



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

Συμπεριφορική χρηματοοικονομική. Η θεωρία Catering για την διανομή μερίσματος.

ΗΛΙΟΠΟΥΛΟΥ ΠΟΛΥΞΕΝΗ (ΜΧΑΝ1109)

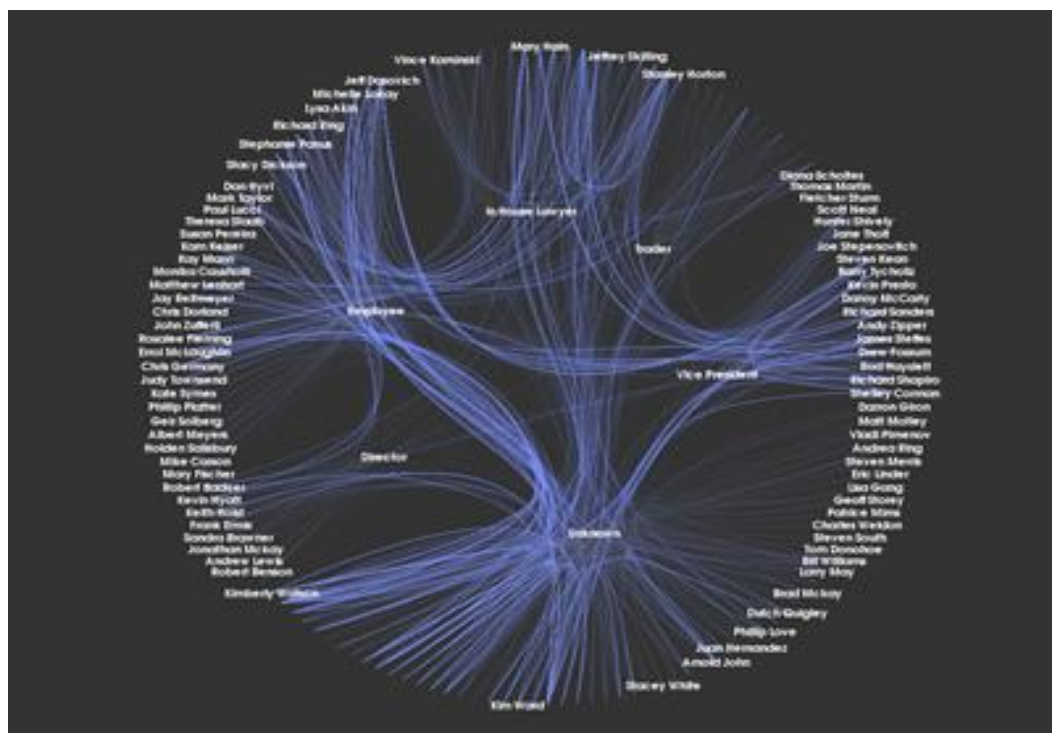
Επιπλέον Καθηγητής:

Αναπληρωτής Καθηγητής: Εμμανουήλ Τσιριτάκης

ΜΕΛΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

Καθηγητής: Γεώργιος Διακογιάννης

Λέκτορας : Μιχάλης Ανθρωπέλος



Μάρτιος 2013

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη ασχολείται με την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής. Αρχικά πραγματοποιείται μια σύντομη ανάλυση των βασικών κλασικών θεωριών σχετικά με το πολύπλοκο ζήτημα των μερισμάτων. Αλλά επικεντρώσαμε την προσοχή μας και προσπαθήσαμε να αναλύσουμε όσο το δυνατόν καλύτερα την ανάπτυξη ενός σχετικά νέου και επαναστατικού κλάδου για την χρηματοοικονομική επιστήμη τη λεγόμενη Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική. Αναλύσαμε πως και εάν οι υποθέσεις της συμπεριφορική χρηματοοικονομική επηρεάζουν την μερισματική πολιτική καθώς δώσαμε έμφαση και παρουσιάσαμε πως η θεωρία των επιθυμιών του επενδυτή (the catering theory of dividends) εξηγεί την τάση των επιχειρήσεων να διανέμουν ή να παρακρατούν τα μερίσματα. Την μελέτη μας την ολοκληρώνουμε με την πραγματοποίηση μια εμπειρικής έρευνας που αφορά ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και δείξαμε ποία είναι η σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας των μετοχών. Προσπάθησα να καλύψω το συγκεκριμένο θέμα όσο το δυνατό καλύτερα ώστε η συγκεκριμένη εργασία να αποτελέσει ίσως βάση για την πραγματοποίηση μελλοντικών μελέτες .

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	
1. ΙΣΤΟΡΙΑ ,ΤΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	
1.1 Ιστορική αναδρομή της μερισματικής πολιτικής.....	7
1.1.2 Τάσεις	7
1.1.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα	8
1.2 ΚΛΑΣΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	
1.2.1 Θεωρία προτιμήσεων μερισμάτων (THE BIRD IN THE HAND THEORY) των Gordon and Lintner (1956).....	12
1.2.2 Dividend irrelevance theory των Modigliani-Miller(MM).....	13
1.2.3 Tax preference of differential theory των Litrenberger and Ramaswamy.....	15
1.2.4 Θεωρία για το "CLIENTELE EFFECT".....	16
1.3 ΝΕΟΚΛΑΣΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	
1.3.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση και θεωρία σημάτων (Asymmetric information and signaling theory).....	16
1.3.2 Θεωρία του κόστους Αντιπροσώπευσης (Agency Cost and Free Cash Flow Hypothesis).....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΕΠΟΧΗ ΜΕΤΑΒΑΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΗΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ	
2.1 Θεωρία Αποτελεσματικής Αγοράς (efficient market theory)	21
2.2 Θεωρία του Οικονομικού Ανθρώπου (Homos Economus)	24
2.3 Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας.....	25
2.4 Ανωμαλίες των α[αποτελεσματικών αγορών.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο : ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIORAL FINANCE)	
3.1 Εισαγωγή.....	31
3.2 Ιστορική αναδρομή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής.....	34
3.3 Οι πυλώνες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής	36

3.3 1 Πεποιθήσεις	38
3.3.2 Προτιμήσεις	41
3.4 Η εξήγηση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής περί μερισμάτων	43
3.5 Θεωρία του κύκλου ζωής (The firm life cycle theory).....	44
3.6 θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (The catering theory of dividends)	
3.6.1 Εισαγωγή.....	46
3.6.2 Θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (The catering theory of dividends-Baker and Wurgler).....	48
3.6.3 Υποδείγματα (proxies) για το καθορισμό του dividend premium βάσει της catering theory of premium.....	52
3.6.4 Επεκτάσεις τις catering theory of Dividend	54
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: Ρευστότητα και Μερισματική Πολιτική: Εμπειρική ανάλυση στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά	
4.1 Θεσμικό πλαίσιο και μερισματική πολιτική στην Ελλάδα.....	63
4.2 Σχέση της μερισματική πολιτικής και της ρευστότητας των μετοχών της αγοράς των Η.Π.Α.....	64
4.3 Μεθοδολογία	68
4.4 Εμπειρική ανάλυση-Αποτελέσματα.....	71
4.5 Συμπεράσματα-επίλογος	73
Αρθρογραφία – βιβλιογραφία.....	76
Παράρτημα	80
Πίνακας 3.....	80
Πίνακας 4.....	81
Πίνακας 5.....	82

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Συμφωνά με τον Bhattacharya (2007) η μερισματική πολιτική αποτελεί ένα από τα δέκα σημαντικά προβλήματα που απασχολούν τους οικονομολόγους. Η πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί κάθε επιχείρηση συνεχίζει ακόμα και σήμερα να αποτελεί ένα θέμα που προβληματίζει τους οικονομολόγους. Αναμφισβήτητα, μια από τις μεγαλύτερες προκλήσεις των οικονομολόγων είναι η εξήγηση της μερισματικής πολιτικής

Για πάρα πολλά χρόνια γενικά η χρηματοοικονομική πολιτική βασίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, στην υπόθεση του ορθολογικού ανθρώπου και της αναμενόμενης χρησιμότητας. Όμως σύμφωνα με πάρα πολλές εμπειρικές έρευνες τα συμπεράσματα τα οποία έχουν επέλθει είναι ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί και ότι στην πράξη οι υποθέσεις την αποτελεσματικής αγοράς δεν υφίστανται. Το γεγονός ότι η παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία αδυνατεί να εξηγήσει τις επιλογές των επενδυτών δημιούργησε την ανάγκη για την ανάπτυξη ενός νέου κλάδου της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική αποτελεί ένα επαναστατικό βήμα στον κλάδο των χρηματοοικονομικών επιστημών, διότι αφενός αμφισβητεί τις υποθέσεις της κλασικής θεωρίας, αφετέρου προσπαθεί λαμβάνοντας υπόψη και τον τομέα της γνωσιακής ψυχολογίας να προσεγγίσει και να ερμηνεύσει όσο το δυνατό καλύτερα τις ανωμαλίες που παρουσιάζονται στην ανθρώπινη συμπεριφορά.

Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε γενικά με την έννοια της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Ειδικότερος σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η μελέτη της μερισματικής πολιτικής από τη σκοπιά της Συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και η ειδικότερα θα επικεντρωθούμε στη catering theory of dividend.

Στο πρώτο κεφάλαιο της θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στην ιστορία, στις τάσεις και στους καθοριστικούς παράγοντες των μερισμάτων και ύστερα θα ασχοληθούμε με την ανάλυση των βασικών θεωριών περί μερισματικής πολιτικής που περιλαμβάνει η κλασική και νεοκλασική σχολή ξεκινώντας από τις θεωρίες THE BIRD IN THE HAND THEORY των Gordon and Lintner (1956), DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY των Modigliani-Miller(MM) TAX PREFERENCE OF

DIFFERENTIAL THEORY των Litrenberger and Ramaswamy και ASYMETRIC INFORMATION AND SIGNALING THEORY, Agency Cost and Free Cash Flow Hypothesis αντίστοιχα .

Στο δεύτερο κεφάλαιο θα αναλύσουμε με βάση τη διεθνή βιβλιογραφία και τις εμπειρικές μελέτες ποίο ήταν το έναυσμα για την ανάπτυξη της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής ,και τι προκάλεσε την μετάβαση από την θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς στην συμπεριφορική χρηματοοικονομική .

Στο τρίτο κεφάλαιο θα κάνουμε μια σύντομη περιγραφή της ιστορίας της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής τους πυλώνες και τα συστατικά στοιχεία από τα οποία απαρτίζεται. Θα παρουσιάσουμε πώς μερισματική πολιτική εξηγείται με βάση τις παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής και θα αναλύσουμε πιο περιληπτικά την πρώτη θεωρία της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής γνωστή ως Behavior life cycle hypothesis: η οποία επικεντρώνεται στον αυτοέλεγχο και στη μέτρηση του συναισθήματος των επενδυτών αλλά θα επικεντρωθούμε και θα παρουσιάσουμε εκτενέστερα την CATERING THEORY OF DIVIDEND.Κύριοι θεμελιωτές αυτής της θεωρίας είναι οι Baker and Wurgler, οι οποίοι σύμφωνα με την εμπειρική τους έρευνα προσπαθούν να προβλέψουν τι ωθεί τα στελέχη ώστε να αποφασίσουν εάν θα διανείμουν μέρισμα ή όχι.

Στο τελευταίο κεφάλαιο αρχικά θα περιγράψουμε το θεσμικό πλαίσιο των μερισμάτων το οποίο ισχύει στην Ελλάδα και βασιζόμενοι στο άρθρο με τίτλο «Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy» και στην μεθοδολογία που ακολουθούν σε αυτό οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005) .Θα πραγματοποιήσουμε οικονομετρική μελέτη στην οποία θα δείξουμε τη σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής για τις ελληνικές επιχειρήσεις για το χρονικό διάστημα από το 2000 έως και το 2012.Όπου εν τέλει θα καταγράψουμε τα συμπεράσματα της έρευνας μας.

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να εξετάσει τις βασικές αρχές και παραδοχές της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής όσο αφορά την μερισματική πολιτική και να παρουσιάσει μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε σύγκριση με την παραδοσιακή θεωρία της χρηματοοικονομικής. Ο συγκεκριμένος κλάδος αναπτύσσεται και εξελίσσεται ραγδαία με αποτέλεσμα συνεχώς να παρουσιάζονται καινούριες θεωρίες και αποτελέσματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΘΕΩΡΙΕΣ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

1. Ιστορία, τάσεις και καθοριστικοί παράγοντες των μερισμάτων

1.1 Ιστορική αναδρομή της μερισματικής πολιτικής

Σύμφωνα με τους De Angelo και Skinner(2000.p,353) η μερισματική πολιτική είναι μια “σταθερή ροή”.

Η ιστορία των μερισμάτων έχει απαρχή των 16^ο αιώνα και εκτείνεται μέχρι τη σημερινή σύγχρονη εποχή. Αρχικά οι πρώτες επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνταν σε βραχυπρόθεσμες περιόδους συνήθως πραγματοποιούσαν άμεση εκκαθάριση, δηλαδή ότι κέρδη πραγματοποιούσαν τα μοίραζαν σε μερίσματα. Από τον 17^ο αιώνα οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνταν σε μακροπρόθεσμες περιόδους οι οποίες έδιναν μερίσματα από τα κέρδη που πραγματοποιούσαν. Οι επενδυτές έδιναν μεγάλη έμφαση σε αυτή την πολιτική. Στο τέλος του 17^ο αιώνα και στην αρχή του 18^{ου} αιώνα οι επενδυτές απαγκυλώθηκαν από την άνω πολιτική, σταμάτησαν να δίνουν έμφαση στην διανομή μερισμάτων τότε έχουμε και την εμφάνιση του νόμου “Bubble act” στην Αγγλία ο οποίος έθετε περιορισμούς και απαγορεύσεις στη δομή και στις διάφορες δραστηριότητες των επιχειρήσεων (π.χ μείωση τιμών των μετοχών). Τον 19^ο αιώνα το ζήτημα των πληρωμών μερισμάτων ανέκτησε την σημασία του με κορύφωση τον 20^ο αιώνα όπου η σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και της αξίας-τιμή της μετοχής κέρδισε πλήρως την προσοχή όλων των οικονομικών παραγόντων και ερευνητών. Ωστόσο τον 20ο αιώνα παρατηρούμε από διάφορες αναλύσεις και στατιστικά δεδομένα σημαντική μεταβλητότητα στις μερισματικές αποδόσεις και γενικά στις απόψεις των αναλυτών για τον ρόλο και την επιρροή της διανομής μερίσματος στην αξία των μετοχών των επιχειρήσεων.

1.1.2 Τάσεις

Μια από τις πιο σημαντικές τάσεις της μερισματικής πολιτικής που αρχικά παρατηρήθηκε ήταν το φαινόμενο της εξαφάνισης των μερισμάτων το οποίο παρατηρήθηκε από τους Fama και MacBeth(2001). Υπάρχουν ερευνητές που δίνουν εξηγήσεις για αυτή την τάση, υπάρχει όμως και μερίδα άλλων ερευνητών που θεωρούν αυτό το φαινόμενο προσωρινό. Παρόλο αυτά από μελέτες που έχουν

πραγματοποιηθεί σε διάφορες χώρες έχουν δείξει σημαντική τάση για μείωση των μερισμάτων έως και εξαφάνιση αυτών. Βέβαια το φαινόμενο αυτό έχει παρατηρηθεί πιο έντονα στις Η.Π.Α και λιγότερο σε χώρες εκτός Η.Π.Α. Μια δεύτερη τάση που εμφανίστηκε σχετικά με την μερισματική πολιτική είναι η άποψη που υιοθέτησαν οι Miller και Modigliani (1969) στο εξής MM. Σύμφωνα με τους MM, η αξία των μετοχών των επιχειρήσεων εξαρτάται αποκλειστικά από τα κέρδη και όχι από τη διανομή των μερισμάτων. Αργότερα εμφανίζεται μία νέα τάση στη μερισματική πολιτική όπου σύμφωνα με τους Easterbrook (1984) και Jensen (1988) εισάγεται η έννοια του agency cost. Η πληρωμή μερίσματος στους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων ίσως οδηγήσει σε πιθανή μείωση της τιμής της μετοχής τους, διότι η διανομή μερίσματος συνοδεύεται από φορολογική επιβάρυνση, όπου με τη σειρά της οδηγεί σε μείωση στην αξία της μετοχής. Ως εκ τούτου οι επιχειρήσεις προτιμούν την επαναγορά μετοχών και όχι την διανομή μερίσματος. Αντίθετος με την παραπάνω άποψη εμφανίζεται ο Black (1976), ο οποίος υποστηρίζει το λεγόμενο “the dividend puzzle” δηλαδή θεωρεί ότι παρόλο την ύπαρξη φορολογίας οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να επιδιώκουν την διανομή μερίσματος. Τέλος μια σημαντική τάση είναι το φαινόμενο του “Reappearing Dividends”, Fama and French (2001). Εμπειρικές μελέτες έδειξαν ότι δεν υπάρχει πλήρης εξαφάνιση μερισμάτων. Βασικοί υποστηρικτές του Reappearing Dividends υπήρξαν οι De Angelo and Skinner (2004) and Skinner (2005), οι Julio and Kenberry (2004) και ο Bank (2006) οι οποίοι υποστήριξαν ότι δεν υπάρχει πλήρης εξαφάνιση μερίσματος οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να θέλουν την διανομή μερισμάτων καθώς και ότι μια επιχείρηση δίνει μέρισμα όταν δεν έχει άλλες κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες.

1.1.3 Παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική συνοψίζονται σε τρεις βασικές κατηγορίες :

- ❖ Παράγοντες που συνδέονται με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης (firm's characteristics)
- ❖ Παράγοντες που συνδέονται με τα χαρακτηριστικά της αγοράς (market characteristics) και
- ❖ Παράγοντες που συνδέονται με τους εναλλακτικούς τύπου πληρωμής (alternatives types payment)

Όσο αφορά την πρώτη κατηγορία παραγόντων περιλαμβάνει ,το μέγεθος της επιχείρησης(size),η κερδοφορία (profitability),οι ευκαιρίες ανάπτυξης(growth opportunities), η ημερομηνία λήξης(maturity) η κύκλος ζωής(lifecycle) της επιχείρησης καθώς επίσης το ποσοστό μόχλευσης(leverage) και οι διάφορες πτυχές της εταιρικής επιχειρηματικής διακυβέρνησης(corporate government) όπως οι κανονισμοί, η μόχλευση, τα κίνητρα αποζημίωσης ,το θεσμικό πλαίσιο του χρηματιστηρίου.

Στην δεύτερη κατηγορία προσδιοριστικών παραγόντων εμπεριέχονται οι φόροι, η νομοθεσία για την προστασία των επενδυτών, οι επενδυτικές απαιτήσεις προς τις μετοχές που μοιράζουν μέρισμα ,η δημόσια έναντι ιδιωτικής κατάσταση, τα χαρακτηριστικά των νέων εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο καθώς και ο ανταγωνισμός στην αγορά προϊόντων. Παραδείγματος χάρη , η υψηλή φορολογία μειώνει την διανομή μερίσματος. Όσο αφορά το συναίσθημα των επενδυτών το οποίο συνδέεται με τη προτιμολόγηση μερίσματος (dividend premium) στην πράξη, ισχύει ότι υψηλότερο Premium συνεπάγεται μείωση στην μερισματική πολιτική. Επίσης η δημόσια κατάσταση των επιχειρήσεων οδηγεί σε αύξηση των μερισμάτων ενώ οι νεοεισαχθέντες στο χρηματιστήριο επιχειρήσεις μειώνουν την μερισματική πολιτική. Η αύξηση του ανταγωνισμού στην αγορά προϊόντων οδηγεί σε αύξηση των μερισμάτων ώστε οι managers να μην έχουν την δυνατότητα να επενδύουν σε ανταγωνιστικές προοπτικές με υψηλό ρίσκο ενώ αντίθετα στην μείωση του ανταγωνισμού πραγματοποιείται η αντίστροφη πορεία και δίνεται η ευκαιρία στους managers να επενδύσουν σε κερδοφόρες ευκαιρίες με χαμηλό ρίσκο κτίζοντας ταυτόχρονα τη καλή φήμη της επιχείρησης.

Τέλος στην τελευταία κατηγορία παραγόντων εντάσσεται για παράδειγμα της επαναγοράς μετοχών ως εναλλακτικός τρόπος πληρωμής έναντι των μερισμάτων όπου αυτή η τακτική έχει γίνει ιδιαίτερη διάσημη τα τελευταία χρόνια. Η επαναγορά μετοχών λαμβάνει χώρα όταν τα κέρδη έχουν μεγάλη διακύμανση-διασπορά (volatility) ή όταν αναμένεται μείωση του ρυθμού ανάπτυξης των μελλοντικών κερδών. Μελέτες έχουν δείξει ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ κερδών και επαναγοράς μετοχών χωρίς βέβαια σε αυτές τις μελέτες να καταργείται η πολύ μεγάλη σημασία της διανομής μερισμάτων υπό τη μορφή μετρητών.

Παρακάτω παρουσιάζεται ένας πίνακας με όλους τους παράγοντες και τις μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί. Αναλύουμε τις βασικές έρευνες που

πραγματοποιήθηκαν για να διαπιστωθεί εάν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων επιδρούν ή όχι στην μερισματική πολιτική τους

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. Firm Characteristics Associated with Dividends		
Characteristic	Representative studies	Association
Firm Size	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
	Fama and French (2001)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Profitability	Fama and French (2001)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2004)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Growth Opportunities	Smith and Watts (1992)	-
	Gaver and Gaver (1993)	-
	Fama and French (2001)	-
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	-
	Denis and Osobov (2008)	mixed
Firm Maturity	Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002)	+
	DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)	+
	Denis and Osobov (2008)	+
Regulation	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
Leverage	Smith and Watts (1992)	+
	Gaver and Gaver (1993)	+
Incentive Compensation	Smith and Watts (1992)	+
	Fenn and Liang (2004)	-
Insider Stock Holdings	Rozeff (1982)	-
Institutional Stock Holdings	Grinstein and Michaely (2005)	+

Πηγή: Baker, H. Kent (Harold Kent) «Dividends and dividend policy»

1.2 ΚΛΑΣΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΠΕΡΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Αρχικά θα πρέπει να απαντήσουμε στο ερώτημα τι είναι μερισματική πολιτική;

Η Μερισματική Πολιτική αναφέρεται στην απόφαση που καλείται να πάρει μια επιχείρηση ανάμεσα στο να διανείμει τα κέρδη ως μέρισμα στους μετόχους της, να τα παρακρατήσει για να χρηματοδοτήσει αλλά επενδυτικά προγράμματα ή να προβεί σε συνδυασμό των δυο παραπάνω στρατηγικών. Πρακτικά οι αποφάσεις αυτές καθορίζουν το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Επιπλέον η Μερισματική Πολιτική παρέχει σημαντική πληροφόρηση στους μετόχους σχετικά με τις επιδόσεις και την πορεία της εταιρίας. Οι αποφάσεις που σχετίζονται με τη Μερισματική Πολιτική λαμβάνονται παράλληλα με τις αποφάσεις που αφορούν την κεφαλαιακή διόρθωση της επιχείρησης και τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου. Υπάρχουν τρεις κύριες μορφές μερισματικής πολιτικής

- ❖ Σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή. Αυτή η μορφή μερισματικής πολιτικής συναντιέται στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων
- ❖ Σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών .Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις αυτό σημαίνει ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα διακυμαίνεται για αυτό και πολύ λίγες επιχειρήσεις ακολουθούν αυτή την πολιτική
- ❖ Χαμηλό τακτικό μέρισμα σε συνδυασμό με ένα έκτακτο μέρισμα. Αυτή η μορφή μερίσματος προσφέρει μεγάλη ευελιξία στην επιχείρηση αλλά παράλληλα δημιουργεί και αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Αυτή η πολιτική εφαρμόζεται όταν τα κέρδη της επιχείρησης είναι πολύ ασταθή.

Γενικά το βασικό σημείο στη χάραξη την μερισματική πολιτικής που θα ακολουθήσει κάθε επιχείρηση ,ο βασικός στόχος που θα πρέπει να επιτύχει η διοίκηση είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής. Για να γίνει πραγματικότητα αυτός ο στόχος και να βρεθεί η βέλτιστη μερισματική πολιτική θα πρέπει να υπάρξει ισορροπία μεταξύ των μερισμάτων που διανέμονται και της χρηματοδότησης επενδυτικών προγραμμάτων για την μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης.

