



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

Θέμα Διπλωματικής

*Το πληροφοριακό περιεχόμενο της μεταβολής
μερίσματος: Η σχέση της μεταβολής
μερίσματος με την κερδοφορία σε περιβάλλον
ασύμμετρης πληροφόρησης και διαφορετικών
προοπτικών ανάπτυξης*

Επιβλέπων: Αναπληρωτής Καθηγητής κ. Εμμ. Τσιριτάκης

Μέλη Επιτροπής: Καθηγητής κ. Γ. Διακογιάννης
Λέκτορας κ. Δ. Βολιώτης

Φοιτητής: Ηλίας Μπαρούτας
Αρ. Μητρώου: ΜΧΡΗ 1017

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2012

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη ερευνά αν οι μεταβολές στα ετήσια χρηματικά μερίσματα ανά μετοχή εταιρειών του Ελληνικού Χρηματιστηρίου (FTSE 140 MID CAP), επιφέρουν ομόσημες μεταβολές των μελλοντικών κερδών. Επίσης εξετάζεται το πως επηρεάζεται η όποια σχέση μεταξύ μεταβολής στο μέρισμα και μεταβολής στα μελλοντικά κέρδη αν ληφθούν υπόψιν παράγοντες όπως οι προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης και η ασύμμετρη πληροφόρηση. Αναλύεται ένα ευρύ φάσμα εταιρικών χαρακτηριστικών όπως η μεταβολή στα κέρδη, ο ρυθμός αυξήσεως του ενεργητικού, η αποδοτικότητα του ενεργητικού, οι επενδύσεις και το ρίσκο της εταιρείας. Η μέθοδος της ανάλυσης παλινδρόμησης είναι αυτή που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία. Από τη μελέτη δείγματος 71 μετοχών επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στο δείκτη (FTSE 140 MID CAP) του Χρηματιστηρίου της Αθήνας την περίοδο 2005-2010 καταλήγει στο συμπέρασμα ότι υπάρχει κάποια θετική σχέση μεταξύ της μεταβολής μερίσματος και της μεταβολής στα κέρδη που προέρχεται μόνο από τις μειώσεις μερίσματος. Υπάρχουν όμως και περιπτώσεις όπου ανάλογα με τους δύο παράγοντες διαχωρισμού των εταιρειών προκύπτουν τα ακριβώς αντίθετα αποτελέσματα.

Λέξεις-Κλειδιά : μεταβολή στα κέρδη, μεταβολή μερίσματος, ασύμμετρη πληροφόρηση,

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	ΕΣΑΓΩΓΗ.....	3
2.	ΤΥΠΟΙ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.....	5
2.1	Ανακοίνωση και Καταβολή Μερισματος.....	5
2.2	Τύποι και Λειτουργίες Μερισματος.....	7
2.3	Περιορισμοί στην καταβολή μερισματος.....	10
2.4	Είδη μερισματικής πολιτικής.....	12
2.5	Παράγοντες επηρεασμού της καταβολής μερισμάτων.....	15
3.	ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΚΑΙ TOBIN'S Q.....	18
3.1	Ασυμμετρία Πληροφόρησης.....	18
3.2	Κόστος αντιπροσώπευσης (Agency Cost).....	20
3.3	Tobin's Q	21
4.	ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ	23
5.	ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	27
6.	ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ	35
7.	ΔΕΙΓΜΑ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ	41
7.1	Το Δείγμα	41
7.2	Μεθοδολογία – Υποθέσεις.....	42
7.3	Γιατί χρηματικό μέρισμα	43
7.4	Εισαγωγικά στατιστικά στοιχεία	44
8.	ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	46
8.1	Μεταβολές κερδών γύρω από τις μεταβολές μερισματος	46
8.2	Επενδύσεις και Ανάπτυξη	47
9.	ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	49
9.1	Γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης	49
9.2	Μη γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης	51
9.3	Αποδοτικότητα Ενεργητικού.....	54
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	56
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	58

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα πιο σημαντικά και ενδιαφέροντα θέματα της χρηματοοικονομικής διοικητικής αποτελεί το αν και κατά πόσον οι αλλαγές στα μερίσματα περικλείουν πληροφορία για την μελλοντική αποδοτικότητα και κερδοφορία των εταιρειών. Άν και η θεωρία σηματοδοτήσεως υποστηρίζει ότι οι αύξησεις μερισμάτων σηματοδοτούν καλύτερες προοπτικές για την εταιρεία, ουκ ολίγες φορές έχουν δημοσιευθεί μελέτες και εμπειρικές έρευνες που υποστηρίζουν το αντίθετο. Πέραν των διαφόρων μελετών που έχουν δημοσιευθεί κατά καιρούς την αντίθετη αυτή άποψη έρχονται να ενισχύσουν και πολλοί χρηματοοικονομικοί αναλυτές οι οποίοι υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιρειών αμφισβητούν την αξία της αλλαγής μερίσματος ως μέσου πληροφόρησης ή πρόβλεψης της μελλοντικής κερδοφορίας. Η μελέτη αυτή αποτελεί ουσιαστικά έναν έλεγχο ισχύως της θεωρίας σηματοδοτήσεως για εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αναλύονται διάφορα χαρακτηριστικά των εταιρειών όπως οι μεταβολές στα κέρδη, το επίπεδο των κερδών, η αποδοτικότητα του ενεργητικού, η ανάπτυξη του ενεργητικού οι επενδύσεις και ο κίνδυνος της εταιρείας.

Οι περισσότερες από τις έρευνες που πραγματοποιήθηκαν στο εξωτερικό (κυρίως στις ΗΠΑ), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές στα μερίσματα περικλείουν πληροφορία για τις μελλοντικές μεταβολές στα κέρδη, όπως επίσης και ότι οι μεταβολές του μερίσματος οδηγούν σε μεταβολές των τιμών προς την ίδια κατεύθυνση. Η θεωρία σηματοδότησης επιβεβαιώθηκε πολλές φορές και στις περιπτώσεις εταιρειών με διαφορετικές προοπτικές ανάπτυξης και ασύμμετρης πληροφόρησης. Τα αποτελέσματα μας σε γενικές γραμμές θα λέγαμε ότι επιβεβαιώνουν τη θεωρία του πληροφοριακού ρόλου της μεταβολής μερίσματος κυρίως από την πλευρά των μειώσεων μερίσματος.

Ένας από τους λόγους πραγματοποίησης της έρευνας είναι και το γεγονός ότι το Ελληνικό επιχειρηματικό περιβάλλον και η Ελληνική οικονομία γενικότερα χαρακτηρίζονται από διαφορετικά χαρακτηριστικά και ιδιαιτερότητες σε σχέση με τις πιο ώριμες και ισχυρές οικονομίες του εξωτερικού για τις οποίες πραγματοποιήθηκαν παρόμοιες μελέτες. Έτσι οι

επενδυτές πιθανόν να μην είναι αρκετά ενημερωμένοι ή να μην αντιλαμβάνονται σωστά τα μηνύματα τα οποία εμπεριέχονται στις ανακοινώσεις μεταβολής μερίσματος, με αποτέλεσμα να μην παρουσιάζονται μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Η οργάνωση της εργασίας έχει ως εξής: Αρχικά γίνεται μια εισαγωγή στα είδη και στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των μερισμάτων, καθώς και των μεγεθών που εξετάζουμε. Ακολουθεί εκτενής αναφορά στην προηγούμενη βιβλιογραφία και περιγραφή των δεδομένων και τις μεθοδολογίας που ακολουθήθηκε για την ανάλυση των. Τέλος αναλύονται τα εμπειρικά αποτελέσματα τα οποία παρουσιάζονται συνολικά στο σε πίνακες στο Παράρτημα της εργασίας.

2. ΤΥΠΟΙ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

2.1 Ανακοίνωση και Καταβολή Μερίσματος

Η διανομή μερίσματος είναι ο πιο συνηθισμένος τρόπος διανομής ρευστών στους μετόχους μιας επιχείρησης. Στην Ελλάδα, τα μερίσματα πληρώνονται μια φορά κάθε χρόνο. Όταν μία επιχείρηση παρουσιάζει κέρδος στο τέλος μιας χρήσης, τα χρήματα μπορούν να τεθούν σε δύο χρήσεις, είτε να επενδυθούν πάλι σε αυτήν, είτε να πληρωθούν στους μετόχους της ως μέρισμα. Κάθε επιχειρηματική μονάδα οφείλει να βρει τη δική της χρυσή τομή μεταξύ μερισμάτων και παρακρατηθέντων κερδών. Η καταβολή των μερισμάτων ακολουθεί μια συγκεκριμένη διαδικασία, η οποία έχει ορισμένη σημασία:

1) Ημερομηνία αναγγελίας (Declaration Date)

Έστω ότι το Δ.Σ. της εταιρείας XYZ συναντιέται στις 20 Μαρτίου και εγκρίνει τη διανομή τακτικού μερίσματος, που θα δοθεί για τη χρήση. Την ημέρα εκείνη εκδίδεται από την εταιρεία μία ανακοίνωση, στην οποία δηλώνεται η πραγματοποίηση της τακτικής συνεδρίασης του Δ.Σ. της επιχείρησης XYZ και επισημαίνεται ότι οι μέτοχοι που θα είναι καταχωρημένοι στα μητρώα στις 30 Απριλίου, θα έχουν δικαίωμα είσπραξης ενός συγκεκριμένου ποσού για κάθε μετοχή, ως τακτικό ετήσιο μέρισμα. Δηλώνεται δε ότι, η καταβολή των μερισμάτων θα πραγματοποιηθεί στις 15 Μαΐου.

2) Στις 30 Απριλίου, που είναι η ημερομηνία καταχώρησης, η εταιρεία κλείνει τα βιβλία καταχώρησης μετοχών και καταρτίζει μια λίστα των μετόχων την ίδια ημέρα, προκειμένου να τους αποστείλει την επιταγή για το μέρισμα που δικαιούνται να εισπράξουν την ημερομηνία καταβολής.

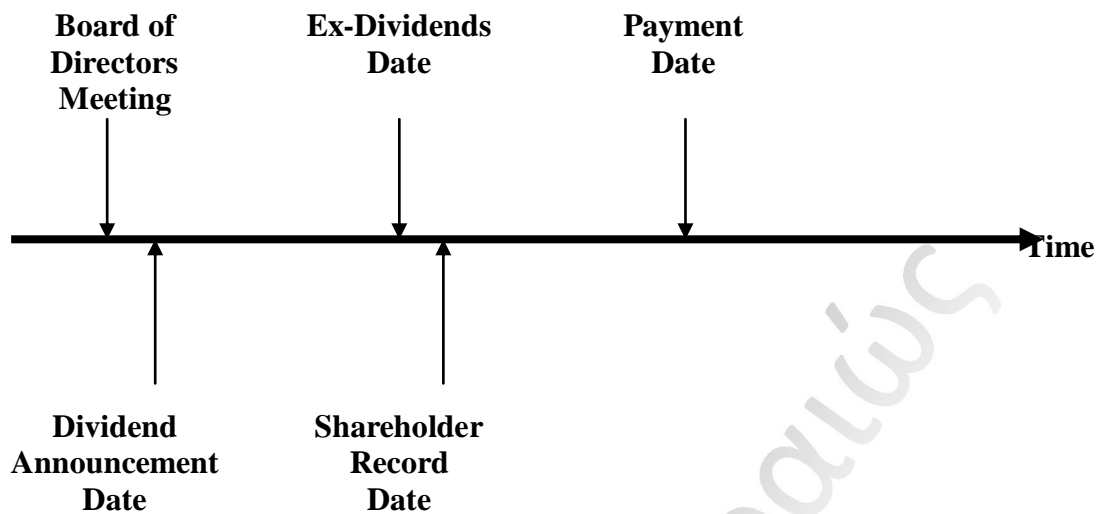
3) Ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος η προ-μερίσματος (Ex-Dividend Date)

Υπάρχει ο κίνδυνος, την τελευταία στιγμή, ένα πακέτο μετοχών να αλλάξει χέρια και η εταιρεία να μην προλάβει να ενημερώσει τη λίστα με τους μετόχους της. Προκειμένου να μην υπάρξει ο κίνδυνος η επιταγή με το ποσό του μερίσματος να δοθεί σε λάθος πρόσωπο και να αποφευχθούν τυχόν διενέξεις, έχει καθιερωθεί μια συμβατική διάταξη, σύμφωνα με την οποία το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως δύο (2) ημέρες πριν την ημερομηνία καταχώρησης. Επομένως, δύο (2) ημέρες πριν την κατάρτιση της λίστας, το δικαίωμα εισπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημερομηνία που το δικαίωμα εισπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τη μετοχή καλείται «ημερομηνία μη καταβολής μερίσματος». Οπότε, η παραπάνω ημερομηνία θα είναι στην περίπτωση μας, η 28^η Απριλίου. Συνεπώς, εάν ένας επενδυτής θέλει να εισπράξει μέρισμα, θα πρέπει να αγοράσει τις μετοχές στις 27 Απριλίου. Αν τις αγοράσει στις 28 Απριλίου ή αργότερα, το μέρισμα θα εισπραχθεί από τον προηγούμενο κάτοχο των μετοχών.

4) Ημερομηνία Καταβολής (Payment Date)

Η εταιρεία στις 15 Μαΐου, που είναι η ημερομηνία καταβολής, θα αποστείλει κανονικά τις επιταγές στους καταχωρημένους μετόχους, προκειμένου να εισπράξουν το μέρισμα.

Στο παρακάτω σχήμα φαίνονται οι πιο σημαντικές ημερομηνίες που αφορούν τη διαδικασία καταβολής μερισμάτων:



2.2 Τύποι και Λειτουργίες Μερίσματος

- Μέρισμα σε μετρητά (Cash Dividends): Είναι η πιο συνηθισμένη και δημοφιλή μορφή διανομής κερδών μιας εταιρείας. Ένα κέρδος των κερδών καταβάλλεται στους μετόχους σε χρηματικές μονάδες ανά μετοχή.
- Μέρισμα σε μετοχές (Stock Dividends): Τα μερίσματα παίρνουν τη μορφή επιπλέον μετοχών της ίδιας εταιρείας ή κάποια θυγατρικής της.
- Μέρισμα σε ομόλογα (Bond Dividend): Σε περιπτώσεις που η εταιρεία δεν έχει επαρκές κεφάλαιο για να πληρώσει μερίσματα σε μετρητά μπορεί να προχωρήσει στην επένδυση ομολόγων για να καλύψει τις απαιτήσεις των μετόχων. Ο βασικός στόχος των μερισμάτων σε ομόλογα μια αναβολή της άμεσης πληρωμής σε μετρητά. Οι κάτοχοι των ομολόγων πέραν της πληρωμής στην ημερομηνία λήξης λαμβάνουν επίσης τακτικά τόκους επί των ομολόγων τους.

- Μέρισμα σε είδος (Property Dividents): Τα μερίσματα αυτά έχουν τη μορφή προϊόντων ή υπηρεσιών που παρέχονται από την εταιρεία. Καταβάλλονται από την επιχείρηση στο μέτοχο ως στοιχεία του ενεργητικού όπως χρυσός, ασήμι κλπ.
- Ιδιαίτερα ή Έκτακτα Μερίσματα (Special Dividents): Διανέμονται σπάνια και σε ειδικές περιπτώσεις, όπως σε εποχές που η εταιρεία κερδίζει μια δικαστική διαμάχη, πουλάει μια επιχειρηματική δραστηριότητα ή ρευστοποιεί επενδύσεις. Κάποιες εταιρείες καταβάλλουν τέτοια μερίσματα όταν έχουν πλεόνασμα μετρητών, με σκοπό να ενισχυθεί η αγοραία αξία των μετοχών τους. Μερικές φορές τα μερίσματα αυτά θεωρώντας και επιστροφές κεφαλαίου με την έννοια ότι η εταιρεία επιστρέφει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύονται από τους μετόχους. Έτσι ονομάζονται επίσης Μερίσματα Κεφαλαίου και είναι αφορολόγητα.

Περαιτέρω, πολλές δημόσιες επιχειρήσεις προσφέρουν σχέδια επανεπένδυσης μερισμάτων, τα οποία χρησιμοποιούν αυτόματα το μέρισμα μετρητών για να αγοράσουν πρόσθετες μετοχές για το μέτοχο.

Το ποσό του μερίσματος εκφράζεται ως ευρώ ανά μετοχή [μέρισμα ανά μετοχή, ως ένα ποσοστό των κερδών ανά μετοχή (Payment Ratio) ή ως ποσοστό της αγοραίας τιμής (Dividend Yield)]. Για τους επενδυτές, τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν μια απόδοση, η οποία μπορεί να συγκριθεί με άλλες ευκαιρίες επένδυσης.

Τα μερίσματα μπορεί να λειτουργήσουν με **τρεις διαφορετικούς τρόπους:**

➤ **Ως Προειδοποιητικός Μηχανισμός.**

Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη μερισματική πολιτική ως ένα είδος μηχανισμού για να προειδοποιούν την αγορά για τη μελλοντική κερδοφορία τους. Υποστηρίζεται ότι τα υψηλά

μερίσματα μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση της τιμής της μετοχής, επειδή θεωρούνται ως ένας τρόπος προειδοποίησης της επιχείρησης προς την αγορά για υψηλότερα μελλοντικά κέρδη. Για αυτό το λόγο τα μερίσματα έχουν πληροφοριακό χαρακτήρα, ο οποίος χρησιμεύει για την αντιμετώπιση του κινδύνου. Εντούτοις, τα υψηλά μερίσματα δε σημαίνουν απαραίτητα υψηλή μελλοντική κερδοφορία. Είναι πολύ πιθανό, το υψηλό μέρισμα να σημαίνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης δε βρίσκεται σε θέση να επενδύσει νέα κεφάλαια σε αποδοτικές επενδύσεις, επομένως τέτοιου είδους πολιτική δε θα φανεί κερδοφόρα όπως αναμένει η αγορά. Μερικές φορές λοιπόν η διοίκηση της επιχείρησης έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί τη μερισματική πολιτική ως μέσο παραπλάνησης της αγοράς.

➤ **Ως μέσο προσέλκυσης επενδυτών ειδικής κατηγορίας.**

Η προσέγγιση αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι οι επενδυτές αναμένουν από τις μετοχές που κατέχουν απόδοση τόσο υπό τη μορφή μερίσματος όσο και υπό τη μορφή κεφαλαιακών κερδών. Η αναλογία αυτών των δύο αποδόσεων διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή και είναι συνάρτηση των οριακών συντελεστών φορολογίας του εισοδήματος, των μελλοντικών και σημερινών εισοδημάτων των μετόχων, της ηλικίας τους κι άλλων παραγόντων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα κάποιες επιχειρήσεις με τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν να προσελκύουν συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών.

➤ **Στα πλαίσια της θεωρίας Αντιπροσώπευσης.**

Η θεωρία Αντιπροσώπευσης παρακολουθεί τις συγκρούσεις των συμφερόντων των στελεχών της εταιρίας, των δανειστών και των μετόχων. Εδώ υπάρχει και το κόστος από την υιοθέτηση μερισματικής πολιτικής που δεν είναι προς το συμφέρον των μετόχων. Τα κόστη περιορίζονται όταν η εταιρία προσφεύγει στην κεφαλαιαγορά για την άντληση νέων κεφαλαίων με σκοπό τη χρηματοδότηση των επενδύσεων.

2.3 Περιορισμοί στην καταβολή μερίσματος

Νομικοί περιορισμοί

Στη χώρα μας το θεσμικό πλαίσιο που καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η διανομή των κερδών προκύπτει από το νόμο Ν.2190/1920. Ο νόμος αυτός διασφαλίζει την επιβίωση της επιχείρησης με τον υποχρεωτικό σχηματισμό και τη διατήρηση συγκεκριμένου ύψους αποθεματικού και με τη διανομή κερδών προς τους δικαιούχους. Η διανομή κερδών περιορίζεται στο σύνολο των παρόντων και παρελθόντων κερδών της επιχείρησης. Ο σκοπός είναι και πάλι να προστατευτούν οι πιστωτές σε περίπτωση αφερεγγυότητας ή εκκαθάρισης. Το υποχρεωτικό μέρισμα ισοδυναμεί με το 6% της ονομαστικής αξίας της μετοχής μείον το φόρο 32% που αναλογεί που ορίζει ότι δεν πρέπει το πρώτο μέρισμα να είναι μικρότερο του 35% των πραγματικών κερδών, που απομένουν μετά την αφαίρεση του φόρου των πραγματικών κερδών και του τακτικού αποθεματικού. Αν αποφασίσει η Γενική Συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία τουλάχιστον 65%, τότε δεν ισχύει ο περιορισμός του 35% των κερδών για διανομή α' μερίσματος. Στην περίπτωση όμως αυτή, αν το ποσοστό 35% των κερδών είναι μεγαλύτερο από το 6% του καταβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, τότε η διαφορά αυτή μεταφέρεται σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού προς κεφαλαιοποίηση.

Όταν μια επιχείρηση δε μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, ο νόμος της απαγορεύει να καταβάλλει χρηματικά μερίσματα. Σε διαφορετική περίπτωση θα υπάρξουν ζημιές για τους πιστωτές, οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να μηνύσουν την επιχείρηση για να ανακτήσουν αυτά τα μερίσματα. Επιπλέον, κατά την ανάπτυξη μιας μερισματικής πολιτικής πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι εξωτερικές νομικές δεσμεύσεις. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, ο κανόνας μείωσης του κεφαλαίου περιορίζει τη διανομή μερισμάτων τοις μετρητοίς που προέρχονται από το μετοχικό κεφάλαιο ή από την ονομαστική αξία των μετοχών της επιχείρησης. Αυτοί οι περιορισμοί έχουν σκοπό να διασφαλίσουν την επάρκεια των μετοχών έτσι ώστε να προστατευτούν οι απαιτήσεις των πιστωτών.

