΔΕΔΟΜΕΝΑ-ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

4.1. Δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα

Τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιήθηκαν στην έρευνα είναι τα παρακάτω:

- Η ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος. Η ημερομηνία αυτή προηγείται αυτής της Γενικής Συνέλευσης της εταιρίας και μπορεί να περιλαμβάνει μία τιμή ή ένα εύρος τιμών. Οι ανακοινώσεις γίνονται στις κυριότερες οικονομικές εφημερίδες (το Βήμα, Ναυτεμπορική, Ισοτιμία, Καθημερινή, Ημερησία, Κέρδος, Επενδυτής κά), και έχουν συλλεχθεί από τη βάση δεδομένων Profile.
- Κέρδη ανά μετοχή και ημερομηνία ανακοίνωσης αυτών. Τα στοιχεία αυτά προέρχονται από τη βάση δεδομένων Profile. Όταν εξετάσουμε την επίδραση της ανακοίνωσης διανομής εκτάκτου μερίσματος στις τιμές των μετοχών θα απορρίψουμε τις παρατηρήσεις εκείνες οι οποίες απέχουν λιγότερο από είκοσι ημέρες από τις ανακοινώσεις κερδών.

- Ημερομηνία ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Τα δεδομένα προέρχονται από τη βάση δεδομένων Profile. Για να απομονωθεί η επίδραση της ανακοίνωσης μερίσματος θα απορρίψουμε τις παρατηρήσεις εκείνες όπου η ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου προηγείται αυτής λιγότερο από είκοσι ημέρες.
- Μέρισμα ανά μετοχή προσαρμοσμένο για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, δωρεάν διανομής μετοχών και split. Τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων του ΧΑΑ.
- Ημερήσιες τιμές των μετοχών για διάστημα -120 έως 20 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (-120,20). Τα στοιχεία προέρχονται από τη βάση δεδομένων του ΧΑΑ.
- Ημερήσιες τιμές του γενικού δείκτη του ΧΑΑ για τα έτη 1996 έως 2000. Για κάθε ανακοίνωση θα χρησιμοποιήσουμε εκείνη την περίοδο τιμών του γενικού δείκτη που συμπίπτει με το estimation window αυτής.

4.2. Περιγραφή δείγματος

Η παρούσα μελέτη πραγματοποιήθηκε για την περίοδο 1996-2000. Στο αρχικό δείγμα συμμετείχε το σύνολο των εταιριών του ΧΑΑ, εκτός από τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Σε κάθε εταιρία αντιστοιχούσαν πέντε παρατηρήσεις, μία για κάθε έτος της υπό εξέταση περιόδου.

Συνολικά συλλέχθηκαν 890 ανακοινώσεις μερισμάτων από 260 επιχειρήσεις. Από αυτές απορρίφθηκαν 270 ανακοινώσεις οι οποίες απείχαν λιγότερο από 20 ημέρες από άλλες σημαντικές εταιρικές ανακοινώσεις έτσι ώστε να απομονωθεί η επίδραση της ανακοίνωσης μερίσματος. Από τις ανακοινώσεις οι οποίες έμειναν προσδιορίστηκαν αυτές του μη αναμενόμενου μερίσματος. Συγκεκριμένα βρέθηκαν 180 ανακοινώσεις μη αναμενόμενου μερίσματος από 112 εταιρίες, από τις οποίες 77 ήταν μη αναμενόμενες μειώσεις και 103 μη αναμενόμενες αυξήσεις. Στις μη

αναμενόμενες αυξήσεις και μειώσεις περιλήφθηκαν και οι ενάρξεις και παύσεις καταβολής μερίσματος αντίστοιχα. Το ποσοστό των μη αναμενόμενων ανακοινώσεων είναι 28,6%, βρίσκεται πολύ κοντά σε αντίστοιχα ποσοστά παρόμοιων μελετών.

Η κατανομή των ανακοινώσεων ανά έτος φαίνεται στον πίνακα 3.

Πίνακας 3.

Ανακοινώσεις μη αναμενόμενου μερίσματος ανά έτος.

Έτος	Αύξηση	Μείωση	Σύνολο
1996	21	12	33
1997	14	11	25
1998	17	17	34
1999	21	16	37
2000	30	21	51
Σύνολο	103	77	180

4.3. Βήματα και μέθοδοι που θα ακολουθηθούν

1) Προσδιορισμός του γεγονότος (event) και της χρονικής περιόδου γύρω από αυτό (event window). Στη συγκεκριμένη εργασία το event θεωρείται η ανακοίνωση της μη αναμενόμενης μεταβολής του μερίσματος και το event window 20 ημέρες πριν (για να περιληφθεί η περίπτωση της επίδρασης από inside information) και 20 ημέρες μετά την ανακοίνωση (για να εκτιμηθεί το πλήρες μέγεθος του event effect).

2) Επιλογή μετοχών. Οι μετοχές που θα επιλεγθούν είναι αυτές όλων των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ την περίοδο 1996-2000 πλην των εταιριών επενδύσεων. Από το δείγμα επίσης εξαιρέθηκαν οι εταιρίες οι οποίες δεν πραγματοποίησαν κέρδη, έπαψαν να διαπραγματεύονται, και απορροφήθηκαν ή απορρόφησαν εισηγμένη στο ΧΑΑ εταιρία.

3) Εκτίμηση παραμέτρων του μοντέλου της αγοράς. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιήσουμε μία περίοδο 100 ημερών (-120,-20) πριν από το event window (estimation window). Από την περίοδο αυτή θα υπολογιστούν οι παράμετροι α και β . Η εκτίμηση θα γίνει με τη χρήση των συναρτήσεων COVAR, VARP, AVERAGE, όπου $b = \text{COVAR}(r,R)/\text{VARP}(R)$, $a = \text{AVERAGE}(r) - b * \text{AVERAGE}(R)$. Επίσης πρέπει να αναφέρουμε ότι για τις εταιρίες για οι οποίες έχουμε ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος περισσότερες από μία φορά, χρησιμοποιούμε διαφορετικά estimation και event windows για την κάθε ανακοίνωση. Αναλυτικά οι συντελεστές α και β για κάθε ανακοίνωση παρατίθενται στο παράρτημα, στον πίνακα 12.

4) Καθορισμός υπερβολικών αποδόσεων (e ή AR) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης (event window) Για να προσδιορίσουμε τις έκτακτες αποδόσεις πρέπει πρώτα να καθορίσουμε τις αναμενόμενες αποδόσεις της κάθε μετοχής για την περίοδο αυτή, τις αποδόσεις δηλαδή που θα αναμέναμε αν δεν υπήρχε καμία ανακοίνωση. Η μέθοδος προσδιορισμού των αναμενόμενων αποδόσεων που θα χρησιμοποιήσουμε είναι αυτή του μοντέλου της αγοράς (Market Model Method), το οποίο είναι ένα γραμμικό στατιστικό υπόδειγμα. Οι έκτακτες αποδόσεις θα προκύψουν αν από τις πραγματοποιηθείσες αφαιρέσουμε τις αναμενόμενες.

Συγκεκριμένα,

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \Rightarrow e_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

και

$$E(R_{it}) = a_i + b_i E(R_{mt}) \quad \text{αφού } E(e_{it}) = 0 \text{ και } \text{Var}(e_{it}) = \sigma_e^2$$

Όπου,

R_{mt} : απόδοση της αγοράς για τη μέρα t

R_{it} : η πραγματοποιηθείσα απόδοση της μετοχής i .

a_i : η απόδοση η οποία δε συσχετίζεται με την αγορά

b_i : η ευαισθησία της εταιρίας στην απόδοση της αγοράς

e_{it} : ο διαταρακτικός όρος ή έκτακτη απόδοση (AR)

5) Υπολογισμός της ημερήσιας μέσης έκτακτης απόδοσης (AR_t) ξεχωριστά για τις εταιρίες οι οποίες αύξησαν και μείωσαν το μέρισμα.. Στη συνέχεια υπολογισμός των αθροιστικών μέσων εκτάκτων αποδόσεων (CAR) για κάθε ημέρα t του event window $(-20,20)$.

Όπου,

$$AR_t = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

και

$$CAR_T = \sum_{t=1}^T AR_t$$

6) Έλεγχος υποθέσεων. Για να ελέγξουμε τη στατιστική σημαντικότητα των μέσων εκτάκτων αποδόσεων και των αθροιστικών μέσων εκτάκτων αποδόσεων, θα χρησιμοποιήσουμε τον στατιστικό συντελεστή t (t -statistics). Με τον τρόπο αυτό θα εξετάσουμε τη μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή οι ανακοινώσεις δεν είχαν καμία επίδραση στις τιμές των μετοχών. Αν το κλάσμα αυτό είναι μεγαλύτερο μιας κριτικής τιμής τότε θα δεχτούμε ότι η έκτακτη απόδοση της συγκεκριμένης ημέρας είναι σημαντικά διαφορετική από το μηδέν. Συγκεκριμένα, αν το κλάσμα είναι μεγαλύτερο του 1,63 δεχόμαστε ότι η έκτακτη απόδοση είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 10%, ενώ αν είναι μεγαλύτερο του 1,96 δεχόμαστε ότι είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο 5%.

Όπου,

$$t_{AR} = \frac{\overline{AR_t}}{S(\overline{AR_t})}$$

και

$$t_{CAR} = \frac{CAR_T}{\sqrt{T} \cdot SD(AR_t)}$$

Θα εξετάσουμε επίσης κατά πόσο οι έκτακτες αποδόσεις κατά τη διάρκεια του event window οφείλονται σε λίγες μόνο μετοχές που είχαν ακραίες αποδόσεις. Ο

έλεγχος που θα πραγματοποιήσουμε εξετάζει στην περίπτωση της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος αν το ποσοστό των θετικών εκτάκτων αποδόσεων είναι μεγαλύτερο από αυτό των αρνητικών των αρνητικών αποδόσεων, και το αντίστροφο στην περίπτωση μείωσης του μερίσματος. Ο έλεγχος πραγματοποιείται με βάση το στατιστικό συντελεστή z , όπου:

$$z = \frac{\frac{m}{n} - p}{\sqrt{\frac{p \cdot (1 - p)}{n}}}$$

Και

- m Το πλήθος των θετικών (ή αρνητικών) εκτάκτων αποδόσεων.
- n το συνολικό πλήθος των εκτάκτων αποδόσεων
- $p=0,5$ η πιθανότητα που αντιστοιχεί στη μηδενική υπόθεση (το πλήθος των θετικών και αρνητικών εκτάκτων αποδόσεων είναι το ίδιο)

Τα αποτελέσματα του ελέγχου αναλυτικά για κάθε ημέρα του event window φαίνονται στον πίνακα 15 του παραρτήματος.

Συμπληρωματικά, θα πραγματοποιήσουμε τους στατιστικούς ελέγχους J_0 , J_1 και J_2 (παραμετρικοί έλεγχοι). Ο έλεγχος J_0 ελέγχει αν το συγκεκριμένο event επηρέασε την απόδοση της κάθε μετοχής (έλεγχος across time). Οι στατιστικές J_1 και J_2 ελέγχουν την στατιστική σημαντικότητα της επίδρασης του event στις αποδόσεις όλων των μετοχών, κατά μέσο όρο. Τέλος, θα χρησιμοποιήσουμε τον μη παραμετρικό έλεγχο J_3 , ο οποίος ελέγχει κατά πόσο οι αρνητικές και οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ισοπίθανα ενδεχόμενα τόσο για κάθε μία μετοχή χωριστά όσο και για το σύνολό τους κατά μέσο όρο. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία περιγράφεται από τους John Y. Campbell, Andrew W. Lo και A. Graig MacKinlay.