Το ερώτημα που γεννάται κατά πόσο η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης είναι συνδεδεμένη με την αξία της μετοχής έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές με το πέρασμα των χρόνων .Άλλοι πιστεύουν η επίδραση της μερισματικής πολιτικής

οφείλεται στις πληροφορίες(σινιάλα)που μπορεί κάποιος επενδυτής να λάβει από τη διανομή μερίσματος και άλλοι πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική είναι εντελώς "άσχετη" με την διαμόρφωση της αξίας της μετοχής .

Υπάρχουν τρεις βασικές θεωρίες σχετικά με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση:

1.2.1 Θεωρία προτιμήσεων μερισμάτων (THE BIRD IN THE HAND THEORY) των Gordon and Lintner (1956)

Η πρώτη θεωρία που αναπτύχθηκε είναι η **THE BIRD IN THE HAND THEORY των Gordon and Lintner (1956)**. Ο Lintner υποστήριξε ότι τα κέρδη συμβαδίζουν με το μέγεθος της μερισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με έρευνα που έκανε απέδειξε ότι εάν η διοίκηση αντιληφθεί άνοδο των κερδών τότε αναπροσαρμόζει την μερισματική πολιτική προς την ίδια κατεύθυνση. Επίσης απέδειξε ότι οι εταιρείες δεν επιθυμούν διακυμάνσεις στην μερισματική πολιτική για αυτό το λόγο δεν πραγματοποιούν συχνά αλλαγές. Η αγορά αντιδρά θετικά στις εταιρείες με σταθερή μερισματική πολιτική. Το μοντέλο του Lintner είχε πολλή μεγάλη απήχηση και αργότερα το χρησιμοποίησαν οι Fama and Babiak(1968) οι οποίοι μετά από εμπειρική έρευνα κατέληξαν στα ίδια συμπεράσματα. Οι Gordon and Lintner υπήρξαν υποστηρικτές της θεωρίας ότι η μερισματική πολιτική είναι άμεσα συνδεδεμένη με την αξία της μετοχής και η ανοδική ή καθοδική τάση των μετοχών εξαρτάται από την μερισματική πολιτική. Οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα έχουν μικρότερο κίνδυνο από τα κεφαλαιακά κέρδη για αυτό τον λόγο προτιμούν τα μερίσματα. Επίσης πίστευαν ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να διατηρούν το payout ratio(δείκτης μερισμάτων/καθαρά κέρδη) υψηλό. Σύμφωνα με τη θεωρία τους η αξία της μετοχής μια επιχείρησης αποτελεί εξαρτημένη μεταβλητή του ποσοστού των μερισμάτων και καθορίζεται από την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων .Ο Gordon (1956) κατασκεύασε και το αντίστοιχο μαθηματικό μοντέλο :

$V_0 = D_1 / (K_s - g)$, όπου

Vo: Η αξία της μετοχής σε χρόνο μηδέν

D1: το αναμενόμενο μέρισμα

Ks: το προεξοφλητικό επιτόκιο(η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους)

g: ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων

1.2.2 DIVIDEND IRRELEVANCE THEORY των Modigliani-Miller(MM)

Αναμφισβήτητα η θεωρία των Modigliani και Miller(1961) αποτέλεσε μια επαναστατική άποψη για τα μέχρι τότε δεδομένα σχετικά με την πολιτική των μερισμάτων. Στο άρθρο που δημοσίευσαν κάνοντας παράλληλα και εμπειρική μελέτη υποστήριξαν ότι κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις η συνολική αξία των μετοχών των επιχειρήσεων εξαρτάται από το μίγμα ιδίων κεφαλαίων και χρέους ,δηλαδή η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία ούτε για τους επενδυτές που μπορούν να την υποκαταστήσουμε με το να πραγματοποιούν αγοραπωλησίες ,ούτε για τις επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν να διατηρήσουν την αξία των μετοχών σταθερή με δανεισμό. Οι υποθέσεις που στηρίζονται οι MM είναι

- Η ύπαρξη τέλει αγοράς
- Δεν υπάρχουν φόροι
- Δεν υπάρχουν έξοδα μεταβίβασης –κόστη συναλλαγών
- Οι πληροφορίες είναι όμοια προς όλους τους επενδυτές
- Οι επενδυτές έχουν ορθολογική συμπεριφορά
- Τα στελέχη (managers) πρέπει να δρουν με σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτων των μετοχών
- Δεδομένη επενδυτική πολιτική

Οι MM στο άρθρο τους το 1961 κατέληξαν ότι η μερισματική πολιτική κάτω από συνθήκες τέλει αγοράς δεν επηρεάζει την τιμή της μετοχής .Όμως στην πράξη οι αγορές δεν είναι τέλει επομένως οι επιχειρήσεις πρέπει να διανέμουν χαμηλά

μερίσματα ώστε να αποφύγουν την άντληση μετοχικών κεφαλαίων στη κεφαλαιαγορά.

Επίσης η φορολόγηση των μερισμάτων γίνεται με υψηλό φορολογικό συντελεστή ενώ αντίθετα η υπεραξία (κέρδη) δεν φορολογείται καθόλου ή φορολογείται με χαμηλό συντελεστή. Επομένως αυτή η φορολογική πολιτική συνεπάγεται χαμηλή διανομή μερίσματος.

Σύμφωνα με την θεωρία των MM οι ορθολογικοί επενδυτές προτιμούν λιγότερο πλούτο και στην περίπτωση που χρειαστούν μετρητά μπορούν να τα αντλήσουν από την πώληση μετοχών καθώς επίσης είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Υποστήριξαν ότι η αξία της μετοχής δεν καθορίζεται από τον διαχωρισμό των κερδών σε μερίσματα και κέρδη προς διανομή αλλά από το εισόδημα.

Ακόμα δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ διοίκησης (managers) της επιχείρησης και μετόχων- επενδυτών όπου οι τελευταίοι γνωρίζουν όλες τις μελλοντικές χρηματοροές (cash flows) και τα έσοδα της επιχείρησης. Στην πράξη όμως αρκετές φορές τα συμφέροντα της διοίκησης διαφέρουν από τα συμφέροντα των μετόχων. Σε αυτή την περίπτωση οι επιχειρήσεις πρέπει να διανείμουν υψηλότερα μερίσματα ώστε να οδηγηθούν αναπόφευκτα στην άντληση κεφαλαίου μέσω δανεισμού ώστε οι μέτοχοι να έχουν των άμεσο έλεγχο τους. Οι MM υποστήριξαν ότι η αξία της μετοχής εξαρτάται από την κατηγορία κινδύνου που εντάσσεται η κάθε επιχείρηση καθώς και από την αποδοτικότητα του ενεργητικού της. Με άλλα λόγια η αξία της μετοχής εξαρτάται από την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και όχι από την μερισματική πολιτική.

Εν κατακλείδι, τα συμπεράσματα που δημοσίευσαν στο άρθρο τους οι MM αφορούν αρχικά κάποια συμπεράσματα σχετικά με την επενδυτική πολιτική των επιχειρήσεων δηλαδή η χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων γίνεται είτε μέσω δανειοδότησης είτε μέσω της παρακράτησης κερδών και σε περίπτωση που θα υπάρξει πλεόνασμα σε μερίσματα τότε θα δοθούν ως μέρισμα. Τέλος οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμές σε μετοχές επιχειρήσεων επειδή αυτές διανέμουν υψηλότερα μερίσματα. Η μερισματική πολιτική δεν διαμορφώνει την αξία των μετοχών (Setakova 2002,σελ.24).Οι MM πέρα από την

θεωρητική προσέγγιση που ανέπτυξαν σχετικά με την μερισματική πολιτική και την αξία των μετοχών ανέπτυξαν και το αντίστοιχο μαθηματικό μοντέλο για να δείξουν πως η διανομή μερίσματος είναι "άσχετη" με την διαμόρφωση της αξίας της μετοχής.

$V_t = V_{t+1} - I_t + X_t / 1 + r_e$, όπου,

V_t : αξία της μετοχής σε χρόνο t

V_{t+1} : αξία της μετοχής σε χρόνο $t+1$

I_t : επίπεδο επένδυσης

X_t : καθαρό εισόδημα

r_e : απόδοση

Η θεωρία των MM στηρίζεται σε μη ρεαλιστικές υποθέσεις για αυτό και δέχτηκε πολλές κριτικές .

1.2.3 TAX PREFERENCE OF DIFFERENTIAL THEORY των Litrenberger and Ramaswamy

Σύμφωνα με αυτή την θεωρία τα μερίσματα φορολογούνται με διαφορετικούς συντελεστές από αυτούς που φορολογούνται τα κέρδη των επιχειρήσεων. Οι **Litrenberger and Ramaswamy** (vol .7,1979 ,σελ 166-195) υποστήριξαν ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη οδηγούν σε κεφαλαιακά κέρδη τα οποία φορολογούνται με χαμηλότερο φορολογικό συντελεστή από ότι τα μερίσματα επομένως οι μέτοχοι δεν προτιμούν την διανομή μερισμάτων. Οι επενδυτές προτιμούν τις επιχειρήσεις που επαναπενδύουν τα κέρδη τους σε νέα κερδοφόρα επενδυτικά προγράμματα τα οποία με τη σειρά τους θα οδηγήσουν σε αύξηση της τιμής της μετοχής. Τα ευρήματα της ερευνάς τους επίσης συμφωνούν με την ύπαρξη ενός "clientele effect" το οποίο απέδειξε ότι οι μέτοχοι που ανήκουν σε υψηλότερη φορολογική κλίμακα επιλέγουν μετοχές με χαμηλή μερισματική πολιτική ενώ το αντίθετο ακριβώς ισχύει για μετόχους που ανήκουν σε χαμηλότερη φορολογική κλίμακα.

1.2.4 Θεωρία για το "CLIENTELE EFFECT"

Η έννοια του clientele effect έκανε πρώτη φορά την εμφάνιση της στο άρθρο των MM(1961) .Οι MM υποστήριξαν ότι το ύψος των μερισμάτων εξαρτάται από τις απαιτήσεις των μετόχων για τη διανομή μερισμάτων ,δηλαδή την «πελατεία» Μέτοχοι που ανήκουν στην υψηλότερη φορολογική κλίμακα προτιμούν μετοχές με χαμηλό μέρισμα, διότι με αυτόν τον τρόπο δεν φορολογούνται για τα παρακρατηθέντα κέρδη και μειώνουν την φορολογική τους υποχρέωση. Σύμφωνα με τους Litrenberger and Ramaswamy (1979 σελ 163) εφόσον οι φορολογικοί συντελεστές διαφέρουν ,κάθε εταιρεία προσελκύει εκείνη την "πελατεία" επενδυτών που συνάγει με την επενδυτική πολιτική. Διαφορετικές ομάδες ή «πελατεία» προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερίσματος. Η μερισματική πολιτική μερίσματος που ακολουθείται τα παρελθόντα χρόνια καθορίζει και τις υπάρχουσες ομάδες επενδυτών. Για αυτό τις περισσότερες φορές οι επιχειρήσεις ακολουθούν σταθερή νομισματική πολιτική. Οι μέτοχοι επιλέγουν μια συγκεκριμένη μετοχή για επένδυση που θεωρούν ότι θα τους προσφέρει σύμφωνα με τα δικά τους κριτήρια την αναμενόμενη απόδοση μερισματική και κεφαλαιακή. Άρα επιδιώκουν άμεσα κέρδη με τη μορφή μερισμάτων. Στο άρθρο τους οι John και Williams(1985) ισχυρίζονται ότι οι μέτοχοι προτιμούν τα άμεσα κέρδη με τη μορφή μερίσματος και όχι την επαναγορά μετοχών. Επομένως στην περίπτωση που μια επιχείρηση παρακρατήσει όλα τα κέρδη της χωρίς να διανείμει μερίσματα ίσως δυσαρεστήσει τους μετόχους που επιθυμούν τη διανομή μερίσματος με αποτέλεσμα να στραφούν στην ρευστοποίηση μετοχών μέσω κεφαλαιακών κερδών για να εισπράξουν εισόδημα το οποίο δεν τους δόθηκαν με τη μορφή μερίσματος.

1.3 ΝΕΟΚΛΑΣΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

1.3.1 Ασύμμετρη πληροφόρηση και θεωρία σημάτων (Asymmetric information and signaling theory)

Μια από τις θεωρίες που εξηγούν γιατί οι επιχειρήσεις διανέμουν μερίσματα είναι η Signaling Theory.Η απαρχή της Signaling Theory οφείλεται στον Litnter (1956), ο οποίος εξέτασε πως η τιμή των μετοχών αντιδρά στις αλλαγές και στις κινήσεις των

μερισμάτων. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία η διανομή μερίσματος περιέχει πληροφόρηση στους επενδυτές με τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Τα μερίσματα «κουβαλούν» όγκο πληροφοριών και λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης που υπάρχει μεταξύ των στελεχών (managers) και των επενδυτών στερούν στους δεύτερους σημαντικές πληροφορίες και δεδομένα τα οποία είναι γνωστά στα στελέχη. (managers). Έχουν αναπτυχθεί πολλά εμπειρικά μοντέλα προκειμένου να εξετάσουν την άνω θεωρία.

Ο Ross(1977) ήταν ο πρώτος που ανέπτυξε ένα μοντέλο μιας περιόδου και ανέδειξε την ευαισθησία της signaling theory στις αλλαγές της κεφαλαιακής διάθρωσης. Ο Kalay(1980) στηριζόμενος στο μοντέλο του Ross επέκτεινε την ανάλυση του στο τομέα της μερισματικής πολιτικής επιπρόσθετα με την κεφαλαιακή διάθρωσης. Ο Kaloy εφαρμόζοντας το μοντέλο του Ross για την πολιτική των μερισμάτων απέδειξε ότι τα περισσότερα στελέχη θέτουν ως βασική προϋπόθεση στην εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής, τη μείωση των μερισμάτων.

Ο κύριος θεμελιωτής της θεωρίας είναι ο Bhattacharya(1979) ο οποίος διαπίστωσε ότι η ύπαρξη ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των στελεχών και των επενδυτών έχει ως αποτέλεσμα οι αποφάσεις για την μερισματική πολιτική να αποτελούν «σήματα-ενδείξεις» για την μελλοντική αναγνώριση της πορείας και της κερδοφορίας μια επιχείρησης στους επενδυτές οι οποίοι δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν τον όγκο των πληροφοριών που ίσως είναι γνωστά στα στελέχη(managers).

Σύμφωνα με την Signaling Theory τα υψηλότερα μερίσματα αποτελούν δείκτη υψηλότερης αξίας της μετοχής της επιχείρησης. Όταν μια επιχείρηση έχει καλύτερες προοπτικές για ανάπτυξη, παραγωγή και επίτευξη των στόχων της τόσο μεγαλύτερη είναι η διανομή μερίσματος Πρέπει να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μερίσματος παραγωγικότητας καθώς και μερίσματος με τις χρηματοροές. Όμως σύμφωνα με τον Bhattacharya(2007) τα υψηλότερα μερίσματα αποτελούν ένδειξη χαμηλότερου κόστους αντιπροσώπευσης της μετοχής και αυτό έχει ως αποτέλεσμα χαμηλότερη απόδοση και χαμηλότερη αξίας της επιχείρησης. Επίσης ο Talmor(1981) χρησιμοποίησε ένα πιο πολύπλοκο μοντέλο στηρίζοντας την άποψη ότι η μερισματική πολιτική είναι μία από τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις όπου τα

στελέχη λαμβάνουν καθώς ότι κάθε μια από αυτές τις αποφάσεις λαμβάνονται ως «σήμα –ένδειξη».

Επίσης ένθερμοι υποστηρικτές της Signaling Theory είναι οι Miller-Rock(1985) οι οποίοι εξέτασαν ένα μοντέλο δυο περιόδων όπου οι «insiders”-στελέχη γνωρίζουν περισσότερες πληροφορίες από τους “outsiders” –επενδυτές για τις μελλοντικές χρηματοροές και την κερδοφορία της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Miller-Rock τα μερίσματα και η χρηματοδότηση μια επιχείρησης αποτελούν τις δύο όψεις του ίδιου νομίσματος. Η θετική αξία από τα καθαρά μερίσματα υπολογίζεται ως μέρισμα και η αρνητική αξία από καθαρό μέρισμα υπολογίζεται ως χρηματοδότηση. Μια μη αναμενόμενη αλλαγή στα κέρδη θα έχει την ίδια επιρροή στην απόδοση των μετοχών όπως μια αναμενόμενη αλλαγή στην μερισματική πολιτική. Αντιθέτως οι John και Williams (1985) θεωρούν ότι οι φόροι δεν είναι διασκορπισμένο κόστος και ότι η διανομή μερίσματος δεν έχει «συγγένεια” με την επαναγορά μετοχών όπως πίστευαν οι Miller-Rock. Ο Myres(1987) υποστηρίζει την θεωρία σημάτων με την άποψη που εκθέτει ότι η διανομή η όχι μερισμάτων αποτελεί «σήμα» για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Bernheim τα μερίσματα δίνουν «σήμα» διότι τα μερίσματα είναι περισσότερο φορολογητέα από την επαναγορά μετοχών. Έτσι η επιχείρηση μπορεί να ελέγξει το ποσό των φόρων που θα πληρώσει λόγω της διανομής μερίσματος παρά μέσω της επαναγοράς μετοχών

Υπάρχουν και μελετητές που αμφισβητούν τη θεωρία σημάτων (Signaling Theory). Για παράδειγμα οι De Angelo και Skinner(1996) θεωρούν ότι η μεταβολές στα μερίσματα δεν αντικατοπτρίζουν ούτε πραγματικά στοιχεία ούτε την πραγματική μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Ίσως τα «σήματα» που εκπέμπει η μερισματική πολιτική δεν είναι σωστά και αντικειμενικά ώστε να πληροφορήσουν το ευρύ επενδυτικό κοινό. Την παραπάνω άποψη ενισχύουν και οι μελέτες των Thaler, Benatzi και Michaely(1997), Brav et al(2005) υποστηρίζει ότι στόχος των στελεχών σχετικά με την μερισματική πολιτική που ακολουθούν σε κάθε περίπτωση δεν είναι να «στείλουν» κάποιο «σήμα» στους επενδυτές.

1.3.2 Θεωρία του κόστους Αντιπροσώπευσης (Agency Cost and Free Cash Flow Hypothesis)

Σύμφωνα με του Modiglianni Miller(1961) κάτω από βέβαιες προϋποθέσεις η μερισματική πολιτική είναι ασύνδετη με την αξία της επιχείρησης δηλαδή δεν επηρεάζει την αξία της μετοχής. Υπάρχουν ωστόσο πολλές μελέτες οι οποίες έδειξαν την αλληλεπίδραση της μερισματικής πολιτικής με την αξία της μετοχής. Τέτοιες έρευνες είναι των Petit(1972), Pharoony και Sway(1980), Dann(1981),Vermaelen (1981) Asquith και Mullins(1983),Brickly(1983)Howe ,He και Kao(1992),Dennis και Sann(1994)και τέλος ο Lie(2000).

Το ερώτημα που γεννιέται είναι γιατί η τιμή της μετοχής αντιδρά με την εκάστοτε απόφαση που λαμβάνεται σχετικά με την μερισματική πολιτική?

Μια θεωρία που απαντά σε αυτό το ερώτημα είναι η θεωρία του **Free Cash Flow Model**. Μια μοντέρνα εκδοχή του μοντέλου είναι ότι οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα για να υπερκαλύψουν το κόστος αντιπροσώπευσης (Agency Cost) που προέρχεται από τον διαχωρισμό της ιδιοκτησίας και από την προσπάθεια που απαιτείται για τον έλεγχο μια μεγάλης επιχείρησης η οποία αντιμετωπίζει συγκρούσεις συμφερόντων. Το κόστος αντιπροσώπευσης (Agency Cost) έγκειται στις συγκρούσεις μεταξύ στελεχών(managers) και ιδιοκτητών-επενδυτών. Πολλοί ιδιοκτήτες –επενδυτές έχουν μειωμένη ικανότητα στον έλεγχο όλων των δραστηριοτήτων των στελεχών. Πολλές φορές τα στελέχη μπορεί να υιοθετήσουν δραστηριότητες οι οποίες δεν επιφέρουν την καλύτερη κερδοφορία στους επενδυτές ή μπορεί να υιοθετούν project τα οποία είναι επικερδή για τους ίδιους και όχι για τους μετόχους δηλαδή δρουν με σκοπό την μεγιστοποίηση του δικούς συμφέροντος και όχι την μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής και του συμφέροντος των μετόχων όπου θα πρέπει να είναι και ο αντικειμενικός τους σκοπός. Το πιο επικίνδυνο σημείο σε αυτή την σύγκρουση έγκειται στο ότι όταν τα στελέχη έχουν στην διάθεσή τους υψηλές χρηματοροές(Cash Flow),αλλά περιορισμένες επενδυτικές δραστηριότητες. Σύμφωνα με τον Richardson(2000) στην άνω περίπτωση τα στελέχη μπορεί να επενδύσουν για ίδιο όφελος σε ριψοκίνδυνα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία ίσως μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Τέτοια ριψοκίνδυνα επενδυτικά προγράμματα είναι οι συγχωνεύσεις ή οι εξαγορές τα οποία μπορούν να μπορεί να παρέχουν στα στελέχη(managers) υψηλούς μισθούς, κύρος και πολυτέλεια. Τα

κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούν τα στελέχη για να επενδυτικά τους σχέδια και για να επιτύχουν τους στόχους τους αποτελούν κόστος διαχείρισης. Σύμφωνα με τον Jensen(1986) η λύση στο πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης(Agency Cost) είναι η πληρωμή μερίσματος ώστε να μειωθούν και να περιοριστούν τα μετρητά διαθέσιμα που μπορούν να διαχειριστούν τα στελέχη(managers). Με την άποψη του Jensen προσανατολίζονται και οι Grossman και Hart(1980) όπως επίσης και ο Gaslerboo(1984). Ο Jensen(1986) συνδέει την μερισματική πολιτική με την κακή διαχείριση των διαθέσιμων μετρητών που έχουν στη διάθεση τους τα στελέχη. Όταν υπάρχει αυξημένη ρευστότητα σε μια επιχείρηση τότε πολλές φορές υπάρχει ο κίνδυνος τα στελέχη να επενδύουν τα πλεονάζοντα διαθέσιμα μετρητά ίσως σε «κακές» επενδυτικές δραστηριότητες, δηλαδή επενδυτικά προγράμματα με χαμηλή ή αρνητική καθαρή παρούσα αξία(NPV) και αυτή η επιλογή συνεπάγεται σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ στελεχών (managers) και ιδιοκτητών(shareholders) διότι η δεύτερη κατηγορία αντιλαμβάνεται να μειώνεται η να εξαφανίζεται η αξία του πλούτους τους. Ο Jensen θεωρεί ότι η άνω σύγκρουση και το άνω πρόβλημα μπορεί να αντιμετωπιστεί από τους ιδιοκτήτες και εν δυνάμει επενδυτές ασκώντας πίεση στα στελέχη να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα. Επιπροσθέτως ο Easterbook(1984) θεωρεί ότι η πληρωμή μερίσματος θα οδηγήσει σε περιορισμούς της διαχείρισης της πλεονάζουσας ρευστότητας από τα στελεχών όπου με τη σειρά τους οι managers θα απευθυνθούν στην αγορά για να αντλήσουν κεφάλαια μέσω δανεισμού ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν σε επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες ίσως τους παρουσιαστούν. Αυτό όμως θα έχει ως αποτέλεσμα να μειωθεί το κόστος ελέγχου (monitoring). Μια επίσης σημαντική άποψη για την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης(Agency Cost) είναι η άποψη των Allen, Bernardo και Welch(2000) οι οποίοι θεωρούν ότι μεγάλο ρόλο στην μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης (Agency Cost) διαδραματίζουν οι εξωτερικοί επενδυτές και ο συχνός έλεγχος που ασκούν προς τα στελέχη καθώς και η επιμονή προς τα στελέχη να μοιράζουν μερίσματα. Στο άρθρο τους οι Sherfer και Vishny(1986) στηριζόμενοι στη έρευνα των Grossman και Hart (1980) και αργότερα οι Allen ,Bernado και Welch (2000) υποστήριξαν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν τα κανονικά και σταθερά μερίσματα και η διαχείριση της επιχείρησης πρέπει να επιβλέπεται από τους μεγαλύτερους επενδυτές. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της επιχείρησης λόγω του ελέγχου που ασκείται και τις βοήθειες που προσφέρουν για να αναληφθούν δραστηριότητες προς όφελος της επιχείρησης. Μια δεύτερη

σύγκρουση συμφερόντων συντελείται μεταξύ των μετόχων(shareholders) και των ομολογιούχων(bondholders). Σύμφωνα με τους Myres(1977) ,Jensen και Meckling(1976) κάτω από κάποιες προϋποθέσεις οι κάτοχοι ιδίων κεφαλαίων (equity holders) ίσως προσπαθήσουν να πάρουν πλούτο από τους debt holders Αυτή η μεταφορά πλούτου θα γίνει με τη μορφή διανομής μερίσματος .Οι μέτοχοι μπορεί να θελήσουν να μειώσουν τις επενδύσεις και να αυξήσουν τα μερίσματα ή να αυξήσουν το δανεισμό του ,δηλαδή το χρέος για να χρηματοδοτήσουν τη διανομή μερίσματος. Και στις δύο περιπτώσεις εάν οι δανειστές δεν αντιληφθούν έγκαιρα τις κινήσεις των μετόχων τότε η αξία του χρέους θα περιοριστεί και θα αυξηθεί η αξία των ιδίων κεφαλαίων Εν κατακλείδι, η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης(cost agency)στην ουσία στηρίζει την υπόθεση ότι υψηλότερα μερίσματα συνεπάγονται υψηλότερη απόδοση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΕΠΟΧΗ ΜΕΤΑΒΑΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΤΗΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟ

Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς

Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς πρεσβεύει ότι οι χρηματοροές είναι διαρκώς πλήρως ενημερωμένες ή αλλιώς ότι οι παρούσες τιμές των χρεογράφων αντικατοπτρίζουν πλήρως κάθε σχετική και διαθέσιμη πληροφορία κατά τρόπο αποτελεσματικό και αλλάζουν συνεχώς προκειμένου να ενσωματώσουν οποιαδήποτε νέα πληροφορία προκύψει.