Χρηματοοικονομικοί περιορισμοί

Οι περιορισμοί αυτοί συνδέονται με την ανάγκη της επιχείρησης να αποφύγει το υψηλό κόστος χρηματοδότησης και να περιορίσει τις πιθανότητες αφερεγγυότητας. Το γεγονός ότι μια επιχείρηση έχει αρκετά κέρδη δε συνεπάγεται αυτόματα ότι έχει και μετρητά για να καταβάλλει μερίσματα στους μετόχους της. Άρα όταν μια επιχειρηματική μονάδα καθορίζει τη μερισματική πολιτική της θα πρέπει να λάβει υπόψη τις επενδύσεις που είναι απαραίτητες για να πετύχει την αύξηση κερδών που επιδιώκει. Οι αναπτυσσόμενες εταιρίες χρειάζονται σημαντικά ποσά κεφαλαίου και δε μπορούν να απευθύνονται συνεχώς στην αγορά για να αντλήσουν αυτά τα κεφάλαια διότι με αυτό τον τρόπο θα αυξηθεί το οριακό κόστος κεφαλαίου. Η καλύτερη λύση θεωρείται ο έλεγχος των καταβολών μερισμάτων για την ελαχιστοποίηση της εξωτερικής χρηματοδότησης. Επί πρόσθετα, οι καταβολές μερισμάτων πρέπει να αποφασίζονται εφόσον προηγηθεί εξέταση των προβλημάτων ρευστοποίησης. Δεδομένου ότι μια επιχείρηση δε διαθέτει χρηματικά αποθέματα και το κεφάλαιο κίνησης της είναι ανεπαρκές, ίσως αντιμετωπίσει προβλήματα στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Οι διευθυντές οφείλουν να εξασφαλίσουν ότι υπάρχουν χρηματικά αποθέματα και εμπορεύσιμα χρεόγραφα με σκοπό να καλυφθούν τα χρεόγραφα που λήγουν. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να ασχοληθούν με το μελλοντικό ενδεχόμενο καταβολής μερισμάτων. Στα σχέδια τους πρέπει να περιλαμβάνονται προβολές κερδών, ώστε να μπορούν να χαράξουν μια μακροπρόθεσμη πολιτική σταθερών καταβολών μερίσματος. Τέλος, οι μέτοχοι μελετούν το ιστορικό καταβολής μερισμάτων των επιχειρήσεων. Τα σταθερά και βαθμιαία αυξανόμενα μερίσματα αυξάνουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, μειώνουν την αβεβαιότητα και βοηθούν ώστε να διατηρηθεί η αξία μετοχής της επιχείρησης σε υψηλά επίπεδα.

Συμβατικοί περιορισμοί

Σε ορισμένες χώρες, παραδείγματος χάρη στις ΗΠΑ, εκτός από τους νομικούς περιορισμούς υπάρχουν και συμβατικές υποχρεώσεις που περιορίζουν την καταβολή μερισμάτων από μέρους των εταιριών. Στην περίπτωση που εκδίδονται ομολογίες, μπορεί η εταιρία να χρειαστεί να

υποσχεθεί ότι δε θα καταβάλλει μέρισμα αν η κυκλοφοριακή ρευστότητα, η κάλυψη των χρηματοοικονομικών εξόδων ή άλλοι χρηματοοικονομικοί δείκτες πέσουν κάτω από ορισμένα επίπεδα. Άλλες συμβάσεις μπορεί να απαιτούν περιορισμό του ποσού μερισμάτων σε ένα ποσοστό των κερδών. Οι συμβατικοί περιορισμοί προστατεύουν τους πιστωτές και η μη συμμόρφωση προς αυτές τις υποχρεώσεις ίσως αποτελέσει αιτία για άμεση εξόφληση των δανείων προς αυτούς.

2.4 Είδη μερισματικής πολιτικής

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

1) Σταθερού ποσοστού πληρωμής

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

2) Σταθερού ποσοστού ανάπτυξης του μερίσματος

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

3) Σταθερού αυξανόμενου μερίσματος

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

4) Κανονικό μέρισμα συν έκτακτο μέρισμα

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

5) Πελατειακή μερισματική πολιτική

Η πελατειακή μερισματική πολιτική παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε χώρες στις οποίες τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με χαμηλότερο

συντελεστή απ' ότι τα μερίσματα. Αναμφισβήτητα υπάρχουν "πελατειακές ομάδες" που ανταποκρίνονται στα ιδιαίτερα σχέδια των πληρωμών μερισμάτων. Για παράδειγμα, ένας εργαζόμενος με χαμηλές απολαβές ενδεχομένως να προτιμήσει να επενδύσει σε μία εταιρία που παρέχει υψηλή μερισματική απόδοση. Αντιθέτως, ένας εργαζόμενος που απολαμβάνει υψηλό εισόδημα προφανώς θα επιδιώξει να αποφύγει τα μερίσματα λόγω υψηλού φορολογικού συντελεστή. Κατά συνέπεια, μία εταιρία εστιάζοντας σε συγκεκριμένη πελατεία, μπορεί να βρίσκεται σε θέση να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και ταυτόχρονα να μεγιστοποιήσει την τιμή των μετοχών της. Ένα βασικό σημείο της πολιτικής αυτής έγκειται στο ότι οι επενδυτές δε χρειάζεται να στηριχθούν στην εταιρεία για την παροχή χρηματοροών που αυτοί επιθυμούν. Όταν κάποιος επενδυτής θέλει να εισπράξει μετρητά από την επένδυσή του, έχει πάντοτε τη δυνατότητα να ρευστοποιήσει μέρος αυτής.

6) Μηδενική καταβολή μερισμάτων

Είναι μία ακραία μορφή μερισματικής πολιτικής και αναφέρεται στη μη πληρωμή μερισμάτων και την πλήρη παρακράτηση κερδών προς διανομή, με σκοπό τα κεφάλαια αυτά να επενδυθούν πάλι και να δοθούν νέες μετοχές στους μετόχους. Η πολιτική αυτή εφαρμόζεται για μία ή δύο χρονιές το πολύ, εφόσον υφίσταται σπουδαίος λόγος. Συνήθως εφαρμόζεται σε περιπτώσεις κάλυψης ζημιών προηγούμενων χρήσεων ή σε περιπτώσεις κάλυψης τμήματος μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, ενδεχομένως για την πραγματοποίηση μιας μεγάλης εξαγοράς.

Ορισμένες μερισματικές πολιτικές είναι πιο αποτελεσματικές από κάποιες άλλες. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να αποβλέπουν σε σταθερή μερισματική πολιτική για να μειώσουν την αβεβαιότητα. Αυτή η πολιτική θα πρέπει να είναι αρκετά συντηρητική έτσι ώστε εξασφαλιστούν υψηλές καταβολές μερίσματος. Οι εταιρίες με κυκλικά και κυμαινόμενα κέρδη θα πρέπει να υιοθετήσουν μια πολιτική με χαμηλά μερίσματα, τα οποία συνοδεύονται από επιπλέον καταβολές όταν τα κέρδη και οι οικονομικές συνθήκες είναι ευνοϊκές. Κύριος στόχος είναι να καθοριστεί μια μερισματική πολιτική την οποία θα αποδέχονται οι επενδυτές ως ασφαλή και η οποία θα οδηγήσει τη μετοχή της επιχείρησης στη μέγιστη

2.5 Παράγοντες επηρεασμού της καταβολής μερισμάτων

- **Ρευστότητα**

Τα κέρδη που παρακρατούνται, επενδύονται γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Τα κέρδη που παρακρατήθηκαν τις προηγούμενες χρήσεις έχουν ήδη επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις και άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Συνεπώς, ακόμα και αν μια επιχείρηση έχει μια προϊστορία κερδών, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα, για λόγους μειωμένης ρευστότητας. Μάλιστα, μια αναπτυσσόμενη εταιρεία, ακόμα και αν είναι εξαιρετικά επικερδής, έχει συνήθως έντονη ανάγκη για κεφάλαια. Σε μια τέτοια περίπτωση, είναι πιθανό η επιχείρηση να επιλέξει την πολιτική της μη διανομής μερίσματος.

- **Ανάγκη αποπληρωμής χρεών**

Όταν μία επιχείρηση έχει συνάψει δάνεια για τη χρηματοδότηση επεκτάσεως ή σε αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, αντιμετωπίζει δύο εναλλακτικές λύσεις. Μπορεί, είτε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια στη λήξη τους, αντικαθιστώντας τα με κάποια άλλη μορφή χρεογράφων, είτε να αποφασίσει την εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων από υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα. Στην περίπτωση αυτή θα απαιτήσει παρακράτηση κερδών.

- **Σταθερότητα των Κερδών**

Μια εταιρεία, που πραγματοποιεί σχετικά σταθερά κέρδη, είναι συχνά σε θέση να προβλέπει και τα μελλοντικά κέρδη. Είναι συνεπώς πιο πιθανό ότι μια τέτοια εταιρεία θα διανείμει σε μερίσματα μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της από μια εταιρεία με κυμαινόμενα κέρδη. Η τελευταία δεν είναι βέβαιη ότι θα μπορέσει, μέσα στα επόμενα χρόνια, να πραγματοποιήσει τα αναμενόμενα κέρδη, με αποτέλεσμα την πιθανή παρακράτηση ενός αυξημένου ποσοστού των τρεχόντων κερδών. Και αυτό γιατί, ένα χαμηλότερο μέρισμα είναι πιο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης κερδών.

- **Έλεγχος**

Μια άλλη σημαντική μεταβλητή, είναι οι επιπτώσεις που έχουν οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης στον έλεγχο της εταιρείας. Πολλές εταιρείες έχουν υιοθετήσει την πολιτική να επεκτείνονται μόνο μέχρι του σημείου που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους από εσωτερικές πηγές. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετόχων εξασθενίζει τον έλεγχο της κυρίαρχης ομάδας των μετόχων της εταιρείας. Ταυτόχρονα, η πώληση δανείων αυξάνει τον κίνδυνο διακυμάνσεων των κερδών για τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης. Η εξάρτηση λοιπόν από την εσωτερική χρηματοδότηση, με σκοπό τη διατήρηση του ελέγχου, μειώνει το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών.

- **Πρόσβαση μιας εταιρείας στις Κεφαλαιακές Αγορές**

Μια μεγάλη και καλά οργανωμένη εταιρεία, είναι δυνατόν να παρέχει υψηλότερα μερίσματα απ' ό,τι μια μικρότερη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι μεγάλες εταιρείες που παρουσιάζουν σχετικά σταθερά κέρδη, είναι πιο εύκολο να έχουν πρόσβαση στις Κεφαλαιακές Αγορές και σε άλλες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης.

- **Η φάση του κύκλου ζωής της επιχείρησης**

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

Γενικότερα, σύμφωνα με τον Lintner, οι εταιρείες θα πρέπει να θέτουν μακροπρόθεσμους στόχους, όσον αφορά τα μερίσματα που θα πληρώνουν. Οι αλλαγές στα μακροχρόνια μελλοντικά κέρδη είναι ο κύριος παράγοντας επηρεασμού της αλλαγής στα μελλοντικά μερίσματα.

Οι ιδιοκτήτες της εταιρείας θα πρέπει να αποφεύγουν να κάνουν αλλαγές στα μερίσματα, που αργότερα θα τις αναθεωρήσουν, διότι έτσι δίνουν αρνητικό σήμα στην αγορά, τόσο για την πορεία της εταιρείας, όσο και για την αξιοπιστία της ίδιας της διοίκησης. Συνεπώς, η διοίκηση της εταιρείας, σύμφωνα με τον Lintner, θα πρέπει να ενδιαφέρεται για τη διατήρηση του μερίσματος στα ίδια επίπεδα με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Η διοίκηση προβαίνει σε αύξηση του μερίσματος, μόνο αν υπάρχει έκτακτη αύξηση των κερδών και οι προβλέψεις για τα μελλοντικά κέρδη δείχνουν ότι το επίπεδο αυτό των κερδών θα διατηρηθεί και στο μέλλον. Εστιάζεται έτσι το ενδιαφέρον της αγοράς περισσότερο στο ποσό της μεταβολής του μερίσματος, παρά στο αν θα πέσει ή θα αυξηθεί. Σ' αυτήν την περίπτωση, θα λέγαμε ότι η εταιρεία ακολουθεί ενεργητική μερισματική πολιτική. Βέβαια, υπάρχουν κάποιοι, όπως ο Fama (1974) και οι Modigliani Miller, που διαφώνησαν με τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής ως πρωταρχικής σημασίας παράγοντα για την διοίκηση της εταιρείας.

3. ΑΣΥΜΜΕΤΡΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ ΚΑΙ TOBIN'S Q

3.1 Ασυμμετρία Πληροφόρησης

Η ασυμμετρία πληροφόρησης προέρχεται από το γεγονός ότι τα άτομα που βρίσκονται στη διοίκηση της επιχείρησης συνήθως διαθέτουν μεγαλύτερο βαθμό πληροφόρησης για την πορεία και τις προοπτικές της εταιρείας, από τους μετόχους και γενικότερα την αγορά. Η διοίκηση της εταιρείας θα προσπαθήσει να μεταδώσει την πληροφόρησή της στους μετόχους και τους επενδυτές, ώστε να αποκτήσουν μια καλύτερη εκτίμηση της πραγματικής αξίας της εταιρείας. Αν η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη λόγω της μη συμμετρικής πληροφόρησης, η εταιρεία διατρέχει κίνδυνο, σε περίπτωση που χρειαστεί άντληση κεφαλαίων από τη χρηματαγορά για την κάλυψη κάποιου επενδυτικού προγράμματος, να αναγκασθεί σε έκδοση μεγαλύτερου αριθμού νέων μετοχών στην υποτιμημένη τιμή της αγοράς, αλλοιώνοντας το ιδιοκτησιακό καθεστώς σε μεγαλύτερο βαθμό. Η υποτιμημένη τιμή της μετοχής, κάνει την εταιρεία ελκυστικότερο στόχο εξαγοράς, γεγονός που θέτει σε κίνδυνο τη θέση των μελών της διοίκησης.

Βέβαια, ουκ ολίγες φορές έχει παρατηρηθεί το γεγονός όπου εταιρείες, των οποίων οι τιμές των μετοχών είναι σε υψηλά επίπεδα λόγω της ασυμμετρίας πληροφόρησης, να μην επιδιώκουν τη μείωση της ασυμμετρίας, ούτως ώστε σε μία ενδεχόμενη συγχώνευση, να έχουν καλύτερη σχέση ανταλλαγής μεταξύ των μετοχών. Διάφορες εταιρείες, όπως οι: Worldcom, Vivendi και Enron, βρέθηκαν να «μαγειρεύουν» τα λογιστικά τους μεγέθη, εξαπατώντας την αγορά και δημιουργώντας μια ψευδή εικόνα για την οικονομική τους κατάσταση και τις προοπτικές τους.

Έννοιες συνυφασμένες με την ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης, είναι οι έννοιες της Δυσμενούς Επιλογής και του Ηθικού Κινδύνου, Adverse Selection και Moral Hazard, αντίστοιχα. Δύο γενικοί ορισμοί για τους παραπάνω όρους, είναι οι ακόλουθοι:

Ηθικός Κίνδυνος: Αναφέρεται στις περιπτώσεις κατά τις οποίες ένας αντισυμβαλλόμενος αντιδρά λιγότερο συνετά απ' ό,τι θα έπρεπε, λόγω ανώτερης πληροφόρησης ή γνώσης πως οι ενέργειές του δεν μπορούν να παρακολουθηθούν από τους άλλους αντισυμβαλλόμενους.

Δυσμενής Επιλογή: Αναφέρεται στις περιπτώσεις, κατά τις οποίες ένας αντισυμβαλλόμενος δεν μπορεί να ξεχωρίσει την «ποιότητα» των δυνητικών αντισυμβαλλομένων και γενικότερα την «ποιότητα» του προϊόντος που προσβεύουν, με συνέπεια να κάνουν επιλογές χαμηλότερης ποιότητας.

Δεδομένης της δυσκολίας μέτρησης του επιπέδου της ασύμμετρης πληροφόρησης στη χρηματοοικονομική Διοικητική και στα οικονομικά γενικότερα, οι διάφοροι ερευνητές χρησιμοποίησαν διάφορα μέτρα, όπως:

- 1) Διασπορά στις προβλέψεις των αναλυτών.
- 2) Ποσοστό των άυλων στοιχείων του ενεργητικού προς το σύνολο του ενεργητικού.
- 3) Λογιστική προς χρηματιστηριακή αξία.
- 4) Ιδιοσυγκρατική μεταβλητότητα.
- 5) Αριθμός δημοσίων ανακοινώσεων ανά περίοδο.
- 6) Trading intensity.
- 7) Earnings Announcement – Day returns

Ένα παράδειγμα δυσμενούς επιλογής, αποτελεί και η θεωρία των Myers και Majlful. Οι Myers και Majlful επεσήμαναν τα προβλήματα της ασυμμετρίας πληροφόρησης, αναφορικά με τη χρηματοδότηση από την πώληση κοινών μετοχών (equity financing). Δείχνουν ότι εάν οι εξωτερικοί επενδυτές έχουν λιγότερη πληροφόρηση από τη διοίκηση για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, κατόπιν, λόγω της δυσμενούς επιλογής, θα απαιτήσουν ένα ασφάλιστρο (premium) για να αγοράσουν τις μετοχές της εταιρείας. Επομένως, οι εταιρείες θα χρηματοδοτήσουν αρχικά τα προγράμματα επένδυσης με ίδιους πόρους. Σε αυτήν την περίπτωση, το πρόγραμμα θα απορριφθεί, ακόμα κι αν η καθαρή Παρούσα Αξία (NPV) είναι θετική, οδηγώντας σε ένα μοντέλο υποεπένδυσης.

Αυτό το πρόβλημα μπορεί να αποφευχθεί, εάν η εταιρεία μπορεί να βρει εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, οι οποίες δεν υποτιμούνται από την αγορά. Κατά συνέπεια, τα εσωτερικά κεφάλαια ή ένα ακίνδυνο χρέος, δεν περιλαμβάνουν καμία υποτίμηση και επομένως θα προτιμηθούν από την έκδοση μετοχών.

Οι Myers και Majlful (1984) αναφέρονται σε αυτό ως «κοινωνική ιεραρχία» («pecking order») ή «θεωρία χρηματοοικονομικής ιεραρχίας» («financial hierarchy theory») της χρηματοδότησης, π.χ. εκείνη η κεφαλαιακή δομή που οδηγεί τις εταιρείες να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια αρχικά με τη χρησιμοποίηση εσωτερικών πόρων. Η χρησιμοποίηση εξωτερικών κεφαλαίων (δανεισμός ή έκδοση μετοχών) δεν επιδιώκεται έως ότου εξαντληθούν οι ίδιοι πόροι.

Στην παρούσα εργασία ως μέτρο ασύμμετρης πληροφόρησης χρησιμοποιούμε το δείκτη των άυλων περιουσιακών στοιχείων προς τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ανά έτος διότι δεν ήταν εφικτό να υπολογίσουμε το δείκτη για μικρότερα χρονικά διαστήματα στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά. Ειδικότερα ως μέτρο παίρνουμε το λόγο της τυπικής αποκλίσεως του παραπάνω δείκτη προς την αναμενόμενη τιμή του, μέτρο που το έχουν προτείνει και ακολουθήσει σε δική τους αντίστοιχη έρευνα και οι Kai Li & Xinlei Zhao.

3.2 Κόστος αντιπροσώπευσης (Agency Cost):

Σχέση αντιπροσώπευσης υπάρχει όταν ένα ή περισσότερα άτομα (εντολείς, principals) εξουσιοδοτούν κάποιον τρίτο (πράκτορας, εντολοδόχος, agent) να διεκπεραιώσει ορισμένες υποθέσεις, δίνοντά στον εντολοδόχο τη δυνατότητα να αποφασίζει. Οι μέτοχοι είναι που προσλαμβάνουν και δίνουν την εντολή στα στελέχη να δράσουν και να λάβουν τις απαραίτητες αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν την περιουσία τους. Όταν οι διοικούντες την επιχείρηση κατέχουν όλες τις μετοχές της επιχείρησης, τότε δεν υπάρχει πρόβλημα, αφού, λογικά σκεπτόμενοι, θα λάβουν εκείνες τις αποφάσεις που θα μεγιστοποιούν την μακροπρόθεσμη αξία των επενδυτών.

Στις σύγχρονες επιχειρήσεις, όπου παρατηρείται μεγάλη διασπορά ιδιοκτησίας, τις αποφάσεις δεν τις λαμβάνει ο ιδιοκτήτης, αλλά τα στελέχη, που προσλαμβάνονται για τις γνώσεις τους και τις διοικητικές τους ικανότητες. Συχνά όμως, τα στελέχη λαμβάνουν τις αποφάσεις με γνώμονα όχι τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, αλλά την μεγιστοποίηση του προσωπικού τους οφέλους και, κατά συνέπεια, δεν πράττουν όπως θα επιθυμούσαν οι

εντολές τους. Στις εισηγμένες εταιρείες, τα στελέχη δεν προσλαμβάνονται απ' ευθείας από τους μετόχους, αλλά από το Διοικητικό Συμβούλιο που εκλέγεται από τους μετόχους. Σύμφωνα με τους Jensen και Murphy (2004), το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης μεγεθύνεται σε αυτήν την περίπτωση, αφού και τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου έχουν σχέση αντιπροσώπευσης με τους μετόχους.