4.4. Ορισμός μη αναμενόμενου μερίσματος

Ο λόγος που θα χρησιμοποιήσουμε μη αναμενόμενα μερίσματα είναι ότι οι μεγάλες μεταβολές μερισμάτων σηματοδοτούν σημαντικές αλλαγές στη μερισματική πολιτική που εφαρμόζει η κάθε εταιρία και έτσι έχουν τη δυνατότητα να αποκαλύπτουν σημαντικές πληροφορίες στην αγορά. Η αγορά, κατά συνέπεια, αντιδρά πιο έντονα σε ανακοινώσεις μη αναμενόμενου μερίσματος. Πολλοί αναλυτές στο παρελθόν (Ofer & Siegel (1987), Brown et. Al.(1991), Leftwich & Zmijewski (1991)), αμφισβήτησαν τον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων, ισχυριζόμενοι ότι οι πληροφορίες που εμπεριέχουν οι μεταβολές αυτών δεν είναι μεγάλης σημασίας. Όταν όμως ερευνούμε μεγάλες μεταβολές των μερισμάτων, παρατηρούμε ότι σηματοδοτούν σημαντικές αλλαγές στις προβλέψεις των μελλοντικών κερδών και κατά συνέπεια των τιμών των μετοχών. Στο συμπέρασμα αυτό καταλήγουν σημαντικοί ερευνητές, ανάμεσα στους οποίους οι Asquith & Mullins (1983), Michaely et al.(1994).

Ως μη αναμενόμενο μέρισμα θα θεωρήσουμε αυτό που έχει διαφορά από το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου τουλάχιστον κατά 30%. Το κριτήριο αυτό για τον προσδιορισμό του μη αναμενόμενου μερίσματος χρησιμοποίησε ο Bruce Seifert (1997), όπου εξέτασε τις αγορές της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Αυστραλίας, του Καναδά, της Μεγάλης Βρετανίας και των Ηνωμένων Πολιτειών. Συγκεκριμένα, για να συμπεριλάβει μια εταιρία στο δείγμα του έπρεπε να έχει τουλάχιστον τρία χρόνια κερδών και διανομής μερίσματος πριν τη συγκεκριμένη ανακοίνωση. Επιπλέον, η μεταβολή των μερισμάτων για κάθε ένα από τα τρία προηγούμενα χρόνια δε θα έπρεπε να είναι μεγαλύτερη από 20%, ενώ δεν περιέλαβε καμιά εταιρία περισσότερο από δύο φορές, έστω και αν ικανοποιούνταν περισσότερες φορές το κριτήριο του 30%. Σε μια δεύτερη προσέγγιση θεώρησε ως μη αναμενόμενες μεταβολές μερίσματος μόνο την έναρξη ή διακοπή καταβολής αυτών.

Το ίδιο ποσοστό (30%) χρησιμοποίησαν και οι Dhillon & Johnson (1994) για να ορίσουν τις μη αναμενόμενες αυξήσεις και μειώσεις των μερισμάτων. Εξέτασαν μάλιστα ξεχωριστά την έναρξη και την παύση καταβολής μερίσματος, θέτοντας ως προϋπόθεση για την πρώτη την ύπαρξη πέντε προηγούμενων ετών

χωρίς μερίσματα και για τη δεύτερη τη καταβολή μερίσματος για δύο τουλάχιστον συνεχόμενα έτη.

Οι Gosnell, Keown και Pinkerton (1994) προσδιόρισαν τις μεγάλες μεταβολές του μερίσματος στις Ηνωμένες Πολιτείες ως αυτές στις οποίες προβαίνουν οι εταιρίες οι οποίες αυξάνουν ή μειώνουν το μέρισμά τους κατά τουλάχιστον 25% ή κατά 10 cents από την προηγούμενη περίοδο, δεδομένου ότι διένειμαν μέρισμα τουλάχιστον για οχτώ συνεχόμενα τρίμηνα. Επίσης μεγάλες μεταβολές θεωρούν και την έναρξη καταβολής μερίσματος ύστερα από οχτώ συνεχόμενα τρίμηνα όπου η εταιρία δε διένειμε μέρισμα, ή την παύση καταβολής αυτού ύστερα από οχτώ συνεχόμενα τρίμηνα όπου η εταιρία προέβαινε σε διανομή μερίσματος. Στο τελικό τους δείγμα το ποσοστό των εταιριών που κάλυπταν το κριτήριο του 25% ποίκιλε από 13% για τη Μεγάλη Βρετανία (το χαμηλότερο) έως 24% για τη Γερμανία (το υψηλότερο).

Το 2000 οι Klock & Maxwell όρισαν ως μεγάλες μεταβολές μερισμάτων αυτές που είναι μεγαλύτερες του 15%, καθώς και την έναρξη και διακοπή καταβολής μερίσματος. Το ποσοστό αυτό επιλέχθηκε έτσι ώστε να μην περιορίσει σημαντικά το δείγμα.

Σύμφωνα με τους Congroy, Eades και Harris, οι οποίοι ερεύνησαν την αγορά της Ιαπωνίας, μη αναμενόμενο μέρισμα είναι αυτό το οποίο διαφέρει από τις προβλέψεις των αναλυτών. Έτσι, η μεταβολή του μερίσματος προσδιορίζεται ως η διαφορά ανάμεσα στο μέρισμα που ανακοινώνεται από τη διοίκηση της εταιρίας και αυτό που ανέμεναν οι αναλυτές. Το ποσοστό των ανακοινώσεων οι οποίες θεωρήθηκαν ως μη αναμενόμενες κυμαίνεται στη συγκεκριμένη μελέτη από 15% έως 30%.

Παλιότερες μελέτες όπως αυτές των Kane, Ki Lee & Marcus (1984), των Aharony και Swary (1980)-το ποσοστό των μη αναμενόμενων ανακοινώσεων στη συγκεκριμένη μελέτη ήταν μόλις 13%, και του Charest (1978), στηριζόμενες στην υπόθεση του Lintner ότι οι εταιρίες είναι εξαιρετικά διστακτικές στη μεταβολή του τακτικού τους μερίσματος και προβαίνουν σε αυτή μόνο όταν είναι απόλυτα βέβαιες ότι θα μπορέσουν να διατηρήσουν το επίπεδο αυτό και στο μέλλον, υπέθεσαν ότι το αναμενόμενο μέρισμα είναι όσο το προηγούμενο.

Μια τέτοια παραδοχή όμως δεν μπορεί να γίνει στην Ελλάδα, όπου οι επιχειρήσεις προβαίνουν σε συνεχή μεταβολή του μερίσματός τους. Κατά συνέπεια, πιο κοντά στα ελληνικά δεδομένα θεωρούμε την υπόθεση του Bruce Seifert καθώς και των Dhillon & Johnson, ότι δηλαδή μη αναμενόμενο μέρισμα είναι αυτό το οποίο διαφέρει από το προηγούμενο τουλάχιστον κατά 30%. Το κριτήριο αυτό μας δίνει 180 ανακοινώσεις μη αναμενόμενου μερίσματος, οι οποίες αποτελούν ποσοστό 28,6% του συνολικού δείγματος. Το ποσοστό αυτό μπορεί να θεωρηθεί επαρκές, μια και αντίστοιχες μελέτες χρησιμοποίησαν ίσο ή μικρότερο ποσοστό του συνολικού τους δείγματος.

Όνομα	Ορισμός μη αναμενόμενου μερίσματος
Gosnell, Keown & Pinkeron (1994)	Διαφορά από το προηγούμενο μέρισμα \geq 25% ή 10 cents
Dhillon & Johnson (1994)	Διαφορά από το προηγούμενο \geq 30%
Bruce Seifert (1997)	Διαφορά από το προηγούμενο \geq 30%
Klock & Maxwell (2000)	Διαφορά από το προηγούμενο \geq 15%
Aharony & Swary(1980), Kane, Lee & Marcus(1984)	Οποιαδήποτε διαφορά από το προηγούμενο μέρισμα

5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

5.1. Έκτακτες αποδόσεις

Στους πίνακες 4α και 5α παραθέτουμε τις μέσες έκτακτες αποδόσεις (AR_t), τις συνολικές μέσες έκτακτες αποδόσεις (CAR_t) και το συντελεστή t για τις περιπτώσεις ανακοίνωσης μη αναμενόμενης αύξησης και μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος. Η περίοδος είναι δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι ημερήσιες μέσες έκτακτες και συνολικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τη διάρκεια όλου του event window $(-20,20)$ παρουσιάζονται στο παράρτημα, στους πίνακες 13 και 14.

Όπως βλέπουμε στον πίνακα 4α που ακολουθεί, στις περιπτώσεις αύξησης του μερίσματος οι μετοχές σημειώνουν, την ημέρα ανακοίνωσης, μέσες έκτακτες αποδόσεις της τάξης του 0,82%. Η απόδοση αυτή είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%, μπορεί δηλαδή να θεωρηθεί αξιόπιστη. Την προηγούμενη αυτής (-1) η αντίστοιχη αύξηση είναι 0,58%, απόδοση η οποία είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%, ενώ την επόμενη (+1) είναι 0,48%, χωρίς να έχει όμως στατιστική σημαντικότητα. Τα αποτελέσματα αυτά είναι παρόμοια με αντίστοιχες μελέτες του Petit (1972), ο οποίος παρατήρησε έκτακτες αποδόσεις σε περίπτωση αύξησης του μερίσματος ύψους 0,93%, των Aharony & Swary (1980) οι οποίοι σημείωσαν αντίστοιχη αύξηση περίπου 1%, καθώς και των Benartzi, Michaely & Thaler (1997) των οποίων η μελέτη έδωσε αύξηση της τάξης του 0,81%.

Επίσης, όπως βλέπουμε στον πίνακα 4β οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις περιόδους $(-10,0)$, $(-5,0)$, $(-1,0)$, είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 5%, 1% και 1% αντίστοιχα, αφού ο συντελεστής $t_{(CAR)}$ στην πρώτη περίπτωση είναι μεγαλύτερος του 1,96 και στις άλλες δύο είναι μεγαλύτερος του 2,58.

Τέλος, ο συντελεστής z την ημέρα ανακοίνωσης είναι -1,08. Δεν μπορεί κατά συνέπεια να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή το πλήθος των θετικών και αρνητικών αποδόσεων είναι ίσο.

Πίνακας 4α.

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος ($AR_{it}=R_{it}-(a-bR_{mt})$).

Περίοδος	AR	CAR	t_{AR}
-10	0,00144	0,00523	0,45106
-9	0,00091	0,00613	0,28526
-8	-0,00070	0,00544	-0,21854
-7	-0,00538	0,00005	-1,69197*
-6	0,00412	0,00418	1,29605
-5	0,00395	0,00813	1,24161
-4	-0,00050	0,00763	-0,15797
-3	-0,00049	0,00714	-0,15302
-2	0,00439	0,01153	1,37898
-1	0,00582	0,01734	1,82833*
0	0,00821	0,02556	2,58154**
1	0,00484	0,03040	1,52240
2	-0,00011	0,03029	-0,03587
3	0,00130	0,03159	0,40847
4	0,00713	0,03872	2,24123**
5	0,00519	0,04391	1,63038*
6	0,00563	0,04954	1,77011*
7	0,00199	0,05153	0,62571
8	0,00241	0,05395	0,75886
9	0,00332	0,05727	1,04494
10	-0,00299	0,05428	-0,93910

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πίνακας 4β.

Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις

Περίοδος	CAR	$t_{(CAR)}$
(-10,0)	0,02177	2,062739*
(-5,0)	0,02138	2,743213**
(-1,0)	0,01403	3,118251**

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 1%

Όπως παρατηρούμε στον πίνακα 5α που ακολουθεί, στην περίπτωση μη αναμενόμενης μείωσης των μερισμάτων οι αρνητικές μέσες έκτακτες αποδόσεις πραγματοποιούνται την πρώτη ημέρα μετά την ανακοίνωση (-0,21%). Η απόδοση όμως αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική, κατά συνέπεια δεν μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η ανακοίνωση μη αναμενόμενης μείωσης μερισμάτων οδήγησε σε αρνητικές έκτακτες αποδόσεις. Εδώ τα αποτελέσματα διαφέρουν από αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας, μια η αντίδραση της αγοράς στην περίπτωση μας είναι σημαντικά μικρότερη από αντίστοιχες μελέτες του εξωτερικού. Αναλυτικότερα, οι έρευνες των Petit, Benartzi, Michaely & Thaler και Aharony & Swary, έδειξαν έκτακτες αποδόσεις ύψους -3,69%, -2,53% και -1,07% αντίστοιχα.