Γι' αυτό το λόγο είναι αδύνατο να νικήσει κάποιος την αγορά χρησιμοποιώντας οποιαδήποτε πληροφορία αφού αυτή, σύμφωνα με τη θεωρία, έχει ήδη προεξοφληθεί και ενσωματωθεί στην τιμή του χρεογράφου.

Σύμφωνα με άλλους οικονομολόγους, οι τιμές των χρεογράφων ενσωματώνουν πληροφορίες μέχρι το σημείο όπου το οριακό κόστος του σημείου που δρουν οι επενδυτές βασισμένοι στις πληροφορίες αυτές δεν ξεπερνά τα οριακά οφέλη. Οι υποθέσεις οι οποίες οδηγούν στην αποτελεσματικότητα της αγοράς είναι:

- Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός αναλυτών, επενδυτών, χρηματιστών κτλ οι οποίοι συμμετέχουν ενεργά στην αγορά και συνεχώς αναλύουν και αξιολογούν κάθε διαθέσιμη πληροφορία.

- Οι συμμετέχοντες στην αγορά θα πρέπει να προσπαθούν να μεγιστοποιούν τη συνολική τους χρησιμότητα (utility maximizing agents) και να έχουν ορθολογικές προσδοκίες (rational expectations) τις οποίες θα πρέπει να αναπροσαρμόζουν όταν λαμβάνουν καινούρια πληροφόρηση.
- Ένας επενδυτής ή μικρή ομάδα επενδυτών να μην μπορεί να επηρεάζει την τιμή της μετοχής.
- Η πληροφορία πρέπει να είναι διαθέσιμη σε όλους στην αγορά ταυτόχρονα, να μην έχει κόστος και να φτάνει με τυχαίο τρόπο.
- Οι επενδυτές θα πρέπει να αντιδρούν γρήγορα και με ακρίβεια σε κάθε νέα πληροφορία.
- Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν κάνουν συστηματικά λάθος στις εκτιμήσεις τους.
- Οι λάθος εκτιμήσεις δεν επηρεάζουν τις τιμές ισορροπίας λόγω του ορθολογικού arbitrage

Υπάρχουν τρεις μορφές αποτελεσματικότητας την αγοράς

(α) Μορφή Ασθενούς Αποτελεσματικότητας (weak-form efficiency)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, **ιστορικές πληροφορίες** (π.χ. παρελθούσες τιμές, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών) αντικατοπτρίζονται ήδη στις τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

(β) Μορφή Ημι-Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (semi-strong form efficiency)

Σύμφωνα με την ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, **δημοσιευμένες πληροφορίες** (ισολογισμοί εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων κ.λ.π.) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπερβολικές αποδόσεις.

(γ) Μορφή Ισχυρής Αποτελεσματικότητας (strong form efficiency)

Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ακόμα και μη-δημοσιευμένες

πληροφορίες (π.χ. πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα) αντικατοπτρίζονται στις παρούσες τιμές και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές και να πετύχουν υπεραποδόσεις.

Σε μία αποτελεσματική αγορά τα επίπεδα τιμών καθορίζονται από την θεμελιώδη αξία(τιμή) του χρεογράφου και η σημερινή μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής προέρχεται μόνο από τα σημερινά, τυχαία, νέα.

Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ο ρόλος των ειδικών και των επαγγελματιών στην αγορά εφόσον δεν έχουν την δυνατότητα πρόβλεψης, θα έπρεπε να είναι περιορισμένος.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι οι τρεις μορφές αποτελεσματικότητας δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ημι-ισχυρή μορφή της, τότε θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στην ασθενή μορφή της, διαφορετικά, η αγορά δεν θα είχε αντιδράσει αποτελεσματικά στις δημοσιευθείσες πληροφορίες. Με την ίδια λογική, αν η αγορά είναι αποτελεσματική στην ισχυρή μορφή της θα πρέπει να είναι αποτελεσματική και στα δύο άλλα επίπεδα. Βέβαια από έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί η άνω σχέση δεν ισχύει πάντα. Η θεωρία των αποτελεσματικών αγορών κυριάρχησε στον οικονομικό κόσμο την δεκαετία του 1970. Θεμελιωτής ήταν ο Fama (1970) Μέσα από το άρθρο του «Efficient Capital Markets: A Review of theory and empirical work» υποστηρίζει ότι ο έντονος ανταγωνισμός καθώς και η συνεχής επιδίωξη των εταιριών να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη του και τη χρησιμότητα τους, έχει ως αποτέλεσμα να ωθεί όλους τους ορθολογικούς επενδυτές σε αγοραπωλησίες και αυτό να συνεπάγεται πλήρης ενσωμάτωση όλων των νέων πληροφοριών. Επίσης αφού οι πληροφορίες ακολουθούν τυχαία μονοπάτια αυτό σημαίνει ότι και οι διακύμανση των τιμών των μετοχών ακολουθούν τα ίδια τυχαία μονοπάτια. Αυτό είναι και το λεγόμενο υπόδειγμα τυχαίου περιπάτου. (Rational Walk)

Η Υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (efficient market hypothesis), προήλθε από την θεωρία των ορθολογικών προσδοκιών (Rational expectations theory) και από την υπόθεση του τυχαίου περίπατου (Random walk hypothesis). Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθούμε σε δύο σημαντικές θεωρίες την θεωρία Οικονομικού Ανθρώπου (HOMO ECONOMUS) και τη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας

2.2 Θεωρία του Οικονομικού Ανθρώπου (HOMO ECONOMUS)

Συχνά στη θεωρία περί αποτελεσματική αγοράς γίνεται μνεία στο οικονομικό άνθρωπο. Σύμφωνα με το άρθρο “Η Άνοδος και η Πτώση του Homo Econopus” του Γιάννη Παπαδόγιαννη στην Καθημερινή στις 14.6.2012. Ο οικονομικός άνθρωπος ή διαφορετικά ο Homo Econopus όπως συναντάμε στη διεθνή βιβλιογραφία ορίζεται ως ένα ευφυές αυτοματοποιημένο ον, το οποίο δρα απόλυτα ορθολογικά με βασικό του στόχο η μεγιστοποίηση του συμφέροντος του. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία τα άτομα δρουν με τέτοιο τρόπο ώστε να αποκομίσουν την μέγιστη χρησιμότητα δηλαδή το μέγιστο όφελος με το ελάχιστο κόστος. Βέβαια το περιβάλλον που αναπτύχθηκε και κινείται ο Homo Econopus χαρακτηρίζεται από συνθήκες τέλει

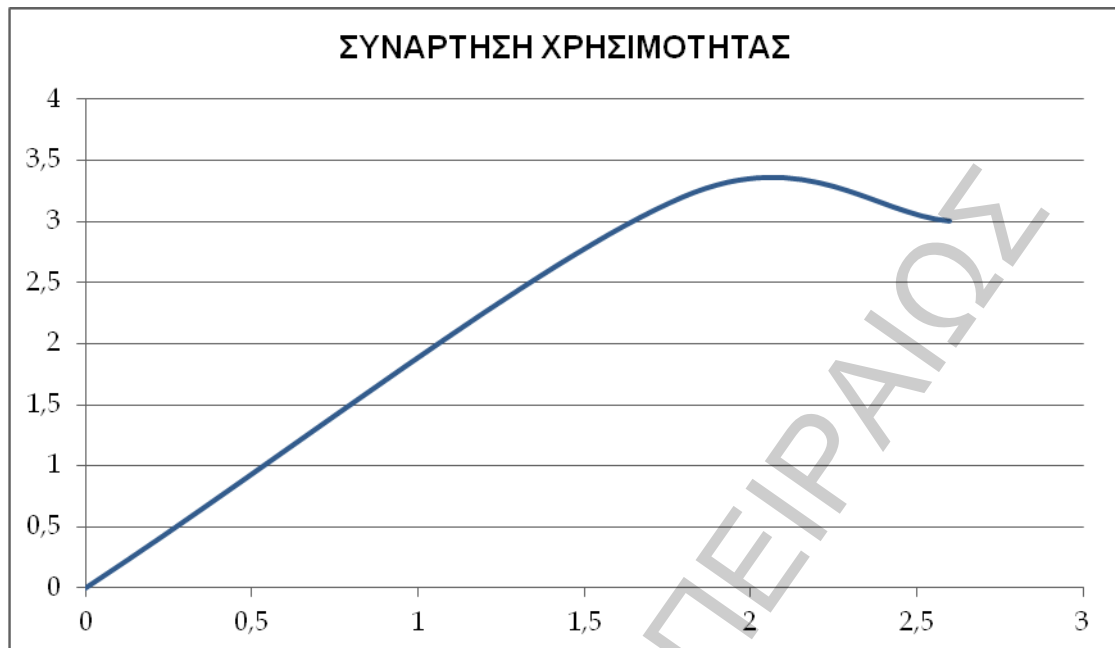
αγοράς, πληροφόρησης και αποτελεσματικότητας καθώς επίσης επικρατεί τέλειος ανταγωνισμός. Ο Homo Economicus χαρακτηρίζεται από αυτοκυριαρχία ,δεν επηρεάζεται από ψυχολογικές μεταπτώσεις και παρορμήσεις. Δεν κάνει λάθη συστηματικά αλλά μόνο τυχαία.

Βέβαια στην πραγματική οικονομική ζωή δεν υπάρχουν τέλειες καταστάσεις αλλά σίγουρα χαρακτηρίζεται από ατέλειες ,πολυπλοκότητα και ποικιλότητα. Έχουν πραγματοποιηθεί μια σειρά από έρευνες που αποδεικνύουν ότι τα άτομα δεν χαρακτηρίζονται από απόλυτη ορθολογικότητα επομένως η θεωρία δεν ισχύει στην πραγματική ζωή και ότι οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί στα διάφορα είδη αποφάσεων που λαμβάνουν . Η σκέψη και τα συναισθήματα των ατόμων δεν μπαίνουν σε στεγανά και είναι δύσκολο να περιοριστούν. Επίσης οι ανθρώπινες αποφάσεις επηρεάζονται περισσότερο από το συναίσθημα και λιγότερο βαθμό από την καθαυτή λογική. Η καθημερινή ζωή και ειδικότερα η οικονομική ζωή χαρακτηρίζεται από έντονη πολυπλοκότητα όπου τα οικονομικά ζητήματα είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν σε οικονομετρικά-οικονομικά μοντέλα .Ακόμα η υπόθεση της τέλειας πληροφόρησης δεν είναι δυνατόν να ισχύει στην πράξη διότι οι πληροφορίες είναι άπειρες καθώς και η ροή τους ασταμάτητη που καθιστούν αδύνατη την ενημέρωση ενός ατόμου για όλο αυτόν τον όγκο πληροφοριών.

2.3 Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας

Η θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας αναφέρεται στον τρόπο με τον οποίο τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις για τις μελλοντικές τους κινήσεις κάτω από αβέβαιες συνθήκες. Ο οικονομικός όρος της χρησιμότητας αφορά μία μέτρηση σχετικής ευτυχίας ή ικανοποίησης από την κατανάλωση αγαθών ή υπηρεσιών. Επομένως ο ορθολογικός επενδυτής επιλέγει ένα επενδυτικό σχέδιο, το οποίο θα του παρέχει τη μέγιστη αναμενόμενη χρησιμότητα. Οι Von Neuman και Morgenstern απέδειξαν ότι για να μεγιστοποιηθεί η συνάρτηση αναμενόμενης χρησιμότητας πρέπει να ισχύουν τα εξής:

- Οι προσδοκίες πρέπει να διαμορφώνονται με ορθολογικό τρόπο
- Η χρησιμότητα ορίζεται σε σχέση με την κατάσταση πλούτου
- Η συνάρτηση χρησιμότητας είναι κοίλη συνάρτηση του πλούτου



Το ότι η συνάρτηση χρησιμότητας σε σχέση με τον πλούτο είναι κοίλη σημαίνει ότι το επίπεδο της χρησιμότητας αυξάνεται με τον πλούτο αλλά με φθίνοντα ρυθμό, δηλαδή η οριακή χρησιμότητα μειώνεται με την αύξηση του πλούτου

Ο πρώτος που μας σύστησε τη θεωρία ήταν ο Bernoulli(1738). Στο υπόδειγμα του (1954) περιγράφει τη σχέση της οικονομικής συμπεριφοράς και λήψεων αποφάσεων κάτω από αβέβαιες καταστάσεις. Η θεωρία του βασίζεται σε αξιώματα όπως η συμπεριφορά του επενδυτή καθώς και σε αρχές που σχετίζονται με την κατάταξη στις προτιμήσεις όπως η αρχή της συγκρισιμότητας, η αρχή της μεταβατικότητας, αρχές που σχετίζονται με την ορθολογική συμπεριφορά στην κατάταξη τυχαίων προοπτικών(κανόνας Bayes, αρχή ανεξαρτησίας κτλ.). Στην πράξη τόσο η θεωρία του οικονομικού ανθρώπου όσο και της αναμενόμενης χρησιμότητας δεν έχει πλήρη εφαρμογή καθώς και η εμφάνιση κάποιου παράξενων φαινομένων προβλημάτισε τους οικονομολόγους και άρχισαν να ερευνούν το είδος των ανωμαλιών που εμφανίζοντας καθώς και προσπάθησαν να δώσουν λογικές εξηγήσεις και ερμηνείες.

2.4 ΑΝΩΜΑΛΙΕΣ ΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΡΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Σε μια αποτελεσματική αγορά οι τιμές όλων των περιουσιακών στοιχείων αντικατοπτρίζουν το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών. Όπως βέβαια έχουμε ορίσει Αποτελεσματική θεωρείται μια αγορά όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών είναι ίσες με την πραγματική ή αληθινή τους αξία. Με πραγματική ή αληθινή αξία εννοούμε την παρούσα αξία των εσόδων τα οποία αναμένονται από τα αξιόγραφα. Επομένως τα διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα και οι ανωμαλίες οι οποίες έχουν παρατηρηθεί δεν θα πρέπει να αντικατοπτρίζουν και να επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών ή γενικότερα τις αποφάσεις σχετικά με τη χρηματοδότηση ή την μερισματική πολιτική. Αυτά τα φαινόμενα καθώς και οι διάφορες ανωμαλίες δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές χρησιμοποιώντας και την κατάλληλη στρατηγική market timing, ώστε να αποκτήσουν υψηλά κέρδη και αποδόσεις και αυτό έχει ως αποτέλεσμα να αναιρούνται οι βασικές προϋποθέσεις της θεωρίας περί αποτελεσματικής αγοράς. Ένα πραγματικό γεγονός που σημειώθηκε την δεκαετία του 80 και απέδειξε πως οι διάφορες ανωμαλίες της αγοράς επηρεάζουν την ύπαρξη της αποτελεσματικής αγοράς είναι η κατάρρευση των τιμών των μετοχών το 1987 και συγκεκριμένα τη Δευτέρα 19/10/1987 γνωστή και ως Black Monday. Την συγκεκριμένη Δευτέρα ο δείκτης Dow Jones σημείωσε πτώση 22.6 % χωρίς να υπάρξουν κάποιες πληροφορίες ούτε επίσημες ειδήσεις που να δικαιολογούν την πτώση αυτή. Σίγουρα αυτό το γεγονός αποτέλεσε η αρχή για μια σειρά από μελέτες οι οποίες απέδειξαν ότι υπάρχουν πολλές απότομες μεταβολές οι οποίες δεν μπορούν να δικαιολογηθούν στα πλαίσια της θεωρίας περί αποτελεσματική αγοράς. Στο σημείο αυτό θα αναλύσουμε κάποιες κατά τη γνώμη μου σημαντικές ανωμαλίες που παρατηρήθηκαν οι οποίες βοήθησαν να οδηγηθούμε στην κατάρρευση της θεωρία της αποτελεσματικής αγορά και στην απαρχή μιας σχετικά νέας θεωρίας στις Συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής με την οποία θα ασχοληθούμε εκτενέστερα.

Οι ανωμαλίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε μη ημερολογιακές ανωμαλίες και σε ημερολογιακές. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται οι εξής θεωρίες :

Αποτέλεσμα Αξίας (Value effect)

Ο Basu (1977) απέδειξε ότι τα χαρτοφυλάκια μετοχών με χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E) είχαν θετικές αποδόσεις σε σχέση με τις προβλέψεις του CAPM. Ακολούθησαν έρευνες που απέδειξαν πως το ίδιο ισχύει για χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης ή μετοχές με χαμηλό δείκτη τιμής προς λογιστική αξία (market-to-book value, P/BV). Ο Ball(1978) ισχυρίστηκε πως το φαινόμενο αυτό οφείλεται σε περιορισμούς που θέτει το CAPM.

Αποτέλεσμα μεγέθους (size effect)

Ο Ban (1981) και ο Reingnum (1981) ασχολήθηκαν με αυτή την κατηγορία ανωμαλίας της αγοράς. Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό οι εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης υπερβαίνουν τις αποδόσεις των εταιριών μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης. Ο Roll(1983) προσπαθεί να ερμηνεύσει το φαινόμενο αυτό στηρίζοντας την άποψη του ότι οι εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα και είναι πιο επισφαλείς από τις εταιρίες με υψηλή κεφαλαιοποίηση . Επομένως οι επενδυτές ζητούν μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου ως ανταμοιβή για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν από τις μετοχές των μικρών κεφαλαιοποιημένων εταιριών.

Το φαινόμενο του δείκτη P/E(P/E Effect)

Ο πρώτο που ασχολήθηκε και έκανε το φαινόμενο αυτό γνωστό στο ευρύ κοινό είναι ο Basu(1983) Σύμφωνα με το φαινόμενο αυτό τα χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές με χαμηλό P/E), δηλαδή ο δείκτης τιμή της μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή, θα έχουν καλύτερη μελλοντική απόδοση από χαρτοφυλάκια που αποτελούνται από μετοχές με υψηλό P/E.

Το φαινόμενο αυτό προϋποθέτει ότι οι πληροφορίες είναι δημόσιες και χρησιμοποιούνται για να προβλεφθούν μελλοντικές αποδόσεις και να επιτευχθούν υπερκέρδη. Η υπόθεση αυτή όμως καταστρατηγεί την θεωρία των αποτελεσματικών αγορών.

To Momentum Effect

Μία άλλη ανωμαλία της αγοράς είναι το λεγόμενο “momentum effect”. Οι De Bondt και Thaler (1985) σε μελέτη που πραγματοποίησαν εντόπισαν ότι οι τιμές μετοχών που είχαν στο παρελθόν μικρές ή αρνητικές αποδόσεις για χρονικό διάστημα από 3 ως 5 έτη, επιτυγχάνουν στο μέλλον υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές που για ίδιο χρονικό διάστημα στο παρελθόν είχαν τις υψηλότερες αποδόσεις. Έτσι είναι δυνατόν να δημιουργηθούν υπερκανονικά κέρδη. Οι Jegadeesh και Titman (1993), ανακάλυψαν ότι τα χαρτοφυλάκια μετοχών που έχουν σχηματιστεί βάσει ακραίων αποδόσεων τους τελευταίους δώδεκα μήνες και παρουσιάζουν ιδιαίτερα αρνητική ή θετική τάση των τιμών τους το πιθανότερο είναι να συνεχίσουν να έχουν την τάση αυτή και αυτό είναι το momentum effect. Το φαινόμενο αυτό προσπάθησαν να το ερμηνεύσουν με θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς χωρίς όμως αποτέλεσμα.

Ο Γρίφος των μερισμάτων (DIVIDEND PUZZLE)

Σύμφωνα με τον γρίφο των μερισμάτων οι επενδυτές ανταμείβουν τις εταιρίες που πληρώνουν μερίσματα προσδίδοντας μεγαλύτερη αξία στην μετοχή. Αντίθετα η θεωρία των MM(1961) αναφέρει ότι η μερισματική πολιτική μια επιχείρησης δεν επηρεάζει την αξία των μετοχών. Σε μια αποτελεσματική αγορά η αξία της επιχείρησης δεν πρέπει να επηρεάζεται ούτε πως η επιχείρηση χρηματοδοτείται ούτε από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί. Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για τον τρόπο που θα λάβουν κέρδη δηλαδή αν θα τα λάβουν με την μορφή μερισμάτων ή μέσω επανεπένδυσης. Ο γρίφος των μερισμάτων είναι ένα ιδιαίτερο φαινόμενο διότι σε πολλές χώρες και κυρίως στις Η.Π.Α η φορολόγηση μερισμάτων είναι υψηλότερη σε σχέση με τις υπεραξίες δηλαδή τα κεφαλαιακά κέρδη. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που υποκινούν τον άνω γρίφο όπως ψυχολογικοί, φορολογικοί λόγοι ασύμμετρης πληροφόρησης και λόγοι αβεβαιότητας. Ο Baker(2002) είχε κάνει μια σημαντική έρευνα για τον γρίφο των μερισμάτων χωρίς όμως να δίνει μια σαφής επεξήγηση.

Στις κατηγορία των μη ημερολογιακών ανωμαλιών εντάσσεται **ο γρίφος απόδοσης μετοχών, η υπερβολική μεταβλητότητα των μετοχών ο γρίφος των επενδυτών κλειστού τύπου, Χρηματιστηριακές Κρίσεις (Financial Crashes)**

Χρηματιστηριακές Φούσκες (Financial Bubbles) κ.α

Στην κατηγορία των ημερολογιακών ανωμαλιών εντάσσεται

Το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου

Είναι ένα φαινόμενο στις χρηματοροές σύμφωνα με το οποίο οι αποδόσεις των μετοχών τις Δευτέρες είναι συχνά σε σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα από τις αποδόσεις των μετοχών τις Παρασκευές. Το φαινόμενο αυτό μελέτησαν οι French (1980) και Gibbon και Hess(1981). Σύμφωνα με τον French (1980) το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου οφείλεται στην τάση πολλών επιχειρήσεων να ανακοινώνουν τα κακά νέα (π.χ απολύσεις) την Παρασκευή κλείσιμο των χρηματιστηρίων για να μειώσουν τις τιμές την Δευτέρα προκειμένου να μειωθεί και η αντίδραση των επενδυτών. Άλλοι μελετητές αποδίδουν το άνω φαινόμενο στο λεγόμενο short selling το οποίο θα επηρέαζε τις τιμές των μετοχών που ενδιαφέρουν τους short traders. Οι Lanoniskok και Levi(1982) εξηγούν το φαινόμενο λέγοντας ότι η εκκαθάριση σε μερικά χρηματιστήρια γίνεται μέσα στο Σαββατοκύριακο και αυτό επηρεάζει τις τιμές των μετοχών τη Δευτέρα.

Το φαινόμενο του Ιανουαρίου

Σύμφωνα με την θεωρία της αποτελεσματική αγοράς οι αποδόσεις των μετοχών είναι τυχαίες δεν καθορίζονται από τις ημέρες ,μήνες ή τα έτη. Όμως οι Haugen και Jorion(1996) απέδειξαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών του μήνα Ιανουαρίου διαφέρουν σημαντικά και είναι πολύ υψηλότερες από των υπολοίπων μηνών του χρόνου ενώ οι αποδόσεις του μήνα Δεκεμβρίου είναι χαμηλές ή/και αρνητικές. Έχουν γίνει δύο σημαντικές προσπάθειες εξήγησης του φαινομένου μέσω της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς.