Επίσης, οι εισηγμένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν και δυσκολίες συντονισμού των μετόχων, που θα συνέβαλε στον έλεγχο των στελεχών. Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ μετόχων και στελεχών, σχετικά με τις επενδυτικές δυνατότητες της επιχείρησης, περιορίζει σημαντικά την ικανότητα των μετόχων να αξιολογήσουν σωστά το έργο των στελεχών. Έτσι, δημιουργείται η ανάγκη να σχεδιαστεί ένα σύστημα αποζημίωσης, που θα οδηγεί σε ταύτιση των ενδιαφερόντων των μετόχων με εκείνα των στελεχών, παρέχοντάς τους κίνητρα, ώστε να υλοποιήσουν εκείνες τις επενδυτικές αποφάσεις, που θα μεγιστοποιήσουν τον πλούτων των μετόχων. Ένα σωστά σχεδιασμένο σύστημα αμοιβών, θα μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης.

Τέλος, συγκρούσεις συμφερόντων μέσα σε μία επιχείρηση παρατηρούνται και μεταξύ άλλων ομάδων ενδιαφερομένων, όπως φερ' ειπείν μεταξύ μετόχων και πιστωτών και μεγαλομετόχων και μικρομετόχων.

3.3 Tobin's Q

Ο δείκτης Tobin's Q επινοήθηκε από τον James Tobin το 1969 ως ο λόγος της αγοραίας αξίας και της αξίας αντικατάστασης ενός περιουσιακού στοιχείου. Στη Χρηματοοικονομική έχει γίνει κοινή πρακτική ο υπολογισμός του μέσα από τη σύγκριση της χρηματιστηριακής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου προς τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Γενικότερα ως δείκτη Q θεωρούμε το λόγο της χρηματιστηριακής αξίας προς την αξία αντικατάστασης του συνολικού ενεργητικού της εταιρείας. Υψηλός δείκτης (μεγαλύτερος από τη μονάδα) σημαίνει ότι η αξία της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από την αξία αντικατάστασής της, γεγονός που μπορεί να οφείλεται είτε στην ύπαρξη θετικών προσδοκιών για το μέλλον της εταιρείας από την αγορά, είτε στην μη σωστή αποτύπωση των περιουσιακών στοιχείων στις λογιστικές καταστάσεις. Η ύπαρξη υψηλού δείκτη Q μπορεί να ενθαρρύνει

τις εταιρείες να επενδύουν παραπάνω διότι η αξία θα είναι μεγαλύτερη από την τιμή που πληρώνουν.

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούμε μια προσέγγιση του Tobin's Q το δείκτη M/E ο οποίος ισούται με το λόγο της αγοραίας αξίας προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Οι εταιρικές παρατηρήσεις διαμερίστηκαν σε 3 ομάδες ανάλογα με το δείκτη M/E σε αυξητική τάση και ελέγχθηκαν στο κατά πόσο επιβεβαιώνουν ή όχι τον πληροφοριακό ρόλο της μεταβολής μερίσματος. Εταιρείες με μικρό Q (μεταξύ 0 και 1) έχουν μεγαλύτερο κόστος αντικατάστασης του ενεργητικού σε σχέση με την αξία των μετοχών τους. Αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές θα είναι υποτιμημένες και το αντίστροφο για εταιρείες με υψηλό Q (μεγαλύτερο από 1). Ένας λόγος παραπάνω λοιπόν για τις εταιρείες με χαμηλό Q η ενδεχόμενη θετική σχέση μεταξύ της μεταβολής στο μέρισμα και της μεταβολής στα μελλοντικά κέρδη να έχει μεγαλύτερη αξία, διότι θα θέλει να σηματοδοτήσει και το γεγονός ότι η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη.

4 ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ

Τρεις είναι οι κυριότερες θεωρίες, οι οποίες δικαιολογούν τη συμπεριφορά της αγοράς στις μεταβολές των μερισμάτων.

1) Υπόθεση του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων (Dividend Signaling)

Σύμφωνα με αυτήν την θεωρία, η οποία είναι και η πιο επικρατούσα, οι διοικούντες την εταιρεία έχουν καλύτερη πληροφόρηση για την πραγματική αξία της εταιρείας απ' ό,τι οι επενδυτές και χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να μεταδώσουν αυτήν την πληροφορία στην αγορά. Βάση και σημείο αναφοράς της θεωρίας αυτής αποτελούν οι έρευνες των Lintner (1956), Battacharya (1979 και 1980) και Miller Rock (1985).

Ο Lintner συνδέει την πληρωμή μερίσματος με την απόδοση των μελλοντικών κερδών της εταιρείας. Εάν η διοίκηση είναι αρκετά σίγουρη για τα μελλοντικά κέρδη, θα αυξήσει το μέρισμα και θα είναι απρόθυμη να το μειώσει, εκτός και αν έχει πολύ καλή πληροφόρηση για επικείμενη μείωση των μελλοντικών κερδών. Επίσης, το μοντέλο του Lintner υποθέτει ότι η διοίκηση θα αυξήσει το μέρισμα μόνο όταν έχει αυξημένες επιδόσεις και δεν θα προσπαθήσει να αλλάξει το ρόλο του μερίσματος.

Ο Battacharya, στο άρθρο του με τίτλο «Imperfect Information, Dividend Policy and “The bird in the hand fallacy”» (1979) έκανε τις παρακάτω παραδοχές: Υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση επειδή οι εξωτερικοί επενδυτές δεν έχουν επαρκή πληροφόρηση για την τρέχουσα και μελλοντική κερδοφορία. Υπάρχουν επαρκείς επενδυτικές ευκαιρίες, έτσι ώστε οι ταμειακές ροές από τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία να μπορούν να επανεπενδυθούν. Οι αποδόσεις των επενδυτικών έργων δεν είναι επαρκείς για να καλύψουν τα μερίσματα, έτσι εξωτερική χρηματοδότηση θα χρειαστεί.

Λόγω των ατελειών στην αγορά, η εξωτερική χρηματοδότηση έχει κόστος και επομένως μία εταιρεία με υψηλής αξίας επενδυτικά έργα, θα

μπορεί πιο φθηνά να καλύψει τα μερίσματα που έχει δεσμευτεί ότι θα δώσει. Δύο από τις αδυναμίες του μοντέλου του Battacharya, είναι ότι δεν εξηγεί γιατί τα μερίσματα σηματοδοτούν τις προοπτικές και γιατί η διοίκηση ενδιαφέρεται τόσο πολύ για την τιμή της μετοχής την επόμενη περίοδο.

Οι Miller και Rock (1985), στο άρθρο τους με τίτλο: «Dividend Policy under Asymmetric Information», λαμβάνουν υπ' όψιν την ασυμμετρία πληροφόρησης. Οι Miller και Rock χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο δύο περιόδων, όπου δεν υπήρχαν φόροι, υποθέτοντας ορθολογικές προσδοκίες και αβεβαιότητα ως προς τις αποφάσεις της επιχείρησης στη μερισματική, την επενδυτική και τη χρηματοδοτική πολιτική. Σύμφωνα με το άρθρο τους, τα μερίσματα έχουν κόστος ως σήματα, διότι μια αύξηση στα μερίσματα που πληρώνονται, σημαίνει ότι η εταιρεία παραιτείται από μία επενδυτική ευκαιρία. Μια όχι καλή εταιρεία, έχει μικρότερα κέρδη και έτσι, μια αύξηση στα μερίσματα σημαίνει ότι παραιτείται από πιο πολλές επικερδείς επενδύσεις. Συνεπώς, οι καλές εταιρείες μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα μερίσματα, ώστε να σηματοδοτήσουν αξιόπιστα την ποιότητά τους και να αυξήσουν την τιμή της μετοχής.

2) Η υπόθεση των Καθαρών Ταμειακών Ροών (επενδυτικών ευκαιριών)

Κύριοι υποστηρικτές αυτής της υπόθεσης, είναι ο Jensen (1986) και οι Lang και Litzenberger (1989). Τα συμφέροντα των μετόχων και της διοίκησης, πολλές φορές δεν συμπίπτουν. Για παράδειγμα, ο Jensen (1986) πιστεύει ότι οι managers έχουν κίνητρα να αυξήσουν το μέγεθος της εταιρείας, είτε διότι έτσι αυξάνουν τα οικονομικά στοιχεία που έχουν υπό τον έλεγχό τους, είτε διότι η αποζημίωσή τους είναι συνδεδεμένη με το μέγεθος. Σ' αυτήν την περίπτωση, εταιρείες που έχουν παραπάνω διαθέσιμα κεφάλαια, θα επενδύσουν και σε έργα με αρνητική καθαρή παρούσα αξία (NPV). Σύμφωνα με αυτήν την υπόθεση, μια αύξηση του μερίσματος από μια εταιρεία με προβληματικές καθαρές ταμειακές ροές, θα μείωνε το ποσό που θα επενδύονταν σε όχι καλές επενδύσεις, άρα θα αύξανε την αξία της επιχείρησης. Όμοια μια μείωση του μερίσματος από μια τέτοια εταιρεία, θα σηματοδοτούσε την ανάληψη περισσότερων επενδυτικών έργων με αρνητική

καθαρή παρούσα αξία, προκαλώντας έτσι μείωση της αξίας της εταιρείας. Η θεωρία των Καθαρών Ταμειακών Ροών του Jensen υποστηρίζει ότι μία αλλαγή στις σπάταλες και κακές επενδύσεις για τις εταιρείες με φτωχές επενδυτικές ευκαιρίες, θα έχει σημαντική επίδραση στην αξία των εν λόγω εταιρειών. Σύμφωνα με το Jensen (1981) εταιρείες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης πρέπει να έχουν μικρότερη μερισματική απόδοση, ενώ σύμφωνα Smith & Watts (1992) οι εταιρείες με μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης είναι πιο πιθανό να μεγαλώσουν στο μέλλον (size). Άρα η υπόθεση των Καθαρών Ταμειακών Ροών βασίζεται στην αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και Tobin's Q και στη θετική σχέση μεταξύ μεγέθους (size) και Tobin's Q.

Οι Lang και Litzenger (1984), υποστηρίζουν ότι η υπόθεση των Καθαρών Ταμειακών Ροών εξηγεί καλύτερα τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών από τη θεωρία σηματοδότησης. Σύμφωνα με τη θεωρία τους, μια σημαντική αλλαγή στην τιμή των μετοχών, θα ήταν παρατηρήσιμη για αλλαγές μερισμάτων, όταν τα μερίσματα επηρεάζουν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες σε ανώφελες επενδύσεις. Η ουσία είναι ότι για τις εταιρείες που υπερεπενδύουν, μια αύξηση του μερίσματος θα σημάνει μείωση της τάσης της διοίκησης για υπερεπένδυση και το αντίθετο.

Σύμφωνα με τους Lang και Litzenger (1989), μια σημαντική αλλαγή στην τιμή των μετοχών, μπορεί να παρατηρηθεί μόνο όταν η αλλαγή μερίσματος επηρεάζει τις προσδοκίες των επενδυτών για το μέγεθος των μελλοντικών ευκαιριών επένδυσης με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Χρησιμοποιώντας το Tobin's Q ως μέτρο αποτελεσματικότητας των επενδύσεων των εταιρειών, κατέταξαν τις εταιρείες σε δύο κατηγορίες. Στην πρώτη ανήκουν οι εταιρείες που παρουσιάζουν φθίνουσα οριακή πραγματικότητα του κεφαλαίου και συνεπώς δείκτη $Q < 1$. Οι εταιρείες αυτές θεωρείται ότι έχουν προβεί σε υπερβολικές επενδύσεις, που μειώνουν την αξία τους. Ωστόσο, αν οι εκτιμήσεις τους για το Tobin's Q είναι πιο κοντά στο πραγματικό οριακό Q, η υπόθεση της υπερεπένδυσης προβλέπει ότι οι έκτακτες μεταβολές στις τιμές των μετοχών που συνδέονται με μεταβολές στα μερίσματα, θα είναι μεγαλύτερες κατά μέσο όρο για τις $Q < 1$ εταιρείες απ' ό,τι για τις $Q > 1$ εταιρείες. Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις, οι εταιρείες με $Q < 1$ αντιμετωπίζουν θετικές αποδόσεις σε αυξήσεις μερίσματος, διότι η αύξηση μειώνει τις προσδοκίες για το ποσό των

ρευστών που θα διατεθούν σε μη κερδοφόρες επενδύσεις. Τέλος για εταιρείες με high Q ούτε οι αυξήσεις ούτε οι μειώσεις θα έχουν κάποια επιρροή στις τιμές των μετοχών.

3) Η υπόθεση της Πελατείας

Οι Bajaj και Vijh (1990) υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη πελατείας μερίσματος μπορεί εν μέρει να εξηγήσει τις αλλαγές στις τιμές από τις ανακοινώσεις αλλαγής μερίσματος. Υπό αυτήν την υπόθεση, η μεταβολή της τιμής σε μία ανακοίνωση αλλαγής μερίσματος, επηρεάζεται από τις προτιμήσεις απόδοσης του οριακού επενδυτή για τις μετοχές αυτής της εταιρείας. Επενδυτές σε εταιρείες με μικρή μερισματική απόδοση, που έχουν υψηλή αποστροφή στα μερίσματα, θα έβλεπαν αρνητικά μια ενδεχόμενη αύξηση του μερίσματος, ενώ αντίθετα *ceteris paribus*, οι επενδυτές σε εταιρείες με υψηλή μερισματική απόδοση, θα αντιδρούσαν θετικά.

Οι Bajaj και Vijh (1990) χρησιμοποίησαν τις ανακοινώσεις για τη μερισματική απόδοση, ως προσέγγιση της προσδοκώμενης απόδοσης και βρήκαν ότι το μέγεθος της αντίδρασης της τιμής της μετοχής ήταν μεγαλύτερο, όσο μεγαλύτερες ήταν οι αναμενόμενες αποδόσεις. Οι Fehrs, Benesh και Peterson επιβεβαίωσαν τα αποτελέσματα το 1988. Οι Eddy και Seifert (1988) έδειξαν ότι οι έκτακτες αποδόσεις από ανακοινώσεις μεγάλων αυξήσεων μερίσματος είναι μεγαλύτερες στις μικρές εταιρείες απ'ότι στις μεγάλες (οι μικρές παρουσιάζουν μεγαλύτερη ασυμμετρία πληροφόρησης). Γενικότερα, σύμφωνα με τη θεωρία της Πελατείας, οι επενδυτές δείχνουν προτίμηση σε κάποιο ύψος μερίσματος, ανάλογα με τις ανάγκες και τους επενδυτικούς τους στόχους. Οι Black και Scholes (1974) υποστήριξαν ότι υπάρχουν επενδυτές που προτιμούν υψηλό μέρισμα και επενδυτές που προτιμούν χαμηλό μέρισμα. Η διοίκηση της εταιρείας θα προσαρμόσει το μέρισμά της με τέτοιο τρόπο, ώστε να ικανοποιήσει την πλευρά με το μεγαλύτερο πλήθος σε κάθε χρονική στιγμή, επηρεάζοντας την τιμή της μετοχής.

5. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι **David K. Denis, Diane K. Denis και Atulya Savin (1995)** εξέτασαν τις υποθέσεις του πληροφοριακού ρόλου των μερισμάτων, των επενδυτικών ευκαιριών και της πελατείας για το περιεχόμενο των πληροφοριών από τις ανακοινώσεις αλλαγής μερίσματος.

Δημιουργώντας ένα δείγμα εταιρειών, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονταν στο NYSE (New York Stock Exchange) και το AMEX (American Stock Exchange), εξετάζουν 6.777 ανακοινώσεις μεταβολής μερίσματος, που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1962 και 1988. Αυτές περιέχουν 5.992 αυξήσεις μερισμάτων και 785 μειώσεις μερισμάτων, ενώ χώρισαν το δείγμα των εταιρειών σε εταιρείες με $Q > 1$ και με $Q < 1$. Το δείγμα περιελάμβανε μεταβολές μεγαλύτερες από 10% στα τακτικά τριμηνιαία μερίσματα, ενώ δεν συμπεριελήφθησαν ειδικά μερίσματα ή μερίσματα μέσω μετοχών. Διαπίστωσαν ότι η αύξηση στις υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν 1,25% σε αυξήσεις μερισμάτων και -5,71% σε μειώσεις μερισμάτων. Επίσης, σε αυξήσεις μερισμάτων με ανεξάρητο Q , παρατηρήθηκε αύξηση στην απόδοση των μετοχών, γεγονός που είναι συνεπές και με τη θεωρία των επενδυτικών ευκαιριών. Γενικότερα ανεξάρτητα από το μέγεθος του Tobin's Q επαλήθευσαν τη θεωρία σηματοδοτήσεως. Συνεπές με τη θεωρία σηματοδοτήσεως βρήκαν ότι η αντίδραση στην τιμή της μετοχής αυξάνεται με το μέγεθος της μερισματικής μεταβολής ανεξάρτητα από το μέγεθος του Q .

Χωρίζοντας το δείγμα σε τεταρτημόρια, ανάλογα με τη μερισματική απόδοση (dividend yield), παρατήρησαν αρνητική συσχέτιση μεταξύ του Tobin's Q και του dividend yield. Από τις 4.607 παρατηρήσεις για $Q < 1$, 2.958 (64%) βρίσκονται στα δύο μεγαλύτερα τεταρτημόρια της μερισματικής απόδοσης, ενώ 1.740 από τις 2.170 παρατηρήσεις (80%) για $Q > 1$ βρίσκονται στα δύο μικρότερα τεταρτημόρια της μερισματικής απόδοσης. Επίσης, αρνητική σχέση προκύπτει και για το απόλυτο μέγεθος της αλλαγής μερίσματος με το Tobin's Q .

Σε άλλο σημείο της έρευνάς τους, διαπιστώνεται ότι στο δείγμα των αυξήσεων μερίσματος, η σχέση ανάμεσα στο Tobin's Q και τις αποδόσεις, παρουσιάζει σημαντική θετική συσχέτιση, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με

τη θεωρία των επενδυτικών ευκαιριών. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο της ανακοίνωσης δεν συνδέονται με το Q , ενώ συνδέονται με το ποσοστό της μεταβολής μερίσματος και τη μερισματική απόδοση. Σ' αυτό το άρθρο οι David K. Denis, Diane K. Denis και Atulya Sarin αποδεικνύουν ότι υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ Q και μερισματικής απόδοσης. Συνεπώς η αρνητική σχέση μεταξύ στο Tobin's Q και την αντίδραση της τιμής της μετοχής στις αλλαγές μερίσματος μπορεί να είναι απόρροια της αρνητικής σχέσης ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και το Tobin's Q .

Αναλύοντας τη διασπορά των προβλέψεων, διαπίστωσαν ότι αυτές κινούνται στην ίδια κατεύθυνση με τη μεταβολή των μερισμάτων, ενώ ως προς τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, διαπίστωσαν πως μια αύξηση του μερίσματος το έτος -1 θα συνεπαγόταν μια αύξηση στα CAPEX και το αντίθετο. Οι εταιρείες με $Q < 1$ αυξάνουν τα CAPEX κατά μέσο όρο 36% του συνολικού ενεργητικού του έτους -1 , ενώ μειώνονται σε ποσοστό 2% σε μειώσεις μερισμάτων.

Εν κατακλείδι, οι Denis και Sarin, στο άρθρο τους, στηρίζουν μέσα από τα αποτελέσματα της έρευνάς τους τις θεωρίες της σηματοδότησης και της πελατείας, ενώ παρέχουν μικρή υποστήριξη στη θεωρία των ευκαιριών επένδυσης.

Οι **Yoon και Starks (1995)** προσπάθησαν να εξηγήσουν την επίδραση του πλούτου γύρω από τις ανακοινώσεις αλλαγής μερίσματος, επαναλαμβάνοντας τη μεθολογία των Lang και Litzenberger. Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα εταιρειών του δείκτη NYSE (New York Stock Exchange), που περιελάμβανε 3.748 αυξήσεις μερίσματος και 431 μειώσεις, που πραγματοποιήθηκαν μεταξύ 1969 και 1988. Χρησιμοποίησαν δύο μέτρα ως προσεγγίσεις των επενδυτικών εταιρειών. Το πρώτο ήταν το Tobin's Q , που το όρισαν ως τη χρηματιστηριακή αξία του ενεργητικού προς το κόστος αντικατάστασής του, ενώ το δεύτερο μέτρο, οι εσωτερικές αγοραπωλησίες των μετοχών (dividend trading activity). Συμπεριέλαβαν μόνο τακτικά τριμηνιαία χρηματικά μερίσματα ανά μετοχή, ενώ απέκλεισαν τα άλλου είδους μερίσματα, με την μεταβολή στο μέρισμα να είναι τουλάχιστον της τάξης του 10%.

Από τις εταιρείες που παρουσίασαν μείωση μερίσματος, το 80% των περιπτώσεων αφορούσαν εταιρείες με $Q < 1$, ενώ το 20% με $Q > 1$, ενδεικτικό του γεγονότος ότι οι εταιρείες μειώνουν τα μερίσματα, όταν οι αποδόσεις τους είναι χαμηλές. Διαπίστωσαν ότι η αντίδραση στις μειώσεις μερίσματος ήταν ίδια και για τις εταιρείες με $Q > 1$ και γι' αυτές με $Q < 1$, γεγονός που δεν συνάδει με τη θεωρία των ευκαιριών επένδυσης.