Επιπλέον παρατηρούμε από τον πίνακα 5α ότι μόνο η αθροιστική μέση έκτακτη απόδοση για την περίοδο (-10,0) είναι στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10%.

Τέλος, την ημέρα ανακοίνωσης (0), ο συντελεστής συντελεστής z είναι 0,114. Δεν μπορεί συνεπώς να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση, ότι δηλαδή το πλήθος των θετικών και αρνητικών αποδόσεων είναι ίσο.

Πίνακας 5α.

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος ($AR_{it}=R_{it}-(a-bR_{mt})$)

Περίοδος	AR	CAR	t_{AR}
-10	0,00432	0,026511	1,254079
-9	0,003352	0,029863	0,973274
-8	0,005733	0,035596	1,664507*
-7	0,002715	0,038312	0,788352
-6	0,002615	0,040927	0,759209
-5	-0,00174	0,039191	-0,5038
-4	0,002977	0,042168	0,864274
-3	0,001286	0,043454	0,37343
-2	0,001232	0,044686	0,35763
-1	0,000567	0,045253	0,164639
0	0,004385	0,049638	1,273077
1	-0,00211	0,04753	-0,61209
2	0,003959	0,051489	1,149359
3	0,00208	0,053569	0,604019
4	-7,1E-05	0,053499	-0,02054
5	0,003412	0,056911	0,990648
6	0,002984	0,059895	0,86643
7	-0,00525	0,054641	-1,52533
8	0,005131	0,059773	1,489784
9	-0,00021	0,059567	-0,05968
10	0,006451	0,066018	1,872825*

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πίνακας 5β.

Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις

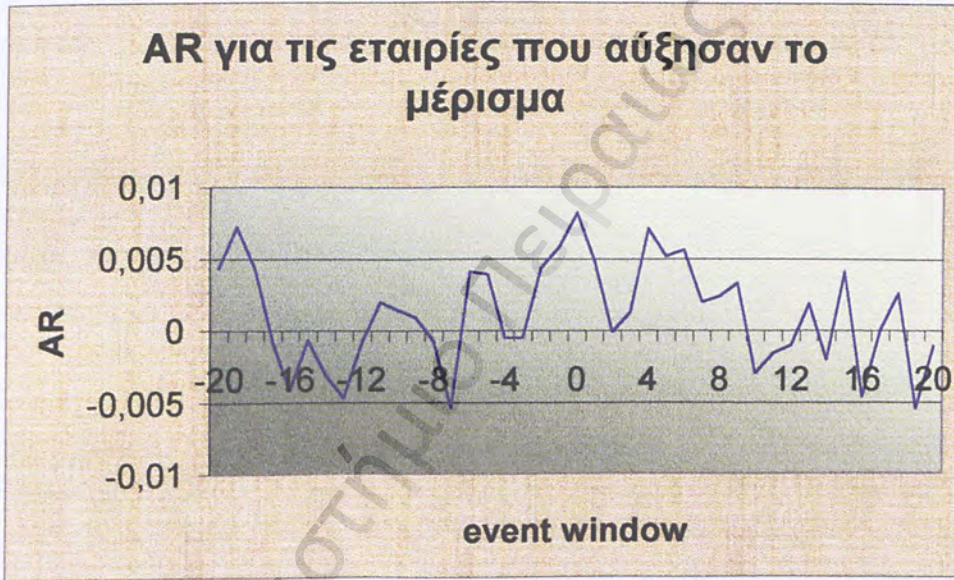
Περίοδος	CAR	$t_{(CAR)}$
(-10,0)	0,027447	2,402644*
(-5,0)	0,008712	1,032562
(-1,0)	0,004952	1,016618

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

5.2. Διαγραμματική απεικόνιση των εκτάκτων αποδόσεων

Σχεδιάγραμμα 1.

Διαγραμματική απεικόνιση των εκτάκτων αποδόσεων των εταιριών που αύξησαν το μέρισμα



Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση των εταιριών που προέβησαν σε αύξηση του μερισματός τους πριν από την ημέρα του event παρουσίασε έντονες διακυμάνσεις. Τη συγκεκριμένη ημέρα η υπερβάλλουσα απόδοση έφτασε στο υψηλότερο σημείο (0,82%). Τις επόμενες τρεις ημέρες παρουσίασε πτώση, αυξήθηκε όμως πάλι σημαντικά την τέταρτη ημέρα. Στη συνέχεια παρουσίασε πτωτική τάση, όμως με κάποιες διακυμάνσεις.

Σχεδιάγραμμα 2.

Διαγραμματική απεικόνιση των εκτάκτων αποδόσεων των εταιριών που μείωσαν το μέρισμα



Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα η υπερβάλλουσα απόδοση για τις επιχειρήσεις οι οποίες μείωσαν το μέρισμά τους παρουσιάζει αρκετές διακυμάνσεις, αν και λιγότερο έντονες από τις αντίστοιχες στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος. Η μείωση της υπερβάλλουσας απόδοσης δεν γίνεται αισθητή την ημέρα του event αλλά την επόμενη αυτής. Ιδιαίτερα έντονη είναι η μείωση την έβδομη και την δέκατη έβδομη ημέρα μετά το event.

5.3. Εξέταση αθροιστικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (CARs)

Στη συνέχεια θα υπολογίσουμε τις αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (Cumulative Abnormal Returns) για τις εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε μη αναμενόμενη αύξηση ή μείωση των μερισμάτων τους, εξετάζοντας τις δύο περιπτώσεις ξεχωριστά.

Αφού έχουμε ήδη υπολογίσει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών για κάθε ημέρα του event window (-20,20), τις αθροίζουμε και τις διαιρούμε με τον αριθμό των παρατηρήσεων. Συγκεκριμένα με το 103 στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος και με το 77 στην περίπτωση μείωσης αυτού. Βρίσκουμε έτσι τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις κάθε ημέρας του event window (Average Residuals). Στη συνέχεια για να βρούμε τις αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για κάθε ημέρα αθροίζουμε τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις μέχρι την ημέρα αυτή. Πχ. για την πρώτη ημέρα του event window (-20), η αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση θα είναι ίση με τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση για την ημέρα αυτή (0,004349 για την αύξηση και 0,00674 για την μείωση του μερίσματος). Για την δεύτερη ημέρα του event window (-19), η αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση θα ισούται με το άθροισμα των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων της ίδιας και της προηγούμενης ημέρας. Στην περίπτωση δηλαδή αύξησης μερίσματος η αθροιστική υπερβάλλουσα απόδοση θα είναι ίση με $0,004349+0,007213=0,011562$, ενώ για την περίπτωση μείωσης του μερίσματος η αντίστοιχη τιμή θα είναι: $0,00674+0,00252=0,00926$. Αναλυτικά οι τιμές των AR και CAR παρατίθενται στο παράρτημα. Από τα δεδομένα αυτά κατασκευάσαμε τα σχεδιαγράμματα για τις περιπτώσεις αύξησης και μείωσης του μερίσματος. Συγκεκριμένα,

$$CAR_t = \sum_{i=1}^T AR_i$$

Σχεδιάγραμμα 3.

Αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που αύξησαν το μέρισμα.



Παρατηρώντας το σχεδιάγραμμα των εταιριών που προέβησαν σε μη αναμενόμενη αύξηση των μερισμάτων τους βλέπουμε ότι οι αθροιστικές μέσες αποδόσεις (CARs) πριν από την πραγματοποίηση του event βρίσκονται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Μετά το event (ημέρα 0), οι CARs σημειώνουν αλματώδη αύξηση, φτάνοντας στο υψηλότερο σημείο την 15^η ημέρα (CAR:0,055642).

Σχεδιάγραμμα 4.

Αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις των εταιριών που μείωσαν το μέρισμα



Συγκρίνοντας την περίπτωση των επιχειρήσεων που προέβησαν σε μη αναμενόμενη μείωση των μερισμάτων τους παρατηρούμε ότι παρουσιάζουν διαφορά ως προς τη διαμόρφωση των αθροιστικών μέσων αποδόσεων. Η αύξηση των CAR στην περίπτωση μείωσης του μερίσματος αρχίζει από την αρχή του event window (-20), και παρουσιάζει μια σταθερά ανοδική πορεία. Ενδιαφέρον είναι το γεγονός ότι το επίπεδο των CAR είναι υψηλότερο στην περίπτωση μείωσης του μερίσματος, αγγίζοντας το υψηλότερο σημείο την 16^η ημέρα (0,07808).

5.4. Στατιστικοί Έλεγχοι

5.5.1. Παραμετρικοί στατιστικοί έλεγχοι

Στον έλεγχο υποθέσεων θα εξετάσουμε την υπόθεση H_0 : το event δεν οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για τον έλεγχο των υποθέσεων θα χρησιμοποιήσουμε τις στατιστικές ελέγχου J_0 , J_1 και J_2 , οι οποίες βασίζονται στην κανονική κατανομή $\sim N(0,1)$, με την προϋπόθεση ότι L_1 (αριθμός ημερών του estimation window) > 30 .

(α) Έλεγχος across time

Ο πρώτος παραμετρικός στατιστικός έλεγχος που θα χρησιμοποιήσουμε είναι ο J_0 , ο οποίος είναι έλεγχος για κάθε μετοχή κατά τη διάρκεια του χρόνου. Για να υπολογίσουμε δηλαδή το J_0 θα βρούμε πρώτα τη σωρευτική υπερβάλλουσα απόδοση (CAR) κάθε μετοχής κατά τη διάρκεια του event window.

$$J_0 = \frac{CAR_i}{\sqrt{L_2} \sigma_{ei}}$$

Όπου $CAR_i = \sum_{i=-20}^{i=20} e_i \sim N(0,1)$ για $L_1 > 30$

L_1 : estimation window. Εδώ έχουμε estimation window 100 ημερών, άρα πληρούμε το κριτήριο.

Στη συνέχεια θα πραγματοποιήσουμε τους εξής στατιστικούς ελέγχους:

Δίπλευρος έλεγχος

H_0 : Το event δεν οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, δηλ.,

$H_0: CAR=0$

$H_1: CAR \neq 0$

Η υπόθεση H_0 θα απορριφθεί αν $|J_0| > 1,96$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha=0,05$).

Μονόπλευρος έλεγχος

- Εδώ θα ελέγξουμε την υπόθεση H_0 : Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

H_0 : $CAR \geq 0$

H_1 : $CAR < 0$

Αν $J_0 < -1,65$ θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha=0,05$)

- Θα ελέγξουμε την υπόθεση H_0 : Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

H_0 : $CAR \leq 0$

H_1 : $CAR > 0$

Αν $J_0 > 1,65$ θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha=0,05$)

Συνολικά, έχουμε 23 ανακοινώσεις οι οποίες έχουν $|J_0| > 1,96$. Παραδεχόμαστε, συνεπώς, ότι οδήγησαν σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Από αυτές οι 16 έχουν $J_0 > 1,65$, δηλαδή η ανακοίνωση οδήγησε σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι υπόλοιπες 8 έχουν $J_0 < -1,65$, δηλαδή οι ανακοινώσεις οδήγησαν σε αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Παράλληλα, υπάρχουν 16 ανακοινώσεις οι οποίες σύμφωνα με τον δίπλευρο έλεγχο δεν οδήγησαν σε στατιστικά σημαντικές υπερβολικές αποδόσεις, έχουν δηλαδή $|J_0| < 1,96$, όμως σύμφωνα με τον μονόπλευρο έλεγχο οδήγησαν αρνητικές ή θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Από αυτές οι 9 είναι θετικές και οι 7 αρνητικές. Το ποσοστό των ανακοινώσεων που σημείωσαν στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις σύμφωνα με τον δίπλευρο έλεγχο είναι 12,8%, ενώ το ποσοστό των ανακοινώσεων που σύμφωνα με τον μονόπλευρο έλεγχο έχουν θετικές ή αρνητικές υπερβάλλουσες

αποδόσεις είναι 21,67%. Επιπλέον, είχαμε 6 εταιρίες οι οποίες είχαν J_0 πολύ κοντά στο στατιστικό όριο του 1,65, για τις οποίες όμως δεν μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα.