Η Πρώτη προσπάθεια εξήγησης έγινε από τον Branch(1977) ο οποίος υποστήριξε ότι αυτό το φαινόμενο οφείλεται στο γεγονός ότι ο Ιανουάριος είναι ο πρώτος μήνας του καινούριου φορολογικού έτους και οι επενδυτές προκειμένου να πετύχουν φοροαπαλλαγές από ζημιές από την αγοραπωλησία μετοχών πωλούν προς τα τέλη Δεκεμβρίου μετοχές στις οποίες σημειώνουν ζημιές και με αυτό τον τρόπο «σπρώχνουν» τις προς τα κάτω λόγω υψηλής ζήτησης. Βέβαια αυτή η ερμηνεία δεν δίνει απάντηση γιατί το φαινόμενο του Ιανουαρίου παρουσιάζεται και σε χώρες που δεν υπάρχει φορολογία στα κέρδη.

Η δεύτερη προσπάθεια πραγματοποιήθηκε από τους Lankonishok και Levi(1982) οι οποίοι στηρίζουν την ύπαρξη του φαινομένου στην προσπάθεια των επενδυτών-διαχειριστών να αναδιοργανώσουν τα χαρτοφυλάκια τους στο τέλος του χρόνου ,ώστε τη νέα χρονιά να ξεκινήσουν με υψηλότερη απόδοση .Βέβαια ούτε και εδώ δίνεται απάντηση γιατί το φαινόμενο δεν εμφανίζεται και τις εξαμηνιαίες εκθέσεις παρά μόνο στις ετήσιες.

Επιπροσθέτως ,υπάρχει μια ακόμα εξήγηση η οποία αναφέρει ότι το φαινόμενο οφείλεται στην ρευστότητα στο τέλος του έτους Στο τέλος κάθε έτους παρατηρείται αύξηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας αυτό οδηγεί σε μεγαλύτερα κέρδη τον Δεκέμβριο, τα κέρδη διοχετεύονται στην αγορά στις αρχές Ιανουαρίου αυτό συνεπάγεται αύξηση της ρευστότητας και άνοδος των τιμών των μετοχών.

Στην κατηγορία των ημερολογιακών ανωμαλιών περιέχονται και τα φαινόμενο **holiday effect,end and day effect,quarterly effect, The Turn of the Month Effect κ.α**

Όλες αυτές οι ανωμαλίες που παρατηρήθηκαν στην αγορά καθώς και η αδυναμία της θεωρίας των αποτελεσματικών αγορών να ερμηνεύσει με σαφήνεια και να δώσει ακριβείς εξηγήσεις σε όλα αυτά τα φαινόμενα έκανε πρόσφορο το έδαφος για την ανάπτυξη ενός νέου κλάδου στην χρηματοοικονομική επιστήμη της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο :ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ (BEHAVIORAL FINANCE)

3.1 Εισαγωγή

Υπάρχουν αρκετοί ορισμοί για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική, Ένας γενικός ορισμός αναφέρει ότι συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η χρησιμοποίηση και η εφαρμογή γνωσιακών στοιχείων που προέρχονται από την ψυχολογία, την κοινωνιολογία και την ανθρωπολογία για την κατανόηση και την εξήγηση χρηματοοικονομικών φαινομένων και ανωμαλιών. Ο Lintner(1998) ορίζει την συμπεριφορική χρηματοοικονομική στη μελέτη του ως τον τρόπο που οι άνθρωποι ερμηνεύουν και δρουν σε διάφορες πληροφορίες που προσλαμβάνουν για να πάρουν ενημερωμένες αποφάσεις επένδυσης'. Ο Thaler την ορίζει ως 'απλώς ανοιχτόμυαλη οικονομία' ισχυριζόμενος ότι 'κάποιες φορές για να βρεις τη λύση σε

ένα οικονομικό εμπειρικό “puzzle” είναι αναγκαίο να δεχτείς την πιθανότητα ότι κάποιοι από τους παράγοντες της οικονομίας συμπεριφέρονται λιγότερο λογικά κάποιες φορές’.

Ο Olsen (1998) ισχυρίζεται ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική δεν προσπαθεί να ορίσει την ‘λογική’ συμπεριφορά ή να ονοματίσει την λήψη αποφάσεων ως προκατειλημμένη ή λανθασμένη, παρά μόνο ψάχνει να αντιληφθεί και να προβλέψει τις συστηματικές χρηματοοικονομικές ενδείξεις των ψυχολογικών διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει καμία ενοποιημένη θεωρία για την συμπεριφορική χρηματοοικονομική αυτή τη στιγμή. Ο Olsen τονίζει ότι περισσότερη έμφαση στην βιβλιογραφία δίνεται στο να αναγνωρίζεις χαρακτηριστικά της συμπεριφορικής λήψης αποφάσεων που πιθανώς θα έχουν συστηματική επιρροή στην συμπεριφορά της χρηματαγοράς. Ο Sherfin (2001) αναφέρει ότι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ασχολείται πως η ψυχολογία και οι άλλες κοινωνικές επιστήμες επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις και τις χρηματοοικονομικές αγορές.

Η ψυχολογία είναι η βάση για τις επιθυμίες και τους στόχους των ανθρώπων επίσης είναι και η αιτία για τα λάθη τα οποία προκύπτουν από ψευδαισθήσεις ,υπέρμετρη αυτοπεποίθηση και βέβαια από διάφορα και ποικιλόμορφα ανθρώπινα συναισθήματα. Σύμφωνα με τα παραδοσιακά οικονομικά, οι οικονομολόγοι δέχονταν και μελετούσαν εμπειρικά μοντέλα έχοντας ως βασική υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Πολυάριθμες μελέτες όμως ανέδειξαν την ύπαρξη ανωμαλιών στην χρηματοοικονομική αγορά όπου το γεγονός αυτό έθεσε σε αμφισβήτηση τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς .Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το κλασικό οικονομικό υπόδειγμα δεν λαμβάνει υπόψη τον παράγοντα ψυχολογία και αυτό έχει ως αποτέλεσμα το κλασικό μοντέλο να θεωρείται αδύναμο να ερμηνεύσει τα διάφορα πολύπλοκα οικονομικά φαινόμενα.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική διαφέρει από τη θεωρία των αποτελεσματικών αγορών τρία βασικά σημεία.

- Σύμφωνα με την συμπεριφορική χρηματοοικονομική , οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί με τον τρόπο που περιγράφει η παραδοσιακή θεωρία, σύμφωνα δηλαδή με τον κανόνα του Bayes.

- οι συμμετέχοντες στην αγορά αποκλίνουν από την ορθολογική συμπεριφορά με τον ίδιο μη συστηματικό τρόπο, ενώ σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία αν οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί, τότε οι συναλλαγές αυτές θα είναι τυχαίες και δεν θα επηρεάζουν τις τιμές.
- Τέλος, η συμπεριφορική υποστηρίζει ότι το arbitrage συνεπάγεται κόστος και ενέχει κίνδυνο, οπότε καθίσταται μη αποτελεσματικό, ενώ η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι οι arbitrageurs εξαλείφουν οποιαδήποτε επίδραση των μη ορθολογικών επενδυτών πάνω στις τιμές.

Λόγω αυτού του γεγονότος και για καλυφθεί το κενό που δημιουργεί η κλασική θεωρία αναπτύχθηκε ένας νέος κλάδος και ραγδαία αναπτυσσόμενος η Συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Το πόσο ραγδαία είναι η ανάπτυξη του νέου κλάδου φαίνεται τόσο σε ακαδημαϊκό επίπεδο όσο και γενικότερα μέσα από την πληθώρα των άρθρων του διαδικτύου.

Επίσης διδάσκεται ως μάθημα σε πολλά πανεπιστήμια των Η.Π.Α και της

Γερμανίας καθώς υπάρχουν πολυάριθμα άρθρα και βιβλία. Οι υποστηρικτές του

κλάδου της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής θεωρούν ότι πολλά

χρηματοοικονομικά φαινόμενα μπορούν να γίνουν καλύτερα κατανοητά

χρησιμοποιώντας υποδείγματα στα οποία οι επενδυτές δεν είναι ορθολογικοί ή είναι μερικώς ορθολογικοί και αυτό συμβαίνει διότι έχουν λανθασμένες πεποιθήσεις

,δηλαδή πεποιθήσεις που αποκλίνουν από τους κανόνες του Bayes (Αυτός ο

κανόνας αναφέρει ότι οι προγενέστερες πιθανότητες και οι νέες πληροφορίες

οδηγούν στις μεταγενέστερες πιθανότητες)

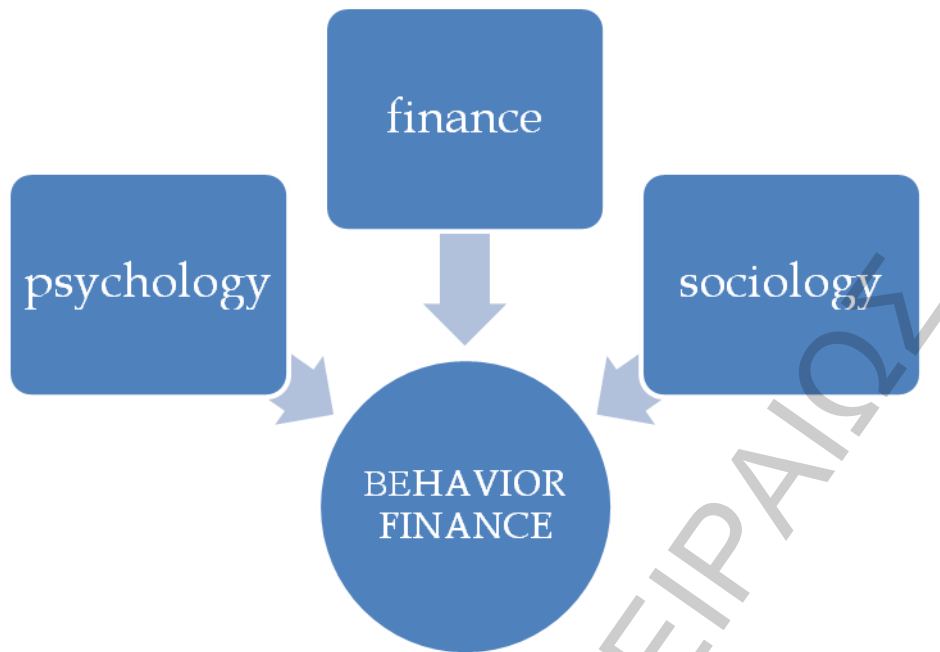
Επίσης πολλές φορές ίσως δεν χρησιμοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα (N

Barberis) .Σύμφωνα με τους Baltussen(2009) και Glaser(2003) η Συμπεριφορική

χρηματοοικονομική εξηγεί γιατί οι επενδυτές προβαίνουν σε συστηματικά λάθη , τα

οποία επηρεάζουν τις τιμές των αποδόσεων ,τα κέρδη, τις αποφάσεις για τη διανομή

μερισμάτων και μια πληθώρα άλλων αποφάσεων.



Διάγραμμα: Οι κλάδοι που απαρτίζουν την συμπεριφορική χρηματοοικονομική

Πηγή: Ricciardi V., Simon H., “What is Behavioral Finance?”, 2000, Business Education & Technology Journal

Εν κατακλείδι η συμπεριφορική αποτελεί μία επανάσταση στον τομέα των χρηματοοικονομικών, καθώς αμφισβητεί τις παραδοσιακές παραδοχές της οικονομίας με στόχο να διερευνήσει τα πραγματικά αίτια που συμβάλλουν στη λήψη αποφάσεων (Rubinstein 2000, Sewel 2010). Προσφέρει την ευκαιρία να γίνουν περισσότερο κατανοητές οι ανωμαλίες της ανθρώπινης συμπεριφοράς και αντίδρασης, ώστε η διαμόρφωση των πολιτικών να εξυπηρετεί κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις ανάγκες των καταναλωτών (Ritter, 2002).

3.2 Ιστορική αναδρομή της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Τα πρώτα κιάλας σημάδια για τον κλάδο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής εμφανίστηκαν από την Κλασική εποχή χωρίς βέβαια να γίνεται αντιληπτό αυτό το γεγονός, ο Adam Smith (1959) στο άρθρο του “The Theory of Moral Sentiments” περιγράφει τις ψυχολογικές αρχές της ατομικής συμπεριφοράς. Επίσης ο Jeremy Bentham έγραψε για τα ψυχολογικά θεμέλια της χρησιμότητας. Μέχρι τον 20^ο αιώνα υπήρξε μια σιωπή στους κύκλους των οικονομολόγων σχετικά με την έννοια και το

περιεχόμενο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής ,διότι επιδίωκαν να συνδέσουν την συμπεριφορά των οικονομικών δραστηριοτήτων με την φυσική επιστήμη και την φυσική ερμηνεία των γεγονότων αυτών .Κατά τη διάρκεια του 20^{ου} αιώνα υπήρξε αρχίζει η οικονομική ψυχολογία να ανακτά και πάλι την ισχύς της και να δίνεται μεγαλύτερη βαρύτητα στη σχέση μεταξύ ψυχολογίας και χρηματοοικονομικής και πως η ψυχολογία επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών. Τα μοντέλα την αναμενόμενης χρησιμότητας και της μειωμένης χρησιμότητας άρχισαν να γίνονται απαραίτητα και αντικείμενο μελέτης πολλών ερευνητών και οικονομολόγων. Όμως η εμφάνιση ανωμαλιών της αγοράς και η αδύναμη ερμηνεία του με βάση τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς αμφισβήτησαν το κλασικό οικονομικό υπόδειγμα και τις υποθέσεις του. Κατά τη διάρκεια του 1960 έχουμε την ανάπτυξη της γνωστικής ψυχολογίας . Οι Tversky και Kahneman άρχισαν να συγκρίνουν μοντέλα αποφάσεων υπό αβεβαιότητα και τον κίνδυνο με τα ορθολογικά οικονομικά μοντέλα. Οι Tversky και Kahneman(1979) στο άρθρο τους “Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risk” εξηγούν τις αποκλίσεις όσο αφορά την λήψη αποφάσεων σε σχέση με την κλασική θεωρία χρησιμοποιώντας εργαλεία της γνωστικής ψυχολογίας Το 1967 ο Gary Becker ο οποίος έχει βραβευθεί και με Νόμπελ έγραψε ένα βιβλίο με τίτλο « Theory of Crime “ στο οποίο συνδέει την ψυχολογία με την λήψη αποφάσεων και πως η πρώτη επιστήμη επηρεάζει αυτές τις αποφάσεις. Μια βασική εξέλιξη της Συμπεριφορικής είναι η θεωρία της περιορισμένης ορθολογικότητας του Herbert A. Simon που αναφέρει ‘ότι τα άτομα μπορεί να είναι ικανοποιημένα χωρίς να χρειαστεί να μεγιστοποιήσουν την χρησιμότητά τους. Επίσης ένα βασικό βήμα στην εξέλιξη της συμπεριφορικής είναι και η θεωρία για το “Παράδοξο του Allais” του Maurice Allais Το παράδοξο του Maurice Allais είναι ένα από τα πιο γνωστά δείγματα μη συνεπούς συμπεριφοράς, σχετικό με το αξιωματικό μοντέλο των Von Neuman και Morgenstern περί αποφάσεων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Δείχνει ότι μεγάλο μέρος ανθρώπων που παίρνουν σημαντικές αποφάσεις κατατάσσουν αβέβαιες προοπτικές με έναν τρόπο που δεν είναι συνεπής και δεν συμφωνεί με την Αρχή της Ανεξαρτησίας άσχετων εναλλακτικών. Βασικά αυτή η αρχή είναι που επιτρέπει να αναπαριστούμε προτιμήσεις περί αβέβαιων προοπτικών σαν μια γραμμική συνάρτηση του οφέλους από κάθε βασική έκβαση (outcomes).

3.3 Οι πυλώνες της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής

Στο άρθρο τους οι Barberis και Thaler (2003), περιγράφουν ότι η συμπεριφορική αποτελείται από δύο Πυλώνες :

- τους περιορισμούς στο arbitrage (Limits to arbitrage), όπου είναι δύσκολο για τους ορθολογικούς επενδυτές να εξαλείψουν τα λάθη που προκλήθηκαν από τους λιγότερο λογικούς επενδυτές
- και την γνωσιακή ψυχολογία, η οποία κατηγοριοποιεί τα είδη των αποκλίσεων από την πλήρη ορθολογικότητα που μπορεί να συναντηθούν.

Όσο αφορά τον πρώτο πυλώνα δηλαδή τους περιορισμούς στο arbitrage (Limits to arbitrage), άρθρα και εμπειρικές μελέτες έδειξαν ότι σε μια οικονομία όπου υπάρχουν και ορθολογικοί και μη ορθολογικοί επενδυτές και ύστερα από την αλληλεπίδραση των δυο αυτών κατηγοριών η μη ορθολογικότητα έχει σημαντική και μακροχρόνια επιρροή στις τιμές των μετοχών. Οι Shleifer και Vishny, (1997) υποστηρίζουν ότι το arbitrage θα πρέπει να έχει κάποια όρια και δεν είναι δυνατόν να πραγματοποιείται συνεχώς με τους ίδιους όρους. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική υποστηρίζει ότι μερικά χαρακτηριστικά των τιμών ερμηνεύονται ως αποκλίσεις από την εσωτερική αξία και ότι αυτές οι αποκλίσεις οφείλονται στο ότι οι επενδυτές είναι πλήρως έως και καθόλου ορθολογικοί (noise traders). Οι Barberis και Thaler (2003) θεωρούν ότι το arbitrage ενέχει και κόστος και κίνδυνο. Όσο αφορά το κόστος αναφέρονται στο κόστος εφαρμογής της στρατηγικής (Implementation Cost). Τα κόστη εφαρμογής (implementation costs) περιλαμβάνουν κόστη συναλλαγών όπως προμήθειες, περιθώρια τιμής αγοράς και πώλησης, περιορισμοί στις ανοικτές πωλήσεις (short sales) και διάφοροι νομικοί περιορισμοί. Σε πολλές χώρες το short selling δεν επιτρέπεται και αυτός ο περιορισμός από μόνος του δημιουργεί επιπρόσθετα προβλήματα και κόστη.

Τον κίνδυνο τον διαχωρίζουν σε δύο τύπους :

- τον θεμελιώδη κίνδυνο (Fundamental Cost)
- και τον κίνδυνο που προκύπτει από την παρουσία μη-ορθολογικών επενδυτών (Noise Trader Risk)

Όσο αφορά τον θεμελιώδη κίνδυνο (Fundamental Cost) αναφέρεται στο γεγονός ότι όταν μία μετοχή A είναι υπερτιμημένη, ο ορθολογικός arbitrageur θα την πουλήσει ανοικτά, αγοράζοντας ταυτόχρονα μία άλλη υποκατάστατη μετοχή B η οποία είναι θεμελιωδώς όμοια. Η τιμή της μετοχής A, θα αρχίσει να πέφτει μέχρι η τιμή της φτάσει στην πραγματική της αξία

Σύμφωνα με τους De Long 1990, Shleifer & Summers(1990) ο κίνδυνος που προκύπτει από την παρουσία μη-ορθολογικών επενδυτών (Noise Trader Risk) προκύπτει από το γεγονός ότι οι μη ορθολογικοί επενδυτές είναι απαισιόδοξοι για μια μετοχή, πιέζοντας πτωτικά την τιμή της και οδηγώντας την σε υποτίμηση. Ένας ορθολογικός επενδυτής, αντιλαμβανόμενος αυτό το γεγονός αγοράζει την μετοχή αναμένοντας άνοδο της τιμής της. Υπάρχει πάντα ο κίνδυνος οι μη ορθολογικοί επενδυτές να γίνουν ακόμη πιο απαισιόδοξοι για αυτή την μετοχή. Το αποτέλεσμα είναι ότι ακόμη και αν ένας επαγγελματίας διαχειριστής εντοπίσει μία περίπτωση μη ορθολογικής αποτίμησης θα πρέπει απαραίτητα να λάβει υπόψη του τις διαθέσεις των «noise traders»

Ο δεύτερος πυλώνας της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής είναι η Γνωσιακή Ψυχολογία

Σύμφωνα με τους Ricciardi, Simon (2000), η Ψυχολογία ορίζεται ως η επιστημονική μελέτη της συμπεριφοράς και των νοητικών διεργασιών, εξετάζοντας πως αυτές οι διαδικασίες επηρεάζονται από τη φυσική, νοητική κατάσταση των ατόμων και από το εξωτερικό τους περιβάλλον. Τα μοντέλα της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής χρειάζεται να προσδιορίσουν τον τύπο την μη ορθολογικότητας , δηλαδή πως τα άτομα αποκλίνουν από τον νόμο του Bayer ή αποκλίνουν από τη θεωρία της αναμενόμενης χρησιμότητας και πως τα άτομα παίρνουν της αποφάσεις του με βάσει τις πεποιθήσεις και τις προτιμήσεις τους, δηλαδή σημαντικό ρόλο στην λήψη αποφάσεων διαδραματίζει το στοιχείο την μεροληψίας. Τα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις βάσει κάποιων κανόνων, οι οποίοι ονομάζονται ευριστικοί κανόνες (heuristics) και δεύτερον, η διατύπωση του προβλήματος (framing) επηρεάζει την απόφαση. Οι ευριστικοί κανόνες, αποτελούν μηχανικές και μη ορθολογικές διεργασίες αποφάσεων τις οποίες τα άτομα φαίνεται να χρησιμοποιούν σε πλήθος προβλημάτων. Σύμφωνα με τους Newel & Simon, (1972) όταν υπάρχουν εναλλακτικές προτάσεις για την λύση ενός προβλήματος οι άνθρωποι ακολουθούν ευριστικούς κανόνες για να καταλήξουν στη λύση. Βέβαια ένα βασικό μειονέκτημα

των ευριστικών κανόνων είναι ότι πολλές φορές μπορεί να προκαλέσουν ευριστικά λάθη που δύσκολα διορθώνονται. Σύμφωνα με τους Barberis και Thaler υπάρχουν δυο κατηγορίες κανόνων συμπεριφοράς, κανόνες με βάση τις πεποιθήσεις και κανόνες με βάση τις προτιμήσεις.

3.3 1 Πεποιθήσεις

Οι πεποιθήσεις καθορίζουν το πώς οι επενδυτές διαμορφώνουν τις προσδοκίες τους. Οι ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων και οι οποίοι βασίζονται στις πεποιθήσεις δίνονται παρακάτω.

Υπέρ-αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Υπέρ-αυτοπεποίθηση ονομάζεται η τάση των ανθρώπων να βλέπουν τις επιλογές τους ως ορθολογικές και να έχουν υπερβολική εμπιστοσύνη (overconfidence) στις επιλογές τους, ειδικά σε γνωστικά αντικείμενα για τα οποία έχουν κάποια γνώση. Ο Mahajan (1992), ορίζει την υπέρ-αυτοπεποίθηση ως μία υπερεκτίμηση των πιθανοτήτων για ένα σύνολο γεγονότων. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση προκύπτει όταν υπερβάλλουμε για τις προβλεπτικές μας ικανότητες και αγνοούμε την επίδραση αλλαγών ή εξωτερικών συνθηκών σύμφωνα με τους Alpert και Raiffa (1982), η εμπιστοσύνη που δείχνουν τα άτομα στον εαυτό τους για να προβλέψουν μεγέθη τους οδηγεί σε λάθος εκτιμήσεις. Η υπέρ-αυτοπεποίθηση, μπορεί ενίοτε να καθορίζεται και από δυο άλλους παράγοντες: κατάκτηση υψηλών αποδόσεων στο παρελθόν και εσωτερική πληροφόρηση. Οι επενδυτές μπορεί να αποκτήσουν υπέρ-αυτοπεποίθηση μετά από πολλές επιτυχίες στο παρελθόν (Gervais και Odean, 2001).

Μια παρενέργεια αυτού του χαρακτηριστικού της συμπεριφοράς είναι και η ψευδαίσθηση έλεγχου (illusion of control). Η "ψευδαίσθηση του ελέγχου", μπορεί να δημιουργήσει αναισθησία στην υποδοχή νέων πληροφοριών, να εμποδίσει τη γνώση και να προδιαθέσει μεγαλύτερη ανάληψη κινδύνου

Επίσης η υπερεμπιστοσύνη μπορεί να κάνει τους επενδυτές να αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους με μεροληπτικό τρόπο.

Για παράδειγμα όταν οι επενδυτές παρατηρούν τις νέες δημοσιευμένες πληροφορίες τείνουν να υπερσταθμίζουν τις νέες πληροφορίες όταν συμφωνούν με τις

πεπειθήσεις τους, και να υποσταθμίζουν τις νέες πληροφορίες όταν δεν συμφωνούν με τις πεπειθήσεις τους.