Αντίθετα, οι αποδόσεις ήταν σημαντικά μεγαλύτερες για $Q < 1$ απ' ό,τι για $Q > 1$ στις αυξήσεις μερίσματος, γεγονός που συνάδει με την free cash flow hypothesis. Όταν όμως έλεγξαν την επίδραση του Tobin's Q ταυτόχρονα με τις άλλες ερμηνευτικές μεταβλητές, όπως το μέγεθος της επιχείρησης, τη μερισματική απόδοση (dividend yield) και το επίπεδο της μερισματικής απόδοσης μέσω ανάλυσης παλινδρόμησης, βρήκαν το Q να χάνει την ερμηνευτική του ικανότητα. Επίσης προέκυψε μεγαλύτερη αντίδραση στις τιμές από μια μείωση μερίσματος απ' ό,τι από μια αύξηση. Αυτό είναι συνεπές με αυτά που υποστήριξαν οι Bhattacharya (1979) και Kalay (1980). Ο Bhattacharya υποθέτει ότι το κόστος όταν έχεις ελλειμματικές χρηματικές ροές είναι μεγαλύτερο από το όφελος όταν έχεις πλεονασματικές χρηματικές ροές. Ο Kalay υποστηρίζει ότι η απροθυμία της διοίκησης να μειώσει τα μερίσματα είναι απαραίτητη προϋπόθεση για τα μερίσματα ώστε να περικλείουν πληροφορία. Γενικά οι μειώσεις μερίσματος έχουν μεγαλύτερο κόστος από τις αυξήσεις.

Μετρώντας το επενδεδυμένο κεφάλαιο (capital expenditures) για τα 3 χρόνια μετά την ανακοίνωση του μερίσματος, σε σχέση με το έτος πριν την ανακοίνωση, διαπίστωσαν αυξήσεις στις επενδύσεις μετά τις ανακοινώσεις για αύξηση μερίσματος και μειώσεις για μείωση μερίσματος. Συγκεκριμένα, για αυξήσεις μερισμάτων, τα κεφαλαιακά έξοδα αυξήθηκαν ($Q < 1$) έως και 65,87% τον τρίτο χρόνο, ενώ στο ίδιο ποσοστό κυμαίνεται η αύξηση και για ($Q > 1$) τον τρίτο χρόνο. Στις μειώσεις μερισμάτων παρατηρείται μείωση των κεφαλαιακών εξόδων όπου για $Q < 1$, το τρίτο έτος η μείωση φθάνει το 3,7%, ενώ παρόλο που για ($Q > 1$) το τρίτο έτος παρουσιάζεται αύξηση, οι προσαρμοσμένες βιο-μηχανικές δαπάνες μειώθηκαν κατά 13,19%. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με την υπόθεση των επενδυτικών ευκαιριών (free cash flow), ότι δηλαδή οι αυξήσεις μερισμάτων θα μειώσουν την υπερεπένδυση και οι μειώσεις θα αυξήσουν τις «κακές» επενδύσεις. Τα αποτελέσματα της έρευνας των Yoon

και Starks συνάδουν με τη θεωρία σηματοδότησης, παρά με την υπόθεση των ευκαιριών επένδυσης.

Συνολικά η αντίδραση της τιμής της μετοχής σε ανακοινώσεις για μεγάλες αλλαγές μερίσματος είναι συνεπής με τη θεωρία σηματοδότησης, αν και οι Yoon & Starks απέδειξαν ότι για τις αυξήσεις μερίσματος η έκτακτη (αναμενόμενη) απόδοση για low Q είναι σημαντικά μεγαλύτερη απ'ότι για high Q. Αυτή όμως η σχέση χάνεται όταν συμπεριλαμβάνουν και άλλες μεταβλητές όπως την αλλαγή στο μέρισμα, την μερισματική απόδοση και το μέγεθος της εταιρείας.

Ο Erik Lie (2000) εξέτασε την υπόθεση της υπερβάλλουσας ρευστότητας, χρησιμοποιώντας δείγματα από τακτικά μερίσματα, ειδικά μερίσματα και προσφορές επαναγοράς ιδίων μετοχών. Εταιρείες που έχουν μη επαναλαμβανόμενες συσσωρεύσεις ρευστών, για παράδειγμα λόγω πώλησης στοιχείων του ενεργητικού, θα πρέπει να διοχετεύουν αυτή την ρευστότητα μέσω έκτακτων μερισμάτων και προσφορών επαναγοράς ιδίων μετοχών και όχι αυξάνοντας το τακτικό μέρισμα, διότι η αγορά στο μέλλον θα αναμένει όλο και υψηλότερα μερίσματα. Η ανάλυση της αντίδρασης της τιμής της μετοχής υποστηρίζει ότι οι μεγάλες σταδιακές εκταμιεύσεις αμβλύνουν το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης. Ειδικότερα οι αντιδράσεις στις τιμές των μετοχών σχετίζονται θετικά με τις προσφορές επαναγοράς μετοχών και τα υψηλά ειδικά μερίσματα. Η σχέση αυτή εξασθενεί στην περίπτωση των αυξήσεων στα τακτικά μερίσματα ή τα μικρά ειδικά μερίσματα.

Το δείγμα που χρησιμοποιήθηκε περιελάμβανε 570 ειδικά μερίσματα, 7.417 τακτικά μερίσματα και 207 προσφορές επαναγοράς για την περίοδο 1978-1993. Σύμφωνα με τα δεδομένα οι εταιρείες που δίνουν ειδικά μερίσματα είναι μικρότερες σε αγοραία αξία (market value) από αυτές που αυξάνουν τα τακτικά μερίσματα ή που προχωρούν σε επαναγορά μετοχών. Συνεπώς με τις προηγούμενες έρευνες, βρήκε θετική αντίδραση της αγοράς γύρω από τις ανακοινώσεις γι' αυτές τις μεγάλες πληρωμές. Η μέση απόδοση για τα ειδικά μερίσματα ήταν 3,5%, για τα τακτικά 1,3% και για τις προσφορές επαναγοράς 8%. Στην περίπτωση των ειδικών μερισμάτων (υψηλών) οι αποδόσεις σχετίζονται θετικά με τα επίπεδα ρευστότητας και αυτή η σχέση είναι πιο ισχυρή για εταιρείες με χαμηλές προοπτικές ανάπτυξης, δηλαδή για

εταιρείες με $Q < 1$. Αντίθετα οι αποδόσεις της περιόδου ανακοίνωσης δεν σχετίζονται ούτε με τα επίπεδα ρευστότητας ούτε με τις ταμειακές ροές για τα τακτικά και τα μικρά ειδικά μερίσματα.

Η κίνηση της επαναγοράς ιδίων μετοχών δίνει και ένα ισχυρό σήμα στην αγορά ότι η διοίκηση της εταιρείας πιστεύει πολύ στις δυνατότητες και τις προοπτικές της, γι' αυτό και επενδύει σ' αυτήν. Χρησιμοποιώντας διαστρωματικές παλινδρομήσεις για την επιρροή αυτών των πληρωμών στις μεταβολές των τιμών, διαπίστωσε ότι η αντίδραση στην τιμή της μετοχής σχετίζεται θετικά με την υπόθεση της επιπλέον ρευστότητας για τις προσφορές επαναγοράς και τα υψηλά ειδικά μερίσματα, αλλά όχι για τα τακτικά μερίσματα (μικρότερη συσχέτιση). Άρα, τα τακτικά μερίσματα δεν αμβλύνουν το κόστος αντιπροσώπευσης.

Οι **Keneth Khang** και **Tao-Hsien Dolly King** (2006), εξέτασαν τη σχέση μεταξύ μερισμάτων και ασυμμετρίας πληροφόρησης, χρησιμοποιώντας τις εσωτερικές αποδόσεις ως προσέγγιση (proxy) της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των εξωτερικών επενδυτών. Η έρευνα αφορούσε το διάστημα από τον Ιανουάριο του 1982 μέχρι τον Δεκέμβριο του 2003, ενώ τα δεδομένα που πήραν από τη βάση SEC (Securities and Exchange Commission) αφορούσαν όλες τις συναλλαγές, όπως τον τύπο αυτού που αγοράζε ή πουλούσε, την ημερομηνία, το είδος της συναλλαγής και τον αριθμό των μετοχών που εμπορεύονταν.

Οι Khang και Dolly King εξέτασαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις τις 21 ημέρες (εμπορικές) μετά την ανακοίνωση. Υποθέτοντας ημι-ισχυρή αποτελεσματικότητα, η ασυμμετρία θα μεγιστοποιείται την χρονική περίοδο μεταξύ της εσωτερικής αγοραπωλησίας και της στιγμής που αυτή ανακοινώνεται. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπάρχει επίδραση του μεγέθους (ME) και της λογιστικής προς χρηματιστηριακή αξία (BM) στις υποθέσεις των εσωτερικών επενδυτών.

Στη συνέχεια, χώρισαν τις εταιρείες ανάλογα με τη μερισματική τους απόδοση (dividend yield), σε αυτές που έχουν μεγαλύτερη από τη διάμεσο του δείγματος και σε αυτές που έχουν μικρότερη. Επειδή οι αγορές των εσωτερικών επενδυτών είναι πιο αποτελεσματική προσέγγιση από τις πωλήσεις, γι' αυτό τις εξετάζουν χωριστά. Παρατήρησαν ότι οι εταιρείες με υψηλή μερι-

σματική απόδοση παρουσίασαν μικρότερη ασυμμετρία πληροφόρησης, ενώ οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες για τις εσωτερικές αγορές από τις πωλήσεις. Άρα, το πλεονέκτημα να είσαι εσωτερικός επενδυτής σε εταιρεία που πληρώνει καλό μέρισμα, είναι μικρότερο από μια άλλη με χαμηλό.

Για να εξετάσουν αν το επίπεδο των μερισμάτων συνδέεται με την απόδοση που έχουν οι εσωτερικοί επενδυτές, χρησιμοποίησαν το μοντέλο των Fama και McBeth (1973). Έτρεξαν μια ομάδα από διαστρωματικές παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή σταθμισμένη υπερβάλλουσα απόδοση των εσωτερικών μετόχων. Για τις αγορές, ο συντελεστής του dividend yield είναι σημαντικός, στο 1% και 5% επίπεδο εμπιστοσύνης. Για παράδειγμα, ο συντελεστής του dividend yield είναι -0,0011, με t statistic -2,78, δείχνοντας ότι τα μεγαλύτερα μερίσματα συνδέονται με μικρότερες εσωτερικές αποδόσεις, γεγονός που συμφωνεί με το ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση σχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο των μερισμάτων. Όσον αφορά τις πωλήσεις, ο συντελεστής του dividend yield βρέθηκε θετικός, αλλά σπάνια στατιστικά σημαντικός, σε όλες τις περιπτώσεις. Αυτό δεν συνάδει με την πληροφοριακή θεωρία των μερισμάτων. Μικρότερες μερισματικές αποδόσεις πρέπει να συνδέονται με μικρότερες αποδόσεις που ακολουθούν τις πωλήσεις, διότι η εσωτερική απόδοση (εσωτερικών επενδυτών), είναι αυτή που ο εσωτερικός επενδυτής προσπαθεί να αποφύγει, πουλώντας τη μετοχή.

Οι **Kai Li & Xinlei Zhao** (2008), εξετάζουν το πώς οι ασυμμετρίες πληροφόρησης επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εταιρειών. Για να μετρήσουν την ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ διοίκησης και επενδυτών, χρησιμοποιούν τη διασπορά στις προβλέψεις των αναλυτών και τα λάθη στις προβλέψεις των αναλυτών. Στην έρευνά τους επικεντρώθηκαν στα τακτικά τριμηνιαία μερίσματα στους κοινούς μετόχους, τα μερίσματα με την μεγαλύτερη αξία ως προς την πληροφόρηση. Έλεγξαν χαρακτηριστικά της εταιρείας, όπως το μέγεθος (size), τη δυναμική ανάπτυξης, το μέτρο M/B ratio, την κερδοφορία και το ρίσκο, για την περίοδο από το 1983 μέχρι το 2003.

Αναλύοντας τις εταιρείες που αυξάνουν τα μερίσματα, συμπέραναν ότι οι πιο κερδοφόρες είναι αυτές που το κάνουν. Ο δείκτης M/B σχετίζεται θετικά

με την πιθανότητα αύξησης μερίσματος, γεγονός που δείχνει και το διπλό του ρόλο, ως μέτρο κερδοφορίας, αλλά και ως μέτρο ανάπτυξης.

Χρησιμοποίησαν ένα μοντέλο παλινδρόμησης, όπου η εξαρτημένη μεταβλητή μπορούσε να ήταν κάθε φορά και ένα μέτρο μερισματικής πολιτικής, όπως για παράδειγμα μία ψευδομεταβλητή (dummy), όπου με «1» συμβόλισαν την αύξηση στο μέρισμα και με «0» τη μείωση. Βρήκαν σημαντική αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μέτρων ασύμμετρης πληροφόρησης και της επιλογής να αυξήσουν το μέρισμα και πόσο. Όταν μέσα στην παλινδρόμηση έβαλαν και την επαναγορά μετοχών, η αρνητική σχέση μεταξύ ασύμμετρης πληροφόρησης και μερίσματος παρέμενε. Εξάλλου, παρατηρήθηκε σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της απόφασης των εταιρειών να πληρώσουν μέρισμα και της απόφασης για επαναγορές, όπως και μεταξύ των ποσών των δύο επιλογών, γεγονός που επιβεβαιώνει τις εκτιμήσεις των Fama and French (2001) και Grullon and Michaelly (2002), ότι οι επαναγορές γίνονται κυρίως από εταιρείες που πληρώνουν μέρισμα. Αντίθετα, όμως, με προηγούμενες έρευνες, διαπιστώθηκε αρνητική σχέση μεταξύ του ποσού της επαναγοράς και της πιθανότητας οι εταιρείες που πληρώνουν μέρισμα να το αυξήσουν.

Συνολικά, τα δύο μέτρα ασύμμετρης πληροφόρησης συνδέονται αρνητικά (και πολλές φορές σημαντικά) με την πιθανότητα η επιχείρηση να δίνει ή να αυξάνει μέρισμα, γεγονός που δεν συμφωνεί με τη θεωρία σηματοδότησης.

Οι **Lawrence Booth** και **Bin Chang** (2011) αναλύουν τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής της εταιρείας και της απόδοσης της μετοχής, την ημέρα που η εταιρεία ανακοινώνει την έκδοση νέων μετοχών. Εμπειρικές έρευνες του παρελθόντος, έχουν δείξει ότι οι τιμές των μετοχών πέφτουν όταν έχουμε ανακοίνωση για νέα έκδοση μετοχών. Στη βιβλιογραφία έχουν προταθεί διάφορες εξηγήσεις γι' αυτήν την αντίδραση, με επικρατούσα αυτή της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ της διοίκησης και των επενδυτών.

Οι Lawrence Booth και Bin Chang (2011), στην έρευνά τους χρησιμοποίησαν δεδομένα αμερικανικών εταιρειών, για την περίοδο ανάμεσα στον Ιανουάριο του 1975 και τον Δεκέμβριο του 2002. Από το δείγμα τους εξείρεσαν τις χρηματοοικονομικές εταιρείες και αυτές για τις οποίες δεν μπόρεσαν να υπολογίσουν λογιστικά δεδομένα, ενώ έλαβαν υπ' όψιν μόνο τα τακτικά

μερίσματα. Συνολικά, για το διάστημα 1975-2002 παρατηρήθηκαν 1.731 ανακοινώσεις έκδοσης νέων μετοχών. Χώρισαν τις εταιρείες σε αυτές που πληρώνουν μέρισμα πριν την ανακοίνωση της έκδοσης μετοχών και σε αυτές που δεν ανακοινώνουν. Για την ασυμμετρία πληροφόρησης χρησιμοποίησαν τις παρακάτω προσεγγίσεις:

Ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος (idiosyncratic risk): Τυπική απόκλιση των καταλοίπων από μία παλινδρόμηση των ημερήσιων αποδόσεων των μετοχών, με τη σταθμισμένη απόδοση της αγοράς από 250 μέχρι 2 ημέρες πριν την ανακοίνωση της έκδοσης μετοχών.

Το λογάριθμο του αριθμού των αναλυτών που παρακολουθούν τη μετοχή, βασιζόμενοι στο μήνα πριν την ανακοίνωση.

Η διασπορά των προβλέψεων των αναλυτών για τα κέρδη, υπολογιζόμενη ως τυπική απόκλιση της πρόβλεψης για τα κέρδη ανά μετοχή, τον επόμενο χρόνο που έγινε πριν ένα μήνα με την τρέχουσα τιμή.

Οι Lawrence Booth και Bin Chang (2011) πρώτα εξέτασαν τις αντιδράσεις στην αγορά από τις ανακοινώσεις για έκδοση νέων μετοχών, συγκρίνοντας τις έκτακτες αποδόσεις μεταξύ των εταιρειών που δίνουν μέρισμα και αυτών που δεν δίνουν. Παίρνοντας μία περίοδο 68 και 12 εμπορικές μέρες πριν την ανακοίνωση, υπολόγισαν τα betas του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM). Η μη αναμενόμενη απόδοση υπολογίζεται ως η διαφορά της τρέχουσας απόδοσης και της αναμενόμενης απόδοσης από το CAPM. Η αθροιστική μη αναμενόμενη απόδοση (CAR) την υπέθεσαν ως την CAR μία ημέρα πριν την ανακοίνωση μέχρι την ημέρα της ανακοίνωσης. Το διάστημα 1975-1984, οι διαφορές μεταξύ των CARs αυτών που πληρώνουν μέρισμα και αυτών που δεν πληρώνουν, είναι σημαντικές, ενώ αντίθετα το 1985-2002 η πτώση της τιμής αυτών που δίνουν μέρισμα, μετά την ανακοίνωση SEO, είναι περίπου η μισή, σε σχέση με αυτές που δεν πλήρωναν. Η παραπάνω ανάλυση δείχνει ότι οι εταιρείες που πληρώνουν μέρισμα αντιμετωπίζουν μικρότερη ασυμμετρία πληροφόρησης από αυτές που δεν δίνουν.

6 ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ :

Οι **Dorron Nissim** και **Amir Ziv** (2001) εξετάζουν μέσω εμπειρικής ανάλυσης τη σχέση μεταξύ της αλλαγής στα μερίσματα και της μελλοντικής κερδοφορίας σε όρους είτε των μελλοντικών κερδών είτε των έκτακτων κερδών. Τα έκτακτα κέρδη τα ορίζουν ως τη διαφορά μεταξύ των συνολικών κερδών και των " κανονικών κερδών " όπου τα " κανονικά κέρδη " ορίζονται ως η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές βασιζόμενη στο κόστος και στο ποσό των επενδεδιμένων ιδίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας και τα δύο μέτρα απέδειξαν ότι οι αυξήσεις μερίσματος σχετίζονται θετικά με τα κέρδη για κάθε ένα από τα επόμενα δύο χρόνια με τα αποτελέσματα στα έκτακτα κέρδη να είναι πιο ισχυρά. Αντίθετα οι μειώσεις μερισμάτων δεν παρουσιάζουν σχέση με τα μελλοντικά κέρδη. Αρχικά εξετάζουν τη σχέση του ποσοστού της αλλαγής στο μέρισμα ανά μετοχή το έτος μηδέν με την αλλαγή των κερδών τα έτη 0, 1 και 2 διαιρούμενη με τη χρηματιστηριακή αξία των κοινών μετοχών στην αρχή του χρόνου που αλλάζει το μέρισμα. Χρησιμοποιώντας *pool OLS* μέθοδο βρήκαν το συντελεστή του ποσοστού της αλλαγής στο μέρισμα να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός για $t=0$ και μη στατιστικά σημαντικός για τα επόμενα δύο χρόνια $t=1, t=2$. Οι Nissim και Ziv χρησιμοποίησαν δεδομένα εταιρειών που ήταν εισηγμένες στους δείκτες AMEX και NYSE των ΗΠΑ για την περίοδο (1963-1997) εξαιρώντας τις χρηματοοικονομικές, ενώ βασική προϋπόθεση ήταν οι εταιρείες να πληρώνουν τακτικό χρηματικό μέρισμα τα δύο τελευταία τρίμηνα. Τελικά κατέληξαν σε ένα δείγμα 100,666 παρατηρήσεων εκ των οποίων 811 αφορούσαν μειώσεις μερίσματος, 13,221 αυξήσεις και 86,634 αμετάβλητα μερίσματα.

$$(E_t - E_{t-1})/P_{t-1} = a_0 + a_1 R\Delta DIV_t + e_t \quad (1)$$

όταν στην παραπάνω σχέση προσέθεσαν και το δείκτη ROE (αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων), ο συντελεστής a_1 προέκυψε θετικός και στατιστικά σημαντικός και για τα υπόλοιπα δύο έτη ενώ ο συντελεστής του ROE είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός. Εν συνεχεία εισάγουν και μια νέα

ερμηνευτική μεταβλητή την $(E_0 - E - 1)/B - 1$ καθώς επίσης και δυο ψευδομεταβλητές (dummies) τις DPC(DNC) όπου DPC ισούται με 1 για αυξήσεις μερίσματος και 0 εναλλακτικά και DNC ισούται με 1 για μειώσεις μερίσματος και 0 εναλλακτικά.

$$(E_t - E_{t-1})/B - 1 = a_0 + a_1 \text{DPC}_{t-1} * R\Delta DIV_0 + a_2 \text{DNC}_{t-1} * R\Delta DIV_0 + a_3 \text{ROE}_{t-1} + a_4 (E_0 - E - 1)/B - 1 + e_t(2)$$

Για $t=1$ οι συντελεστές των αυξήσεων και των μειώσεων των μερισμάτων είναι θετικά και στατιστικά σημαντικοί με το συντελεστή των θετικών μεταβολών να είναι μεγαλύτερος από των αρνητικών με τη διαφορά όμως να μην είναι στατιστικά σημαντική. Για $t=2$ δηλαδή για το δεύτερο χρόνο μετά την ανακοίνωση ο συντελεστής της μεταβολής που εκφράζει την αύξηση παραμένει θετικός ενώ ο συντελεστής της μείωσης έχει σχεδόν μηδενιστεί. Διευρύνοντας την ανάλυσή τους οι Nissim και Ziv εξετάζουν τη σχέση στο μέρισμα και του επιπέδου των κερδών για τα επόμενα πέντε χρόνια μετά το έτος της αλλαγής του μερίσματος χρησιμοποιώντας όπως προύπαμε το δύο εναλλακτικά μέτρα των κερδών (E) και έκτακτα κέρδη (AE). Έτσι έδειξαν ότι τα μελλοντικά κέρδη σχετίζονται θετικά με τις αλλαγές στο μέρισμα αφού έχουν ληφθεί υπόψιν και άλλοι παράγοντες όπως η λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου, η προηγούμενη και η τρέχουσα κερδοφορία και η προσδοκία της αγοράς για την μελλοντική κερδοφορία όπως αυτή αντικατοπτρίζεται στις τιμές πριν την αλλαγή του μερίσματος. Συνολικά οι Nissim και Ziv παρείχαν ισχυρές ενδείξεις για την ισχύ της θεωρίας του πληροφοριακού ρόλου της ανακοίνωσης μερίσματος μέσω της εμπειρικής ανάλυσης.