Συγκεντρωτικά βλέπουμε τα αποτελέσματα στον πίνακα 7 που ακολουθεί.

Πίνακας 7.

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα ελέγχου J_0

	$J_0 > 1,65$	$J_0 < 1,65$	Σύνολο
$ J_0 > 1,96$	15	8	23
$ J_0 < 1,96$	9	7	16
Σύνολο	24	15	39

Αναλυτικότερα, οι τιμές του J_0 για τις εταιρίες για τις οποίες απορρίφθηκε η μηδενική υπόθεση (H_0) φαίνονται στον πίνακα 16 στο παράρτημα.

(β) Έλεγχος across firms

Στη συνέχεια θα πραγματοποιήσουμε έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας όλων των μετοχών που εξετάζουμε. (across firms). Για το σκοπό αυτό θα υπολογίσουμε τις στατιστικές J_1 και J_2 .

Έλεγχος J_1

Για τον έλεγχο της στατιστικής σημαντικότητας ή μη της επίδρασης του event στις αποδόσεις όλων των μετοχών, κατά μέσο όρο, υπολογίζουμε τις στατιστικές J_1 και J_2 .

$$\text{Όπου } J_1 = \frac{\overline{CAR}}{\sqrt{\sigma^2}} \sim N(0,1)$$

$$\overline{CAR} = \sum_{i=-20}^{i=20} e_t \sim N(0, \sigma^2),$$

$$\bar{e} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{i=180} e_t$$

$$\sigma^2 = \frac{1}{N^2} \cdot \sum_{i=1}^{i=180} \sigma_i^2$$

όπου N: αριθμός μετοχών (180)

Μονόπλευρος έλεγχος

Και στην περίπτωση αυτή θα εξετάσουμε τις υποθέσεις:

H₀: Το event δεν οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές υπερβολικές αποδόσεις.

$$H_0: \overline{CAR} = 0$$

$$H_1: \overline{CAR} \neq 0$$

Αν $|J_1| > 1,96$ θα απορρίψουμε την H₀ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (α=0,05)

Δίπλευρος έλεγχος

- H₀: Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

$$H_0: \overline{CAR} \geq 0$$

$$H_1: \overline{CAR} < 0$$

Θα απορρίψουμε την H₀ αν $J_1 < -1,65$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% (α=0,05)

- H_0 : Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

$$H_0: \overline{CAR} \leq 0$$

$$H_1: \overline{CAR} > 0$$

Θα απορρίψουμε την H_0 αν $J_1 > 1,65$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha=0,05$).

Στην περίπτωση μας το J_1 είναι 3,89, δηλαδή πληρείται το κριτήριο για την απόρριψη της μηδενικής υπόθεσης. Η ανακοίνωση, κατά συνέπεια, είχε στατιστικά σημαντική επίδραση στις αποδόσεις όλων των μετοχών που εξετάζουμε. Συγκεκριμένα, και αφού $J_1 > 1,65$, οι ανακοινώσεις οδήγησαν σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Αν χωρίσουμε τις εταιρίες σε αυτές που προέβησαν σε αύξηση και σε αυτές που προέβησαν σε μείωση του μερίσματος, θα παρατηρήσουμε ότι και οι δύο κατηγορίες έχουν $|J_1| > 1,96$, και στις δύο δηλαδή οι ανακοινώσεις οδήγησαν σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Εντύπωση όμως προκαλεί το γεγονός ότι και στις δύο κατηγορίες το J_1 είναι μεγαλύτερο του 1,65, δηλαδή οι ανακοινώσεις ανεξάρτητα από το περιεχόμενό τους οδήγησαν σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

J_1	Δίπλευρος έλεγχος	Μονόπλευρος έλεγχος
3,89	$ J_1 > 1,96$	$J_1 > 1,65$

Έλεγχος J_2

$$J_2 = \sqrt{\frac{N(L_1 - 4)}{L_1 - 2}} \cdot \overline{J_0} \sim N(0,1)$$

Όπου

$$\overline{J_0} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{180} J_{0i} \sim N\left(0, \frac{L_1 - 2}{N(L_1 - 4)}\right)$$

N = αριθμός μετοχών (180)

L_1 = ημέρες του estimation window (100)

Μονόπλευρος έλεγχος

H_0 : Το event δεν οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές υπερβολικές αποδόσεις

H_0 : $\overline{SCAR} = 0$

H_1 : $\overline{SCAR} \neq 0$

Θα απορρίψω την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $|J_2| > 1,96$ με βάση την τυποποιημένη κανονική κατανομή $N(0,1)$

Δίπλευρος έλεγχος

Επίσης θα ελέγξουμε την υπόθεση,

- H_0 : Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές θετικές υπερβολικές αποδόσεις

H_0 : $SCAR \geq 0$

H_1 : $SCAR < 0$

Θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $J_2 < -1,65$

Καθώς και την υπόθεση

- H_0 : Το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές αρνητικές υπερβολικές αποδόσεις

H_0 : $J_0 \leq 0$

H_1 : $J_0 > 0$

Θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $J_2 > 1,65$

Στην συγκεκριμένη περίπτωση το J_2 ισούται με 3,75. Παραδεχόμαστε, δηλαδή, ότι το event οδήγησε σε στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις και μάλιστα θετικές. Αν εξετάσουμε ξεχωριστά τις περιπτώσεις ανακοίνωσης αύξησης και μείωσης του μερίσματος θα διαπιστώσουμε ότι και οι δύο περιπτώσεις οδήγησαν σε θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. (αύξηση: $J_2 = 2,36$, μείωση: $J_2 = 3,078$). Παρατηρώντας τις στατιστικές ελέγχου J_1 και J_2 βλέπουμε ότι όχι μόνο οδηγούν στο ίδιο συμπέρασμα, ότι δηλαδή οι ανακοινώσεις κατά μέσο όρο οδήγησαν σε στατιστικά σημαντικές και θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, αλλά έχουν και συγκλίνουσες τιμές ($J_1:3,89$, $J_2:3,75$)

J_2	Αίπλευρος έλεγχος	Μονόπλευρος έλεγχος
3,75	$ J_2 > 1,96$	$J_2 > 1,65$

5.4.2. Μη παραμετρικοί στατιστικοί έλεγχοι (Sign test J_3)

Στη συνέχεια θα πραγματοποιήσουμε τους μη παραμετρικούς ελέγχους J_3 για κάθε εταιρία ξεχωριστά και για το σύνολο των εταιριών.

(a) Across Time

Ο έλεγχος αυτός εξετάζει την πιθανότητα $\rho = \Pr(e \geq 0)$ για κάθε μία μετοχή ξεχωριστά, εξετάζει, δηλαδή, το κατά πόσο οι αρνητικές και οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ισοπίθانا ενδεχόμενα.

$$J_3 = \left(\frac{L_2^+}{L_2} - 0,5 \right) \cdot \frac{\sqrt{L_2}}{0,5} \sim N(0,1)$$

όπου,

L_2^+ : αριθμός παρατηρήσεων με $e > 0$.

L_2 : αριθμός παρατηρήσεων του event window

Μονόπλευρος έλεγχος

Θα ελέγξουμε την υπόθεση H_0 : υπάρχουν ίδιες πιθανότητες να εμφανιστούν αρνητικές και θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

$$H_0: \rho = 0,5$$

$$H_1: \rho \neq 0,5$$

Όπου $\rho = \Pr(e \geq 0)$

Θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $|J_3| > 1,96$

Δίπλευρος έλεγχος

Επίσης θα ελέγξουμε την υπόθεση

- H_0 : υπάρχουν λιγότερες πιθανότητες να πραγματοποιηθούν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

$$H_0: \rho \leq 0,5$$

$$H_1: \rho > 0,5$$

Όπου

Θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $J_3 > 1,65$

- Καθώς και την υπόθεση H_0 : υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να πραγματοποιηθούν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

$$H_0: \rho \geq 0,5$$

$$H_1: \rho < 0,5$$

Θα απορρίψουμε την H_0 σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$) αν $J_3 < -1,65$

Συγκεντρωτικά, για τις επιχειρήσεις οι οποίες αύξησαν τα μερίσματά τους, τα στοιχεία έχουν ως εξής: είκοσι από αυτές έχουν $|J_3| > 1,96$, με επτά να έχουν $J_3 > 1,65$ και δέκα τρεις να έχουν $J_3 < -1,65$. Δώδεκα ανακοινώσεις έχουν $|J_3| < 1,96$, αλλά τέσσερις από αυτές έχουν $J_3 > 1,65$ και οχτώ $J_3 < -1,65$. Τα αποτελέσματα φαίνονται και

στον πίνακα που ακολουθεί. Απορρίπτουμε, δηλαδή, τη μηδενική υπόθεση μόνο για έντεκα ανακοινώσεις αύξησης μερίσματος σύμφωνα με τον δίπλευρο έλεγχο και για είκοσι ανακοινώσεις σύμφωνα με το μονόπλευρο.

Πίνακας 8

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα ελέγχου J_3 για τις εταιρίες που αύξησαν το μερίσμα.

	$J_3 > 1,65$	$J_3 < 1,65$	
$ J_3 > 1,96$	7	13	20
$ J_3 < 1,96$	4	8	12
Σύνολο	11	21	32

Όσον αφορά τις εταιρίες οι οποίες προέβησαν σε μείωση του μερίσματος, τα αντίστοιχα J_3 παρατίθενται στον πίνακα 18 στο παράρτημα.

Συγκεντρωτικά, όπως βλέπουμε και στον πίνακα εννιά που ακολουθεί, για τις εταιρίες οι οποίες μείωσαν τα μερίσματά τους έχουμε 9 ανακοινώσεις με $|J_3|$ μεγαλύτερο του 1,96, τέσσερις από τις οποίες έχουν J_3 μεγαλύτερο, και πέντε J_3 μικρότερο του 1,65. Αντίστοιχα, έχουμε 3 ανακοινώσεις οι οποίες έχουν $|J_3|$ μικρότερο του 1,96, όμως δύο από αυτές έχουν J_3 μεγαλύτερο του 1,65 και μία μικρότερο αυτού. Θα απορρίψουμε, συνεπώς, τη μηδενική υπόθεση για εννιά ανακοινώσεις σύμφωνα με τον μονόπλευρο έλεγχο και για έξι ανακοινώσεις σύμφωνα με τον δίπλευρο έλεγχο.

Πίνακας 9.

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα ελέγχου J_3 για τις εταιρίες που μείωσαν το μέρισμα.

	$J_3 > 1,65$	$J_3 < -1,65$	
$ J_3 > 1,96$	4	5	9
$ J_3 < 1,96$	2	1	3
Σύνολο	6	6	12

(β) Across Firms

Για το σύνολο των μετοχών θα ελέγξουμε την πιθανότητα $p = \Pr(\text{CAR} \geq 0)$, με την ακόλουθη στατιστική ελέγχου:

$$J_3 = \left(\frac{N^+}{N} - 0,5 \right) \cdot \frac{\sqrt{N}}{0,5} \sim N(0,1)$$

Όπου,

N : ο αριθμός των υπό εξέταση μετοχών

N^+ : ο αριθμός των μετοχών με $\text{CAR} > 0$

Μονόπλευρος έλεγχος

Θα ελέγξουμε την υπόθεση H_0 : υπάρχουν ίδιες πιθανότητες να εμφανιστούν αρνητικές και θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

$H_0: p = 0,5$

$H_1: p \neq 0,5$

Όπου $p = \Pr(\text{CAR} \geq 0)$

Θα απορρίψουμε την H_0 αν $|J_3| > 1,96$, σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$).