Δηλαδή τείνουν να αποδίδουν τα γεγονότα που επιβεβαιώνουν τις πεπειθήσεις τους στην υψηλή τους ικανότητα και τα γεγονότα που δεν επιβεβαιώνουν τις πεπειθήσεις τους στην τύχη (self-attribution bias).

Εάν το κάνουν αυτό (self-attribution bias) συστηματικά θα καταλήξουν πιστεύουν ότι έχουν ικανότητες άνω του μέσου όρου και άρα θα οδηγηθούν στο να έχουν υπερεμπιστοσύνη στο εαυτό τους.

Αν συνδεθεί πάντως η υπερεμπιστοσύνη με την αντιπροσωπευτικότητα φαίνεται ότι υπάρχει κίνδυνος παρορμητικά άτομα να αρχίσουν να βλέπουν τάσεις σε εντελώς τυχαία δεδομένα και στοιχεία ή θα νιώθουν ότι αναγνωρίζουν την προέλευση άρα και την σημασία γεγονότων με αποτέλεσμα να νιώθουν μεγαλύτερη εμπιστοσύνη στον εαυτό τους και την κρίση τους από ότι θα έπρεπε. Η υπέρ-εμπιστοσύνη μπορεί να χωριστεί σύμφωνα με τον M. Pompian (2006), σε υπερεμπιστοσύνη για μελλοντικές προβλέψεις (prediction overconfidence) και υπέρ-εμπιστοσύνη σιγουριάς (certainty overconfidence).

Αντιπροσωπευτικότητα (Representativeness)

Η αντιπροσωπευτικότητα είναι ένας εριστικός κανόνας τον οποίο χρησιμοποιούν οι άνθρωποι όταν πρόκειται να πάρουν μια απόφαση (Kahneman και Tversky (1972, 1974). Προσπαθούν να βρουν κοινά σημεία μεταξύ των προοπτικών που τους παρουσιάζονται και αυτών που έχουν στην μνήμη τους ή θεωρούν ότι τυχαία ενδεχόμενα είναι αντιπροσωπευτικά συγκεκριμένων καταστάσεων.

Μετά θεωρούν ότι οι πιθανότητες που ισχύουν για τις γνωστές καταστάσεις θα ισχύουν και για τις υπόλοιπες (άγνωστες ή νέες) αγνοώντας τους νόμους των πιθανοτήτων και τον κανόνα Bayes. Στις περισσότερες περιπτώσεις, η αντιπροσωπευτικότητα αποτελεί έναν χρήσιμο εριστικό κανόνα. Ωστόσο, μπορεί να περιέχει και σοβαρά συστηματικά λάθη.

Παρόλο που αυτό είναι χρήσιμο στην καθημερινή ζωή, συχνά οδηγεί τους ανθρώπους σε στερεότυπα και γνωστικές προκαταλήψεις. Χρησιμοποιώντας την αντιπροσωπευτικότητα συχνά αγνοείται η σχετική συχνότητα με την οποία ένα γεγονός συμβαίνει (base rate neglect).

Συντηρητισμός (Conservatism)

Ο συντηρητισμός αναφέρεται στην σταδιακή και αργή ή και αδυναμία αλλαγής απόψεων και ειλημμένων αποφάσεων στην παρουσία νέας πληροφόρησης. Σύμφωνα με τον Slovic,(1972) μία πιθανή αιτία του συντηρητισμού είναι η ανικανότητα των ατόμων να κάνουν τον βέλτιστο συνδυασμό και ανάλυση διαφορετικών πληροφοριών. Φαίνεται ότι τα άτομα προσαρμόζουν τις προηγούμενες αντιλήψεις τους στην σωστή κατεύθυνση αλλά πολύ λίγο ποσοτικά σε σχέση με τον ορθολογικό τρόπο που αναμένεται από ένα άτομο που σκέφτεται σύμφωνα με τον κανόνα Bayes. Ένας ειδικός τύπος συντηρητισμού είναι η “αποστροφή για την αβεβαιότητα” (aversion to ambiguity), ο φόβος δηλαδή που έχουν τα άτομα για το άγνωστο ή για περιπτώσεις που οι κατανομές πιθανοτήτων δεν είναι υποκειμενικά γνωστές. Τότε, τα άτομα τείνουν να παίρνουν πιο “ασφαλείς” αποφάσεις Παρόλο που ο συντηρητισμός διαφέρει από την αντιπροσωπευτικότητα, ωστόσο υπάρχει μία σχέση μεταξύ τους. Αν το δείγμα ενός υποδείγματος είναι αντιπροσωπευτικό, τότε τα άτομα υπερεκτιμούν τα δεδομένα. Ωστόσο, αν τα δεδομένα ενός δείγματος δεν είναι αντιπροσωπευτικά, τα άτομα αντιδρούν λιγότερο στα δεδομένα και βασίζονται περισσότερο σε προηγούμενες εκτιμήσεις τους.

Προσκόλληση- Αγκίστρωση (Anchoring)

Η προσκόλληση- αγκίστρωση είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται όταν οι άνθρωποι προσκολλώνται σε κάποια συγκεκριμένα δεδομένα και βασίζουν την κρίση τους σε μεγάλο βαθμό σε ένα μέρος της συνολικής πληροφόρησης. Όταν έρθει νέα πληροφόρηση προσαρμόζουν την κρίση τους με βάση την συγκεκριμένη πληροφορία ή το σημείο αναφοράς στο οποίο έχουν αγκιστρωθεί. Αυτό το γεγονός δημιουργεί συχνά λάθη. Και αυτό γιατί τα άτομα τείνουν να επηρεάζονται κυρίως από προηγούμενες τιμές του στοιχείου που αξιολογούν ή τείνουν να έχουν στο μυαλό τους κατά τη διαδικασία αξιολόγησης μερικά σημεία αναφοράς ή προσκόλλησης (anchors). Οι Kahneman και Tversky (1973) θεωρούν ότι όταν τα άτομα διαμορφώνουν εκτιμήσεις συχνά ξεκινούν από μία αυθαίρετη τιμή και μετά υιοθετούν μία διαδικασία προσαρμογής. οι παρελθούσες τιμές ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να αποτελέσουν σημείο αναφοράς για τη λήψη μελλοντικών επενδυτικών αποφάσεων. Η προσκόλληση είναι πιθανό να εμποδίσει

τους επενδυτές να αναπροσαρμόσουν έγκαιρα τις αντιλήψεις τους, με αποτέλεσμα να υπό-αντιδρούν (underreact) όταν παρουσιάζονται νέα δεδομένα

Η γνώση της συμπεριφοράς αυτή έχει πολλές εφαρμογές σε πολλούς τομείς των οικονομικών, όπως στις πωλήσεις όταν η αρχική τιμή ενός προϊόντος τίθεται ψηλά με στόχο να αγκιστρώσει τους πιθανούς πελάτες σε μία υψηλή τιμή και να ξεκινήσει η διαπραγμάτευση από αυτό το επίπεδο. Η αγκίστρωση μπορεί να προκύψει ως παρενέργεια μίας άλλης συνήθους ανθρώπινης συμπεριφοράς, του συντηρητισμού. Επίσης στην κατηγορία των πεποιθήσεων περιλαμβάνεται και η μεροληψία διαθεσιμότητα, (Availability Biases), Το Λάθος του Τζογαδόρου (Gambler's Fallacy), Η Συμπεριφορά της Αγέλης (Herding), Αισιοδοξία/Θετική σκέψη (Optimism, Wishful Thinking), Προσκόλληση στις πεποιθήσεις (Belief Perseverance)

3.3.2 ΠΡΟΤΙΜΙΣΕΙΣ

Η Θεωρία της Προοπτικής (Prospect Theory)

Η θεωρία της προσδοκώμενης χρησιμότητας έχει επικρατήσει γενικά ως ένα κανονιστικό υπόδειγμα ορθολογικής επιλογής και είναι ευρέως εφαρμόσιμη ως ένα περιγραφικό υπόδειγμα της οικονομικής συμπεριφοράς. Όμως, η θεωρία αυτή βασίζεται σε αξιώματα τα οποία θα πρέπει να επιβεβαιώνονται από πραγματικά δεδομένα αλλιώς μπορεί να αμφισβητηθεί η εγκυρότητά τους. Το 1979, ο ψυχολόγος Daniel Kahneman και ο οικονομολόγος Amos Tversky, θεώρησαν σημαντική τη δημιουργία μίας θεωρίας που θα εξηγούσε τις παραβιάσεις της θεωρίας της προσδοκώμενης χρησιμότητας. (Αλεξάκης 2008). Οι Kahneman και Tversky (1979), έδειξαν ότι οι προτιμήσεις των ατόμων συστηματικά παραβιάζουν αυτή την αρχή. Έδειξαν ότι τα άτομα δίνουν μεγαλύτερη στάθμιση σε ενδεχόμενα τα οποία θεωρούν βέβαια, παρά σε ενδεχόμενα που τα θεωρούν απλά πιθανά (Certainty effect). Η κύρια ιδέα της θεωρίας της προοπτικής είναι η αποδοχή της υπόθεσης ότι τα άτομα δεν συμπεριφέρονται πάντα ορθολογικά. Η θεωρία αυτή αποδέχεται ότι υπάρχουν συστηματικά λάθη που κινητοποιούνται από ψυχολογικούς παράγοντες και επηρεάζουν τις επιλογές των ατόμων υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Θεωρεί τις προτιμήσεις ως μία συνάρτηση «βαρών απόφασης» και υποθέτει ότι αυτά τα βάρη δεν ταιριάζουν πάντα με πιθανότητες.

Αποστροφή Ζημίας (Loss Aversion)

Η συνάρτηση χρησιμότητας των Kahneman και Tversky δείχνει ασυμμετρία μεταξύ των χρησιμοτήτων που τα άτομα ενσωματώνουν στα κέρδη και στις ζημίες. Αυτή η ασυμμετρία καλείται αποστροφή ζημίας και σαν έννοια εκφράστηκε πρώτη φορά στην μελέτη τους το 1979. Ο Shefrin (2001) υπέθεσε αναφορικά με το θέμα ότι η αποστροφή ζημίας μπορεί να μετριαστεί από τον πανικό στον οποίο μπορεί να βρεθεί ο επενδυτής οδηγώντας σε απεμπόληση των μετοχών όταν συνειδητοποιήσει ότι αρχίζει να χάνει.

Σύμφωνα με τον Rabin (2000) οι επενδυτές αποφεύγουν υπερβολικά τον κίνδυνο όταν αντιμετωπίζουν διλήμματα που περιέχουν μεγάλα ποσά. Οι εμπειρικές μελέτες γύρω από το θέμα σύμφωνα με τον Σπύρου (2009), έχουν καταλήξει ότι ο συντελεστής αποστροφής ζημίας (Loss aversion coefficient) είναι γύρω στο δυο, δηλαδή η ζημία ενός ποσού X είναι περίπου δυο φορές πιο οδυνηρή από την ευχαρίστηση του να κερδίζει κάποιος ένα ποσό X . Αν συνδυάσουμε την αποστροφή ζημίας με την τάση που έχουν τα άτομα να αποτιμούν τις επενδυτικές τους στρατηγικές σποραδικά και να αγνοούν γεγονότα που μπορεί να συμβούν μετά τη λήξη του επενδυτικού ορίζοντα καλείται μυωπική αποστροφή ζημίας (myopic loss aversion).

Φαινόμενο της Πλαισίωσης της Προοπτικής (framing)

Το φαινόμενο της πλαισίωσης της προοπτικής αναφέρει ότι ο τρόπος που παρουσιάζεται ή πλαισιώνεται μία προοπτική επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την απόφαση του επενδυτή

Η ύπαρξη αυτού του φαινομένου παραβιάζει την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία περί ορθολογικής επιλογής, η οποία υποθέτει ανεξαρτησία του πλαισίου αναφοράς του προβλήματος (frame independence), δηλαδή ότι η πλαισίωση του προβλήματος δεν επηρεάζει την απόφαση.

Νοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Η έννοια της νοητικής λογιστικής χρησιμοποιήθηκε αρχικά για να εξηγήσει την προτίμηση των επενδυτών για μερίσματα. Ο Thaler (1985) περιγράφει τη νοητική λογιστική ως μία τάση των ατόμων να κωδικοποιούν, να κατηγοριοποιούν και να αξιολογούν οικονομικές εκροές ομαδοποιώντας τα χρεόγραφα τους σε έναν αριθμό νοητικών λογαριασμών. Οι Shefrin και Thaler (1988), θεωρούν ότι τα άτομα δημιουργούν νοητικά λογιστικά συστήματα που λειτουργούν με τον ίδιο τρόπο όπως οι επιχειρήσεις και ότι ξεχωρίζουν τον πλούτο τους σε τρεις λογαριασμούς: το τρέχον εισόδημα, τα περιουσιακά στοιχεία και το μελλοντικό εισόδημα. Η ιδέα της νοητικής λογιστικής εξηγεί γιατί πολλοί άνθρωποι προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες και προσφορές από πράγματα που δεν χρειάζονται.

3.4 Η εξήγηση της συμπεριφορικής χρηματοοικονομικής περί μερισμάτων

Στην κλασική εποχή σύμφωνα με τους MM (1961) η μερισματική πολιτική είναι άμεσα συνδεδεμένη με ένα περιβάλλον χωρίς φόρους, κόστη συναλλαγών και ασύμμετρη πληροφόρηση.

Τα βασικά ερώτημα όμως είναι εάν σε ένα περιβάλλον με φόρους, κόστη συναλλαγών και ασύμμετρη πληροφόρηση πώς αυτά τα τρία στοιχεία παίζουν καθοριστικό ρόλο στην χάραξη της μερισματικής πολιτικής? Οι φόροι, τα κόστη συναλλαγών και η ασύμμετρη πληροφόρηση μπορεί να προβλέψουν στοιχεία για τα μερίσματα?

Οι φόροι, τα κόστη συναλλαγών και η ασύμμετρη πληροφόρηση δεν παίζουν πρωταγωνιστικό ρόλο στην νεοκλασική θεωρία περί μερισμάτων αλλά έχουν κεντρικό ρόλο στην συμπεριφορική θεωρία για την μερισματική πολιτική. Υπάρχουν μια σειρά ψυχολογικών παραγόντων τα οποία εξηγούν την πλαισίωσης της προοπτική (Framing) σύμφωνα με το οποίο ο τρόπος που παρουσιάζεται ή πλαισιώνεται μία προοπτική επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την απόφαση του επενδυτή και οδηγούν τους επενδυτές να βρίσκουν ελκυστικά τα μερίσματα. Η επιστήμη της ψυχολογίας αποτελείται από τρία συστατικά:

- Behavior life cycle hypothesis: η οποία επικεντρώνεται στον αυτοέλεγχο και στη μέτρηση του συναισθήματος των επενδυτών

- Hedonic editing
- Regret: μετάνοια

Οι Sherfin και Statman (1984) έχουν πραγματοποιήσει έναν σημαντικό αριθμό εμπειρικό ερευνών σχετικά με την συμπεριφορική προσέγγιση των μερισμάτων. Στις έρευνες τους ανέδειξαν ότι υπάρχει αλληλεπίδραση των υποθέσεων της συμπεριφορικής προσέγγιση με την ηλικία, το εισόδημα και το λεγόμενο retirement status (κατάσταση αποχώρησης) προάγοντας δύο σημαντικές σχέσεις σχετικά με την προτίμηση των μερισμάτων από τους επενδυτές, δηλαδή πρώτον τη σχέση κατανάλωσης και προτίμησης μερισμάτων και δεύτερον της σχέσης ανοχής του κινδύνου και προτίμησης μερίσματος. Κάποιες από τις εμπειρικές έρευνες οι οποίες έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με την συμπεριφορική εξήγηση των μερισμάτων είναι των Dong, Robindon και Veld (2005), Graham και Kumar (2006), Baker, Nagel και Wurgler (2007), Rantapuska και Kaustia (2007) αλλά πρωτοπόροι των ερευνών αυτών είναι οι Sherfin και Statman (1984). Οι οποίες στηρίζουν την υπόθεση ότι η συμπεριφορική θεωρία για τα μερίσματα εξηγεί την επιρροή της ηλικίας, του εισοδήματος και της κατάστασης των επενδυτών στην σχέση μεταξύ καταναλωτικών προτιμήσεων και προτίμησης μερισμάτων καθώς και η ψυχολογική προσέγγιση της συμπεριφορικής θεωρίας εξηγεί τη σχέση μεταξύ ανοχή κινδύνου και προτίμησης μερίσματος.

Έχουν αναπτυχθεί δύο βασικές θεωρίες σύμφωνα με την συμπεριφορική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής η πρώτη είναι η θεωρία σχετικά με τον κύκλο ζωής της επιχείρησης (**The firm life cycle theory**) και η θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (**the catering theory of dividend**). Και τις δυο θεωρίες θα αναλύσουμε παρακάτω αλλά θα εστιάσουμε περισσότερο στη δεύτερη θεωρία.

3.5 Θεωρία του κύκλου ζωής (The firm life cycle theory)

Η θεωρία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι καθώς μια επιχείρηση πλησιάζει προς τη λήξη του κύκλου ζωής της έχει τη δυνατότητα να δημιουργεί μετρητά και να βρίσκει κερδοφόρες επενδυτικές δραστηριότητες. Η λογική επιλογή είναι να δοθούν οι χρηματοροές (free cash flow) στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος. Σύμφωνα με

την αυτή την θεωρία οι νέες εταιρίες δίνουν λιγότερα μερίσματα. Αυτό συμβαίνει διότι οι νέες επιχειρήσεις έχουν περιορισμένους πόρους και αυτό οδηγεί στο να παρακρατούν κέρδη ώστε να επενδύσουν σε νέες κερδοφόρες επενδυτικές δραστηριότητες που ίσως τους παρουσιαστούν. Αντιθέτως οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη κερδοφορία και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες όποτε προτιμούν να διανέμουν μέρισμα. Επίσης οι νέες επιχειρήσεις με την άνω διαδικασία μπαίνουν σε τροχιά ανάπτυξης, τότε οι επενδυτικές ευκαιρίες τείνουν να περιοριστούν, η ανάπτυξη και η κερδοφορία σταθεροποιούνται, ο συστηματικός κίνδυνος μειώνεται και επομένως δημιουργούνται περισσότερα διαθέσιμα μετρητά από ότι νέες κερδοφόρες επενδύσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία the firm life cycle theory σχετικά με τα μερίσματα προβλέπει ότι μια επιχείρηση θα αρχίσει να πληρώνει μέρισμα όταν η ανάπτυξη και η κερδοφορία αναμένονται να μειωθούν στο μέλλον. Αυτή η παραδοχή αποτελεί και μια αντίθεση με τη θεωρία των σημάτων (signaling theory) σύμφωνα με την οποία όταν μια επιχείρηση πληρώνει μέρισμα αυτό αυτομάτως συνεπάγεται ότι η αγορά θα το αντιληφθεί θετικά και η επιχείρηση χαρακτηρίζεται κερδοφόρα και με δυνατότητες ανάπτυξης. Αντιθέτως με την signaling theory και βασιζόμενοι στις υποθέσεις της θεωρίας THE FIRM LIFE CYCLE THEORY οι Bernartzi, Michaely και Thaler (1997) υποστηρίζουν ότι οι αύξηση των μερισμάτων δεν συνεπάγεται και αύξηση στα κέρδη και στην ανάπτυξη. Οι Grullon, Michaely και Subramanian αναφέρουν 'ότι η κερδοφορία μειώνεται μετά την αύξηση μερισματος και αυξάνεται όταν τα μερίσματα μειωθούν. Επίσης οι Bulan, Subramanian και Thaler (2007) υποστήριξαν ότι μια επιχείρηση εγκαινιάζει την μερισματική της πολιτική αφού φτάσει στη λήξη του κύκλου ζωής της. Οι De Angelo, De Angelo και Stulz (2006) έχουν βρει στοιχεία τα οποία δηλώνουν ότι μια επιχείρηση πληρώνει μέρισμα το οποίο είναι συσχετισμένο με το μίγμα κεφαλαίου που προέρχεται από κέρδη (earned capital) και συνεισφέρον κεφάλαιο (contribute capital) της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Επιχειρήσεις με μεγαλύτερο ποσοστό σε κεφάλαιο προερχόμενο από κέρδη είναι συνήθως περισσότερο επιρρεπής στην διανομή μερισματος. Ο Grullon et al (2002) θεωρεί ότι οι επιχειρήσεις αυξάνουν τα μερίσματα όταν μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος. Από την άλλη πλευρά ο Bulan et al (2007) απέδειξε ότι ο συστηματικός κίνδυνος δεν μειώνεται μετά την πληρωμή μερισματος. Επίσης ισχυρίζεται καθώς μια επιχείρηση πλησιάζει προ τη λήξη της επιχειρηματικής ζωής της τα στελέχη δεν επενδύουν σε νέες ευκαιρίες αλλά προτιμούν να πληρώνουν μερίσματα. Ακόμα ένας παράγοντας που συνδέεται με την θεωρία του κύκλου ζωής της επιχείρησης σχετικά

με τα μερίσματα σύμφωνα με το Grullon et al(2002) είναι επίσης το agency cost. Όταν το agency cost χαρακτηριστεί ως στοιχείο του κόστους κεφαλαίου τότε η θεωρία του κύκλου ζωής της επιχείρησης (the firm life cycle theory) όσο αφορά τα μερίσματα έχει τα ίδια αποτελέσματα με τη συμπεριφορά μιας επιχείρησης όταν φτάσει στη λήξη, δηλαδή η επιχείρηση «γεννά» περισσότερα μετρητά και δεν προσανατολίζεται στην επένδυση αυτών σε νέες επενδυτικές ευκαιρίες επομένως κύριο μέλημα της διοίκησης της επιχείρησης είναι η διανομή μερίσματος προς τους μετόχους. Οι Fama και French (2001) απέδειξαν ότι επιχειρήσεις με υψηλή κερδοφορία και χαμηλές δυνατότητες για ανάπτυξη τείνουν να παρακρατούν τα κέρδη τους.

Εν κατακλείδι, Η θεωρία του κύκλου ζωής όσο αφορά τα μερίσματα «συγγενεύει» με την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση, Μια αλλαγή στην μερισματική πολιτική δίνει «σήματα» για αλλαγές του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Εμπειρικά ευρήματα απέδειξαν ότι η Life cycle theory of dividend καθορίζεται από την τάση για πληρωμή μερίσματος και από τα χαρακτηριστικά του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Εταιρίες νέες σπάνια πληρώνουν μερίσματα ,ενώ εταιρίες που πλησιάζει ο κύκλος ζωής τους προ τη λήξη προτιμούν την πληρωμή μερίσματος. Ένας άλλος παράγοντας ο οποίος καθορίζει την πληρωμή ή όχι μερίσματος είναι το λεγόμενο timing που απεικονίζει τον χρόνο «ευκαιρίας». Ο χρόνος ευκαιρίας εξαρτάται από την ευαισθησία της αγοράς για την πληρωμή- αξιολόγηση μερίσματος/μετοχών.Αυτή η ευαισθησία μελετήθηκε εκτενέστερα από τους Baker – Wurgler’s (2004) είναι η λεγόμενη The catering Theory of Dividends οι οποίοι προσπάθησαν να καθορίσουν τον Dividend Premium .Την συγκεκριμένη θεωρία θα αναλύσουμε εκτενέστερα στις συνέχειες.