Στο άρθρο τους με τίτλο Divident Changes Do Not Signal Changes In Future Profitability οι **Gustavo Grullon, Roni Michaely, Shlomo Berantzi** και **Richard Thaler** εξετάζουν τον πληροφοριακό ρόλο της αλλαγής μερίσματος ελέγχοντας την επίδραση της αλλαγής μερίσματος μεταβολές των μελλοντικών κερδών. Στην έρευνα τους χρησιμοποίησαν ανακοινώσεις μερισμάτων και δεδομένα μετοχών των χρηματιστηριακών δεικτών NYSE και AMEX την περίοδο 1963-1997. Έλαβαν υπόψιν τα τριμηνιαία μερίσματα των κοινών μετοχών που καταβάλλονται τοις μετρητοίς, ενώ απέκλεισαν άλλου είδους

μερίσματα όπως τα μη χρηματικά μερίσματα. Αντιστοίχισαν τις ανακοινώσεις μερίσματος κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους t με τα κέρδη του ίδιου έτους, ενώ θεώρησαν την αλλαγή μερίσματος ως την ετήσια αλλαγή μεταξύ των τριμηνιαίων αλλαγών στο χρηματικό μέρισμα. Το τελικό δείγμα περιελάμβανε συνολικά 2778 εταιρείες από όπου παρατηρήθηκαν 14235 αυξήσεις μερίσματος, 974 μειώσεις και 23334 παρατηρήσεις μερισμάτων που δεν παρουσίασαν μεταβολή. Αρχικά οι Grullon, Michaely, Benartzi και Thaler ακολουθώντας την μεθοδολογία Nissim και Ziv εξετάζουν τη σχέση μεταξύ της αλλαγής στο μέρισμα και της αλλαγής στα μελλοντικά κέρδη μέσω του ίδιου γραμμικού μοντέλου προβλέψεως των κερδών. Το γραμμικό υπόδειγμα είναι το εξής:

$$(E_t - E_{t-1})/B - 1 = b_0 + b_{1p} * DPCo * RDPIVo + b_{1N} * DNCo * RDPIVo + b_2 * ROEt - 1 + b_3 * (E_0 - E_{-1})/B - 1 + e_t \quad (3)$$

όπου, E_t είναι τα κέρδη προ των έκτατων αποτελεσμάτων το χρόνο t (το έτος 0 είναι το έτος της ανακοίνωσης), $B-1$ είναι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων το έτος -1 , $RDPIV$ η ετήσια ποσοστιαία αλλαγή στο χρηματικό μέρισμα και $DPCo$, $DNCo$ είναι ψευδομεταβλητές (dummies) που εκφράζουν αντίστοιχα την αύξηση ή τη μείωση μερίσματος. Για να υπολογίσουν τους συντελεστές του υποδείγματος χρησιμοποίησαν το μοντέλο των Fama & McBeth (1973). Σε πρώτη φάση εκτίμησαν τους συντελεστές μέσα από διαστρωματικές παλινδρομήσεις για κάθε χρόνο. Σε δεύτερη φάση υπολόγισαν τους μέσους των χρονοσειρών των συντελεστών από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις. Συνολικά, απέδειξαν ότι όταν το υπόδειγμα προβλέψεως των κερδών είναι γραμμικό τότε η αλλαγή στο μέρισμα περικλείει κάποια πληροφορία για τη μελλοντική αλλαγή στα κέρδη. Συνεπώς με τα αποτελέσματα των Nissim και Ziv βρήκαν ότι οι αλλαγές μερίσματος στο έτος μηδέν σχετίζεται θετικά με τις αλλαγές των κερδών τα έτη 1 και 2. Οι συντελεστές των θετικών αλλαγών μερίσματος b_{1p} είναι 0,027 το πρώτο έτος και 0,077 το δεύτερο $t=2$, με τους δύο να είναι στατιστικά σημαντικοί. Αναλύοντας τα αποτελέσματα των διαστρωματικών παλινδρομήσεων ξεχωριστά βλέπουμε ότι για $t=1$ ο συντελεστής των θετικών μεταβολών στο

μέρισμα είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός για 10 από τα 35 χρόνια της περιόδου αναφοράς, ενώ για $t=2$ για 3 από τα 35 χρόνια, γεγονός που σημαίνει ότι τα μερίσματα δεν αποτελούν αξιόπιστο σήμα για τις μεταβολές των κερδών προς την ίδια κατεύθυνση. Συν τοις άλλοις, συνολικά φαίνεται οι μειώσεις μερίσματος να μην συνδέονται με τις μελλοντικές αλλαγές κερδών. Εν συνεχεία, οι Grullon, Michaely, Berantzi και Thaler για να ελέγξουν την πιθανή μη γραμμικότητα της διαδικασίας των κερδών μέσω της ανάλυσης παλινδρόμησης χρησιμοποιούν μια προσαρμογή του υποδείγματος των Fama and French (2000) χρησιμοποιούν ψευδομεταβλητές και τετραγωνικούς όρους που θα λαμβάνουν υπόψη τη μη γραμμικότητα και την αυτοσυσχέτιση των κερδών. Αντίθετα, με το γραμμικό μοντέλο δεν βρήκαν να υπάρχει σχέση μεταξύ της αλλαγής μερίσματος και της μελλοντικής αλλαγής στα κέρδη. Επίσης έδειξαν ότι οι αλλαγές μερίσματος συνδέονται αρνητικά με μελλοντικές μεταβολές του δείκτη αποδοτικότητας ROA που εκφράζει την αποδοτικότητα του ενεργητικού. Τέλος γενικότερα, συμπέραναν ότι τα υποδείγματα που περιλαμβάνουν αλλαγές μερίσματος δεν παρουσιάζουν μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα από αυτά που δεν περιλαμβάνουν αλλαγές μερίσματος.

Ο Sava Savon, στο άρθρο του «Dividend Changes, Signaling and Stock Price Performance», μέρος του οποίου αποτελεί οδηγό για την παρούσα εργασία, εξετάζει τη θεωρία σηματοδότησης, αναλύοντας τις λειτουργικές επιδόσεις Γερμανικών εταιρειών, την χρονική περίοδο μετά τις ανακοινώσεις μερισμάτων.

Το δείγμα περιελάμβανε 390 εταιρείες και 2.841 ετήσιες παρατηρήσεις, για την περίοδο 1984-2002. Η πλειονότητα των παρατηρήσεων αφορούσε αυξήσεις μερισμάτων. Η εμπειρική του έρευνα είναι σχεδιασμένη να εξετάζει την ισχύ των ευρημάτων των Savon και Weber (2006) ότι οι Γερμανικές εταιρείες τείνουν να αυξάνουν τα μερίσματα ως αντίδραση στις χαμηλές αποδόσεις των μετοχών των πριν την ανακοίνωση μερίσματος. Αν η αρνητική σχέση μεταξύ της απόδοσης της τιμής της μετοχής πριν την ανακοίνωση και της απόφασης για αύξηση μερίσματος είναι λόγω του ότι η διοίκηση θέλει να σηματοδοτήσει ότι η εταιρεία είναι υποτιμημένη, τότε κάποιος θα περίμενε ισχυρότερη στήριξη της θεωρίας σηματοδότησεως στις εταιρείες με χαμηλή

απόδοση. Ως μέρισμα θεωρεί το ετήσιο χρηματικό μέρισμα το οποίο εκφράζεται ως μέρισμα ανά μετοχή. Επειδή τα μερίσματα του οικονομικού έτους t συνήθως ανακοινώνονται και πληρώνονται το πρώτο μισό του επομένου έτους και θεωρώντας ως έτος ανακοίνωσης το $t+1$, συνέδεσε τα μερίσματα του οικονομικού έτους t με τα λογιστικά στοιχεία του οικονομικού έτους $t+1$. Όλες οι παρατηρήσεις κατετάγησαν σε ομάδες, ανάλογο με την ετήσια απόδοση της μετοχής, το χρόνο πριν την ανακοίνωση. R1 ήταν η ομάδα με τη χειρότερη απόδοση, ενώ R3 αυτή με τη μεγαλύτερη απόδοση, όταν η απόδοση αφορούσε την περίοδο από Δεκέμβριο σε Δεκέμβριο. Μελετώντας τη μεταβολή στην απόδοση του ενεργητικού, την οποία όρισε ως τη διαφορά EBIT ή τα λειτουργικά κέρδη τη στιγμή t με τα EBIT ή τα λειτουργικά κέρδη τη στιγμή $t-1$ προς την λογιστική αξία του ενεργητικού τη χρονική στιγμή $t-1$, διαπίστωσε ότι: όταν μειώνεται το μέρισμα, η μέση εταιρεία παρουσιάζει μείωση στα λειτουργικά κέρδη 0,37% τη χρονιά πριν την ανακοίνωση, -0,14% τη χρονιά της ανακοίνωσης, ενώ τα μέσα κέρδη αυξάνονται τα δύο επόμενα χρόνια, 0,71% και 0,8% αντίστοιχα.

Στις αυξήσεις μερίσματος για τα δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση, παρατηρείται αύξηση του d (EBIT/TA) 0,25% και 0,31% αντίστοιχα, πολύ μικρότερη όμως από την αύξηση της απόδοσης σε εταιρείες που δίνουν μειωμένο ή σταθερό μέρισμα. Ο Savon χρησιμοποιεί δύο μοντέλα παλινδρόμησης. Το πρώτο είναι το γραμμικό μοντέλο των Nissim και Ziv (2000), που επιτρέπει την ασύμμετρη αντίδραση σε αυξήσεις και μειώσεις μερισμάτων. Μέσω αυτού του υποδείγματος, δεν βρέθηκαν ενδείξεις που να υποστηρίζουν το γεγονός ότι αλλαγές στα μερίσματα περικλείουν πληροφορία για τα μελλοντικά κέρδη. Οι συντελεστές των dummy μεταβλητών, που χρησιμοποιήθηκαν για την αύξηση και μείωση μερίσματος, αποδείχθηκαν μη στατιστικά σημαντικές.

Το δεύτερο μη γραμμικό μοντέλο των Fama and French (2000) παρουσίασε μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα για τη μεταβλητή των μελλοντικών κερδών, αν και πάλι δεν φαίνεται να στηρίζεται η υπόθεση ότι η αλλαγή στα μερίσματα συνδέεται με απροσδόκητες μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη.

Τέλος, ο Savon, εξετάζοντας τη σχέση μεταξύ της αλλαγής στο μέρισμα και το ROA, είδε ότι ο ROA αυξάνεται τα επόμενα χρόνια μετά την ανακοίνωση αύξησης μερίσματος, αλλά με φθίνοντα ρυθμό. Μέσω της μη γραμμικής

συνάρτησης παλινδρόμησης όπου ελάμβανε υπόψιν και τις μεταβλητές του μεγέθους και των προοπτικών ανάπτυξης δεν κατάφερε να στηρίξει κάποια σχέση σηματοδότησεως μεταξύ μεταβολής στο μέρος και συνόλου κερδών.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

7. ΔΕΙΓΜΑ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ

7.1 Το Δείγμα

Τα δεδομένα μας προέρχονται από τη βάση δεδομένων (datastream) του Πανεπιστημίου και περιλαμβάνουν λογιστικά και άλλα οικονομικά στοιχεία. Βασική προϋπόθεση της επιλογής των υπό εξέταση εταιρειών, είναι οι εταιρείες να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Για το σκοπό αυτό επιλέχθηκε ο δείκτης FTSE 140, από τις εταιρείες του οποίου εξαιρέθηκαν οι χρηματοοικονομικές εταιρείες όπως οι Τράπεζες, οι Εταιρείες Επενδύσεων και οι Ασφαλιστικές Εταιρείες. Εξαιρέθηκαν επίσης εταιρείες των οποίων τα δεδομένα δεν ήταν διαθέσιμα για κάποιο χρονικό διάστημα, εντός του διαστήματος αναφοράς. Η υπό εξέταση περίοδος αφορά το διάστημα 2005-2010, όπου το 2005 είναι η χρονιά που τα ΔΛΠ εφαρμόζονται υποχρεωτικά για όλες τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ένα άλλο χαρακτηριστικό του διαστήματος που εξετάζουμε, είναι ότι εντός του διαστήματος αναφοράς προέκυψε η λεγόμενη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση (2008) με ότι αυτό μπορεί να σημαίνει για μια οικονομία όπως η Ελληνική που μπορεί εύκολα να επηρεάζεται από τις εξελίξεις παγκοσμίως. Συνολικά εξετάζουμε τα χαρακτηριστικά 73 εταιρειών για έξι χρόνια θεωρώντας το έτος 2005 ως έτος βάσης. Όπως προαναφέραμε η ανακοίνωση μερίσματος λαμβάνει χώρα τους πρώτους μήνες του επόμενου οικονομικά και χρονολογικά έτους, επομένως εδώ θεωρούμε ότι όλες οι εταιρείες του δείγματος έχουν ως έτος ανακοίνωσης το έτος $t+1$. Στη συνέχεια ενώνουμε τα μερίσματα του έτους t τα οποία ανακοινώνονται το έτος $t+1$ με τα οικονομικά μεγέθη του έτους t . Ως αύξηση μερίσματος θεωρούμε μια αύξηση στο μέρισμα ανά μετοχή (DPS) της εταιρείας συγκρινόμενο με το μέρισμα ανά μετοχή της ίδιας εταιρείας που πληρώθηκε το προηγούμενο ημερολογιακά έτος. Στο δείγμα μας περιλαμβάνονται ετήσιες εταιρικές παρατηρήσεις όπου για τρία συνεχόμενα χρόνια (-1 μέχρι +1) γύρω από τις ανακοινώσεις έχουν ανελλιπής παρατηρήσεις για τις παρακάτω μεταβλητές:

- Αγοραία αξία (Market Value): Το γινόμενο του μέσου όρου των τιμών κλεισίματος της τελευταίας ημέρας κάθε μήνα με τον αριθμό των κοινών μετοχών στο τέλος του έτους.

- Συνολικό χρέος (Total Debt): Βραχυχρόνιο συν μακροχρόνιο έτος
- Μέγεθος (Size): Το ποσοστό των εταιρειών που έχουν ίση ή μικρότερη Αγοραία Αξία.
- Μόχλευση (Leverage Ratio Dept/TA): Συνολικό χρέος προς συνολικό ενεργητικό.
- Δείκτης Αγοραίας προς λογιστική αξία (MtB): Το άθροισμα της αγοραίας αξίας και του συνολικού χρέος διαιρούμενου με το άθροισμα της λογιστικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου με το συνολικό δανεισμό.
- Δείκτης Αγορίας προς λογιστική αξία (MtE): Αγοραία αξία προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου.
- Κεφαλαιουχικές Δαπάνες (Cap.Exp.): Κεφαλαιουχικές δαπάνες διαιρούμενες με το συνολικό ενεργητικό.
- Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA): Λειτουργικά κέρδη διαιρούμενα με το συνολικό ενεργητικό ή κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) διαιρούμενα με το συνολικό ενεργητικό.

7.2 Μεθοδολογία – Υποθέσεις

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 71 εταιρείες και 284 ετήσιες εταιρικές παρατηρήσεις στην περίοδο 2007-2010.

Οι υποθέσεις που εξετάζουμε είναι οι εξής:

- 1) Υπάρχει σχέση μεταξύ της μεταβολής στα μερίσματα και της μεταβολής στα μελλοντικά κέρδη
- 2) Επηρεάζεται αυτή η σχέση αν λάβουμε υπόψιν κάποιους άλλους παράγοντες όπως η ασυμμετρία πληροφόρησης και οι προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών

Σε πρώτη φάση ενώνουμε τα μερίσματα του έτους t τα οποία ανακοινώνονται το έτος $t+1$ με τα οικονομικά μεγέθη του έτους t . Σε δεύτερη φάση ενώνουμε τα μερίσματα που πληρώθηκαν το οικονομικό έτος $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$ εξαλείφοντας έτσι την όποια τεχνική ενίσχυση του αποτελέσματος μπορούσε να προκύψει από το γεγονός ότι όταν θα είχαν ανακοινωθεί τα μερίσματα θα είχε περάσει ήδη κάποιο χρονικό διάστημα όπου θα είχαν διαφανεί κάποια σημάδια για την προοπτική των κερδών για το έτος $t+1$ πράγμα που έκαναν οι Nassim και Ziv. Σε όλες τις περιπτώσεις προσπαθούμε πρώτα να εξάγουμε κάποια σχέση για το συνολικό δείγμα και έπειτα για τις επιμέρους διαμερίσεις ως προς τις προοπτικές ανάπτυξης και ως προς την ασύμμετρη πληροφόρηση.

7.3 Γιατί χρηματικό μέρισμα

Οι επενδυτές έχουν μια προτίμηση σε μερίσματα που δίδονται σε μετρητά. Αυτή την αντίδραση των επενδυτών λαμβάνουν υπόψιν τους οι διοικήσεις των επιχειρήσεων όταν καθορίζουν την μερισματική πολιτική. Αυτό το κάνουν γιατί θεωρούν ότι οι επενδυτές:

- Θέλουν τα μερίσματα γιατί τους βοηθούν σε προβλήματα εσωτερικού ελέγχου (περιορισμός της κατανάλωσης στο ποσό του μερίσματος).
- Αποφεύγουν το φόβο της μετάνοιας χρηματοδοτώντας την κατανάλωση από το μέρισμα (δεν πωλούν μετοχές που μπορεί να ανέβει η αξία τους στο μέλλον).

- Με βάση την θεωρία προοπτικής, πείθουν τους εαυτούς τους ότι παίρνουν μια σωστή απόφαση αγοράζοντας μετοχές που πληρώνουν χρηματικά μερίσματα (καλύτερα μετρητά σήμερα παρά μια αβέβαιη κεφαλαιακή αξία στο μέλλον).

7.4 Εισαγωγικά στατιστικά στοιχεία

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει συνολικά στατιστικά στοιχεία με βάση τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών την περίοδο πριν την ανακοίνωση μερίσματος. Όλες οι παρατηρήσεις για κάθε χρόνο και κάθε εταιρεία έχουν ταξινομηθεί με βάση τις ετήσιες (Δεκέμβρης-Δεκέμβρης) αποδόσεις της τιμής της μετοχής τη χρονιά πριν την ανακοίνωση μερίσματος. R1 είναι η ομάδα με τη χειρότερη απόδοση, ενώ οι εταιρείες στην ομάδα R3 είναι αυτές που παρουσιάζουν την καλύτερη εξέλιξη στην τιμή της μετοχής. Στο δείγμα μας τα σταθερά μερίσματα είναι αυτά που παρατηρούνται συχνότερα. Γύρω στο 39% επί του συνόλου των παρατηρήσεων αφορούν μηδενικές μεταβολές στα μερίσματα των κοινών μετοχών. Παρατηρώντας την ομάδα R3 βλέπουμε ότι οι εταιρείες οι οποίες παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη απόδοση ως προς την τιμή της μετοχής είναι αυτές που τον επόμενο χρόνο αυξάνουν το μέρισμα, ενώ αντίθετα αυτές που βρίσκονται στην ομάδα R1 παρουσιάζουν το μικρότερο ποσοστό σε αυξήσεις μερισμάτων. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με αυτό που προτάθηκε από τους Savon και Weber (2006) ότι τα μερίσματα θεωρούνται ως ένας μηχανισμός αποζημίωσης των μετόχων για τις χαμηλές αποδόσεις των τιμών των μετοχών.