Δίπλευρος έλεγχος

Θα ελέγξουμε την υπόθεση:

$$H_0: \rho \leq 0,5$$

$$H_1: \rho > 0,5$$

$$\text{Όπου } p = \Pr(\text{CAR} \geq 0)$$

Θα απορρίψουμε την H_0 αν $J_3 > 1,65$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$)

Επίσης, θα ελέγξουμε την αντίθετη υπόθεση:

$$H_0: \rho \geq 0,5$$

$$H_1: \rho < 0,5$$

$$\text{Όπου } p = \Pr(\text{CAR} \geq 0)$$

Θα απορρίψουμε την H_0 αν $J_3 < -1,65$ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% ($\alpha = 0,05$)

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, το J_3 για το σύνολο των ανακοινώσεων, ανεξάρτητα αν αφορούσαν αύξηση ή μείωση του μερίσματος είναι 2,385, μεγαλύτερο δηλαδή από το 1,95. Απορρίπτουμε δηλαδή τη μηδενική υπόθεση και παραδεχόμαστε ότι για το σύνολο των ανακοινώσεων οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι πιο πιθανές από τις αρνητικές.

Αν εξετάσουμε ξεχωριστά τις ανακοινώσεις μείωσης και αύξησης μερισμάτων, θα παρατηρήσουμε την εξής ιδιαιτερότητα: οι ανακοινώσεις μη αναμενόμενης αύξησης μερίσματος έχουν J_3 ίσο με 1,084, δηλαδή μικρότερο του 1,65. Δεν μπορούμε, κατά συνέπεια, να απορρίψουμε τη μηδενική υπόθεση, ότι αρνητικές και θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ισοπίθανα ενδεχόμενα. Αντίθετα, στην περίπτωση ανακοίνωσης μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος, το J_3 ισούται με 2,62, είναι δηλαδή μεγαλύτερο του 1,96 και 1,65. Στην περίπτωση, δηλαδή αυτή παραδεχόμαστε ότι οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι πιο

πιθανές από τις αρνητικές, παρά το γεγονός ότι αναφερόμαστε σε μείωση του μερίσματος.

J_3	Μονόπλευρος έλεγχος	Δίπλευρος έλεγχος
2,385	$ J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$

5.5. Καταλληλότητα του μοντέλου της αγοράς για τον προσδιορισμό των αναμενόμενων αποδόσεων.

Προκειμένου να βεβαιωθούμε ότι το μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε για τον προσδιορισμό των αναμενόμενων αποδόσεων είναι το σωστό θα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα που έχουμε βρει χρησιμοποιώντας το μοντέλο της αγοράς με αυτά του market adjusted return method. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή αναμενόμενη απόδοση θεωρείται η απόδοση της αγοράς, όπως αυτή αντικατοπτρίζεται από τον γενικό δείκτη του ΧΑΑ. Κατά συνέπεια, υπερβάλλουσα απόδοση θα είναι η διαφορά της πραγματικής από την απόδοση της αγοράς για τη συγκεκριμένη ημέρα.

5.5.1. Αποτελέσματα με την market adjusted return method

Πίνακας 10α

Ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος ($AR_{it}=AR_{it}-AR_{mt}$)

Event Window	AR	CAR	$t_{(AR)}$
-10	0,002271	0,005983	0,666155
-9	0,001026	0,007009	0,300979
-8	-0,00153	0,005478	-0,44914
-7	-0,00612	-0,00064	-1,79576*
-6	0,003312	0,002667	0,971357
-5	0,005526	0,008193	1,620889
-4	-0,00259	0,005607	-0,75861
-3	0,000117	0,005724	0,034411
-2	0,00456	0,010284	1,337532
-1	0,003832	0,014116	1,124036
0	0,00742	0,021536	2,176501**
1	0,003086	0,024622	0,905254
2	-0,00157	0,023052	-0,4607
3	0,001938	0,02499	0,568569
4	0,007663	0,032653	2,247658**
5	0,004705	0,037357	1,380019
6	0,005617	0,042974	1,647693*
7	0,00305	0,046024	0,894508
8	0,002089	0,048113	0,612884
9	0,003014	0,051127	0,884023
10	-0,00351	0,047614	-1,03051

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πίνακας 10β

Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις

Περίοδος	CAR	$t_{(AR)}$
(-10,0)	0,017824	1,576406
(-5,0)	0,018869	2,259554*
(-1,0)	0,011252	2,333832*

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Παρατηρώντας των πίνακα των έκτακτων αποδόσεων 10α χρησιμοποιώντας την εναλλακτική μέθοδο προσδιορισμού των αναμενόμενων αποδόσεων, συμπεραίνουμε ότι τα αποτελέσματα σχεδόν συμπίπτουν με αυτά που μας δίνει το μοντέλο της αγοράς.

Πιο αναλυτικά, βλέπουμε ότι για την περίπτωση ανακοίνωσης μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος, την ημέρα της ανακοίνωσης η έκτακτη απόδοση είναι 0,74%, απόδοση στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Το αντίστοιχο ποσοστό στην περίπτωση χρησιμοποίησης του μοντέλου της αγοράς είναι 0,82%. Την τέταρτη ημέρα μετά την ανακοίνωση πραγματοποιήθηκε έκτακτη απόδοση της τάξης του 0,76%, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5%. Αντίστοιχα, την τέταρτη μετά την ανακοίνωση ημέρα το ποσοστό έκτακτης απόδοσης χρησιμοποιώντας το μοντέλο της αγοράς είναι 0,71%, επίσης στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5%.

Επιπλέον, παρατηρώντας τον πίνακα 10β βλέπουμε ότι οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές για τις περιόδους (-5,0) και (-1,0) με την market adjusted return method, ενώ με το market model είναι στατιστικά σημαντικές και για τις τρεις υπό εξέταση περιόδους.

Πίνακας 11α

Ημερήσιες έκτακτες αποδόσεις δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος ($AR_{it}=AR_{it}-AR_{mt}$)

Event Window	AR	CAR	$t_{(AR)}$
-10	0,001977	0,010342	0,553285
-9	0,003738	0,014079	1,046208
-8	0,00491	0,01899	1,374418
-7	0,002141	0,021131	0,599371
-6	0,000645	0,021776	0,180534
-5	-0,00131	0,02047	-0,36574
-4	0,001093	0,021562	0,305837
-3	0,001062	0,022624	0,297277
-2	-0,00135	0,021277	-0,37718
-1	0,002399	0,023675	0,671353
0	0,002776	0,026452	0,777132
1	-0,00293	0,023524	-0,81945
2	0,001157	0,024681	0,323909
3	0,001915	0,026596	0,535881
4	-0,00351	0,023083	-0,98337
5	0,00336	0,026443	0,940553
6	-0,00088	0,025565	-0,24573
7	-0,00494	0,020625	-1,3828
8	0,002648	0,023272	0,741061
9	0,000531	0,023804	0,148732
10	0,002295	0,026099	0,642358

Πίνακας 11β

Αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις

Περίοδος	CAR	$t_{(AR)}$
(-10,0)	0,018087	1,526399
(-5,0)	0,004676	0,534265
(-1,0)	0,005175	1,024234

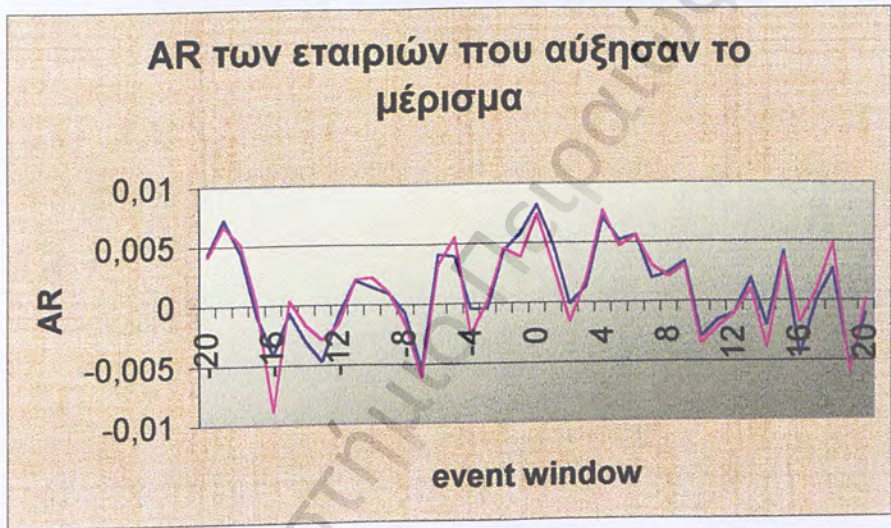
Στην περίπτωση μείωσης των μερισμάτων και με την market adjusted return method τα αποτελέσματα της ανακοίνωσης γίνονται αισθητά την επόμενη ημέρα. Το ποσοστό μείωσης στην περίπτωση χρησιμοποίησης του μοντέλου της αγοράς είναι $-0,21\%$, ενώ με το συγκεκριμένο $-0,295\%$. Κανένα όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικό, με αποτέλεσμα να απορρίψουμε την υπόθεση ότι η αγορά αντιδρά αρνητικά σε ανακοινώσεις μη αναμενόμενης μείωσης των μερισμάτων.

Αν παρατηρήσουμε τον πίνακα 11β θα δούμε ότι οι μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις περιόδους που εξετάζουμε δεν είναι στατιστικά σημαντικές με την market adjusted return method, ενώ με το μοντέλο της αγοράς είναι στατιστικά σημαντικές μόνο για την περίοδο $(-10,0)$.

5.5.2. Διαγραμματική απεικόνιση εκτάκτων κερδών με τη market adjusted return method (σύγκριση με το μοντέλο της αγοράς)

Σχεδιάγραμμα 5.

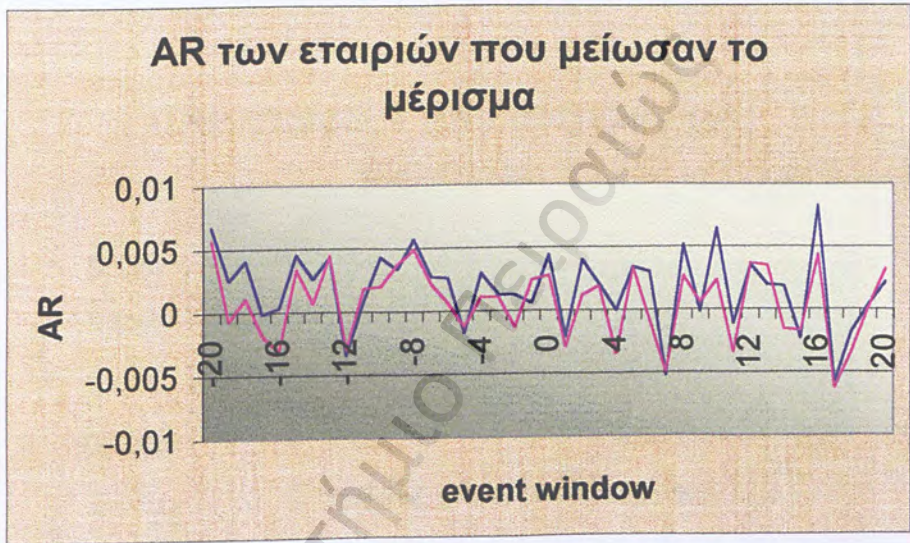
Διαγραμματική απεικόνιση εκτάκτων κερδών με τις δύο μεθόδους για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν αύξηση του μερίσματος



Με την μπλε γραμμή φαίνονται οι AR όπως υπολογίστηκαν με το μοντέλο της αγοράς, ενώ με τη ροζ οι AR όπως υπολογίστηκαν με την market adjusted return method. Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα, για τις εταιρίες οι οποίες αύξησαν το μέρισμά τους, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις όταν χρησιμοποιούμε την market adjusted return method σχεδόν συμπίπτουν με αυτές όταν χρησιμοποιούμε το μοντέλο της αγοράς.