3.6 θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (The catering theory of dividends)

3.6.1 Εισαγωγή

Ο Black (1976.page,8) είπε“ εμείς βλέπουμε την εικόνα των μερισμάτων ,τα περισσότερα από αυτά φαίνονται όπως ένα πάζλ με απεριόριστα κομμάτια”

Γενικά η εξήγηση της μερισματικής πολιτικής αποτελεί ένα από τα πιο δημοφιλή θέματα στο τομέα του corporate finance. Μετά τη θεωρία των MM(1961) όπου η

μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία των μετοχών αναπτύχθηκαν πάρα πολλές μελέτες σχετικά με την μερισματική πολιτική και τις ατελείς αγορές. Οι Ross, Westerfield και Jaffe (2002) στήριξαν ότι η πληρωμή μερίσματος είναι πάρα πολύ σημαντική. Ο Allen και Michaely σημείωσαν ότι οι αποφάσεις για την πληρωμή μερισμάτων αλληλεπιδρούν με την επένδυση και την χρηματοδότηση. Παράλληλα με τις θεωρητικές μελέτες πραγματοποιήθηκαν και πολλές εμπειρικές έρευνες όπως για παράδειγμα οι Fama και French και αργότερα οι Amihud και LI (2006) χρησιμοποίησαν στοιχεία σχετικά με τα μερίσματα των βιομηχανικών μονάδων της U.S και βρήκαν ότι το 65.5% από την λίστα των επιχειρήσεων πλήρωσαν μέρισμα το 1978 και μόνο το 20,8% δεν πλήρωσαν μέρισμα. Το 1999 οι Fama και French έδειξαν αυτή η δραματική πτώση στη διανομή των μερισμάτων οφείλεται στην αλλαγή των χαρακτηριστικών των δημόσιων συναλλαγών των επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις μετατράπηκαν σε μικρότερες με χαμηλά έσοδα και υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης οι οποίες ήταν λιγότερο προσανατολισμένες στην πληρωμή μερισμάτων. Αποκάλεσαν το φαινόμενο «lower propensity to pay the disappearing dividends». Επίσης πολλές έρευνες πραγματοποιήθηκαν και στην Ευρώπη χωρίς όμως να υπάρξουν πολλά συμπεράσματα λόγω έλλειψη στοιχείων. Οι Baker και Wurgler (2002) προσπάθησαν να εξηγήσουν τη δραματική μείωση των μερισμάτων στις Η.Π.Α. Προσπάθησαν να εξηγήσουν όλους τους παράγοντες που οδήγησαν σε αυτή την δραματική μείωση των μερισμάτων, Οι παράγοντες αυτοί είναι το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost), η ασύμμετρη πληροφόρηση, η έκδοση stock options, το tax-code awareness, το dividend clientele και η θεωρία επιθυμιών του επενδυτή (catering to investor sentiment). Οι Baker και Wurgler (2002) υποστήριξαν ότι τα ερεθίσματα αποτελούν την κατάλληλη εξήγηση για την τάση πληρωμής μερίσματος. Στο σημείο αυτό αναπτύσσεται η θεωρία του catering. Οι Baker και Wurgler αποτελούν οι θεμελιωτές της The catering theory of dividend. Υποστηρίζουν ότι τα στελέχη διανέμουν στους μη ορθολογικούς επενδυτές αυτό που ζητήσουν με τη μορφή μερίσματος ή με τη μορφή μετοχών και ωθούν τις τιμές των μετοχών πάνω από τη θεωρητική τους τιμή. Θεωρούν ότι οι ψυχολογικοί παράγοντες και χαρακτηριστικά των επενδυτών διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διανομή μερίσματος. Ωστόσο ο Long ήδη από το 1978 έχει ήδη αναφερθεί ότι οι επιθυμίες των επενδυτών μπορεί να βοηθήσουν στην εξήγηση της μερισματικής πολιτικής. Επίσης ο Long απέδειξε ότι υπάρχει διαφορά στις τιμές των μετοχών που δίνουν μέρισμα με τη μορφή μετρητών από αυτό που δίνουν μέρισμα με τη μορφή

μετοχών. Γενικά τα μερίσματα μετρητά αποτελούν σημαντικό χαρακτηριστικό της επιθυμίας των επενδυτών. Η διαφορά στην τιμή στις δυο αυτές μορφές μερισμάτων αλλάζει συνεχώς όπου σύμφωνα με τους Porteba (1986) και Hubbard και Michaely (1997) θεωρούν ότι η παραδοσιακή θεωρία δεν μπορεί να εξηγήσει αυτές τις συναρτήσεις.

3.6.2 Θεωρία των επιθυμιών των επενδυτών (The catering theory of dividends-Baker and Wurgler)

Θεμελιωτές της θεωρίας είναι οι Baker and Wurgler(2004a) ,οι οποίοι προσπαθούν να προβλέψουν τι ωθεί τα στελέχη ώστε να αποφασίσουν εάν θα διανείμουν μέρισμα ή όχι? Η catering theory of dividend υποστηρίζει ότι τα στελέχη δίνουν στους επενδυτές ότι τους ζητήσουν. Οι Baker and Wurgler (2004a) υποστηρίζουν πως η ζήτηση για μερίσματα από τους επενδυτές είναι ο παράγοντας που ωθεί τα στελέχη στο να πάρουν την απόφαση για το εάν θα δώσουν η όχι μέρισμα. Σύμφωνα με την catering theory τα στελέχη διανείμουν μέρισμα όταν οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν ένα επιπλέον ποσό (premium) για μια μετοχή ,ενώ δεν διανέμουν μέρισμα όταν οι επενδυτές είναι αδιάφοροι. Στην εμπειρική έρευνα τους οι Baker και Wurgler προσπαθούν να προβλέψουν εάν η διανομή ή όχι μερισμάτων εξαρτάται από το premium που είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν για μια μετοχή που δίνει μέρισμα ή από τη διαφορά που προκύπτει μεταξύ των τιμών εκείνων των μετοχών που δίνουν μέρισμα και εκείνων που δεν δίνουν. Το αποτέλεσμα της έρευνας έδειξε ότι η θεωρία του catering ισχύει κάποιες φορές στην πραγματικότητα αλλά δεν είναι πανάκεια.Υπάρχουν έρευνες οι οποίες απέδειξαν ότι πολλά στελέχη έχουν λάβει υπόψη τις επιθυμίες των μετόχων πριν την πληρωμή ή όχι μερίσματος. Στη συνέχεια θα αναλύσουμε το μοντέλο που χρησιμοποίησαν οι Baker και Wurgler ώστε να αναλύσουν την catering theory of dividends

Μοντέλο κατά Baker και Wurgler

Γενικά

Σύμφωνα με το εμπειρικό τους μοντέλο οι επενδυτές κατηγοριοποιούν τις επιχειρήσεις σε επιχειρήσεις που πληρώνουν μέρισμα (dividend payers) και σε αυτές που δεν πληρώνουν μέρισμα (dividend no payers)

Το εμπειρικό μοντέλο περιλαμβάνει τρεις βασικές υποθέσεις

- Για ψυχολογικούς και θεσμικούς λόγους η ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα είναι ποικιλόμορφη κάθε στιγμή και συνήθως υπάρχει ζήτηση των επενδυτών για μετρητά μερίσματα.
- Υπάρχουν περιορισμοί στο arbitrage (αντίθετα με τους MM) όπου αυτοί οι περιορισμοί επιτρέπουν η ζήτηση των επενδυτών να επηρεάσει την τιμή των μετοχών καθώς και την τιμή των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα και αυτών που δεν πληρώνουν.
- Οι managers διανέμουν μέρισμα στους επενδυτές όταν οι δεύτεροι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν επιπλέον ποσό χρημάτων (premium) για μια μετοχή με υψηλότερη μερισματική απόδοση
Στην ουσία μια επιχείρηση που πριν δεν έδινε μέρισμα αρχίζει τώρα να δίνει μέρισμα όταν οι μετοχές των μετοχών που δίνουν μέρισμα διαπραγματεύονται σε premium .Αντίθετα σταματάει μια εταιρία να δίνει μέρισμα όταν η τιμή της μετοχής διαπραγματεύεται σε discount .
Λίγο πριν προχωρήσουμε στην περιγραφή του μοντέλου είναι σωστό να ορίσουμε την έννοια του Dividend Premium .Θεωρητικά ορίζεται ως η τιμή των εταιριών που δίνουν μέρισμα σε σχέση με την τιμή των εταιριών που δεν διανέμουν μέρισμα .

Αρχικά σύμφωνα με το μοντέλο το κόστος πληρωμής μερίσματος περιλαμβάνει όλα τα κόστη πληρωμής όπως τους φόροι και το κόστος εκτεταμένου δανεισμού.

ΔΟΜΗ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Έχουμε μια εταιρία με Q αριθμό μετοχών

Την χρονική στιγμή $t=1$: terminal time ,η εταιρία πληρώνει $V=F+e$

F: αναμενόμενη θεωρητική τιμή

e : τυπική κανονική μεταβλητή με μέσο μηδέν

Την χρονική στιγμή $t=0$

Οι managers αποφασίζουν να διανείμουν μέρισμα. (d).Υπάρχει κόστος από την διανομή μερίσματος c καθώς και κόστος λόγω της πληρωμής μερίσματος το οποίο μειώνει και την ρευστότητα της επιχείρησης από $d(1+c)$. Το μοντέλο περιλαμβάνει δύο κατηγορίες επενδυτών οι category investors και arbitrageurs investors.

Χαρακτηριστικά των arbitrageurs investors.

- Έχουν ένα επίπεδο απέχθειας στον κίνδυνο ,το οποίο παραμένει σταθερό στο χρόνο
- Είναι ορθολογικοί επενδυτές
- Έχουν πλήρη εικόνα του κόστους μερίσματος /μετοχή(c)

Χαρακτηριστικά των category investors.

- Είναι μη ορθολογικοί επενδυτές
- Έχουν έλλειψη γνώσης του κόστους (c)
- Θεωρούν την διανομή μερίσματος πολύ σημαντική για πολλούς λόγους

Οι λόγοι που θεωρούν οι category investors σημαντική τη διανομή μερίσματος είναι πρώτον σύμφωνα με τους Black και Scholes (1974) το “the clientele effect” ,δεύτερον σύμφωνα με τους Allen ,Bernardo και Welch (2000) υπάρχει μια παραδοχή ότι οι εταιρίες που δίνουν μέρισμα ενέχουν λιγότερο κίνδυνο. Επίσης πολλοί επενδυτές θεωρούν ότι η έλλειψη μερισμάτων σημαίνει ύπαρξη κερδοφόρων επενδύσεων και αντίθετα η πληρωμή μερίσματος συνεπάγεται έλλειψη κερδοφόρων επενδύσεων. Τέλος σύμφωνα με τους Thaler και Sherfin (1981) και με Sherfin και Statman (1984) ,η ζήτηση για μερίσματα μπορεί να εξηγηθεί από την prospect theory(θεωρία προοπτικής) και το γεγονός ότι οι επενδυτές είναι risk averse (απεχθάνονται τον κίνδυνο)

Η ρευστότητα για τους payers είναι (V^D) και για τους non payers (V^G). category investors έχουν aggregate risk tolerance γ και οι arbitrageurs investors. γ^A . Οι arbitrageurs αναμένουν η ρευστότητα να είναι F για τους payers και $F-cd$ για τους non payers.

Την χρονική στιγμή $t=0$ η ζήτηση και των δυο κατηγοριών επενδυτών είναι K ($k = C$ for category investors, $k = A$ for arbitrageurs) όπου ισχύει $EC(V) = V(d; D)$ και $E^A(V) = F - cd$ (Li and Lie, 2006, p. 296) και αυτή η σχέση ισούται

$$Do^k = \gamma k^* (E^k(V) - P_0)$$

Όταν υπάρχει ισορροπία στην αγορά ισχύει $Do^C + Do^A = Q$ η 'άνω σχέση προέρχεται από την τιμή των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα (P^D) και την τιμή ανάπτυξης της επιχείρησης (P^G) (Baker και Wurgler, p, 1129) επομένως έχουμε:

$$P_0 = \begin{cases} P_0^D \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} V^D + \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} (F - c) - \frac{Q}{\gamma + \gamma^A} \\ P_0^G \equiv \frac{\gamma}{\gamma + \gamma^A} V^G + \frac{\gamma^A}{\gamma + \gamma^A} F - \frac{Q}{\gamma + \gamma^A} \end{cases}$$

Οι managers είναι ουδέτεροι στον κίνδυνο και τους ενδιαφέρει η κύρια αξία των μετοχών και η συνολική αξία των συνολικών διανομών η οποία μπορεί να επηρεάσει το κόστος c . Σε βραχυχρόνια μη αποτελεσματική αγορά τα στελέχη αποφασίζουν να μεγιστοποιήσουν είτε τη μακροχρόνια θεωρητική τιμή όπως ορίζεται από την επενδυτική πολιτική, είτε η βραχυπρόθεσμη τιμή όπως επηρεάζεται από τη ζήτηση των category investors. Η απόφαση των στελεχών εξαρτάται από τον χρονικό ορίζοντα των στελεχών. Ο χρονικός ορίζοντας εξαρτάται από το ποσοστό διακράτησης μετοχών από στελέχη, τον μισθό των στελεχών, τις οικειοθελείς αποχωρήσεις κ.α. Το πρόβλημα των στελεχών είναι η μεγιστοποίηση τις παρακάτω εξίσωσης

$$\max(1-\lambda)P_0 + \lambda(-dc)$$

$$P_0^D - P_0^G = \gamma/\gamma + \gamma^A(V^D - V^G) - \gamma^A/\gamma + \gamma^A F - Q/\gamma + \gamma^A$$

Το πρώτο μέρος της άνω εξίσωσης μας δείχνει τη θετική τιμή που επιδρά από την αλλαγή των categories μεταξύ των payers και των non payers και το δεύτερο μέρος της εξίσωσης είναι η άμεση αρνητική τιμή που επηρεάζεται από την αναγνώριση των arbitrageurs για το κόστος .

Συμπερασματικά ,τα στελέχη πληρώνουν μέρισμα αν το premium των επιχειρήσεων που πληρώνουν μέρισμα είναι θετικό και υπερέρχει του μακροχρόνιου κόστους το οποίο είναι $(\lambda/1-\lambda)c$. Η τάση μιας επιχείρησης να πληρώνει μέρισμα αυξάνει το premium , μειώνει το κόστος c ,μειώνει τη διάδοση του arbitrage και μειώνει τον χρονικό ορίζοντα των στελεχών. Τέλος οι ανακοινώσεις για γεγονότα που αφορούν τη μερισματική πολιτική αυξάνει το dividend premium.

Γενικά το μοντέλο προβλέπει ότι η τάση για πληρωμή μερίσματος αυξάνεται με το premium, μειώνεται με το βαθμό κινδύνου ανοχής των arbitrageurs και με σεβασμό στους category investors($\gamma A/\gamma$) και μειώνεται με τον χρονικό ορίζοντα των στελεχών.(λ)

3.6.3 Υποδείγματα (proxies) για το καθορισμό του dividend premium βάσει της catering theory of premium.

Σύμφωνα με τους Baker και Wurgler(2004a) όρισαν τέσσερα proxies για τον καθορισμό του dividend premium .

Το πρώτο και βασικό μοντέλο καθορισμού του premium βασίστηκε στην μέτρηση της αγοραία αξίας του μερίσματος μεταξύ στις επιχειρήσεις που πληρώνουν μέρισμα και σε αυτές που δεν πληρώνουν .

$$M/B = \text{book assets} - \text{book equity} + \text{market equity dividend} / \text{book value of assets}$$

$$\text{Dividend Premium: } (Pr) = \ln(\sum W_t^d \cdot V_t / A_t^d) - \ln(\sum W_t \cdot V_t^{nd} / A_t^{nd})$$

Οι Baker και Wurgler(2004) υποστηρίζουν ότι το premium εξαρτάται από την ευαισθησία των επενδυτών. Όταν οι επενδυτές είναι θετικοί στις νέες κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες τότε προτιμούν την μη πληρωμή μερίσματος το γεγονός αυτό ωθεί στη αύξηση των τιμών των μετοχών, αντιθέτως όταν οι επενδυτές αναζητούν ασφαλέστερες «διαδρομές» με λιγότερη ανάληψη κινδύνου τότε τα στελέχη πληρώνουν μερίσματα.

Το δεύτερο proxy αναφέρεται στην τιμή που ορίζεται ως τη διαφορά μεταξύ της ζήτησης των επενδυτών για μερίσματα με τη μορφή μερισμάτων και μερισμάτων με τη μορφή μετοχών Αυτό το μοντέλο αναπτύχθηκε την περίοδο μεταξύ 1962-1989.

Το τρίτο υπόδειγμα αναφέρεται ότι ο καθορισμό του dividend premium προκύπτει από το μέσο όρο των ανακοινώσεων για γεγονότα που αφορούν τα μερίσματα τις τρεις τελευταίες ημέρες. Η πρόβλεψη αναφέρεται στο εάν οι επενδυτές ενδιαφέρονται να λάβουν μερίσματα τότε η αγορά θα το αντιληφθεί θετικά.

Τέλος το τέταρτο proxy αναφέρεται στην μελλοντική απόδοση των επιχειρήσεων που διανέμουν μέρισμα και όσων δεν διανέμουν μέρισμα. Στις εμπειρικές τους έρευνες οι Baker και Wurgler απέδειξαν ότι τα πρώτα τρία proxies (premium) προσεγγίζουν σε μεγάλο βαθμό την μερισματική απόδοση και αποτελούν καλά υποδείγματα για την μέτρηση του premium. Βέβαια εισάγοντας περισσότερες μεταβλητές στο μοντέλο φαίνεται ότι ανταποκρίνεται το πρώτο μοντέλο και όχι τα δύο επόμενα. Το τέταρτο υπόδειγμα παρουσιάζει αρνητική συσχέτιση όσο αφορά των βαθμό προσέγγισης του dividend premium. Έχει αποδειχθεί ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ dividend premium και συνεχής απόδοσης πράγμα που δεν φαίνεται να στηρίζει το τέταρτο proxy. Αναφέρει ότι η μελλοντική μερισματική απόδοση έχει αρνητική συσχέτιση με την συνεχής μερισματική απόδοση. Γενικά αυτό που έχει αποδειχτεί είναι ότι το dividend premium είναι θετικά συσχετισμένο με aggregate rate σε όλα τα proxies και με την πληρωμή μερίσματος από νέες εταιρίες. Αντίθετα η απόδοση από την παράλειψη πληρωμής μερίσματος είναι αρνητικά συσχετισμένη με δύο από τα τέσσερα proxies Επίσης είναι θετικά συσχετισμένο με την συνεχής απόδοση

(continuation rate). Οι payers συνεχίζουν την συνεχή διανομή μερίσματος όταν η τιμή των μετοχών είναι υψηλή.

Σύμφωνα με τους Zweig(1973) και Lee, καθώς και τους Sherfin και Thaler(1991) το premium έχει θετική συσχέτιση με τα close-end funds discount καθώς και με την μέτρηση της ευαισθησίας των επενδυτών.

3.6.4 Επεκτάσεις της catering theory of Dividend

Οι Li και Lie(2006) επέκτειναν τη θεωρία του catering υποκινούμενοι από τις αλλαγές των επιπέδων των μερισμάτων στις Η.Π.Α. Σημείωσαν ότι τα στελέχη που ανέφεραν στο άρθρο τους οι Baker και Wurgler (2004a) αποφασίζουν εάν θα δώσουν μέρισμά ή όχι αλλά δεν αποφάσιζαν το ποσό του μερίσματος που θα έδιναν σε περίπτωση διανομής μερίσματος. Ασχολήθηκαν με την θεωρία σχετικά με τις μειώσεις ή αυξήσεις των υπάρχοντων μερισμάτων. Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησαν στις Η.Π.Α βρήκαν ότι η απόφαση για αυξομειωθεί το ποσό του μερίσματος έχει σχέση με το premium που καθορίζει η αγορά. Επομένως η αύξηση ή η μείωση έχει θετική συσχέτιση με το premium. Επίσης όταν το premium είναι υψηλό αυξάνεται η διανομή μερίσματος σε μετρητά ενώ όταν το premium είναι χαμηλό αυξάνεται η επαναγορά μετοχών. Επίσης Οι Li και Lie(2006) απέδειξαν ότι η αγοραίες αλληλεπιδράσεις στις αλλαγές του μερίσματος εξαρτώνται από το premium ,το οποίο δε είχαν προβλέψει οι Baker και Wurgler στο εμπειρικό τους μοντέλο. Η ανακοίνωση ακόμα της απόδοσης για αύξηση των μερισμάτων είναι θετικά συσχετισμένη με το dividend premium αντίθετα γίνεται για τις ανακοινώσεις σχετικά με τις μειώσεις των μερισμάτων. Η catering theory στηρίζει την υπόθεση ότι η δύναμη που οδηγεί τις προσδοκίες είναι τα στελέχη τα οποία έχουν στόχο τη μεγιστοποίηση των μετοχών. Επίσης Οι Li και Lie(2006) ισχυρίστηκαν για να είναι η catering theory αξιόπιστη η αγορά θα πρέπει να ανταμείβει τα στελέχη ,διότι λαμβάνουν υπόψη τη ζήτηση για μερίσματα όταν διαμορφώνου την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν. Έχει παρατηρηθεί ότι οι αποφάσεις σχετικά με διανομή ή τη διακράτηση μερίσματος είναι πιο ευαίσθητες στις μεταβολές του premium από τι οι αποφάσεις για αυξήσεις ή μειώσεις μερισμάτων. Το άνω φαινόμενο σύμφωνα με τους Li και Lie(2006) μπορεί να ερμηνευτεί από την catering theory και οφείλεται στο γεγονός ότι τα στελέχη δίνουν μεγαλύτερη σημασία και αποκτούν περισσότερη γνώση για το premium όταν η ανταμοιβή τους είναι

μεγαλύτερη. Σε άλλη εμπειρική έρευνα οι Li and Zhao (2008) βρήκαν ότι το dividend premium έχει θετική επίδραση στην μερισματική πολιτική υπό συνθήκες ελέγχου του κινδύνου τις επιχειρήσεις και της ψευδομεταβλητής του χρόνου. Αυτοί επίσης βρήκαν ότι επιχειρήσεις με προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης είναι λιγότερο δεχτικές στην πληρωμή μερίσματος. Δύο άλλοι ερευνητές οι Hoberg and Prabhala (2009) εξέτασαν στην εμπειρική τους έρευνα τον παράγοντα του κινδύνου ιδιοσυγκρασίας (idiosyncratic risk) με την catering variable για να εξηγήσουν την τάση πληρωμής μερίσματος.

Παρατήρησαν την σχέση μεταξύ της τάσης πληρωμής μερίσματος και του premium. Αλλά παρατήρησαν ότι η σχέση αδρανεί και εξαφανίζεται όταν ενσωματώνεται στο μοντέλο ο ιδιοσυγκρασιακός κίνδυνος.

Ο Hsieh και Wang(2006) μελέτησαν τους παράγοντες που επηρεάζουν την payout πολιτική σε βιομηχανικές χώρες τις U.S Σε τρεις από τις έξι παλινδρομήσεις που πραγματοποίησαν βρήκαν θετική συσχέτιση του dividend premium και του payout ratio καθώς διαπίστωσαν και την ισχύς της catering theory. Οι Julio και Ikenberry(2004) στην εμπειρική τους έρευνα διαπίστωσαν μια μείωση στον αριθμό των βιομηχανικών επιχειρήσεων που πλήρωναν μερίσμα. Αυτοί συζήτησαν πέντε λόγους που συντέλεσαν στην αλλαγή της μερισματικής πολιτικής αυτών των εταιριών βασισμένες στην catering theory. Διαπίστωσαν περιορισμό στην ισχύς της catering theory όταν στο μοντέλο εισχώρησαν στοιχεία που αφορούσαν το μέγεθος της επιχείρησης ,και την ηλικία. Από την άλλη μεριά οι Banerjee, Gatchey και Spindt (2005) ερμήνευσαν την τάση για μείωση των μερισμάτων στις βιομηχανικές επιχειρήσεις στις Η.Π.Α ως αποτέλεσμα της αύξησης της ρευστότητας που ήταν διαθέσιμη στην αγορά. Η αύξηση της ρευστότητας είχε ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να αποφεύγουν την διανομή μερίσματος με σκοπό τον περιορισμό του κόστους συναλλαγών(transaction cost). Επίσης ο Bulan et al(2007) υποστήριξε ότι η διανομή μερίσματος συγγενεύει με την υψηλή μη ρευστότητα ,αλλά η έλλειψη ρευστότητας δεν προβλέπει τις κινήσεις των μερισμάτων. Τέλος οι Fenn και Liang(2001) παρουσίασαν μια σχέση μεταξύ της μείωσης της τάσης για πληρωμή μερίσματος και της ανάπτυξης του αριθμού των stock option της διοίκησης. Αυτή την άποψη ενισχύει και η έρευνα των Lambert, Lanen και Larcker(1989) οι οποίοι έδειξαν την αρνητική σχέση μεταξύ της αύξησης των stock options και της πληρωμής μερίσματος.

Εκτός από τις μελέτες σχετικά με την catering theory of dividend που πραγματοποιήθηκαν στις ΗΠ.Α πραγματοποιήθηκαν και εμπειρικές έρευνες και στον υπόλοιπο κόσμο. Μελέτες για την catering theory of dividends εκτός των Η.Π.Α. έδειξαν ανάμεικτα αποτελέσματα.