Στον πίνακα 2 παρατίθενται τα περιγραφικά στατιστικά ορισμένων σημαντικών μεταβλητών. Οι εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα παρουσιάζουν την μεγαλύτερη απόδοση του ενεργητικού μετρούμενη είτε ως κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) προς το σύνολο του ενεργητικού είτε ως κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) προς το συνολικό ενεργητικό. Και ο μέσος όρος και η διάμεσος είναι πάνω από τις τιμές που έχουν υπολογισθεί για τις άλλες δύο κατηγορίες με τις διαφορές να είναι στατιστικά σημαντικές. Παρόμοια συμπεράσματα, αν και με μικρότερες διαφορές, παρουσιάζει και η μεταβλητή του μεγέθους (size). Όπως προκύπτει

από τα δεδομένα οι εταιρείες που προβαίνουν σε αύξηση μερίσματος τείνουν να είναι μεγαλύτερες σε μέγεθος με τις εταιρείες που μειώνουν τα μερίσματα να ακολουθούν με τη διαφορά να μην είναι στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά τη μόχλευση παρατηρούμε ότι οι εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα είναι κυρίως αυτές που παρουσιάζουν μειωμένη εξάρτηση από τον εξωτερικό δανεισμό σε σχέση με αυτές που είτε κρατούν σταθερό το μέρισμα, είτε το μειώνουν. Αντίθετα με τις προηγούμενες μελέτες των Berantzi, Machaely και Thaler (1997) και Grullon, Michaely και Swaminathan (2002), στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα εταιρειών από τις ΗΠΑ, δεν βρέθηκαν ενδείξεις για μειωμένες επενδύσεις ή βραδεία ανάπτυξη των εταιρειών που αυξάνουν το μέρισμα. Ο δείκτης MtB είναι μεγαλύτερος για τις εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα με τη διαφορά σε σχέση με τις εταιρείες που μειώνουν το μέρισμα να είναι σημαντική σε επίπεδο 5% και 10%. Οι εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα παρουσιάζουν συγχρόνως υψηλούς ρυθμούς ετήσιας ανάπτυξης του ενεργητικού. Το γεγονός ότι ο δείκτης της μόχλευσης είναι χαμηλός συνεπάγεται χρηματοδότηση της όλης αναπτύξεως και των επενδύσεων κυρίως από ίδια κεφάλαια και λιγότερο από εξωτερικό δανεισμό. Υπολογίζοντας τον κίνδυνο της μετοχής μέσω της τυπικής απόκλισης των τιμών της μετοχής κάθε μήνα μέσα στο έτος προέκυψε μειωμένος κίνδυνος για τις εταιρείες όπου κρατούν σταθερό το μέρισμα και μεγαλύτερος για αυτές που το αυξάνουν.

8. ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

8.1 Μεταβολές κερδών γύρω από τις μεταβολές μερίσματος

Συνεχίζουμε την ανάλυση εξετάζοντας τις αλλαγές στην κερδοφορία για τις εταιρείες που αλλάζουν μέρισμα. Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τη μέση και τη διάμεση αλλαγή στην απόδοση του ενεργητικού για τα έτη 2007 έως 2010. Οι ανακοινώσεις μερίσματος θεωρούμε ότι λαμβάνουν χώρα το έτος 2008. Μέσω του πίνακα παρατηρούμε την επίδραση που έχει η ανακοίνωση του μερίσματος στα κέρδη του ίδιου έτους και των επόμενων δύο θεωρώντας τη σχέση με το έτος 2009 πιο ισχυρή διότι είναι πιο κοντά στην ανακοίνωση, ενώ για το έτος 2010 κάθε είδους ανακοινώσεις και τα νέα δεδομένα που προκύπτουν στην πορεία είναι λογικό και επόμενο να αδυνατίζουν την όποια πληροφοριακή σχέση της ανακοίνωσης μερίσματος με τη μεταβολή στα κέρδη. Η αλλαγή στην κερδοφορία το χρόνο t ορίζεται ως τα λειτουργικά κέρδη EBITDA (ή EBIT) στο χρόνο t μείον τα λειτουργικά κέρδη EBITDA (ή EBIT) το χρόνο $t-1$ προς τη λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού το έτος $t-1$. Παρατηρούμε ότι στις αυξήσεις μερίσματος τα κέρδη μειώνονται και μέσα στο ίδιο το έτος της ανακοίνωσης αλλά και στο επόμενο έτος και στα δύο μέτρα κερδοφορίας. Όσον αφορά τις μειώσεις παρατηρούμε ότι η ανακοίνωση σχετίζεται με μείωση των κερδών για το έτος της ανακοίνωσης, ενώ ακολουθεί το επόμενο έτος με αντίθετο αποτέλεσμα με αύξηση δηλαδή των κερδών καθώς παρατηρείται θετικό πρόσημο για το έτος 2009. Τα σταθερά μερίσματα ακολουθούνται από μειώσεις κερδών σε μικρότερη όμως απόλυτη τιμή από αυτή του έτους ανακοίνωσης. Εισάγοντας το στοιχείο της ασύμμετρης πληροφόρησης την οποία ορίσαμε ως την τυπική απόκλιση του λόγου των άυλων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας για το διάστημα 2005-2010 δημιουργήσαμε τους πίνακες 3α, 3β και 3γ για κάθε μία περίπτωση αντίστοιχα. Σύμφωνα με τον πίνακα 3α σε περιβάλλον χαμηλής ασύμμετρης πληροφόρησης οι μειώσεις αφενός σχετίζονται με μειώσεις κερδών στο έτος της ανακοίνωσης, αφετέρου συνδέονται με αυξήσεις κερδών το αμέσως επόμενο έτος της ανακοίνωσης κάτι που σημαίνει πως δεν μεταφέρεται πληροφορία για το έτος 2009. Οι αυξήσεις και τα αμετάβλητα μερίσματα δεν φαίνεται να στέλνουν κάποιο σήμα στην αγορά

με τις αυξήσεις μάλιστα να συνοδεύονται από μειώσεις κερδών το ίδιο έτος όπως και τα σταθερά μερίσματα σε μεγάλο βαθμό. Συνεχίζοντας στον πίνακα 3β όπου οι εταιρείες που προχωρούν σε μεταβολές του μερίσματος χαρακτηρίζονται από μικρότερη μεταβλητότητα των αύλων προς τα συνολικά κεφάλαια παρατηρούμε και εδώ να μην υπάρχει κάποια εμφανής σηματοδότηση προκύπτουσα από την αλλαγή μερίσματος. Μετά τις ανακοινώσεις αύξησης μερίσματος η ετήσια μεταβολή είναι μικρότερη από αυτή ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση μάλιστα αρνητική. Οι μειώσεις μερισμάτων ενώ φαίνεται αρχικά να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με τη μεταβολή των κερδών στη συνέχεια ακολουθούν αντίθετη πορεία. Τέλος όσον αφορά την υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση και πάλι οι αυξήσεις, δείχνουν να μην επικοινωνούν το μήνυμα των θετικών προοπτικών, ενώ οι μειώσεις τείνουν να κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση με τη μεταβολή των κερδών αφού ο μέσος από 3,2% το 2007 μειώθηκε σε 2,1% το 2008 και -1,4% το 2009. Άρα σύμφωνα με τις θεωρίες των Bhattacharya και Miller & Rock σε περιβάλλον υψηλής ασύμμετρης πληροφόρησης για το έτος 2008 φαίνεται να επαληθεύεται η θεωρία της σηματοδότησης τουλάχιστον όσον αφορά της μειώσεις μερίσματος από την πλευρά των εταιρειών.

8.2 Επενδύσεις και Ανάπτυξη

Σ'αυτό το σημείο εξετάζουμε τις επενδύσεις των εταιρειών (capital expenditures), το βαθμό αναπύξεως του ενεργητικού κάθε χρόνο καθώς και το δείκτη MtE για τις εταιρείες που αλλάζουν το μέρισμα θεωρώντας το έτος 2008 ως το έτος της ανακοίνωσης. Ιδανικά θα μπορούσαμε να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για το κατά πόσον ισχύουν οι θεωρίες της σηματοδότησης και των καθαρών ταμειακών ροών. Σύμφωνα με την υπόθεση των καθαρών ταμειακών ροών (Net Cash Flows) οι αυξήσεις μερισμάτων πρέπει να μειώνουν ή τουλάχιστον να μην αυξάνουν τα κεφαλαιακά έξοδα των εταιρειών και να μειώνουν την αύξηση του ενεργητικού. Εναλλακτικά, η θεωρία σηματοδοτήσεως υποστηρίζει ότι οι αυξήσεις μερίσματος σηματοδοτούν καλύτερες προοπτικές για το μέλλον (μεγαλύτερα κέρδη), συνεπώς οι αυξήσεις θα πρέπει να συνδέονται με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, υψηλότερες επενδύσεις και μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία

γενικότερα. Ο πίνακας 4 παρουσιάζει τα αποτελέσματα, ενώ οι πίνακες 4α, 4β, 4γ τα διαχωρίζουν ανάλογα με την ασυμμετρία πληροφόρησης. Στο σύνολο του δείγματος δεν φαίνεται να έχουμε βελτίωση της ανάπτυξης των εταιρειών κατά μέσο όρο ή εντατικές επενδύσεις μετά την ανακοίνωση. Γενικά οι εταιρείες που αυξάνουν το μέρισμα είναι αυτές που μετά την ανακοίνωση αυξάνονται ταχύτερα και επενδύουν περισσότερο από τις άλλες με εξαίρεση το 2008 όπου οι εταιρείες που δεν μεταβάλλουν το μέρισμα παρουσιάζουν μεγαλύτερη αύξηση του ενεργητικού τους κατά μέσο όρο. Ο δείκτης MtE (αγοραία προς λογιστική αξία) έχει χρησιμοποιηθεί ως μια προσέγγιση των προοπτικών ανάπτυξης της εταιρείας η οποία αντικατοπτρίζει και το συναίσθημα των επενδυτών όταν αναλύουν τα αποτελέσματα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η αγορά δεν έλαβε την ανακοίνωση της αύξησης μερίσματος ως καλό νέο ή ότι αναμένει μικρότερους ρυθμούς ανάπτυξης στο μέλλον. Στους πίνακες που αφορούν την ασυμμετρία πληροφόρησης παρατηρούμε τα εξής: Ο δείκτης MtE βαίνει συνεχώς μειούμενος για όλες τις εταιρείες ανεξαρτήτως επιλογής ως προς το μέρισμα και το επίπεδο της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Είναι σαν ένας συστηματικός παράγοντας να επηρεάζει όλες τις εταιρείες. Το συνολικό ενεργητικό των εταιρειών με χαμηλή και μεσαία ασύμμετρη πληροφόρηση ενώ φαίνεται να μειώνεται το 2008, το επόμενο έτος αυξάνεται σε μεγάλα ποσοστά από 0,9% σε 8% και από -2,6% σε 5,35%, ενώ σε περιβάλλον υψηλής ασύμμετρης πληροφόρησης ακολουθεί πτωτική πορεία. Παρόμοια πορεία ακολουθούν και οι επενδύσεις οι οποίες με τη μείωση των μερισμάτων παρουσιάζουν αύξηση σε σχέση με το έτος πριν την ανακοίνωση σε χαμηλή και μεσαία ασύμμετρη πληροφόρηση.

9. ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

9.1 Γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης

Ακολουθώντας τη βιβλιογραφία χρησιμοποιούμε αρχικά το γραμμικό υπόδειγμα που χρησιμοποιούν οι Nissim και Ziv (2001) το οποίο έχει τη μορφή :

$$CE_t = a_0 + a_1DPC + a_2DNC + a_3ROA_t + a_4CE_{t-1} + e_t \quad (4),$$

όπου CE_t συμβολίζει την αλλαγή στα κέρδη από το χρόνο t στο χρόνο $t-1$ και ορίζεται ως $(Y_t - Y_{t-1})/TA_{t-1}$, όπου Y_t είναι τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) το χρόνο t και TA_{t-1} είναι η λογιστική αξία του ενεργητικού στο τέλος του έτους $t-1$. Οι ψευδομεταβλητές DPC και DNC παίρνουν την τιμή 1 αν υπάρχει αύξηση μερίσματος ή μείωση αντίστοιχα και μηδέν εναλλακτικά. Επίσης ο ROA_t ισούται με τα κέρδη (EBIT) το έτος t προς το συνολικό ενεργητικό στο τέλος του ίδιου έτους. Έν συνεχεία εκτιμάμε λοιπόν τη σχέση 4 για το συνολικό δείγμα αλλά και για τις επιμέρους διαμερήσεις αυτού τρέχοντας την παλινδρόμηση μέσω Eviews και χρησιμοποιώντας μέθοδο OLS (ελαχίστων τετραγώνων) υποθέτοντας υπόδειγμα σταθερών επιδράσεων (Fixed Effects Model) τόσο για τις εταιρείες όσο και για τη διάσταση του χρόνου. Οι επιμέρους διαμερήσεις όπως προαναφέρθηκε αφορούν το δείκτη MtE που εκφράζει τις προοπτικές αναπτύξεως (προσέγγιση του Tobin's Q) της εταιρείας και την ασύμμετρη πληροφόρηση που δείχνει το πληροφοριακό περιβάλλον στο οποίο δρουν οι εταιρείες. Η εκτίμηση έγινε σε πρώτη φάση συνδέοντας τις μερισματικές μεταβολές του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους t όπως έκανα και οι Nissim και Ziv και σε δεύτερη φάση συνδέοντας τις μερισματικές μεταβολές του έτους πληρωμής $t+1$ λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$ όπως και οι Bernartzi, Machaely και Savov. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον πίνακα 5 στην πρώτη στήλη παρατηρούμε ότι οι αυξήσεις μερίσματος δεν συνδέονται με κάποιο τρόπο με τις μελλοντικές μεταβολές των κερδών. Απ'την άλλη ο συντελεστής μεταβολής μερίσματος (DNC) ισούται με -0.014752 και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% πράγμα που σημαίνει ότι υπάρχει κάποια ένδειξη πληροφορίας από την πλευρά όμως των μειώσεων μερίσματος. Αυτό έρχεται σε αντίθεση

με τα αποτελέσματα κατ'αρχάς του Savon όπου δεν βρήκε καμία σχέση και δε δεύτερη φάση των Nissim, Ziv και GMBT όπου βρήκαν ενδείξεις του πληροφοριακού ρόλου από την πλευρά των αυξήσεων μερίσματος και όχι από τις μειώσεις. Το γεγονός ότι ο παραπάνω συντελεστής είναι αρνητικός σημαίνει ότι οι μειώσεις μερισμάτων συνδέονται με αρνητικές μεταβολές κερδών στο μέλλον και εδώ συγκεκριμένα τον επόμενο χρόνο. Παρ'όλα αυτά στη δεύτερη περίπτωση όπου συνδέουμε τις πληρωμές του μερίσματος που γίνονται το χρόνο t με τα οικονομικά μεγέθη του ίδιου έτους ή παραπάνω σχέση παύει να υφίσταται. Κάτι ανάλογο συμβαίνει και στην έρευνα του Savon για τις Γερμανικές εταιρείες, ενώ τα αποτελέσματα δεν συμφωνούν με αυτά των Nissim & Ziv και GMBT τα οποία στηρίζουν τον πληροφοριακό ρόλο της αλλαγής μερίσματος.

Επιπλέον χωρίζοντας τα δεδομένα του δείγματος ανάλογα με το δείκτη MtE στον πίνακα 5α δεν υπάρχουν ενδείξεις που να σχετίζουν τις μεταβολές στα μερίσματα με τις μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη. Αντίθετα όπως προκύπτει από τον πίνακα 6α που σχετίζει τις πληρωμές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του ίδιου έτους, οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από μεσαία αγοραία προς λογιστική αξία όχι μόνο δεν απαληθεύουν τη θεωρία της σηματοδότησης αλλά παρουσιάζουν και τα ακριβώς αντίθετα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα ο συντελεστής της αρνητικής μεταβολής μερίσματος είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10% γεγονός που σημαίνει ότι οι αρνητικές μεταβολές στο μέρισμα συνδέονται με θετικές μεταβολές στα κέρδη. Γενικά συγκρίνοντας τα αποτελέσματα με τις προηγούμενες έρευνες δεν μπορούμε να πούμε ότι αυτοί μοιάζουν μεταξύ τους. Όλες οι προαναφερθείσες έρευνες που αφορούν τις προοπτικές ανάπτυξης επιβεβαιώνουν τη θεωρία σηματοδότησης.

Σε περιβάλλον ασυμμετρίας πληροφόρησης και στην περίπτωση που οι πληρωμές μερίσματος του έτους συνδέονται με τα λογιστικά του μεγέθη βλέπουμε το συντελεστή της ψευδομεταβλητής DNC να είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε 10% επίπεδο σημαντικότητας. Οι μειώσεις μερίσματος προμηνύουν μειωμένα μελλοντικά κέρδη. Στην περίπτωση τώρα που οι πληρωμές μερίσματος του έτους συνδέονται με τα λογιστικά μεγέθη του προηγούμενου η όποια πληροφορία υπήρχε χάνεται. Στην περίπτωση τώρα της χαμηλής ασύμμετρης πληροφόρησης παρατηρούμε των συντελεστή

της ψευδομεταβλητής DNC να είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, δηλαδή μειώσεις μερίσματος να συνδέονται με θετική μεταβολή στα κέρδη το επόμενο έτος. Στη μεν πρώτη περίπτωση επαληθεύεται η θεωρία των Bhattacharya και Miller & Rock για την αξία των μερισμάτων σε περιβάλλον υψηλής ασύμμετρης πληροφόρησης, στη δε περίπτωση του πίνακα όχι.

Πέραν των μεταβλητών οι οποίες εκφράζουν τις μεταβολές στο ετήσιο χρηματικό μέρισμα υπάρχουν και οι μεταβλητές που αφορούν τις μεταβολές στα κέρδη και τα επίπεδα αποδοτικότητας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από τις παλινδρομήσεις σε όλες τις περιπτώσεις ο συντελεστής του δείκτη ROA είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός γεγονός που σημαίνει ότι θετική αποδοτικότητα του ενεργητικού το προηγούμενο έτος συνδέονται με αρνητικές μεταβολές στα κέρδη το επόμενο έτος. Αντίθετα η μεταβλητή της μεταβολής των κερδών δεν παρουσιάζει καμία ερμηνευτική ικανότητα. Συνολικά παρατηρούμε πως ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος ως προς το R^2 δεν παρουσιάζει και μεγάλη διαφορά μεταξύ των δύο περιπτώσεων που πήραμε, αν και προκύπτουν διαφορές ως προς τη στατιστική σημαντικότητα και το πρόσημο των συντελεστών των μεταβλητών που αφορούν την αλλαγή μερίσματος.

9.2 Μη γραμμικό υπόδειγμα παλινδρόμησης

Με τη δεύτερη σχέση παλινδρόμησης προσπαθούμε να λάβουμε υπόψιν την ενδεχόμενη μη γραμμικότητα στην εξέλιξη των κερδών. Η συγκεκριμένη άποψη βασίζεται στην υπάρχουσα βιβλιογραφία για τις ΗΠΑ όπου υποθέτει ότι η εξελικτική διαδικασία των κερδών είναι σε μεγάλο βαθμό μη γραμμική. Άρα υποθέτοντας γραμμικότητα όταν η σχέση είναι μη γραμμική είναι σαν να αποκλείουμε ερμηνευτικές μεταβλητές οι οποίες παρουσιάζουν σημαντική ερμηνευτική ικανότητα. Το υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε αποτελεί προσέγγιση του υποδείγματος των Fama & French (2000) και έχει την ακόλουθη μορφή :

$$CE1 = \beta_0 + \beta_1 pDPC + \beta_1 nDNC + (\gamma_1 + \gamma_2 NDFED_0 + \gamma_3 NDFED_0 * DFE_0 + \gamma_4 PDFED_0 * DFE_0) * DFE_0 + (\lambda_1 + \lambda_2 NCED_0 + \lambda_3 NCED_0 * CE_0 + \lambda_4 PCED_0 * CE_0) * CE_0 + e \quad (5)$$

Η μεταβλητή DFE_0 ισούται με $ROA - E(ROA_0)$ με το $E(ROA_0)$ να υπολογίζεται από την εκτίμηση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA_0 με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB το έτος -1 και το ROA του έτους -1. $NDFED_0$ ($PDFED_0$) είναι ψευδομεταβλητή (dummy) που παίρνει την τιμή 1 αν η DFE_0 είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. Επίσης $NCED_0$ ($PCED_0$) είναι μια ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν CE_0 είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. Όπως υποστηρίχθηκε από τους Fama και French (2000) η σχέση είναι σχεδιασμένη να λαμβάνει υπόψιν το γεγονός ότι μεγάλες αλλαγές στα κέρδη επανέρχονται γρηγορότερα σε σχέση με τις μικρές και ότι οι αρνητικές αλλαγές επανέρχονται γρηγορότερα από τις θετικές. Οι υπόλοιπες μεταβλητές ορίζονται όπως και προηγούμενα. Ξεκινώντας την ανάλυση των αποτελεσμάτων παρατηρούμε ότι δεν διαφέρουν και πολύ από αυτά της γραμμικής όσον αφορά το συνολικό δείγμα. Και πάλι στον πίνακα 7 βλέπουμε τον συντελεστή της ψευδομεταβλητής που εκφράζει την αρνητική μεταβολή μερίσματος να είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 5% και 10% αυτή τη φορά. Συνεπώς αρνητικές μεταβολές στο μέρισμα συνδέονται με αρνητικές μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη γεγονός που σχετίζεται με τη θεωρία σηματοδότησης ως ένα βαθμό από την πλευρά δηλαδή των μειώσεων μερίσματος. Και πάλι δεν υπάρχει κάτι σημαντικό από την πλευρά των αυξήσεων μερίσματος. Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν μεγαλύτερη ερμηνευτική ικανότητα σε σχέση με αυτά του $Savon$ μετρούμενη με το R^2 και επίσης δεν σχετίζονται με αυτά των Nissim και Ziv και GMBT, που βρήκαν θετική σχέση αυξήσεων μερίσματος και μεταβολών στα κέρδη. Συνεχίζοντας την ανάλυση μας εξετάζουμε τώρα τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων με βάση το δείκτη MtE που δείχνει κατά κάποιον τρόπο τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας. Ξεκινώντας από τον πίνακα 7 βλέπουμε ότι στατιστικά σημαντική σχέση προκύπτει στην ομάδα των εταιρειών με μεγάλο δείκτη MtE . Συγκεκριμένα προκύπτουν δύο αλληλοαναιρούμενα αποτελέσματα. Από τη μία πλευρά οι μειώσεις μερίσματος σηματοδοτούν αρνητική μεταβολή στα κέρδη, ενώ από την άλλη η θετική μερισματική μεταβολή συνδέεται με αρνητική μεταβολή στα κέρδη. Και οι δύο σχέσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και 10% με τα

αποτελέσματα να έρχονται σε αντίθεση με αυτά των Yoon & Starks και Dennis & Sarin οι οποίοι μέσα από την έρευνα τους υποστήριξαν τη θεωρία της σηματοδότησης. Παρατηρώντας τώρα τα αποτελέσματα του πίνακα 7 βλέπουμε ότι στην ομάδα των εταιρειών με μέτριο MtE οι μειώσεις μερισμάτων σχετίζονται με θετικές μεταβολές στα κέρδη γεγονός που δεν συνάδει ούτε με τον πληροφοριακό ρόλο των μερισμάτων ούτε με την θεωρία των επενδυτικών ευκαιριών. Τέλος όσον αφορά την ασύμμετρη πληροφόρηση στον πίνακα 8 παρατηρούμε ότι στις εταιρείες που χαρακτηρίζονται από μεσαία και υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση οι μειώσεις μερίσματος συνδέονται με αρνητικές μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη. Το γεγονός αυτό συνάδει με τις θεωρίες των Bhattacharya και Miller & Rock που τονίζουν την αξία της μεταβολής μερίσματος ως σήμα σε περιβάλλον ασύμμετρης πληροφόρησης.