Σχεδιάγραμμα 6.

Διαγραμματική απεικόνιση εκτάκτων κερδών με τις δύο μεθόδους για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν μείωση του μερίσματος

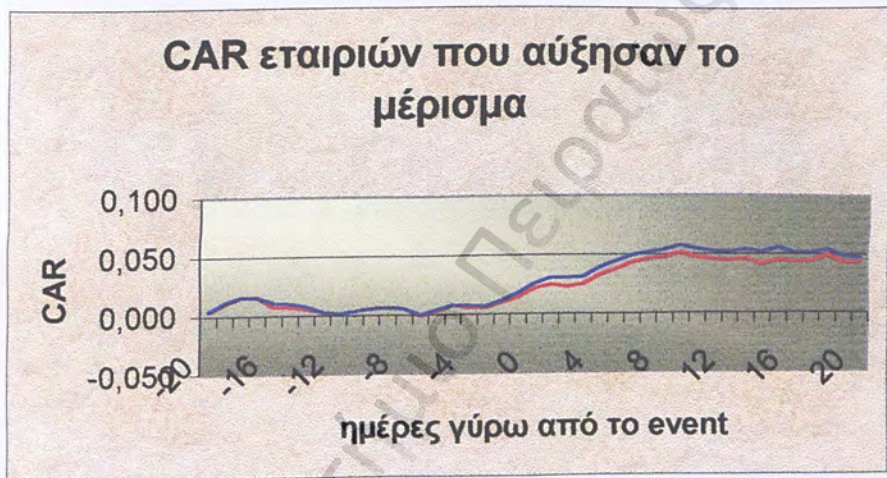


Για τις επιχειρήσεις οι οποίες προέβησαν σε μείωση του μερίσματός τους τα αποτελέσματα με τις δύο μεθόδους είναι και γραφικά σχεδόν τα ίδια, αν και δεν επιδεικνύουν την ίδια ταύτιση με την περίπτωση αύξησης των μερισμάτων. Και σε αυτή την περίπτωση όμως επιβεβαιώνουν την παραδοχή ότι το μοντέλο της αγοράς είναι κατάλληλο υπόδειγμα, αφού και γραφικά τα δύο μοντέλα μας δίνουν παραπλήσια αποτελέσματα.

5.5.3. Εξέταση αθροιστικών εκτάκτων αποδόσεων (CARs)

Σχεδιάγραμμα 6.

Διαγραμματική απεικόνιση αθροιστικών εκτάκτων αποδόσεων με τις δύο μεθόδους για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν αύξηση του μερίσματος



Με τη μπλε γραμμή απεικονίζονται οι CAR όπως υπολογίστηκαν με το μοντέλο της αγοράς. Με την κόκκινη γραμμή απεικονίζονται οι CAR όπως υπολογίστηκαν με την market adjusted return method.

Όπως βλέπουμε και από το σχεδιάγραμμα, οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) όπως υπολογίστηκαν με τις δύο διαφορετικές μεθόδους προσδιορισμού των αναμενόμενων αποδόσεων ακολουθούν την ίδια πορεία. Σε πολλά σημεία μάλιστα οι γραμμές δείχνουν να συμπίπτουν, επιβεβαιώνοντας, έτσι, ότι τα δύο μοντέλα δίνουν σχεδόν ίδια αποτελέσματα.

Σχεδιάγραμμα 7.

Διαγραμματική απεικόνιση αθροιστικών εκτάκτων αποδόσεων με τις δύο μεθόδους για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν μείωση του μερίσματος



Και εδώ με τη μπλε γραμμή απεικονίζονται οι CAR όπως υπολογίστηκαν με το μοντέλο της αγοράς, ενώ με την κόκκινη γραμμή απεικονίζονται οι CAR όπως υπολογίστηκαν με την market adjusted return method.

Στην περίπτωση αυτή οι αθροιστικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) ακολουθούν την ίδια πορεία, οι CAR όμως σύμφωνα με το μοντέλο της αγοράς βρίσκονται σε υψηλότερο επίπεδο από αυτό των CAR σύμφωνα με την market adjusted return method.

Συμπερασματικά, οι δύο μέθοδοι υπολογισμού δίνουν παρόμοια αποτελέσματα, με κάποια διαφορά στην περίπτωση μείωσης των μερισμάτων, η οποία όμως, δεν διαφοροποιεί τα αποτελέσματα. Μπορούμε δηλαδή να θεωρήσουμε ότι το μοντέλο της αγοράς είναι κατάλληλο υπόδειγμα.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η έρευνα που πραγματοποιήθηκε είχε σκοπό τον εντοπισμό εκτάκτων αποδόσεων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μη αναμενόμενων μεταβολών των μερισμάτων. Οι έκτακτες αποδόσεις υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του μοντέλου της αγοράς, μοντέλο το οποίο μας δίνει τις ημερήσιες αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών. Ως μη αναμενόμενες μεταβολές των μερισμάτων θεωρήσαμε αυτές που απέχουν τουλάχιστον 30% από το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Για τη μέτρηση της επίδρασης του γεγονότος αυτού χρησιμοποιήσαμε τη μέθοδο του event study.

Τα αποτελέσματα μας έδειξαν ότι σε περίπτωση μη αναμενόμενης αύξησης των μερισμάτων, οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν έκτακτη απόδοση της τάξης του 0,82% την ημέρα της ανακοίνωσης, ποσοστό που είναι στατιστικά σημαντικό και συγκλίνει σε αυτά αντίστοιχων ερευνών του εξωτερικού. Στην περίπτωση μείωσης των μερισμάτων, η επίδραση της ανακοίνωσης γίνεται αισθητή την επόμενη ημέρα, όπου η έκτακτη απόδοση είναι -0,21%, ποσοστό που όμως δεν έχει στατιστική σημαντικότητα. Επιπλέον, οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις για τις περιόδους (-10,0), (-5,0) και (-1,0) στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος είναι αρκετά υψηλές και στατιστικά σημαντικές, σε αντίθεση με την περίπτωση μείωσης του μερίσματος, όπου οι αθροιστικές μέσες έκτακτες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές μόνο για την περίοδο (-10,0). Παρατηρώντας τα αποτελέσματα και διαγραμματικά, βλέπουμε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις στην πρώτη περίπτωση (αύξηση μερίσματος), συγκεντρώνονται γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (event), ενώ στην αντίθετη περίπτωση (μείωση μερίσματος), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσιάζουν μια αστάθεια κατά τη διάρκεια όλου του event window.

Η θετική σχέση ανάμεσα στην αύξηση των μερισμάτων και τις τιμές των μετοχών που ισχύει και στην Ελλάδα φανερώνει ότι η αυστηρότερη φορολογική αντιμετώπιση των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη δεν είναι απαραίτητη για την ύπαρξη πληροφοριακού ρόλου στα μερίσματα. Το γεγονός ότι η μείωση του μερίσματος δεν οδήγησε στην αναμενόμενη πτώση των τιμών πιθανόν να αποδίδεται στο γεγονός ότι λόγω της γενικής ανόδου του χρηματιστηρίου τη συγκεκριμένη περίοδο οι επενδυτές δεν στηρίζονταν τόσο στο εισόδημα από τα μερίσματα αλλά σε αυτό από κεφαλαιακά κέρδη, δεδομένης της υπεραισιοδοξίας που

επικρατούσε. Επίσης πιθανόν να μην εξέλαβαν τη μείωση των μερισμάτων ως ένδειξη μείωσης των μελλοντικών κερδών των επιχειρήσεων, αλλά ως τρόπο εξοικονόμησης χρημάτων για την πραγματοποίηση περαιτέρω επενδύσεων.

Σύμφωνα με τον παραμετρικό έλεγχο που πραγματοποιήσαμε για κάθε ανακοίνωση ξεχωριστά (J_0), το 12,8% των ανακοινώσεων είχε στατιστικά σημαντικές έκτακτες αποδόσεις, συνολικά όμως 21,67% είχαν θετικές ή αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις σύμφωνα με τον μονόπλευρο έλεγχο. Οι έλεγχοι για το μέσο όρο των μετοχών (J_1 και J_2), έδειξαν ότι πραγματοποιήθηκε στατιστικά σημαντική θετική υπερβάλλουσα απόδοση, κατά μέσο όρο, στο σύνολο των μετοχών. Τέλος, ο μη παραμετρικός έλεγχος J_3 έδωσε το στατιστικά σημαντικό συμπέρασμα ότι οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι, κατά μέσο όρο, πιο πιθανές από τις αρνητικές.

Χρησιμοποιώντας μια εναλλακτική μέθοδο προσδιορισμού των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών (market adjusted return method), παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα που μας δίνει η μέθοδος αυτή σχεδόν συμπίπτουν με αυτά που μας δίνει το υπόδειγμα της αγοράς. Μπορούμε, συνεπώς, να συμπεράνουμε ότι η μέθοδος που επιλέξαμε είναι κατάλληλη.

Τέλος, θα μπορούσαμε να προτείνουμε ως θέμα μελέτης να εξεταστεί αν οι μεταβολές των μερισμάτων ακολουθούνται από μεταβολές των κερδών προς την ίδια κατεύθυνση τα επόμενα χρόνια. Οι μελέτες που έχουν διεξαχθεί στο εξωτερικό με το συγκεκριμένο θέμα δεν έχουν καταλήξει σε ομοιόμορφα συμπεράσματα, ενώ δεν έχει πραγματοποιηθεί παρόμοια έρευνα στην Ελλάδα. Τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής θα μπορούσαν να δώσουν απάντηση για το αν οι έκτακτες αποδόσεις που πραγματοποιούνται μετά την ανακοίνωση μη αναμενόμενων μεταβολών των μερισμάτων οφείλονται στον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων, στην ικανότητά τους δηλαδή να προβλέπουν την μελλοντική πορεία των κερδών.

7. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πίνακας 12.