Ο Ferris et al. (2006), για παράδειγμα, βρήκε στοιχεία που στηρίζουν την θεωρία του catering incentives of dividends στο UK. Επίσης Ferris, Narayanan Jayaramanb, Sabherwal(2009) σε εμπειρική έρευνα που πραγματοποίησαν σε 23 διαφορετικές χώρες βρήκαν ότι επιχειρήσεις σε common law χώρες δίνουν περισσότερη έμφαση στις επιθυμίες των επενδυτών όταν χαράζουν την μερισματική τους πολιτική από τις επιχειρήσεις που ανήκουν σε civil law χώρες. Αυτό το αποτέλεσμα δείχνει και την σημαντική επιρροή που ασκούν οι θεσμικές και νομικές προστασίες και το δίκαιο της κάθε χώρας στην προσπάθεια των στελεχών να συνδέσουν τις επιθυμίες των επενδυτών με την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν. Τα στελέχη στις civil law χώρες έχουν μειωμένο έλεγχο από τους μετόχους. Επίσης και σε αυτή την έρευνα απέδειξαν ότι όσο υψηλότερο το dividend premium, τόσο μεγαλύτερη η τάση για πληρωμή μερίσματος, όπως ακριβώς προσδιορίζεται από την catering theory. Ωστόσο, οι Denis and Osobon (2008) βρήκαν ότι η μείωση των μερισμάτων στην Γερμανία και στη Γαλλία πρέπει να συνδέεται με το μέγεθος, την ανάπτυξη και την κερδοφορία

Καθώς η θεωρία του catering διαδραματίζει σημαντικό ρόλο. Οι Von Eije and Megginson (2008) μελέτησαν την επιρροή της θεωρία του catering για δεκαπέντε χώρες της Ευρωπαϊκές χώρες οι οποίοι δεν βρήκαν στοιχεία τα οποία να ισχύει η θεωρία του catering theory σε αυτές τις χώρες. Ο Norphon Tangjitprom (2011) Στο άρθρο τους προσπαθούν να μετρήσουν την ζήτηση για μερίσματα στην Ταϊλάνδη και εξέτασαν αν η ζήτηση για μερίσματα μπορεί να συνδέεται με την απόφαση της επιχείρησης για μερισματική πολιτική.

Ο Norphon Tangjitprom (2011) διατύπωσε ότι το dividend premium είναι πολύ θετικό το οποίο σημαίνει ότι στην Ταϊλάνδη οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα και δείχνουν υψηλή ζήτηση για εταιρίες οι οποίες πληρώνουν μέρισμα. Τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν έκπληξη διότι στην Ταϊλάνδη το εισόδημα που προέρχεται από μερίσματα είναι φορολογητέο αντιθέτως με τα κεφαλαιακά κέρδη που απαλλάσσονται από τη φορολογία. Παρόλο που συμβαίνει το άνω παράδοξο οι επενδυτές στην Ταϊλάνδη νιώθουν σίγουροι διότι θεωρούν τα κεφαλαιακά κέρδη αβέβαιη πηγή εσόδων. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που

πραγματοποιήθηκαν μετά τον έλεγχο την Ασιατικής κρίσης αναδεικνύει μια θετική σχέση μεταξύ της τάση για πληρωμή μερίσματος και της catering theory. Οι επενδυτές προτιμούν εταιρίες που δίνουν μερίσματα και μάλιστα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλότερες τιμή στις μετοχές εταιριών που δίνουν μερίσματα. Το θετικό premium αποτελεί κίνητρο για τα στελέχη ώστε να πληρώσουν μέρισμα. Τέλος ο Chikashi Tsuji(2010,Vol 2) πραγματοποίησε έρευνα να διαπιστώσει ένα ισχύ η catering theory ιαπωνική βιομηχανία ηλεκτρικών συσκευών. Βρήκε ότι οι αποφάσεις για μερισματική πολιτική για τις επιχειρήσεις που ανήκουν στη βιομηχανία ηλεκτρικών συσκευών στην Ιαπωνία δεν προβλέπουν την μελλοντική αρνητική απόδοση των “prayers” σε σχέση με τους “nonprayers” Αυτό σημαίνει ότι η θεωρία του catering δεν στηρίζεται σε αυτή την περίπτωση .Επίσης απέδειξε ‘ότι στην περίπτωση της Ιαπωνίας το dividend premium δεν αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν τα στελέχη αντίθετα με την μερισματική απόδοση που εμφάνισαν οι επιχειρήσεις αυτές, η οποία αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την τάση πληρωμής μερίσματος.

Παρακάτω παραθέτουμε έναν πίνακα με τις πιο σημαντικές εμπειρικές έρευνες Ο πίνακας περιγράφει τις μελέτες που πραγματοποιήθηκαν, σε ποιες χώρες, ποια χρονολογία, ποιες μεταβλητές χρησιμοποίησαν στα οικονομετρικά τους αποτελέσματα και εάν τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν στηρίζουν την catering theory of dividend.

Πίνακας 2. Εμπειρικές έρευνες σχετικά με την the catering theory of dividend

Study	Country	Sample Period	Focus	Measure	Dependent Variable	Independent Variable	Support Catering
USA and UK STUDIES							
Baker and Wurgler (2004a)	U.S	1962-2000	DI,DC, NL	BW (EW/VW, BV)	1.DIR,DCR, NLR 2.DIR,DCR, NLR 3.PTI,PTC,P TL	1. P_{t-1}^{D-ND} 2.M/B,DY,Tax,Y R 3.NYP,M/B,dA ,E/A'	Yes

Baker and Wurgler (2004b)	U.S	1963-2000	PTP	BW (EW/VW, BV)	1. Dptp 2.rd -rND	1. P_{t-1}^{D-ND} , M/B, NIXON 2. P_{t-1}^{D-ND} , dPTP	Yes
Julio and Inkenberry (2004)	U.S	1984-1999	DL	BW (VW, BV)	n.a.	N.A	No
Hoberg and Prabhala (2005, 2006)	U.S	1963-2000	PTP	BW (VW, BV)	1.dPTP 2.dPTI 3.AR 4.dDL, dE 5. dPTP	1. P_{t-1}^{D-ND} P_{t-1}^{D-ND} , AG, E/A, NYP, M/B, Risk, Nixon 2.Pt-1D-ND, AG, E/A, N 3. P_{t-1}^{D-ND} , Nixon 4. P_{t-1}^{D-ND} , Nixon 5. P_{t-1}^{D-ND} , HML β , SMB β , M KT β , Risk, Nixon	No
Ali and Urcan (2006)	U.S	1963-2000	DI	BW (VW, BV)	1.((E1-E0)/BV -1)	1. P_{t-1}^{D-ND} , dDL, DFE, ((E1-E0)/BV -1)	Yes
Kale, Kini, and Payne(2006)	U.S	1979-1998	DI	BW (VW, BV)	1.DI 2.DY	1. P_t^{D-ND} , M/B, CX/TA, RD/TA, Debt, β A, Resstd, OI, UP, α , Undrep, Probse o, Own, Pbalown, Turn, Age, NYP, SR 2. P_t^{D-ND} , M/B, CX/TA, RD/TA, Debt, β A, Resstd, OI, UP, α , Undrep, Probse o, Own, Pbalown, Turn, A	Yes

						ge,NYP,SR	
Li and Lie (2006)	U.S	1963-2000	Dinc,Ddec	BW (VW,BV)	1.Dinc,Ddec,SR 2.dDiv/S 3.AR	1. P_t^{D-ND} ,DY,Mrktcap,Debt,Cash,M/B,OI 2. P_t^{D-ND} ,DY,Mrktcap,Debt,Cash,M/B,OI 3. P_t^{D-ND} ,DY,Mrktcap,dDL	Yes
Bulan, Subramanian, and Tanlu (2007)	U.S	1963-2001	DI	BW(EW,BV)	1.DI 2.AR	1. P_t^{D-ND} ,TA,SG,CX/TA,Cash,ROA,M/B,MKT β ,SMB β ,HML β 2. P_t^{D-ND} ,DY,TA,SG,CX/TA,Cashb,ROA,M/B,MKT β ,SMB β ,HML β ,SD,SR	Inconclusive
Li and Zhao	U.S	1983-2003	DP	BW(VW,BV)	1.DP,DIR,Dir,DL	1. P_t^{D-ND} ,E/A,M/B,AG,NYP,FE,FD,Sra,Own	Inconclusive
Renneboog and Trojanowski (2005)	U.K	1992-1998	PP	Tobin's Q	1.DP	1.MrktVal,ROA,AG,Debt,Own	No
Ferris, Sen, and Yui (2006)	U.K	1988-2002	PTP	BW(EW,BV)	1. Dptp	1. P_t^{1D-ND} ,time,tax	Yes
STUDIES FROM OTHER COUNTRIES							
Neves (2006)	9 Eurozone countries (Germany, France, the Netherlands, Spain, Belgium, Portugal, Ireland, Austria, Italy)	1986-2003	DL	Error term of market model	1.DL	1. P_t^{D-ND} ,FCF,Debt,OI,Tang,TA	Yes
Savov and Weber (2006)	Germany	1982-2003	Dinc	BW(EW/VW,MV)	1.Dinc	1. P_t^{D-ND} size,dA,M/B, E/A, Et-1/At-1,-EBIT,Debt,	No

						CX/TA,Divt-1/Tat-1	
Dennis and Osobov (2005,2007)	Canada,U.K, Germany, France, and Japan	1989-2002	DI,DC,NL,PTP	BW(EW/BV)	1.DIR,DCR, NLR 2. Dptp	1. P_{t-1}^{D-ND} 2. Pt-1D-ND D	Inconclusive
Ferris,Noronha, and Unlu (2006)	21 civil law countries, 11 common law countries	1996-2003	DPF	BW(EW/BV)	1.DPF	1. P_{t-1}^{D-ND} ,OI,Div/E,TA,M/B,AG,ROA	Yes
Twu and Shen (2006)	31 countries	1998-2000	PTP	BW(VW,BV)	1.DPP 2.PTP	1. P_t^{D-ND} 2. P_{t-1}^{D-ND} ,Mrktcap,OwnCon,Protect,Tax	Yes
Renneboog and de Rooij (2008)	The Netherlands	1993-2006	DI,DC,NL,PTP,D L, Dinc,Ddec.	BW(VW/EW, MV/BV)	1.PTP 2.PTI 3.PTC 4.PTL	1. Size,Tobin's Q,Asset growth,ROA 2. Size,Tobin's Q,Asset growth,ROA 3. Size,Tobin's Q,Asset growth,ROA 4. Size,Tobin's Q,Asset growth,ROA	Yes Yes Yes Yes
von Eije and Meggison (2008)	15 European Union Countries (U.K,Denmark ,Sweden,France, Italy, Spain,Greece, Portugal ,Belgium, the Netherlands, Luxemburg, Germany, Austria ,Iceland, Finland)	1989-2003	DP	BW(EW,BV)	1.PTP 2.DL	1.dPTD-ND,MrktVal, E, dA, Stds, Inc, Law, Euro, Yr 2.dPTD-ND ,MrktVal, E, dA, Stds, Inc, Law, Euro, Yr	

Focus: DI, dividend initiation; DC, dividend continuation; NL, new listing; PTP, propensity to pay; DL, dividend level; Dinc, dividend increase; Ddec, dividend decrease; DP, dividend policy; PP, payout policy; DPF, dividend payment frequency.

Measure catering effect: BW, the Baker and Wurgler dividend premium; EW, equally weighted; VW, value weighted; BV, book value weighted; MV, market value weighted.

Dependent variable: DIR, dividend initiation rate; DCR, dividend continuation rate; NLR, new list rate; PTI, propensity to initiate; PTC, propensity to continue; PTL, propensity to list; dPTP, change in propensity to pay; $rD - rND$, future excess returns of dividend payers and nonpayers; dPTI, change in propensity to initiate; AR, abnormal announcement return; dDL, change in dividend level; dE, change in earnings level; $E1 - E0$ $BV-1$ future earnings changes; DI, dividend initiation; DY, dividend yield; Dinc,

dividend increase; Ddec, dividend decrease; SR, share repurchase; dDiv/S, absolute changes in dividend standardized by preannouncement stock price; DP, dividend payer; DL, dividend level; DPF, dividend payment frequency; DPP, dividend payer percentage; PTP, propensity to pay.

Independent variables: *PtD-ND*, dividend premium; M/B, market-to-book; DY, dividend yield; Tax, tax law indicators; YR, year; NYP, NYSE percentile; dA, change assets; E/A, earnings before interest and taxes standardized by total assets; Nixon, Nixon era control; dPTP, change in propensity to pay; AG, asset growth; Risk, idiosyncratic risk; HML β , firm-specific exposure to the HML risk factor; SMB β , firm-specific exposure to the SMB risk factor; MKT β , firm-specific exposure to the market risk factor; dDL, change in dividend level; DFE, deviation profitability from expected value; $E_0 - E_{-1}BV_{-1}$, past earnings changes; TA, total assets; SG, sales growth; CX/TA, capital expenditures standardized by total assets; Cash, cash standardized by total assets; ROA, return on assets; SP, special dividend; SR, share repurchase; RD/TA, R&D expenditures standardized by total assets; Debt, debt standardized by total assets; βA , β equity of the firm's stock divided by 1 plus the debt-equity ratio; Resstd, MSE of the market model; OI, operating income standardized by total assets; UP, return to the IPO on the offer date; α , fraction of firm equity retained by the original owner in the IPO; Undrep, updated IPO underwriter reputation measure; Probseo, probability that the firm issues equity in hw two years following the observation year; Own, institutional ownership; Pbalown, predicted value of the percentage of the firm's equity owned by balanced mutual funds; Turn, ratio of annual trading volume to shares outstanding; Age, one plus the number of years elapsed between the observation year and the IPO year; Mrktcap, market capitalization; FE, forecast error; FD, forecast dispersion; SRa, share repurchase amount; MrktVal, market value; Time, time trends; FCF, free cash flow; Tang, tangible fixed assets; E_{t-1}/A_{t-1} , lagged value of earnings before interest and taxes standardized by total assets; $-EBIT$, negative value of earnings before interest and taxes; Div_{t-1}/TA_{t-1} , dividends standardized by total assets; $dPt D-ND$, change in dividend premium; E, earnings; Stds, standard deviation of net income related to actual annual sales; Inc, year of incorporation; Law, common versus civil law indicator; dLev, change in leverage ratio; Euro, Euro country dummy; Div/E, dividends standardized by earnings; OwnCon, ownership concentration; Protect, investor protection.

ΠΗΓΗ : Πηγή: Baker, H. Kent (Harold Kent) Dividends and dividend policy

Επομένως στο βασικό ερώτημα το οποίο υφίσταται είναι γιατί οι προτιμήσεις των επενδυτών για μερίσματα αλλάζουν συνεχώς? Πολλά εμπειρικά μοντέλα έδωσαν ως μια πιθανή εξήγηση στο άνω ερώτημα ότι τα κίνητρα που αναφέρονται στην catering theory ίσως αποτελούν μια πιθανή απάντηση σχετικά με την μερισματική πολιτική πληρωμών. Sherfin και Statman(1984) όπως ήδη έχουμε αναφέρει ανέπτυξαν τη behavioral life cycle theory of dividends ,η οποία στηριζόμενη σε ψυχολογικές αιτίες όπως η αποστροφή μετάνοιας, η νοητική λογιστική ,η θεωρία προοπτικής και ο αυτοέλεγχος των προβλημάτων εξηγούν για ποιο λόγο οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα καθώς και στους άνω παράγοντες οφείλονται οι συνεχείς αλλαγές σχετικά με την πολιτική μερισμάτων που επιθυμούν οι επενδυτές. Από την άλλη μεριά οι Baker και Wurgler(2004) θεωρούν ότι το dividend premium αντικατοπτρίζει τις προτιμήσεις των επενδυτών για ασφαλή μερίσματα για της

επιχειρήσεις που δίνουν μέρισμα σε αντίθεση με τον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν εκείνες που δεν δίνουν μέρισμα. Αυτές οι προτιμήσεις αυξάνονται όταν η αγορά μειώνεται και αντίστροφα.

Τέλος αυτό που έχει αποδειχθεί σχετικά με την catering theory είναι ότι φαίνεται αρχικά να ερμηνεύει καλύτερα την τάση για πληρωμή μερίσματος παρά την τάση για διακράτηση μερίσματος. Δεύτερον τα αποτελέσματα τα οποία ανακοινώνονται σχετικά με την έναρξη πληρωμής μερίσματος είναι περισσότερο θετικά από τα ανακοινωθέντα αποτελέσματα για την διακοπή πληρωμής μερίσματος. και τρίτο επειδή τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό μερισματικής πολιτικής οι μελετητές πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα συναισθήματα των επενδυτών για να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΟΥ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: Ρευστότητα και Μερισματική Πολιτική: Εμπειρική ανάλυση στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά

4.1 Θεσμικό πλαίσιο και μερισματική πολιτική στην Ελλάδα

Στο σημείο και πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση του μοντέλου με το οποίο ασχοληθήκαμε και πραγματοποιήσαμε την οικονομετρική μελέτη κρίνουμε σκόπιμο να κάνουμε μια μικρή αναφορά στο θεσμικό πλαίσιο και τι επικρατεί σχετικά με την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Ο Ν.2190/1920 υπαγορεύει ότι μια εταιρία υποχρεούται να διανείμει μέρισμα ,εφόσον έχει πραγματοποιήσει κέρδη. Το μέρισμα θα πρέπει να ισούται με το μεγαλύτερο ποσό ανάμεσα στο 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και το 35 % των κερδών μετά φόρων. Επιπροσθέτως η εταιρία υποχρεούται να αφαιρέσει το 5% επί των καθαρών κερδών ,το οποίο απαιτείται για τη δημιουργία τακτικού αποθεματικού. Επίσης σύμφωνα με το άρθρο 46,τα διανεμόμενα μερίσματα δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 50% των καθαρών κερδών όπως αυτά καταγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις .Τα μερίσματα καταβάλλονται συνήθως ετησίως με απόφαση της τακτικής ετήσιας γενικής συνέλευσης. Τα μερίσματα στην Ελλάδα είναι υποχρεωτικά , σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία τα μερίσματα δεν υπόκεινται σε φορολόγηση και έχουν χαμηλά έξοδα συναλλαγών. Έχουν πραγματοποιηθεί αρκετές μελέτες για την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Μια αξιοσημείωτη μελέτη είναι του Vasileiou, Eriotis, και Routsos (2003) οι οποίοι έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα επηρεάζεται από το μέγεθος των εταιριών και την διοίκηση τους. Τα στελέχη πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική θα επηρεάσει την τιμή της μετοχής βάση της συμπεριφοράς των επενδυτών για αυτό και τα στελέχη προσπαθούν να «δώσουν» στους επενδυτές αυτό που του ζητούν ώστε η μερισματική πολιτική που ακολουθούν αν συμπίπτει με τις προσδοκίες των επενδυτών ώστε να είναι πάντα ικανοποιημένοι και ευχαριστημένοι .Σύμφωνα με την άνω υπόθεση βλέπουμε τη εφαρμογή της catering theory of dividend και στην ελληνική πραγματικότητα. Επιπλέον με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί στην Ελληνικές εταιρίες αποδεικνύουν ότι οι Έλληνες επενδυτές προτιμούν μερίσματα με την μορφή μετρητών και επίσης καταναλώνουν το μεγαλύτερο μέρος που εισπράττουν .Σε γενικές γραμμές η θεωρία που επικρατεί για την περίπτωση των ελληνικών εταιριών σχετικά με την μερισματική πολιτική που θα εφαρμόσουν είναι η signaling theory,δηλαδή θεωρούν ότι η διανομή μερίσματος αποτελεί «ένδειξη-σήμα» για την μελλοντική πληροφορία των επιχειρήσεων, όμως

όσο αφορά την περίπτωση των μερισμάτων υπό τη μορφή μετοχών η θεωρία που επεξηγεί την συμπεριφορά των επενδυτών είναι η συμπεριφορική χρηματοοικονομική (behavioral finance theory)

4.2 Σχέση της μερισματική πολιτικής και της ρευστότητας των μετοχών της αγοράς των Η.Π.Α

Το βασικό άρθρο που θα μελετήσουμε και το εμπειρικό μοντέλο που θα στηριχθούμε για να κάνουμε την έρευνα μας για να διαπιστώσουμε τι συμβαίνει την ελληνική πραγματικότητα είναι “Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy”, Banerjee, Gatchev και Spindt(2005). Οι Baker και Wurgler(2004a) υποστήριξαν στην εμπειρική τους έρευνα ότι οι επιχειρήσεις έχοντας ως οδηγό τις προτιμήσεις των επενδυτών ,έτσι ώστε όταν οι “dividend payers “ πουλούν σε premium αυτό να συνεπάγεται ότι περισσότερες εταιρίες θα έχουν την τάση να πληρώσουν μερίσματα σε αντίθεση με την περίπτωση που οι “dividend payers “ πωλούν σε discount. Επίσης οι Baker και Wurgler(2004a) όπως ήδη έχουμε αναλύσει παραπάνω χρησιμοποιούν την catering theory για να εξηγήσουν την μείωση στην τάση των επιχειρήσεων για πληρωμή μερίσματος. Οι Banerjee, Gatchev και Spindt(2005) στο άρθρο τους παρουσιάζουν μια πιθανή εξήγηση για τις διακυμάνσεις στις αλλαγές του dividend premium κάθε χρονική στιγμή .Θεωρούν ότι οι διακυμάνσεις στις αλλαγές του dividend premium κάθε χρονική στιγμή οφείλεται στις αλλαγές της ρευστότητας που παρατηρούνται στην αγορά. Χρησιμοποιούν το dividend premium όπως αναφέρεται στους Baker και Wurgler(2004a) για να συγκρίνουν τις μεταβολές στην ρευστότητα των μετοχών για κάθε χρονική στιγμή. Απέδειξαν όταν τα επίπεδα ρευστότητας είναι υψηλά τότε οι “dividend payers “ προσπαθούν να πουλήσουν σε discount ενώ όταν τα επίπεδα ρευστότητας είναι χαμηλά τότε οι “dividend payers “ προσπαθούν να πουλήσουν σε premium.Επίσης βρήκαν ότι οι αποδόσεις των ανακοινώσεων σχετικά με τη διανομή μερίσματος είναι χαμηλές όταν η αγορά έχει υψηλή ρευστότητα όπου το συγκεκριμένο συμπέρασμα στηρίζεται στην υπόθεση ότι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται με βάση με τις προτιμήσεις των επενδυτών για την ρευστότητα.

Οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005) πραγματοποίησαν εμπειρική έρευνα που αφορά την χρηματιστηριακή αγορά των Η.Π.Α. Παίρνουν ως δείγμα επιχειρήσεις που ανήκουν στο NYSE και AMEX και ελέγχουν τα στοιχεία για την χρονική

περίοδο 1963-2003. Τα δεδομένα σε άντλησαν από την COMPUSTAT. Οι δείκτες που κατέβασαν από την COMPUSTAT για να κτίσουν τις μεταβλητές του είναι τα earnings /assets, την κεφαλαιοποίηση (market capitalization), market value/book value και τις μεταβολές στην ανάπτυξη.

Στην έρευνα τους παρουσιάζουν ευρήματα που δείχνουν τη σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων και της ρευστότητας της αγοράς. Στην αγορά των ΗΠΑ όπως παρατήρησαν οι Fama και French (2001) μια αύξηση στην ρευστότητα της αγοράς στις περισσότερες περιπτώσεις συνεπάγεται τη μείωση της τάσης για πληρωμή μερισμάτων των εταιριών. Στην ανάλυση του οι συγγραφείς βρήκαν στοιχεία τα οποία πιστοποιούν ότι η ευαισθησία της αξίας της επιχείρησης σε σχέση με την ρευστότητα μειώνεται με την πληρωμή μερίσματος. Επομένως η **βασική υπόθεση** που ερεύνησαν στο άρθρο τους είναι ότι η ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που πληρώνουν μέρισμα είναι θετικά σχετισμένη με την απώλεια που υφίσταται οι επενδυτές όταν πωλούν μετοχές με στόχο την αύξηση της ρευστότητας τους. Επομένως μια εταιρία που διανέμει μέρισμα είναι θετικά συσχετισμένη με την ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που διανέμουν μέρισμα και αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα της αγοράς στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές

Οικονομετρικό Μοντέλο

➤ **Εξαρτημένη μεταβλητή (dependent variable)**

Χρησιμοποιούν ως εξαρτημένη μεταβλητή την ψευδομεταβλητή (dummy) η οποία παίρνει τιμή 0 εάν η εταιρία εμφανίζει μηδενικό μέρισμα ή 1 εάν εμφανίζει θετικό μέρισμα.

➤ **Ανεξάρτητες μεταβλητές**

❖ **Μεταβλητές ελέγχου (control variables)**

Το πρώτο πακέτο μεταβλητών που χρησιμοποίησαν για να εξηγήσουν την απόφαση της εταιρίας για την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει είναι οι μεταβλητές που απεικονίζουν τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και τις κατασκευάζουν με τον τρόπο που ορίζει το μοντέλο των Fama και French(2001)

Μέγεθος: Ισούται με το ποσοστό των επιχειρήσεων με κεφαλαιοποίηση (Market Capitalization) μικρότερη από την επιχείρηση i .