Συνδέοντας τώρα τα μερίσματα που πληρώνονται το έτος $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$ παρατηρούμε ότι η όποια πληροφοριακή αξία της αλλαγής μερίσματος χάνεται κάτι το οποίο συμβαίνει και στην έρευνα των Savon και GMBT, αλλά δεν συμβαίνει στην έρευνα των Nissim & Ziv. Στην ομάδα των εταιρικών παρατηρήσεων με μεσαίες προοπτικές ανάπτυξης ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής που εκφράζει τις μειώσεις μερίσματος ισούται με 0,044110 και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και 10%. Αυτό σημαίνει πως αρνητικές μεταβολές στα χρηματικά μερίσματα του έτους t συνδέονται με θετικές μεταβολές στα κέρδη το έτος $t+1$. Συνεπώς τα αποτελέσματά μας δεν ταιριάζουν με τα αποτελέσματα των ερευνών που προαναφέρθηκαν και αφορούν τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών. Αναφορικά με την ασυμμετρία πληροφόρησης παρατηρούμε ότι σε αντίστοιχο περιβάλλον με ασυμμετρία πληροφόρησης η μειώσεις μερίσματος δεν παρουσιάζουν κανένα πληροφοριακό περιεχόμενο. Ο συντελεστής της ψευδομεταβλητής DNC ισούται με 0,038488 και είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 10%. Άρα αρνητικές μεταβολές στα μερίσματα το έτος t συνδέονται με θετικές μεταβολές στα κέρδη το έτος $t+1$, γεγονός που εκμηδενίζει την αξία του μερίσματος ως σήμα για τα μελλοντικά κέρδη.

Γενικότερα ως αναφορά τις υπόλοιπες μεταβλητές του υποδείγματος και τα επιμέρους χαρακτηριστικά του παρατηρούμε τα εξής: Η ερμηνευτικότητα του υποδείγματος δεν αυξάνεται και τόσο πολύ σε σχέση με

το γραμμικό υπόδειγμα και στις δύο περιπτώσεις όπως φαίνεται από το R^2 . Επίσης και στις δύο περιπτώσεις η μεταβολή των κερδών το έτος t συνδέεται με ομόσημη σχέση με τη μεταβολή των κερδών το έτος $t+1$, το οποίο σημαίνει ότι θετική μεταβολή στα κέρδη το έτος t συνδέεται με θετική μεταβολή στα μελλοντικά κέρδη και το αντίστροφο. Αυτό σε αντίθεση με το δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού ROA που παρουσίαζε αρνητική σχέση με τη μεταβολή των κερδών και στις δύο περιπτώσεις του γραμμικού υποδείγματος των Nissim & Ziv.

9.3 Αποδοτικότητα Ενεργητικού

Προσθετικά στην εξέταση της μεταβολής των κερδών ή του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού ROA, μπορούμε επίσης να δούμε την πορεία της τιμής του ROA γύρω από τις ανακοινώσεις μερίσματος. Εισάγουμε το επίπεδο των κερδών διότι έχει υποστηριχτεί κατά καιρούς η άποψη ότι η μεταβολή των κερδών από μόνη της δεν αρκεί για να συλλάβει όλες τις πτυχές της σχέσης μεταξύ των κερδών και των αλλαγών μερίσματος. Όπως και προηγουμένως εισάγουμε ένα πολυμεταβλητό υπόδειγμα παλινδρόμησης το οποίο εκφράζεται με την ακόλουθη σχέση :

$$ROA_1 = \beta_0 + \beta_1 pDPC + \beta_1 nDNC + \varphi_1 MtB - 1 + \varphi_2 Size - 1 + (\gamma_1 + \gamma_2 NDFED_0 + \gamma_3 NDFED_0 * ROA_0 + \gamma_4 PDFED_0 * ROA_0) * ROA_0 + (\lambda_1 + \lambda_2 NCED_0 + \lambda_3 NCED_0 * CE_0 + \lambda_4 PCED_0 * CE_0) * CE_0 + e \quad (6)$$

όπου η εξαρτημένη μεταβλητή ROA₁ ορίζεται ως τα κέρδη προ φόρων και τόκων (EBIT) το έτος 1 προς το συνολικό ενεργητικό του ιδίου έτους, ενώ MtB-1 και Size-1 δείχνουν τις προοπτικές ανάπτυξης και το μέγεθος των εταιρειών το έτος πριν την ανακοίνωση μερίσματος αντίστοιχα. Η μεταβλητή DFE₀ ισούται με ROA-E(ROA₀) με το E(ROA₀) να υπολογίζεται από την εκτίμηση των διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA₀ με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB το έτος -1 και το ROA του έτους -1. NDFED₀(PDFED₀) είναι ψευδομεταβλητή (dummy) που παίρνει την τιμή 1 αν η DFE₀ είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. Επίσης NCED₀(PCED₀) είναι μια ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν CE₀ είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. Τα αποτελέσματα της

αναλύσεως παρουσιάζονται στον πίνακα 11. Παρατηρούμε να υπάρχει μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ της τρέχουσας και της μελλοντικής κερδοφορίας όπως αυτή εκφράζεται από το δείκτη ROA. Δεν προέκυψαν ενδείξεις ισχύος της θεωρίας σηματοδότησης καθώς οι συντελεστές και των δύο μέτρων αλλαγής μερίσματος δεν διαφέρουν σημαντικά από το μηδέν σε οιαδήποτε περίπτωση. Συνεπώς αυτό δεν στηρίζει την άποψη ότι οι αλλαγές μερίσματος περικλείουν πληροφορία για το μελλοντικό επίπεδο του ROA. Παρόμοια αποτελέσματα προκύπτουν και στην περίπτωση όπου συνδέουμε τα μερίσματα που πληρώνονται το έτος $t+1$ με τα λογιστικά στοιχεία του ίδιου έτους. Παρόμοια αποτελέσματα προέκυψαν και για το δείγμα των γερμανικών εταιρειών του χρησιμοποίησε ο Savon. Τέλος εφαρμόζοντας όλα τα παραπάνω υποδείγματα για την εξαγωγή κάποιας σχέσης μεταξύ της ανακοίνωσης μερίσματος και της μεταβολής των μελλοντικών κερδών για την περίοδο μετά από δύο χρόνια δεν προέκυψε κανένα αποτέλεσμα που θα δικαιολογεί κάποια σχέση μεταξύ της αλλαγής στο μέρισμα και της μεταβολής στα μελλοντικά κέρδη.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aharony, J. and Swary, I. (1980) 'Quarterly Dividend and Earnings Announcement and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis', *Journal of Finance*, Vol. 35, pp. 1-12
- Bajaj, M. and Vijh, A. (1990) 'Dividend Clientiles and the Information Content of Dividend Changes', *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 193-219
- Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R. (1997) 'Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?', *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1007-1043
- Benartzi, S., Grullon, G., Michaely, R. and Thaler, R. (2005) 'Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability', *Journal of Business*, Vol. 78, pp. 1659-1682
- Bhattacharya, D. (1979) 'Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird In The Hand Fallacy'', *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, pp. 259-270
- Booth, L. and Chang, B. (2011) 'Information Asymmetry, Dividend Status, And Seo Announcement-day Returns', *The Journal of Finance Research*, Vol. 1, pp. 155-177
- Denis, D., Denis, D. and Sarin, A. (1994) 'The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment and Dividend Clientiles', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, pp. 567-587
- Fama, E. and French, K. R. (2000) 'Forecasting Profitability and Earnings', *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 161-175
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. (2002) 'Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?', *Journal of Business*, Vol. 75, pp. 387-424

Khang, K. and Dolly King, T. (2006) 'Does Dividend Policy Relate to Cross-Sectional Variation in Information Asymmetry? Evidence from Returns to Insider Trades', *Financial Management*, Vol. 35, pp. 71-94

Lang, L. and Litzenberger, R. (1989) 'Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypothesis', *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 181-191

Li, K. and Zhao, X. (2008) 'Asymmetric Information and Dividend Policy', *Financial Management*, Vol. 37, pp. 673-694

Lie, E. (2000) 'Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements', *The Review of Financial Studies*, Vol. 13, pp. 219-248

Michaely, R., Thaler, R. and Womack, K. (1995) 'Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?', *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 573-608

Miller, M. H. and Rock, K. (1985) 'Dividend Policy under Asymmetric Information', *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1031-1051

Nissim, D. and Ziv, A. (2001) 'Dividend Changes and Future Profitability', *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 2111-2133

Savov, S. (2004) 'Dividend Policy in Inefficient Markets', Working Paper, University of Mannheim

Savov, S. (2006) 'Dividend Changes, Signaling and Stock Price Performance', Working Paper, University of Mannheim

Yoon, P. S. and Starks, L. (1995) 'Signaling, Investment Opportunities and Dividend Announcements', *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, pp. 995-1018

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1: Μέση απόδοση και ποσοστό των εταιρειών που αυξάνουν το μέρισμα

Ο πίνακας 1 παρουσιάζει τη μέση απόδοση και των αριθμό των εταιρειών που αυξάνουν, μειώνουν ή διατηρούν αμετάβλητο το μέρισμα. Παρουσιάζονται δεδομένα για όλο το δείγμα συνολικά, αλλά και για τα επιμέρους υποσύνολα των εταιρειών που έχουν ταξινομηθεί ανάλογα με την απόδοση της τιμής της μετοχής ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση μερίσματος.

Πίνακας 1

	Μέση Απόδοση	Αυξήσεις	Σταθερά	Μειώσεις	Συν
All	13,32%	88	112	92	292
R1	-53%	14	43	40	97
R2	5,30%	30	40	27	97
R3	87%	44	29	25	98

Πίνακας 2: Περιγραφικά στατιστικά- Λογιστικές μεταβλητές

Ο πίνακας 2 παρουσιάζει το μέσο και τη διάμεσο μεταβλητών όπως (EBIT) που ισούται με τα κέρδη προ φόρων και τόκων προς το συνολικό ενεργητικό για το ίδιο έτος, τα λειτουργικά κέρδη που αντιστοιχούν στα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) προς το συνολικό ενεργητικό, το μέγεθος (size) ,τη μόχλευση που ορίζεται ως ο συνολικός δανεισμός προς το σύνολο του ενεργητικού, το δείκτη MtB, την αύξηση του ενεργητικού και τις κεφαλαιουχικές δαπάνες (Cap.Exp.) για τις εταιρείες που αυξάνουν, κρατούν σταθερό και μειώνουν το μείρισμα. Οι τιμές με ένα (*), δύο (**) ή τρία (***) αστεράκια είναι στατιστικά σημαντικοί για δέκα, πέντε και ένα τοις εκατό επίπεδα σημαντικότητας αντίστοιχα.

Πίνακας 2

Μέσος				
	EBIT	OP	Size	Debt/TA
Αυξήσεις	0.123211	0.155371	0.592664	0.248954
Σταθερά	0.024809	0.055356	0.393780	0.348936
Μειώσεις	0.070954	0.123211	0.586757	0.325392
p-values				
Αυξ = Μειώ	0.0078***	0.0075***	0.8989	0.0035***
Αυξ = Σταθ	0.0000***	0.0000***	0.0000***	0.0000***
Διάμεσος				
Αυξήσεις	0.090068	0.120444	0.621622	0.268954
Σταθερά	0.029862	0.055963	0.37837	0.346611
Μειώσεις	0.048889	0.081848	0.628378	0.333909

Μέσος				
	MtB	d(TA)/TA	σ°	Cap.Exp.
Αυξήσεις	2,010677	0.208126	1,44283	0.055968
Σταθερά	1,086551	0.098913	0.696034	0.037903
Μειώσεις	1,450576	0.098008	1,329861	0.053466
p-values				
Αυξ = Μειώ	0.0361**	0.0184**	0.6690	0.7966
Αυξ = Σταθ	0.6233	0.5418	0.0001***	0.0065***
Διάμεσος				
Αυξήσεις	1,41739	0.132522	0.955623	0.044269
Σταθερά	0.833258	0.018481	0.324608	0.025656
Μειώσεις	1,060588	0.041677	0.823409	0.038910

Πίνακας 3: Μεταβολές κερδών γύρω από τις μεταβολές μερίσματος

Ο πίνακας 3 παρουσιάζει τη μέση και τη διάμεση αλλαγή στην απόδοση του ενεργητικού για τα έτη 2007 έως 2010. Οι ανακοινώσεις μερίσματος θεωρούμε ότι λαμβάνουν χώρα το έτος 2008. Οι επιμέρους πίνακες 3α, 3β, 3γ αποδίδουν τα αποτελέσματα για μικρή, μεσαία και υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση αντίστοιχα. Η αλλαγή στην κερδοφορία το χρόνο t ορίζεται ως τα λειτουργικά κέρδη EBITDA (ή EBIT) στο χρόνο t μείον τα λειτουργικά κέρδη EBITDA (ή EBIT) το χρόνο $t-1$ προς τη λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού το έτος $t-1$.

Πίνακας 3

		Μέσος				Διάμεσος			
d(EBIT/TA)	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	4%	-1,4%	-2%	-1,3%	3%	-0,7%	-1,7%	-0,1%	
Σταθερά	3,2%	-3,3%	-1,3%	-1,4%	1,3%	-0,7%	-0,2%	1,07%	
Μειώσεις	1,4%	-3,1%	0,8%	-1,6%	1,1%	-3,1%	1%	-0,9%	
d(OP/TA)									
Αυξήσεις	4,5%	-1%	-2,2%	-1,1%	3,2%	-0,5%	-2%	0,09%	
Σταθερά	3,66%	-2,8%	-1,3%	-1,3%	1,9%	-0,6%	-0,1%	-1%	
Μειώσεις	1,8	-3%	1%	-1,4%	1,6%	-2,7%	0,9%	-0,9%	

Πίνακας 3α

		Μέσος				Διάμεσος			
d(EBIT/TA)	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	2,8%	-2,3%	-2,1%	-0,8%	1,4%	-1,1%	-2,4%	0,8%	
Σταθερά	5,8%	-4,8%	-1,8%	-1,6%	0,9%	-1,1%	-1,9%	0,5%	
Μειώσεις	1,3%	-10,0%	1,9%	-3,4%	-0,7%	-9%	1,9%	-0,5%	
d(OP/TA)									
Αυξήσεις	2,9%	-2,2%	-2%	-0,7%	1,4%	-1%	-2,3%	1,0%	
Σταθερά	6,2%	-4,8%	-1,8%	-1,6%	1,7%	-1,3%	-2,1%	0,8%	
Μειώσεις	1,4%	-10,0%	1,8%	-3,6%	-0,6%	-8,9%	2,1%	-0,8%	

Πίνακας 3β

		Μέσος			Διάμεσος			
d(EBIT/TA)	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Αυξήσεις	6,1%	-2,7%	-2,6%	-3,2%	4,7%	-1,1%	-1,9%	-3,4%
Σταθερά	1,8%	-3,7%	-0,1%	-2,9%	1,5%	-2,7%	0,4%	1,40%
Μειώσεις	0,4%	-3,2%	1,6%	-1,7%	1,2%	-1,6%	-0,01%	-1,2%
d(OP/TA)								
Αυξήσεις	6,4%	-1,9%	-2,5%	-3,4%	4,9%	0,02%	-1,5%	3,35%
Σταθερά	2%	-2,7%	0,08%	-2,9%	1,9%	-2,25%	0,5%	-1,4%
Μειώσεις	0,5%	-3,4%	1,7%	1,25%	1,6%	-1,5%	-0,06%	-1%

Πίνακας 3γ

		Μέσος			Διάμεσος			
d(EBIT/TA)	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Αυξήσεις	3,5%	-0,20%	-1,7%	-0,4%	3%	0,7%	-1,6%	-0,8%
Σταθερά	1,3%	-1,1%	-2,0%	0,3%	1,8%	-0,1%	-1,2%	1,00%
Μειώσεις	3,2%	2,1%	-1,4%	-0,4%	1,9%	0,4%	-2%	-0,5%
d(OP/TA)								
Αυξήσεις	4,5%	0,08%	-2,3%	0,13%	3,5%	-0,8%	-2,2%	0,20%
Σταθερά	2,10%	0,4%	-2,0%	0,5%	2,5%	-0,1%	-0,9%	-0,8%
Μειώσεις	4,20%	2,8%	-0,8%	0,16%	3,3%	1,1%	-2,0%	-0,5%

Πίνακας 4: Ο πίνακας παρουσιάζει το μέσο και τη διάμεσο ποσοστιαία αλλαγή στο συνολικό ενεργητικό, τις επενδυτικές δαπάνες και το δείκτη MtE ένα χρόνο πριν με δύο χρόνια μετά την ανακοίνωση μερίσματος. Ο βαθμός ανάπτυξης του ενεργητικού υπολογίζεται ως το συνολικό ενεργητικό το έτος t μείον το συνολικό ενεργητικό το έτος t-1 προς το συνολικό ενεργητικό το έτος t-1. Οι επιμέρους πίνακες 4α, 4β, 4γ αποδίδουν τα αποτελέσματα για μικρή, μεσαία και υψηλή ασύμμετρη πληροφόρηση αντίστοιχα.