Συντελεστές a και b των υπό εξέταση εταιριών

	b_i	a_i
<i>Alpha Bank</i>	0,858928	0,000124
<i>Alpha Leasing</i>	1,123181	-0,00177
<i>Chipita</i>	0,565485	0,001004
	1,316855	-0,002977
<i>Everest</i>	1,117453	0,001037
<i>Fanco</i>	1,509752	0,000437
<i>Flexopack</i>	0,331005	0,003828
<i>Folie-Folie</i>	1,194465	0,002658
<i>Doody's</i>	0,924282	0,000674
<i>Inform Λύκος</i>	0,776647	0,000907
<i>Kego</i>	1,227023	-0,005078
<i>Lavipharm</i>	0,779912	-0,000187
	1,129325	0,003740
<i>Ridenco</i>	0,655711	-0,002649
	-0,066558	0,008523
	0,346838	0,004813
	1,333299	0,002374
<i>Rilken</i>	1,139081	0,001695
<i>Sato</i>	0,843421	0,002654
	1,625593E-01	1,840835E-0,3
	0,609196	0,007132
	1,813676	-0,001277
<i>Seafarm Ionian</i>	0,564356	-0,003506
<i>Άβαξ</i>	0,699671	-0,003953
<i>Αεγέκ</i>	1,651828	-0,000191
<i>Αθηνά</i>	1,745676	-0,001085
<i>Αλουμίνιο της Ελλάδος</i>	0,358574	-0,001831
	0,740779	0,002725

	0,402278	-0,002555
	1,072877	-5,8622E-05
<i>Αλυσίδα ABEE</i>	0,709398	-0,000273
	0,257035	-0,002301
	0,225148	0,002139
	1,270764	-0,002772
<i>Ατέμκε</i>	0,301491	-0,001679
<i>Αττι-κατ</i>	0,764579	0,010061
<i>ΑΒ Βασιλόπουλος</i>	0,957109	0,001464
<i>Βερνίκος κότερα</i>	0,432854	-0,000821
<i>Βιοτέρ</i>	1,177078	0,001093
	0,962938	-0,003781
<i>Βιοχάλκο</i>	0,907087	-0,003423
	1,044029	0,000291
	0,657971	0,000828
<i>Βις</i>	0,306344	0,000113
<i>Γεν εμπορίον & βιομηχ.</i>	2,084027E-01	-0,002368
	-0,197337	-0,002252
<i>Γενέρ</i>	0,648380	-0,001413
	1,056257	0,009538
<i>Γεν εταιρία κατασκευών</i>	1,081618	0,014486
	1,673951	0,000591
<i>Γενική τράπεζα της Ελλάδος</i>	1,269183	-0,000651
	0,801087	0,002813
	1,065693	0,001741
<i>Ελτράκ</i>	1,030987	0,427402
	0,427402	-0,002225
<i>Ελφίκο</i>	0,133267	0,002634
<i>Εμπορική τράπεζα της Ελλάδος</i>	1,366017	-0,001135
	1,305479	0,000818
	0,941332	-0,000279
<i>Επίλεκτος Κλωστουφ.</i>	0,558069	-8,55374E-05

	0,939740	0,000326
	0,677469	-0,000630
<i>Εργασίας</i>	1,106525	0,000404
<i>Ερμής επιχ. Ακινήτων</i>	0,018266	0,000298
	0,078945	-0,001169
	0,046096	0,009942
	1,773766	-0,004747
<i>Ετμά</i>	0,102088	-0,000508
	0,504816	0,005517
<i>Ευρωπαϊκή πίστη</i>	0,624386	0,007079
	1,822938	-0,002105
<i>Ευρωπαϊκή τεχνική</i>	0,585554	0,000992
<i>Ζάμπα</i>	1,234830	0,003283
<i>Ηλέκτρα</i>	1,400976	-0,000306
<i>Ιατρικό Αθηνών</i>	0,779366	0,005107
<i>Ιμπέριο</i>	0,161612	0,000441
	1,622024	-0,001197
<i>Ιντερτέκ</i>	0,469857	0,002306
	0,756485	0,001130
<i>Ιντρακόμ</i>	0,428556	0,001756
	1,209713	-0,001348
<i>Ιντρασόφτ</i>	1,012912	-0,002703
	1,166431	0,000751
<i>Καλπίνης</i>	0,470321	-0,000531
<i>Καρέλια ΑΕ</i>	0,880701	-0,002163
	0,260550	-0,000941
<i>ΚΑΤ αφορολογ. Ειδών</i>	0,778208	-0,004256
	1,227663	-0,001829
<i>Κέκρωψ</i>	1,829090	-0,002988
<i>Κλωνατέξ</i>	1,115286	0,001629
<i>Κλωστήρια Ναούσης</i>	0,513117	-0,000789

<i>Κλωστοϋφ. Ναυπάκτου</i>	0,426801	-0,000767
<i>Κρέκα ΑΕ</i>	1,781412	-0,000546
<i>Αφοι Λαμπρόπουλοι</i>	0,385510	0,001263
	0,185675	0,006735
<i>Λάνακαμ</i>	-0,124076	0,006468
<i>Λεβεντέρης</i>	0,143207	0,001319
<i>Μεσοχωρίτοι αφοι</i>	0,361302	0,009209
<i>Μέτκα</i>	0,998141	-0,000186
	1,306801	-0,000254
<i>Μηχανική ΑΕ</i>	1,443897	-0,003606
<i>Μουριάδης</i>	0,268311	-0,002256
	-0,242780	0,002579
<i>Μοχλός</i>	1,699409	0,001793
	1,813524	-0,001950
<i>Μπάρμπα Στάθης</i>	0,802017	-0,002214
	0,637028	-0,001412
<i>Μπήτρος ΑΕΒΕ</i>	0,787082	0,002173
	-0,078913	0,000734
<i>Μητιληναίος</i>	0,469234	0,00815
	1,168126	0,010357
	1,367483	4,76945E-05
<i>Ναυτιλιακή εταιρία Λέσβου</i>	1,730013	-0,000835
<i>Νηρέας</i>	1,580738	-0,004999
<i>Ξυλεμπορία</i>	0,666658	0,007759
<i>Παρνασός επιχ.</i>	1,079965	-0,001555
<i>Πειραιώς τράπεζα</i>	0,829591	-0,002448
<i>Πειραιώς χρημ. Μισθωση</i>	0,663138	-0,000521
<i>Πουλιάδης</i>	1,576551	-0,003358
<i>Προοδευτική ΑΤΕ</i>	0,414394	-0,004061
	1,822758	0,002269
<i>Ράδιο Αθήναι</i>	1,420808	-0,002776
<i>Ροκάς Μεταλ. Αρκαδίας</i>	1,067741	0,001977

<i>Σαράντης</i>	1,229919	0,000208
	1,043485	-0,000123
	1,324586	-0,003025
<i>Σαραντόπουλος</i>	1,378954	-0,003069
	1,596525	-0,000185
<i>Σέλμαν</i>	1,085167	-3,52786E-05
<i>Σελόντα Ιχθυοτροφία</i>	0,811242	0,000139
<i>Σιγάλας</i>	0,949752	-0,000975
	1,846370	-0,004650
<i>Σιδενόρ</i>	0,810235	-6,02497E-05
	1,040805	0,003715
	0,743962	0,000689
<i>Παυλίδης</i>	1,018686	0,003645
<i>Σπóρτσμαν</i>	1,349655	-0,002017
<i>Στρίντζης γραμμές</i>	0,442160	-0,002196
<i>Τασόγλου</i>	0,333452	-0,003671
<i>Τέξαπρετ</i>	0,880818	-0,002155
<i>Τέρνα</i>	1,005038	-0,002975
	1,174454	0,003731
	1,789519	0,000933
<i>Τεχνική Εταιρία Βόλου</i>	0,995289	0,009346
	1,577607	-0,001469
<i>Τεχνική Ολυμπιακή</i>	1,200609	0,000182
<i>Τεχνοδομή αφοί Τραυλού</i>	0,748198	-0,000477
<i>Τηλέτυπος</i>	1,320488	-0,004609
	1,124755	0,003082
	0,795187	0,004350
<i>Τιτάν Τσιμέντων</i>	0,817101	6,7518E-05
	1,056416	0,000171
<i>Τρία Άλφα</i>	0,027335	-0,002424
	0,076538	-0,004625
	-0,113682	0,017692

<i>Φοίνιξ ΑΕ</i>	1,342641	0,000211
<i>Φουρλής</i>	0,501712	-0,000708
<i>Χαλκός</i>	1,298671	0,001752
<i>Γιαννούσης Γιάννης</i>	0,116621	0,000324
<i>Γκάλης</i>	0,562039	-0,001705
<i>Γνώμων</i>	0,425166	-0,002085
<i>Δέλτα Singular</i>	0,995796	-0,034666
	1,300759	0,005238
<i>Δέλτα Συμμετοχών</i>	0,968942	-0,003746
	1,154874	-0,002173
<i>Εγνατία Τράπεζα</i>	1,193361	-0,002275
<i>Έδραση Ψαλίδας</i>	0,524049	-0,001579
	1,718419	0,000381
<i>Εθνική ΕΕΓΑ</i>	1,495484	0,000781
<i>Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος</i>	1,157382	0,001452
<i>Εκτέρ</i>	1,932023	-0,000871
<i>Ελαΐς</i>	0,756778	-0,001358
<i>Ελβέ ενδομάτων</i>	0,065112	-0,003181
<i>Τράπεζα της Ελλάδος</i>	0,849219	0,000184
<i>Ελληνική Τεχνοδομική</i>	0,959113	-0,006283
	0,956042	0,007730
	1,309731	-0,000658

Πίνακας 13

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είκοσι ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος ($AR_{it} = Rit - (a + bR_{mt})$)

Event Window	AR	CAR	t
-20	0,00435	0,00435	1,36677
-19	0,00721	0,01156	2,26701**
-18	0,00440	0,01597	1,38436
-17	-0,00077	0,01520	-0,24205
-16	-0,00417	0,01103	-1,31031
-15	-0,00066	0,01036	-0,20827
-14	-0,00309	0,00727	-0,97167
-13	-0,00470	0,00258	-1,47637
-12	-0,00079	0,00178	-0,24935
-11	0,00201	0,00379	0,63125*
-10	0,00144	0,00523	0,45106
-9	0,00091	0,00613	0,28526
-8	-0,00070	0,00544	-0,21854
-7	-0,00538	0,00005	-1,69197*
-6	0,00412	0,00418	1,29605
-5	0,00395	0,00813	1,24161
-4	-0,00050	0,00763	-0,15797
-3	-0,00049	0,00714	-0,15302
-2	0,00439	0,01153	1,37898
-1	0,00582	0,01734	1,82833*
0	0,00821	0,02556	2,58154**
1	0,00484	0,03040	1,52240
2	-0,00011	0,03029	-0,03587
3	0,00130	0,03159	0,40847
4	0,00713	0,03872	2,24123**
5	0,00519	0,04391	1,63038*
6	0,00563	0,04954	1,77011*
7	0,00199	0,05153	0,62571
8	0,00241	0,05395	0,75886
9	0,00332	0,05727	1,04494
10	-0,00299	0,05428	-0,93910
11	-0,00157	0,05271	-0,49430
12	-0,00104	0,05167	-0,32740
13	0,00188	0,05355	0,59223

14	-0,00204	0,05151	-0,64058
15	0,00413	0,05564	1,29761
16	-0,00463	0,05101	-1,45574
17	0,00003	0,05104	0,00882
18	0,00262	0,05366	0,82469
19	-0,00545	0,04821	-1,71210*
20	-0,00108	0,04713	-0,34058

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πίνακας 14

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είκοσι ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος (ARit=Rit-(a-bRmt))

Event Window	AR	CAR	t
-20	0,006741	0,006741	1,957135*
-19	0,00252	0,009261	0,731637
-18	0,004072	0,013333	1,182156
-17	-0,00019	0,013139	-0,05616
-16	0,000325	0,013465	0,094382
-15	0,004492	0,017957	1,304231
-14	0,002601	0,020558	0,755096
-13	0,004289	0,024847	1,245362
-12	-0,00347	0,021379	-1,00683
-11	0,000812	0,022191	0,235777
-10	0,00432	0,026511	1,254079
-9	0,003352	0,029863	0,973274
-8	0,005733	0,035596	1,664507*
-7	0,002715	0,038312	0,788352
-6	0,002615	0,040927	0,759209
-5	-0,00174	0,039191	-0,5038
-4	0,002977	0,042168	0,864274
-3	0,001286	0,043454	0,37343
-2	0,001232	0,044686	0,35763
-1	0,000567	0,045253	0,164639
0	0,004385	0,049638	1,273077
1	-0,00211	0,04753	-0,61209
2	0,003959	0,051489	1,149359
3	0,00208	0,053569	0,604019
4	-7,1E-05	0,053499	-0,02054
5	0,003412	0,056911	0,990648
6	0,002984	0,059895	0,86643
7	-0,00525	0,054641	-1,52533
8	0,005131	0,059773	1,489784
9	-0,00021	0,059567	-0,05968
10	0,006451	0,066018	1,872825*
11	-0,00117	0,064845	-0,34045
12	0,003536	0,068381	1,026641
13	0,001936	0,070317	0,562033

14	0,001829	0,072146	0,530916
15	-0,00232	0,069826	-0,6735
16	0,008254	0,07808	2,396476**
17	-0,00588	0,072203	-1,70643*
18	-0,00184	0,070359	-0,53532
19	0,000277	0,070635	0,080283
20	0,002154	0,07279	0,625499

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πίνακας 15.