Πίνακας 4

		Μέσος				Διάμεσος			
d(TA)/TA	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	26,4%	10,5%	0,9%	5,1%	13,90%	4,9%	-1,4%	5,1%	
Σταθερά	20,3%	20,5%	-1,6%	4,6%	11,60%	7,2%	0,3%	-0,7%	
Μειώσεις	30,9%	2%	1,5%	4%	16,10%	2,2%	1%	0,7%	
Cap.Exp./TA									
Αυξήσεις	23,9%	17,9%	13,5%	10,1%	3,6%	4,8%	3,1%	3,65%	
Σταθερά	4,6%	4,8%	3,8%	2,5%	3,2%	4,1%	2,8%	1,6%	
Μειώσεις	4,2%	5,55%	4,4%	3%	4,5%	5,8%	4,2%	1,7%	
MtE									
Αυξήσεις	2,82	2,05	1,49	1,25	1,77	1,14	0,9	0,72	
Σταθερά	3,47	2,14	1,3	1,1	1,81	1,14	0,74	0,5	
Μειώσεις	2,31	1,42	0,94	0,6	1,32	0,79	0,6	0,42	

Πίνακας 4α

		Μέσος				Διάμεσος			
d(TA)/TA	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	10,8%	0,95%	-1,2%	3%	10,2%	-0,2%	-0,9%	5,1%	
Σταθερά	12,15%	1,4%	-2,2%	-0,8%	11,1%	2,1%	0,3%	-1%	
Μειώσεις	10,8%	0,9%	8%	-6,2%	10,5%	-1,4%	7%	-12%	
Cap.Exp./TA									
Αυξήσεις	3,6%	4,2%	2,5%	2,7%	3,6%	4%	2,4%	2,3%	
Σταθερά	4,5%	4,5%	3,3%	2%	2,6%	3%	1,8%	1%	
Μειώσεις	4,6	6,3%	3%	2,7%	4,9%	5,7%	4%	1,6%	
MtE									
Αυξήσεις	1,9	1,2	0,8	0,62	1,47	0,95	0,69	0,55	
Σταθερά	2,06	1,16	0,66	0,41	1,36	0,88	0,61	0,38	
Μειώσεις	1,44	0,69	0,58	0,55	1,39	0,65	0,56	0,57	

Πίνακας 4β

		Μέσος				Διάμεσος			
d(TA)/TA	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	33,9%	11%	0,04%	-2,7%	22,3%	0,9%	-0,8%	-4,9%	
Σταθερά	7%	10%	-4,30%	-2,4%	7,5%	7,2%	6,2%	-2,7%	
Μειώσεις	11%	-2,6%	5,35%	5,38%	6,1%	-0,8%	7,8%	0,4%	
Cap. Exp./TA									
Αυξήσεις	8,0%	6,3%	4,8%	3,8%	3,6%	6,7%	3,4%	3,6%	
Σταθερά	4,1%	3%	2,3%	1,8%	3,2%	2%	0,9%	0,9%	
Μειώσεις	4%	5,9%	4,5%	3%	4%	6,2%	4,7%	4,2%	
MtE									
Αυξήσεις	2,37	1,55	1,03	1,038	1,34	1,08	0,92	0,8	
Σταθερά	2,02	1,07	0,76	0,92	1,64	0,82	0,46	0,51	
Μειώσεις	2,63	1,87	1,18	0,73	1,26	0,93	0,61	0,4	

Πίνακας 4γ

		Μέσος				Διάμεσος			
d(TA)/TA	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
Αυξήσεις	34,5%	17,47%	2,9%	5,2%	19,8%	13,4%	-4,9%	6,3%	
Σταθερά	43,8%	21,28%	1,9%	3,7%	23,6%	23,8%	2,2%	1,6%	
Μειώσεις	81%	11%	5,5%	1,9%	56%	7,6%	3,5%	7%	
Cap. Exp./TA									
Αυξήσεις	5,5%	5,1%	7,8%	5,2%	3,4%	3,8%	3,1%	4,9%	
Σταθερά	5%	6,8%	5,8%	3,7%	4,3%	6,1%	4,3%	2,5%	
Μειώσεις	4,4%	4,3%	5%	1,9%	4,5%	3,3%	4,3%	4,47%	
MtE									
Αυξήσεις	3,96	3,07	2,32	1,89	2,72	2,29	1,26	1,62	
Σταθερά	6,67	4,41	2,65	2,15	2,39	1,24	0,81	0,62	
Μειώσεις	2,43	1,19	0,79	0,45	1,66	0,7	0,7	0,45	

Πίνακας 5α,β: Ο πίνακας παρουσιάζει τις εκτιμήσεις για το μοντέλο 1 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του ίδιου έτους. DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων(μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. CEo είναι η μεταβολή στα κέρδη από το έτος -1 στο έτος 0, διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Τα κέρδη τη χρονική στιγμή t αντιστοιχούν στα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA). Η μεταβλητή ROAo ισούται με το λόγο EBITo προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος 0. Στην πρώτη στήλη οι εκτιμήσεις έχουν προέλθει από το συνολικό δείγμα, ενώ στις υπόλοιπες από διαμερήσεις του δείγματος ανάλογα με την ασυμμετρία πληροφόρησης και τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών. Όλες οι παλινδρομήσεις υποθέτουν fixed effects ως προς το χρόνο και τις εταιρίες. Οι παλινδρομήσεις έγιναν με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και οι συντελεστές με ένα (*), δύο (**) ή τρία (***) αστεράκια είναι στατιστικά σημαντικοί για δέκα, πέντε και ένα τοις εκατό επίπεδα σημαντικότητας αντίστοιχα.

Πίνακας 5α

CE1				
	Overall	low_MtE	medium_MtE	high_MtE
ROAo	-0.999796 (0.0000)***	-1,278 (0.0000)***	-0.501555 (0.0734)*	-1,33193 (0.0000)***
Constant	0.105426 (0.0000)***	0.149441 (0.3996)	0.029523 (0.3122)	0.251102 (0.0000)***
DPC	-0.000739 (0.9494)	-0.003409 (0.8291)	0.010476 (0.6144)	0.001437 (0.9646)
DNC	-0.014752 (0.0707)*	-0.009942 (0.4117)	0.011068 (0.5865)	-0.030947 (0.3184)
Ceo	0.022421 (0.7650)	0.149441 (0.3996)	-0.088782 (0.5378)	-0.251697 (0.1070)
Observations	284	95	94	95
R-squared	0.542230	0.720296	0.736087	0.761655

Πίνακας 5β

CE1				
	Overall	low_asinf	medium_asinf	high_asinf
ROAo	-0.999796 (0.0000)***	-0.906476 (0.000)***	-1,116291 (0.0001)***	-1,023735 (0.0000)***
Constant	0.105426 (0.0000)***	0.079632 (0.0000)***	0.094803 (0.0001)***	0.138494 (0.000)***
DPC	-0.000739 (0.9494)	0.002135 (0.8897)	-0.001075 (0.9692)	0.008130 (0.6695)
DNC	-0.014752 (0.0707)*	0.004328 (0.7342)	-0.016813 (0.4409)	-0.031200 (0.0656)*
Ceo	0.022421 (0.7650)	-0.147890 (0.2537)	0.031863 (0.8429)	0.144817 (0.2581)
Observations	284	96	92	96
R-squared	0.542230	0.613303	0.540879	0.551702

Πίνακας 6α,β: Ο πίνακας παρουσιάζει τις εκτιμήσεις για το μοντέλο 1 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους t . DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων(μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. CE₀ είναι η μεταβολή στα κέρδη από το έτος -1 στο έτος 0, διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Τα κέρδη τη χρονική στιγμή t αντιστοιχούν στα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA). Η μεταβλητή ROA₀ ισούται με το λόγο EBIT₀ προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος 0. Στην πρώτη στήλη οι εκτιμήσεις έχουν προέλθει από το συνολικό δείγμα, ενώ στις υπόλοιπες από διαμερήσεις του δείγματος ανάλογα με την ασυμμετρία πληροφόρησης και τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών. Όλες οι παλινδρομήσεις υποθέτουν fixed effects ως προς το χρόνο και τις εταιρίες. Οι παλινδρομήσεις έγιναν με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και οι συντελεστές με ένα (*), δύο (**) ή τρία (***) αστεράκια είναι στατιστικά σημαντικοί για δέκα, πέντε και ένα τοις εκατό επίπεδα σημαντικότητας αντίστοιχα.

Πίνακας 6α

CE1				
	Overall	low_MtE	medium_MtE	high_MtE
ROA ₀	-1,053112 (0.0000)***	-1,429848 (0.0000)***	-0.680939 (0.0265)**	-1,30258 (0.0000)***
Constant	0.103257 (0.0000)***	0.071413 (0.0000)***	0.016124 (0.4262)	0.159081 (0.0001)***
DPC	0.008775 (0.4082)	-0.009609 (0.5269)	0.021462 (0.2476)	0.041034 (0.1872)
DNC	-0.002681 (0.7874)	-0.013156 (0.2864)	0.037405 (0.0614)*	0.035287 (0.2997)
Ceo	0.061498 (0.4156)	0.230327 (0.1612)	0.006170 (0.9655)	-0.204058 (0.1962)
Observations	284	95	94	95
R-squared	0.538164	0.720038	0.688709	0.729857

Πίνακας 6β

CE1				
	Overall	low_asinf	medium_asinf	high_asinf
ROAo	-1,053112 (0.0000)***	-0.881923 (0.0000)***	-1,235059 (0.0000)***	-1,03661 (0.0000)***
Constant	0.103257 (0.0000)***	0.066570 (0.0003)***	0.105471 (0.0001)***	0.121938 (0.0000)***
DPC	0.008775 (0.4082)	0.012125 (0.4224)	0.002575 (0.9112)	0.017665 (0.3176)
DNC	-0.002681 (0.7874)	0.024629 (0.0822)*	-0.024455 (0.2289)	0.015476 (0.3955)
Ceo	0.061498 (0.4156)	-0.127446 (0.3203)	0.098074 (0.5404)	0.233037 (0.0788)*
Observations	284	96	92	96
R-squared	0.538164	0.630873	0.548826	0.514893

Πίνακας 7: Ο πίνακας 7 παρουσιάζει εκτιμήσεις για τη σχέση 2 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$. DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων (μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αλλαγή στα κέρδη από το έτος 0 στο έτος -1 διαιρούμενη με τη λογιστική αξί του ενεργητικού το έτος -1. Η μεταβλητή DFEo ισούται με $ROA_{0t} - E(ROA_{0t})$, όπου $E(ROA_{0t})$ αποτελεί την εκτίμηση της διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA₀ με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB-1 και το ROA-1. NDFE₀ (PDFE₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν DFE₀ είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. NCED₀ (PCED₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 εάν CE₀ αρνητική(θετική) και 0 εναλλακτικά.

Πίνακας 7

CE1				
	Overall	low_MtE	medium_MtE	high_MtE
DFEo	-0.342563 (0.4876)	-0.302197 (0.7574)	-1,89307 (0.2521)	-0.012828 (0.9889)
NDFEo*DFEo	-1,254168 (0.1694)	2,36040 (0.3657)	1,224251 (0.6267)	-2,27220 (0.2140)
NDFEo*DFEo*DFEo	-10,0078 (0.0257)**	-5,40791 (0.7872)	-0.599936 (0.9707)	-22,93779 (0.0191)**
PDFEo*DFEo*DFEo	-1,406628 (0.6376)	-5,140248 (0.4176)	23,80289 (0.2584)	-5,97141 (0.2375)
CEo	0.630974 (0.0398)**	0.661228 (0.4544)	0.970781 (0.5465)	0.486913 (0.3422)
NCEDo*CEo	-0.366134 (0.6191)	0.535642 (0.8029)	-1,39964 (0.5821)	0.030637 (0.9896)
NCEDo*CEo*CEo	4,039081 (0.2690)	3,600254 (0.8139)	-1,9509 (0.8890)	8,8051 (0.7144)
PCEDo*CEo*CEo	2,591642 (0.0253)**	1,27530 (0.8585)	-10,97635 (0.5403)	-1,866638 (0.3034)
Constant	-0.006786 (0.4179)	-0.033776 (0.0083)***	-0.024479 (0.1780)	0.067105 (0.007)***
DPC	-0.014981 (0.2072)	-0.017768 (0.3430)	0.016608 (0.4867)	-0.072072 (0.0235)**
DNC	-0.020243 (0.0392)**	-0.015528 (0.2723)	0.015540 (0.4784)	-0.067545 (0.0341)**
Observations	284	95	94	95
R-squared	0.564498	0.686244	0.698734	0.837939

Πίνακας 8: Ο πίνακας 8 παρουσιάζει εκτιμήσεις για τη σχέση 2 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$. DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων (μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αλλαγή στα κέρδη από το έτος 0 στο έτος -1 διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Η μεταβλητή DFE₀ ισούται με ROA₀-E(ROA₀), όπου E(ROA₀) αποτελεί την εκτίμηση της διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA₀ με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB-1 και το ROA-1. NDFE₀ (PDFE₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν DFE₀ είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. NCED₀ (PCED₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 εάν CE₀ αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά.

Πίνακας 8

CE1				
	Overall	low_asinf	medium_asinf	high_asinf
DFE ₀	-0.342563 (0.4876)	1,901775 (0.1936)	-0.179202 (0.8408)	-1,089385 (0.3244)
NDFE ₀ *DFE ₀	-1,254168 (0.1694)	-2,189472 (0.2912)	-1,721018 (0.3771)	-0.159721 (0.9487)
NDFE ₀ *DFE ₀ *DFE ₀	-10,0078 (0.0257)**	3,80199 (0.7548)	-12,6659 (0.0750)*	-4,05587 (0.8103)
PDFE ₀ *DFE ₀ *DFE ₀	-1,406628 (0.6376)	-35,937360 (0.0812)*	-3,570884 (0.3880)	0.274948 (0.9686)
CE ₀	0.630974 (0.0398)**	-1,15635 (0.3266)	1,36433 (0.0402)**	1,25186 (0.1055)
NCED ₀ *CE ₀	-0.366134 (0.6191)	0.596061 (0.7315)	-1,49531 (0.4106)	-0.782791 (0.7002)
NCED ₀ *CE ₀ *CE ₀	4,039081 (0.2690)	-4,8655 (0.6235)	4,5970 (0.4249)	2,4227 (0.8608)
PCED ₀ *CE ₀ *CE ₀	2,591642 (0.0253)**	16,522220 (0.2122)	-3,23297 (0.0427)**	-6,914242 (0.0563)*
Constant	-0.006786 (0.4179)	-0.012438 (0.4154)	-0.015201 -0,2964	0.003987 (0.8441)
DPC	-0.014981 (0.2072)	-0.013393 (0.5016)	-0.024590 (0.2795)	-0.001640 (0.9390)
DNC	-0.020243 (0.0392)**	-0.002526 (0.8786)	-0.028809 (0.0932)*	-0.036483 (0.0699)*
Observations	284	96	92	96
R-squared	0.564498	0.475921	0.750687	0.507293

Πίνακας 9: Ο πίνακας παρουσιάζει εκτιμήσεις για τη σχέση 2 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους t . DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων (μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αλλαγή στα κέρδη από το έτος 0 στο έτος -1 διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Η μεταβλητή DFE₀ ισούται με ROA₀-E(ROA₀), όπου E(ROA₀) αποτελεί την εκτίμηση της διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA₀ με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB-1 και το ROA-1. NDFE₀ (PDFE₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν DFE₀ είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. NCED₀ (PCED₀) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 εάν CE₀ αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά.

Πίνακας 9

CE1				
	Overall	low_MtE	medium_MtE	high_MtE
DFE ₀	-0.185042 (0.7044)	-0.064636 (0.9470)	-2,11726 (0.2063)	0.030549 (0.9730)
NDFE ₀ *DFE ₀	-1,56391 (0.0819)*	-2,98992 (0.2464)	1,952024 (0.4058)	-2,68032 (0.1424)
NDFE ₀ *DFE ₀ *DFE ₀	-10,90813 (0.0149)**	-8,31712 (0.6811)	2,7831 (0.8505)	-24,34692 (0.0175)**
PDFE ₀ *DFE ₀ *DFE ₀	-2,412355 (0.4193)	-6,628486 (0.3091)	23,64964 (0.2743)	-6,09762 (0.2330)
CE ₀	0.563616 (0.0657)*	0.649022 (0.4785)	1,46792 (0.3759)	0.251629 (0.6241)
NCED ₀ *CE ₀	-0.108035 (0.8817)	0.967744 (0.6510)	-2,47645 (0.2823)	1,061619 (0.6452)
NCED ₀ *CE ₀ *CE ₀	4,862934 (0.1821)	6,619771 (0.6615)	-5,1314 (0.6817)	13,2536 (0.5963)
PCED ₀ *CE ₀ *CE ₀	-2,278656 (0.0496)**	0.774636 (0.9166)	-14,64238 (0.4197)	-1,456862 (0.4383)
Constant	-0.018653 (0.0471)**	-0.046786 (0.0048)***	-0.037325 (0.0785)*	0.002556 (0.9268)
DPC	-0.005178 (0.6170)	0.003847 (0.8333)	0.017874 (0.3920)	0.014657 (0.5922)
DNC	0.010728 (0.2820)	0.010832 (0.4989)	0.044110 (0.0393)**	0.050659 (0.1053)
Observations	284	95	94	95
R-squared	0.561603	0.678175	0.735781	0.825224

Πίνακας 10: Ο πίνακας 10 παρουσιάζει εκτιμήσεις για τη σχέση 2 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους t . DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων (μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αλλαγή στα κέρδη από το έτος 0 στο έτος -1 διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Η μεταβλητή DFE_o ισούται με $ROA_o - E(ROA_o)$, όπου $E(ROA_o)$ αποτελεί την εκτίμηση της διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA_o με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη MtB-1 και το $ROA-1$. $NDFE_o$ ($PDFE_o$) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν DFE_o είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. $NCED_o$ ($PCED_o$) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 εάν CE_o αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά.

Πίνακας 10

CE1				
	Overall	low_asinf	medium_asinf	high_asinf
DFE _o	-0.185042 (0.7044)	2,282787 (0.1204)	-0.038755 (0.9665)	0.218187 (0.8436)
NDFE _o *DFE _o	-1,56391 (0.0819)*	-2,822345 (0.1805)	-2,431003 (0.2473)	-3,288019 (0.1711)
NDFE _o *DFE _o *DFE _o	-10,90813 (0.0149)**	1,63165 (0.8881)	-15,2392 (0.0469)**	-18,78479 (0.2545)
PDFE _o *DFE _o *DFE _o	-2,412355 (0.4193)	-39,476920 (0.0546)*	-4,330477 (0.3287)	-7,668178 (0.2908)
CE _o	0.563616 (0.0657)*	-1,66887 (0.1632)	1,264152 (0.0705)*	0.815310 (0.2910)
NCED _o *CE _o	-0.108035 (0.8817)	1,562387 (0.3820)	-0.849252 (0.6593)	1,124810 (0.5686)
NCED _o *CE _o *CE _o	4,862934 (0.1821)	-1,3350 (0.8889)	6,810258 (0.2690)	12,9788 (0.3365)
PCED _o *CE _o *CE _o	-2,278656 (0.0496)**	19,224750 (0.1388)	-2,956649 (0.0704)*	-4,949655 (0.1742)
Constant	-0.018653 (0.0471)**	-0.008421 (0.6584)	-0.024277 (0.1319)	-0.034198 (0.0982)*
DPC	-0.005178 (0.6170)	-0.020831 (0.2773)	-0.007669 (0.6810)	0.013550 (0.4833)
DNC	0.010728 (0.2820)	0.017091 (0.3329)	-0.007629 (0.6531)	0.038488 (0.0650)*
Observations	284	96	92	96
R-squared	0.561603	0.524240	0.738767	0.500905

Πίνακας 11: Ο πίνακας παρουσιάζει τις εκτιμήσεις για τη σχέση 3 στην περίπτωση που συνδέουμε τις αλλαγές μερίσματος του έτους $t+1$ με τα λογιστικά μεγέθη του έτους $t+1$. Η εξαρτημένη μεταβλητή ROA_1 ορίζεται ως το πηλίκο των λειτουργικών κερδών (EBIT) το έτος 1 με τη λογιστική αξία του συνολικού ενεργητικού το ίδιο έτος. DPC (DNC) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει την τιμή 1 για αυξήσεις μερισμάτων (μειώσεις) και 0 εναλλακτικά. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η αλλαγή στα κέρδη από το έτος 0 στο έτος -1 διαιρούμενη με τη λογιστική αξία του ενεργητικού το έτος -1. Η μεταβλητή DFE_0 ισούται με $ROA_0 - E(ROA_0)$, όπου $E(ROA_0)$ αποτελεί την εκτίμηση της διαστρωματικών παλινδρομήσεων του ROA_0 με το λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού το έτος -1, το λογάριθμο του δείκτη $MtB-1$ και το $ROA-1$. $NDFED_0$ ($PDFED_0$) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 αν DFE_0 είναι αρνητική (θετική) και 0 εναλλακτικά. $NCED_0$ ($PCED_0$) είναι ψευδομεταβλητή που παίρνει τη τιμή 1 εάν CE_0 αρνητική(θετική) και 0 εναλλακτικά.

Πίνακας 11

ROA1				
	Overall	low_asinf	medium_asinf	high_asinf
ROAo	0.454224 (0.0021)***	0.848248 (0.0037)***	0.959659 (0.0212)**	0.304717 (0.1946)
NDFEDo*ROAo	-0.423502 (0.0021)***	-0,880151 (0.0013)***	-0.397467 (0.2325)	-0.471216 (0.0421)**
NDFEDo*ROAo*ROAo	1,647466 (0.0228)**	2,05874 (0.2400)	-2,8653 (0.4628)	1,63065 (0.1017)
PDFEDo*ROAo*ROAo	-0.975172 (0.0256)**	-4,366508 (0.0027)***	-2,282829 (0.1015)	-0.700840 (0.2139)
CEo	0.442024 (0.0047)***	-0.141443 (0.8162)	0.877381 (0.0124)**	0.339838 (0.3565)
NCEDo*CEo	-1,140014 (0.0001)***	-0.894196 (0.3322)	-2,01729 (0.0045)***	-0.492270 (0.3933)
NCEDo*CEo*CEo	-2.764.528 (0.0000)***	-8,4939 (0.0838)*	-3,6680 (0.0021)***	1,4944 (0.4936)
PCEDo*CEo*CEo	-1,693923 (0.0001)***	0.573246 (0.9209)	-2,84033 (0.0005)***	-0.736524 (0.6898)
Constant	0.092143 (0.0006)***	-0.043725 (0.5248)	0.055317 (0.1354)	0.186526 (0.0006)***
DPC	-0.007566 (0.4317)	-0.012392 (0.4118)	-0.016229 (0.4514)	0.001138 (0.9416)
DNC	-0.006698 (0.3921)	-0.006898 (0.5580)	-0.002281 (0.8964)	-0.018768 (0.1716)
MtB-1	-0.003932 (0.0377)**	-0.003944 (0.0763)*	0.003110 (0.8813)	-0.007960 (0.2239)
SIZE-1	-0.104213 (0.0380)**	0.137754 (0.2008)	-0,166603 (0.8813)	-0.206631 (0.0485)**
Observations	284	96	92	96
R-squared	0.892800	0.828840	0.717172	0.963253