Πλήθος αρνητικών προς θετικές έκτακτες αποδόσεις για τις εταιρίες που προέβησαν σε αύξηση ή μείωση των μερισμάτων τους δέκα ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Περίοδος	Αρν/Θετ (αυξήσεις)	Z (αυξήσεις)	Αρν/Θετ (μειώσεις)	Z (μειώσεις)
-10	51/52	-0,09853	37/40	-0,34188
-9	51/52	-0,09853	31/46	-1,70941*
-8	56/47	0,886796	31/46	-1,70941*
-7	65/38	2,660389**	40/37	0,341882
-6	53/50	0,295599	43/34	1,025645
-5	46/57	-1,08386	38/39	-0,11396
-4	56/47	0,886796	40/37	0,341882
-3	58/45	1,280928	42/35	0,797724
-2	53/50	0,295599	37/40	-0,34188
-1	48/55	-0,68973	35/42	-0,79772
0	46/57	-1,08386	39/38	0,113961
1	52/51	0,098533	44/33	1,253566
2	57/46	1,083862	35/42	-0,79772
3	52/51	0,098533	43/34	1,025645
4	44/59	-1,47799	38/39	-0,11396
5	44/59	-1,47799	34/43	-1,02565
6	55/48	0,68973	30/47	-1,93733*
7	52/51	0,098533	37/40	-0,34188
8	58/45	1,280928	36/41	-0,5698
9	54/49	0,492665	39/38	0,113961
10	53/50	0,295599	41/36	0,569803

Πίνακας 16.

Αποτελέσματα ελέγχου J_0 .

ΕΤΑΙΡΙΕΣ	J_0	Αίπλευρος έλεγχος	Μονόπλευρος έλεγχος
EVEREST	-2,088428	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
RIDENCO	-2,163256	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
	1,741137	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
	-1,858378	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
SATO	2,266101	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	1,970808	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	-2,051131	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	1,950592	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΛΦΙΚΟ	2,172217	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	2,240946	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	2,738477	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-1,936337	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΕΡΜΗΣ	3,676108	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	1,896531	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
	7,430883	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	1,765683	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ZAMPA	-1,690258	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΗΛΕΚΤΡΑ	1,817503	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΙΝΤΕΡΤΕΚ	-2,354846	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-2,955673	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	2,201244	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	2,999234	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	-2,837449	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΝΑΥΤΙΑΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΔΕΣΒΟΥ	-1,785944	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΝΗΡΕΑΣ	2,011717	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΣΙΑΕΝΟΡ	-1,827881	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ	-3,073062	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ	-1,765298	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	1,67478247	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
	-1,952089	$J_0 < 1,96$	$J_0 < -1,65$
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	2,395579	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	2,936518	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΔΕΛΤΑ SINGULAR	9,366280	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜ/ΧΩΝ	1,934020	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΛΛΙΣ	1,713241	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΛΒΕ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ	1,913773	$J_0 < 1,96$	$J_0 > 1,65$
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	2,004343	$J_0 > 1,96$	$J_0 > 1,65$
	-3,255287	$J_0 > 1,96$	$J_0 < -1,65$

Πίνακας 17

Αποτελέσματα ελέγχου J_3 για τις εταιρίες που αύξησαν το μέρισμα.

ΕΤΑΙΡΙΕΣ	J_3	Δίπλευρος έλεγχος	Μονόπλευρος έλεγχος
EVEREST	-2,967301	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
INFORM ΛΥΚΟΣ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
RIDENCO	-3,591996	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΑΛΟΥΜ. ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	2,030258	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΒΙΟΤΕΡ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΒΙΟΧΑΛΚΟ	-2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΓΕΝ	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
	-2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
	-2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΕΡΜΗΣ ΕΠΙΧ. ΑΚΙΝ.	-2,654954	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
	3,279649	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΜΠΗΤΡΟΣ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΖΑΜΠΑ	-2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΑΦΟΙ ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΙ	-3,279649	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΑΦΟΙ ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΜΥΤΙΑΗΝΑΙΟΣ	-3,279649	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΣΑΡΑΝΤΗΣ	2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΣΙΓΑΛΑΣ	-2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΠΑΥΛΙΔΗΣ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	-2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
	-2,654954	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΦΟΙΝΙΣ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΓΙΑΝΝΗΣ	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΔΕΛΤΑ SINGULAR	5,778429	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΕΤΕ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-2,030259	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$

Πίνακας 18.

Αποτελέσματα ελέγχου J_3 για τις εταιρίες που μείωσαν το μέρισμα

ΕΤΑΙΡΙΕΣ	J_3	Δίπλευρος έλεγχος	Μονόπλευρος έλεγχος
ALPHA LEASING	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
RIDENCO	1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	-2,0302589	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΕΡΜΗΣ	2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΦΟΥΡΑΗΣ	-1,717911	$J_3 < 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΙΝΤΡΑΚΟΜ	-3,591996	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ	2,342606	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ	-3,279649	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	6,090777	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
	5,1537311	$J_3 > 1,96$	$J_3 > 1,65$
ΧΑΛΚΟΡ	-2,654954	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	-3,591996	$J_3 > 1,96$	$J_3 < -1,65$

Πίνακας 19.

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είκοσι ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος $ARit=Rit-Rmt$.

Event Window	AR	CAR	t
-20	0,004167	0,004167	1,222261
-19	0,006662	0,010829	1,954149*
-18	0,005192	0,016021	1,52298
-17	0,000187	0,016208	0,054799
-16	-0,00885	0,007358	-2,59603**
-15	0,000354	0,007711	0,103815
-14	-0,0017	0,006009	-0,49948
-13	-0,00289	0,003117	-0,8482
-12	-0,00152	0,001593	-0,44705
-11	0,002119	0,003712	0,621476
-10	0,002271	0,005983	0,666155
-9	0,001026	0,007009	0,300979
-8	-0,00153	0,005478	-0,44914
-7	-0,00612	-0,00064	-1,79576*
-6	0,003312	0,002667	0,971357
-5	0,005526	0,008193	1,620889
-4	-0,00259	0,005607	-0,75861
-3	0,000117	0,005724	0,034411
-2	0,00456	0,010284	1,337532
-1	0,003832	0,014116	1,124036
0	0,00742	0,021536	2,176501**
1	0,003086	0,024622	0,905254
2	-0,00157	0,023052	-0,4607
3	0,001938	0,02499	0,568569
4	0,007663	0,032653	2,247658**
5	0,004705	0,037357	1,380019
6	0,005617	0,042974	1,647693*
7	0,00305	0,046024	0,894508
8	0,002089	0,048113	0,612884
9	0,003014	0,051127	0,884023
10	-0,00351	0,047614	-1,03051
11	-0,00213	0,04548	-0,62588
12	-0,001	0,044485	-0,29187
13	0,001013	0,045498	0,297063

14	-0,00389	0,041608	-1,14094
15	0,003732	0,045341	1,09483
16	-0,00182	0,043521	-0,53391
17	0,000858	0,044379	0,251714
18	0,004827	0,049206	1,415958
19	-0,00599	0,04322	-1,75573*
20	8,8E-05	0,043308	0,025799

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

** στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 5%

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Πίνακας 20.

Ημερήσιες υπερβάλλουσες αποδόσεις είκοσι ημέρες γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της μη αναμενόμενης μείωσης του μερίσματος ($ARit=Rit-Rmt$).

Event Window	AR	CAR	t
-20	0,005733	0,005733	1,604552
-19	-0,00068	0,005055	-0,18969
-18	0,001089	0,006144	0,304761
-17	-0,00182	0,004319	-0,51078
-16	-0,00309	0,001231	-0,86423
-15	0,003322	0,004553	0,929834
-14	0,000633	0,005187	0,177295
-13	0,004421	0,009608	1,237461
-12	-0,00304	0,006566	-0,85147
-11	0,001799	0,008365	0,503583
-10	0,001977	0,010342	0,553285
-9	0,003738	0,014079	1,046208
-8	0,00491	0,01899	1,374418
-7	0,002141	0,021131	0,599371
-6	0,000645	0,021776	0,180534
-5	-0,00131	0,02047	-0,36574
-4	0,001093	0,021562	0,305837
-3	0,001062	0,022624	0,297277
-2	-0,00135	0,021277	-0,37718
-1	0,002399	0,023675	0,671353
0	0,002776	0,026452	0,777132
1	-0,00293	0,023524	-0,81945
2	0,001157	0,024681	0,323909
3	0,001915	0,026596	0,535881
4	-0,00351	0,023083	-0,98337
5	0,00336	0,026443	0,940553
6	-0,00088	0,025565	-0,24573
7	-0,00494	0,020625	-1,3828
8	0,002648	0,023272	0,741061
9	0,000531	0,023804	0,148732
10	0,002295	0,026099	0,642358
11	-0,00342	0,022675	-0,95819
12	0,003627	0,026302	1,01524
13	0,003472	0,029775	0,971895
14	-0,00161	0,028167	-0,45003
15	-0,00174	0,026424	-0,48784

16	0,004342	0,030766	1,215414
17	-0,00624	0,024531	-1,74534*
18	-0,00341	0,021122	-0,95421
19	7E-05	0,021192	0,019605
20	0,003171	0,024363	0,88766

* στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο 10%

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Βιβλιογραφία

1. J. Aharony & I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders Return: An Empirical Analysis", *Journal of Finance* 35 (March 1980), 1-12
2. S. Alangar, C. T. Bathala & R. P. Rao "The Effect of Institutional Interest on the Information Content of Dividend-Change Announcements" *The Journal of Financial Research* (Winter 1999) p. 429-448
3. Y. Amihud & M. Murgia "Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany" *The Journal of Finance* (March 1997)
4. P. Asquith & D. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business* 56. No. 1 (1983), 77-96
5. Harry de Angelo, Linda de Angelo, Douglas J. Skinner, "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling" (November 1990)
6. Γεωργίου Στ. Αληφαντή, "Λογιστικές εργασίες τέλους χρήσης" σελ.351-366.
7. S. Benartzi, R. Michaely & R. Thaler: "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *Journal of Finance* LH, no. 3 (July 1997), 1007-1034
8. S. Brown & J. Warner, "The Case of Event Studies" *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 3-31
9. S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics* 10 (1979), 259-270
10. F. Black, "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management* (1976)
11. M. Bajaj & A. Vijh "Trading Behavior and the Unbiasedness of the Market Reaction to Dividend Announcements" *The Journal of Finance* (March 1995)
12. Y. Brook, W. T. Chartlon, Jr., & R. Hendershott "Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases?" *Financial Management*, Vol. 27 (Aut 1998) p. 46-57
13. John Y. Campbell, Andrew W. Lo, A. Graig MacKinlay "The Econometrics of Financial Markets"
14. G. Charest, "Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II" *Journal of Financial Economics* 6 (September 1978), 297-330
15. R. Conroy, K. Eades & R. Harris, "A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan" p. 1199-1225
16. Linda Canina "The Market's Perception of the Information Conveyed by Dividend Announcements" *Journal of Multinational Financial Management* (1999)
17. Sanjay Deshmukh "Market Imperfections and the Decision to Pay Dividends" (Sept 1995)
18. D. J. Denis, D. K. Denis & A. Sarin "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clientele" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Dec 1994)
19. E. Fama & H. Blasiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association* 63 (1968), 1132-1161
20. T.F. Gosnell, A.J. Keown & J.M. Pinkerton "The Intraday Speed of Stock Price Adjustment to Major Dividend Changes: Bid-Ask Bounce and Order flow Imbalances" *Journal of Banking and Finance* (1996)