Κερδοφορία : Κέρδη/σύνολο ενεργητικού (Earnings/Assets)

Ευκαιρίες Ανάπτυξης : Market Value/ Assets (V_t/A_t) και μεταβολή στο σύνολο του ενεργητικού ($d\text{assets}/\text{assets}$)

Οι αρθρογράφοι παρουσιάζουν στην ανάλυση τους το μέγεθος, την κερδοφορία και τις ευκαιρίες ανάπτυξης για δύο λόγους. Πρώτον σύμφωνα με τον Easterbook (1984) και Jensen (1986) χρησιμοποιούνται αυτά τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων ως καθοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής και σε συνέπεια με την συμβολή των μερισμάτων για τον έλεγχο του κόστους αντιπροσώπευσης και με ένα pecking-order μοντέλο όπου οι επιχειρήσεις αποφεύγουν να εκδίδουν μετοχές λόγω του προβλήματος ασύμμετρης πληροφόρησης και του κόστους έκδοσης (Myers και Myers (1984)). Επίσης την σημαντικότητα αυτών των μεταβλητών για την μερισματική απόφαση έχουν τονίσει οι Fama και French (2001). Δεύτερον η ρευστότητα των μετοχών μπορεί να έχει σημαντική σχέση με το μέγεθος, την κερδοφορία και τις ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι συγγραφείς θεωρούν σημαντικό να εξεταστεί η σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής μετά τον έλεγχο των χαρακτηριστικών της επιχείρησης

- ❖ Το δεύτερο πακέτο μεταβλητών που χρησιμοποιούν για να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική σε σχέση με την ρευστότητα των μετοχών στην αγορά. Υπάρχουν τέσσερα proxies που απεικονίζουν την ρευστότητα. Α) ο αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή (turnover) Β) ο όγκος συναλλαγών (volume-trading activity) Γ) ημέρες με μηδενική διαπραγμάτευση (inverse trading activity) και Δ) η μη ρευστότητα (illiquidity ratio) που απεικονίζεται ως ο λόγος ημερησίας απόδοσης / ημερησίως όγκος συναλλαγών,

Τα τρία proxies σχετίζονται με την συναλλακτική δραστηριότητα των μετοχών και το τέταρτο απεικονίζει την επιρροή της τιμής στις συναλλαγές. Η συναλλακτική δραστηριότητα των μετοχών έχει τόσο θεωρητική όσο και πρακτική επιρροή στην μέτρηση της ρευστότητας. Σύμφωνα με τους Amihud και Mendelson (1986) τα περιουσιακά στοιχεία με υψηλό bid-ask spread διατηρούνται για περισσότερο χρονικό διάστημα από αυτά με χαμηλή συναλλακτική δραστηριότητα. Επίσης η

συναλλακτική δραστηριότητα έχει επηρεάζει την ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα υπό την μορφή μετρητών. Όταν οι συναλλακτική δραστηριότητα αυξάνεται η ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα μειώνεται.

Στην περίπτωση του proxy που χρησιμοποιούν την μεταβλητή turnover οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι αυτός ο δείκτης έχει σταθερή επίπτωση στην μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση κάθε χρονική στιγμή. Αυτός ο δείκτης χρησιμοποιήθηκε για τον ίδιο σκοπό και από άλλους μελετητές όπως οι Naik and Radcliffe(1998), Chordia, Subrahmanyam and Anshuman(2001). Στην περίπτωση του δείκτη της μη ρευστότητας οι συγγραφείς χρησιμοποιούν αυτόν το proxy για να απεικονίσουν το βάθος της αγοράς και την επιρροή της ροή των μετοχών όπως αυτή αναλύεται στο μοντέλο του Kyle(1985).

Οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005) πραγματοποίησαν ετήσια cross-sectional logistic regressions για τη χρονική περίοδο 1963-2003 για να εξηγήσουν τη μερισματική πολιτική. Αρχικά χώρισαν την περίοδο από το 1963-2003 σε τρεις υπο-περιόδους (1963-1977, 1978-1992, και 1993-2003). και πραγματοποίησαν παλινδρομήσεις Στην πρώτη περίπτωση χρησιμοποίησαν μόνο τον αριθμό συναλλαγών turnover για να προβλέψουν την πιθανότητα για διανομή μερίσματος και βρήκαν ότι υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ της ρευστότητας της αγοράς και της τάσης πληρωμής μερίσματος. Ύστερα χρησιμοποίησαν τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων δηλαδή το μέγεθος, την κερδοφορία και τις ευκαιρίες ανάπτυξης για να διαπιστώσουν τη σχέση τους με την μερισματική πολιτική. Οι εκτιμήσεις είναι παρόμοιες με των Fama και French(2001). Διαπίστωσαν ότι οι μεγάλες και περισσότερο κερδοφόρες εταιρίες είναι περισσότερο θετικές στην πληρωμή μερίσματος καθώς οι εταιρίες με περισσότερες ευκαιρίες ανάπτυξης δεν προσανατολίζονται προς στην ίδια κατεύθυνση όσο αφορά τη μερισματική πολιτική. Ύστερα στο οικονομετρικό τους μοντέλο που περιλάμβανε τις μεταβλητές με τα χαρακτηριστικά των εταιριών πρόσθεσαν και την μεταβλητή του όγκο συναλλαγών (turnover) και σε αυτή την περίπτωση βρήκαν τα ίδια αποτελέσματα με την πρώτη παλινδρόμηση δηλαδή υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μερισματική πολιτικής και ρευστότητας. Στην επόμενη παλινδρόμηση πρόσθεσαν τα άλλα δύο proxies δηλαδή τον όγκο συναλλαγών (volume-trading activity) και τις ημέρες με μηδενική διαπραγμάτευση (inverse trading activity) στην οποία τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όσο πιο υψηλοί είναι αυτοί οι δείκτες τόσο μικρότερη είναι η τάση για πληρωμή

μερίσματος .Τέλος στο μοντέλο πρόσθεσαν τον δείκτη της μη ρευστότητας όπου αποδείχθηκε ότι υπάρχει μια θετική συσχέτιση μεταξύ της μη ρευστότητας και της πληρωμής μερίσματος. Γενικά λαμβάνοντας υπόψη όλους του ελέγχους που πραγματοποίησαν διαπίστωσαν ότι η επιρροή της ρευστότητας στην μερισματική πολιτική των εταιριών διαφέρει και εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά των εταιριών Για παράδειγμα σε επιχειρήσεις μικρές χωρίς έσοδα αλλά με πολλές ευκαιρίες ανάπτυξης η επιρροή της ρευστότητας στην μερισματική της πολιτικής είναι πάρα πολύ μικρή έως και ανύπαρκτη.

Εν κατακλείδι, οι συγγραφείς υπέθεσαν ότι η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων είναι συσχετισμένη με την ρευστότητα των μετοχών. Σε αγορές που χαρακτηρίζονται από έλλειψη ρευστότητας οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη ζήτηση για μερίσματα σε μετρητά από ότι σε μετοχές. Βρήκαν ότι υπάρχει μια ισχυρή σχέση μεταξύ της μερισματική πολιτικής και την ρευστότητας των μετοχών. Αυτή η σχέση εξακολουθεί να ισχύει ακόμα και όταν ελέγχονται τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων στο μοντέλο. Σύμφωνα με τους Banerjee, Gatchev και Spindt (2005) μια περίοδο που χαρακτηρίζεται από περιορισμένη διανομή μερίσματος χαρακτηρίζεται από χαμηλά κόστη συναλλαγών και αυξημένη δραστηριότητα συναλλαγών στην αγορά, δηλαδή υψηλή ρευστότητα στην αγορά. Ακόμα η ρευστότητα καθορίζει την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων, δηλαδή καθορίζει την παράλειψη ή τη διανομή μερίσματος .Οι εταιρίες με μικρή ρευστότητα είναι πιθανότερο να διανείμουν μέρισμα σε σχέση με εκείνες που διαθέτουν μεγαλύτερη ρευστότητα μετοχών. Επίσης με τα αποτελέσματα τους στήριξαν την catering theory of dividend και απέδειξαν όταν τα επίπεδα ρευστότητας είναι υψηλά τότε οι “dividend payers “ προσπαθούν να πουλήσουν σε discount ενώ όταν τα επίπεδα ρευστότητας είναι χαμηλά τότε οι “dividend payers “ προσπαθούν να πουλήσουν σε premium.

4.3 Μεθοδολογία

Το άρθρο που βασιστήκαμε για να πραγματοποιήσουμε την εμπειρική μας έρευνα είναι των Banerjee, Gatchev και Spindt με τίτλο “Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy”. Προσπαθούμε να ακολουθήσουμε όσον πιο πιστά γίνεται την μεθοδολογία του συγκεκριμένου άρθρου. **Η βασική υπόθεση** την οποία ελέγχουν

στο άρθρο τους οι συγγραφείς είναι ότι η ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που πληρώνουν μέρισμα είναι θετικά σχετισμένη με την απώλεια που υφίσταται οι επενδυτές όταν πωλούν μετοχές με στόχο την αύξηση της ρευστότητας τους. Επομένως μια εταιρία που διανέμει μέρισμα είναι θετικά συσχετισμένη με την ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που διανέμουν μέρισμα και αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα της αγοράς στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές. **Την ίδια υπόθεση** θα ελέγξουμε και εμείς για ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Μέσα από την εμπειρική ανάλυση που θα πραγματοποιήσουμε θα προσπαθήσουμε να απαντήσουμε στο ερώτημα εάν στην Ελλάδα και λαμβάνοντας υπόψη το θεσμικό πλαίσιο που ισχύει για τα μερίσματα και που ήδη έχουμε αναλύσει ισχύει η αρνητική συσχέτιση μεταξύ διανομής μερίσματος και ρευστότητας των μετοχών.

Η ερευνά μας καλύπτει 50 ελληνικές επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών(Χ.Α.Α) και οι οποίες έχουν μετοχές διαθέσιμες στο ευρύ κοινό. Αντλήσαμε δεδομένα για την χρονική περίοδο 2000-2012 .Δεν επεκταθήκαμε σε δεδομένα πριν το 2000, διότι τα δεδομένα πριν το 2000 είναι περιορισμένα με αποτέλεσμα να μην μπορούμε να κατασκευάσουμε σωστές μεταβλητές οι οποίες είναι απαραίτητες για την εκτίμηση του μοντέλου μας. Γενικά προσπαθήσαμε να κάνουμε την ανάλυση μας με όσο περισσότερα στοιχεία ήταν διαθέσιμα για την Ελλάδα στην DataStream ,δυστυχώς υπήρχαν χρονιές που δεν υπήρχαν δεδομένα. Επομένως οι μεταβλητές ορίζονται ως εξής :

- **Εξαρτημένη μεταβλητή:** Χρησιμοποιούμε μια ψευδομεταβλητή (DUMMY) για την οποία θέτουμε 1 την περίπτωση που μια εταιρία δίνει μέρισμα πάνω από το υποχρεωτικό 35% των κερδών όπως ορίζει ο Ν.2190/1920 και μηδέν σε κάθε άλλη περίπτωση, δηλαδή εάν δίνεται μέρισμα μικρότερο από το υποχρεωτικό. ή μηδέν.
- **Αανεξάρτητες μεταβλητές**
 - ❖ **Μεταβλητές ελέγχου:** Σε αυτή την κατηγορία μεταβλητών ελέγχουν περιλαμβάνεται το μέγεθος ,η κερδοφορία και η ευκαιρίες ανάπτυξης της κάθε εταιρίας. Αυτές τις μεταβλητές τις συμπεριλαμβάνουμε στο οικονομετρικό μοντέλο για να ελέγξουμε εάν η ρευστότητα των μετοχών επηρεάζεται από τα

άνω χαρακτηρίστηκα των επιχειρήσεων. Η μεταβλητές αυτές δημιουργούνται ακριβώς με τον ίδιο τρόπο που τις κατασκευάζουν οι αρθρογράφοι.

- **Μέγεθος εταιρίας (size):** ορίζεται με το ποσοστό επί της εκατό των υπόλοιπων εταιριών που έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από την εταιρία
- **Κερδοφορίας(Profitability) :** ορίζεται από τον λόγο Κέρδη/σύνολο ενεργητικού(**Earnings/Assets**)
- **Ευκαιρίες Ανάπτυξης(growth opportunities) :**
 - **GROWTHA** ορίζεται από τον λόγο Market Value/ Assets
 - **GROWTHB** ορίζεται η μεταβολή στο σύνολο του ενεργητικού(dassets/assets)
- Το δεύτερο πακέτο μεταβλητών που χρησιμοποιούν για να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική σε σχέση με την ρευστότητα των μετοχών στην αγορά. Σύμφωνα με τους Banerjee, Gatchev και Spindt υπάρχουν proxies που απεικονίζουν την ρευστότητα και τα οποία είναι τα εξής :
 - ✚ ο αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή (turnover)
 - ✚ όγκος συναλλαγών (volume-trading activity) (dvoln)
 - ✚ η μη ρευστότητα (illiquidity ratio) που απεικονίζεται ως ο λόγος ημερήσιας απόδοσης / ημερησίως όγκος συναλλαγών. Τα δύο πρώτα θα αναφέρεται στην συναλλακτική δραστηριότητα και το τρίτο θα αναφέρεται στην μη ρευστότητα. Η συναλλακτική δραστηριότητα αποτελεί πολλές φορές σήμα κινδύνου τον οποίο αντιμετωπίζουν οι επενδυτές όταν πραγματοποιούν συναλλαγές

Ακολουθήσαμε όσο πιο πιστά γίνεται την μεθοδολογία του άρθρο των Banerjee, Gatchev και Spindt οπότε και εμείς πραγματοποιήσαμε λογιστικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις (cross section logist regression) για τα έτη 2000-2012. **Στον πίνακα 3(βλέπε παράρτημα)** παρουσιάζουμε τα ονόματα των μεταβλητών που εξετάσαμε τους συντελεστές τους , τις πιθανότητες ισχύος αυτών και το R^2 καθώς και τα αποτελέσματα αυτών .

Η πρώτη παλινδρόμηση περιέχει την εξαρτημένη μεταβλητή dummy και ως ανεξάρτητη μεταβλητή τον αριθμό συναλλαγών (turnover) που αποτελεί την κύρια απεικόνιση της ρευστότητας. Προσπαθούμε να αποδείξουμε εάν με αυτό τον τρόπο μπορεί να ερμηνευτεί η μερισματική πολιτική στη χώρα μας . **Στην δεύτερη** παλινδρόμηση έχουν την εξαρτημένη μεταβλητή dummy και ως ανεξάρτητες χρησιμοποιούμε τις μεταβλητές ελέγχου όπου είναι τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων όπως τα έχουμε ορίσει ήδη σε προηγούμενη ανάλυση μας .Με αυτή την παλινδρόμηση θέλουμε να ελέγξουμε όπως και οι αρθρογράφοι εάν τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης επιδρούν στην μερισματική πολιτική του δικού μας μοντέλου για την Ελλάδα. **Στην τρίτη** παλινδρόμηση εισάγουμε στο μοντέλο μαζί με τα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης και την μεταβλητή turnover που απεικονίζει τη ρευστότητα για να ελέγξουμε ένα θα υπάρξει κάποιο καινούριο αποτέλεσμα και να κάνουμε σύγκριση με από τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης . **Στις επόμενες δύο** παλινδρομήσεις εισάγουμε αντίστοιχα ένα από τα άλλα δύο proxies της ρευστότητας για να διαπιστώσουμε εάν τα ευρήματα που βρήκαν οι συγγραφείς του άρθρου που βασίζουμε την εμπειρική μας μεθοδολογία ανταποκρίνονται στην ελληνική πραγματικότητα

4.4 Εμπειρική ανάλυση- Αποτελέσματα

Από τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται στον **πίνακα 3 (βλέπε παράρτημα)** διαπιστώνουμε ότι όσο αφορά την μεταβλητή turnover στην πρώτη παλινδρόμηση έχει θετικό πρόσημο ενώ στη τρίτη που εισάγουμε τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης έχει αρνητικό πρόσημο όπως ακριβώς και στα ευρήματα των συγγραφέων όπου αυτό από μόνο του θα στήριζε την υπόθεση που έχουν διατυπώσει για την αρνητική συσχέτιση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας αλλά παρατηρώντας την πιθανότητα του συντελεστή αυτού διαπιστώνουμε ότι το αποτέλεσμα και στις δυο περιπτώσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Άρα καταλαβαίνουμε ότι σύμφωνα με αυτό το αποτέλεσμα δεν μπορεί να ερμηνεύσει η ρευστότητα στην Ελλάδα την μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι επιχειρήσεις.

Όσο αφορά τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων διαπιστώνουμε η κερδοφορία και το μέγεθος έχουν παρόμοια πρόσημο όπως και στο άρθρο και είναι στατιστικά

σημαντικό το αποτέλεσμα ενώ στα άλλα χαρακτηριστικά δεν εμφανίζονται ούτε παρόμοια πρόσημα με το άρθρο που ακολουθούμε την μεθοδολογία ούτε είναι στατιστικά σημαντικά. Όσο αφορά τη κερδοφορία και το μέγεθος στηρίζεται στην περίπτωση της χώρας μας η διαπίστωση των συγγραφέων δηλαδή ότι οι πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις έχουν την τάση να διανέμουν περισσότερο μέρισμα και η ιδέα ότι όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση τόσο μεγαλύτερο μέρισμα διανέμει. Επίσης όσο αφορά τα proxies που απεικονίζουν την ρευστότητα είναι και αυτά μη στατιστικά σημαντικά. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί από το γεγονός ότι η ελληνική αγορά διαφέρει σε πολύ μεγάλο βαθμό από τις άλλες παγκόσμιες αγορές. Οι αρθρογράφοι παρουσίασαν ευρήματα για την αγορά των Η.Π.Α ή οποία διαφέρει πάρα πολύ με την ελληνική αγορά όσο αφορά και τις συνθήκες συναλλαγών, την φορολογία και το θεσμικό πλαίσιο περί μερισμάτων.

Στην περίπτωση που χρησιμοποιήθηκε ως απεικόνιση της ρευστότητας όγκος συναλλαγών (volume-trading activity) ($dvolln$) παρατηρούμε ότι θετικό πρόσημο αντίθετα με τα αποτελέσματα των συγγραφέων αλλά είναι η πιθανότητα ισχύος είναι πολύ ασθενής επομένως και εδώ παρατηρούμε ότι δεν ισχύει η βασική υπόθεση που ελέγχουμε σχετικά με την αρνητική σχέση μερισματική πολιτική και ρευστότητας της αγοράς.

Στην τελευταία παλινδρόμηση χρησιμοποιούμε την μεταβλητή $illiq$ ως απεικόνιση της ρευστότητας, η οποία αναφέρεται στην μη ρευστότητα στην αγοράς παρατηρούμε ότι έχει το ίδιο πρόσημο με το αποτέλεσμα του άρθρου αλλά και εδώ η ισχύς αυτού του συντελεστή δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επομένως αυτή η μεταβλητή δεν αντανάκλα την ρευστότητα στην ελληνική πραγματικότητα. Τέλος διαπιστώνουμε ότι το R^2 στις περισσότερες περιπτώσεις είναι κοντά ή λίγο παραπάνω από το 5% και όχι κοντά στο 10% ή πάνω από αυτό οπότε ίσως αυτό σημαίνει ότι υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που πρέπει να εισάγουμε στο μοντέλο μας και οι οποίοι εξηγούν την απόφαση της επιχείρησης για την διανομή ή όχι του μερίσματος. όσο αφορά την περίπτωση της Ελλάδας.

Επίσης επεκτείναμε την εμπειρική έρευνα που πραγματοποιήσαμε προηγουμένως αλλάζοντας μόνο την ποιοτική έννοια της εξαρτημένης μας μεταβλητής dummy, δηλαδή θέτουμε ως ψευδομεταβλητή ($dummyb$) να μας δίνει την τιμή 1 εάν η αύξηση του μερίσματος που δόθηκε την χρονική στιγμή t είναι 15% μεγαλύτερη

(είναι ένα αξιοσημείωτο ποσό αύξησης) από την προηγούμενη χρονιά $t-1$. Το δείγμα, το χρονικό διάστημα έλεγχου και όλες οι άλλες μεταβλητές δηλαδή οι εξαρτημένες παρέμειναν ως έχει. Ακολουθήσαμε την ίδια ακριβώς μεθοδολογία με προηγούμενους και πραγματοποιήσαμε τις ίδιες παλινδρομήσεις. Προσπαθήσαμε να ελέγξουμε εάν μια αξιοσημείωτη αύξηση του μερίσματος από τη προηγούμενη χρονιά στην επόμενη επηρεάζεται από την ρευστότητα. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 4(βλέπε παράρτημα). Παρατηρούμε τα ίδια αποτελέσματα και με τις προηγούμενες παλινδρομήσεις και σε αυτή την περίπτωση διαπιστώνουμε ότι η μερισματική πολιτική και συγκεκριμένα μια αξιοσημείωτη αύξηση στην πληρωμή μερίσματος δεν επηρεάζονται από την ρευστότητα της αγοράς.

4.5 Συμπεράσματα

Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουμε μέσα από την οικονομετρική ανάλυση του μοντέλου μας είναι ότι το οικονομετρικό μας μοντέλο στην περίπτωση της Ελλάδας δεν έχει εφαρμογή και δεν μπορεί να εξηγήσει την μερισματική πολιτική μέσω της ρευστότητας των μετοχών των ελληνικών εταιριών στην αγορά .Επομένως η αρχική υπόθεση που θέσαμε ότι δηλαδή η μερισματική πολιτική έχει αρνητική συσχέτιση με την ρευστότητα της αγοράς δεν στηρίζεται στην περίπτωση της χώρας μας .Αρχικά η πιο προφανής εξήγηση που στηρίζει αυτό το αποτέλεσμα και είναι η εξής:

Γενικά η ελληνική αγορά διαφέρει σε πολλούς τομείς από την αγορά των Η.Π.Α που εξετάζουν οι Banerjee, Gatchev και Spindt(2005) στο άρθρο τους αλλά ο βασικότερο λόγος που ίσως βρήκαμε αντίθετα αποτελέσματα είναι το ιδιαίτερο θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει σύμφωνα με την νομοθεσία περί μερισμάτων. Βάση νόμου οι ελληνικές επιχειρήσεις υποχρεούνται να δίνουν το 35% των κερδών τους ως υποχρεωτικό μέρισμα αυτό συνεπάγεται ότι οι μέτοχοι ήδη αντλούν ένα ικανοποιητικό ποσοστό ρευστότητα βάση νόμου άρα δεν μπαίνουν στην διαδικασία να πουλήσουν μετοχές για να αντλήσουν περισσότερη ρευστότητα διότι η ρευστότητα μετακυλύετε με τη μορφή υποχρεωτικών μερισμάτων στους μετόχους . Άλλωστε το 35% των κερδών που ορίζει η νομοθεσία ως υποχρεωτικό μέρισμα αποτελεί ένα πολύ ικανοποιητικό ποσοστό των κερδών της επιχείρησης. Υπάρχουν

όμως και άλλες σημαντικές διαφορές μεταξύ των Ελλάδας και Αμερικής που ίσως ερμηνεύουν το γεγονός ότι στην Ελλάδα δεν ισχύει η αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας της αγοράς. Μία διαφορά που παρατηρείται στην αγορά μεταξύ της αγοράς της Ελλάδας και των Η.Π.Α έγκειται στα διαφορετικά φορολογικά συστήματα. Στην Αμερική τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές από ότι τα κέρδη, ενώ στην Ελλάδα τα μερίσματα δεν φορολογούνται απευθείας διότι προκύπτουν μετά την φορολόγηση των κερδών. Σύμφωνα με τους Baker, Veit και Powell(2001) στις Η.Π.Α η φορολογία έχει τουλάχιστον μια μικρή επίπτωση στη διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Επίσης η διαφορά που βρήκαμε στα αποτελέσματα της οικονομετρικής ανάλυσης για την περίπτωση της Ελλάδας από τα αποτελέσματα του άρθρου που ακολουθήσαμε την μεθοδολογία ίσως έγκειται στο γεγονός ότι η Ελλάδα ανήκει στις λεγόμενες civil law χώρες, δηλαδή χώρες με αστικό δίκαιο ενώ η Αμερική ανήκει στις λεγόμενες common law χώρες δηλαδή χώρες με εθιμικό δίκαιο. Στην πρώτη κατηγορία που ανήκει η Ελλάδα, υπάρχουν ψηφισμένοι νόμοι οι οποίοι καθορίζουν και οριοθετούν τις πολιτικές των επιχειρήσεων όσο αφορά όλο το φάσμα οικονομικών αποφάσεων, ενώ στην περίπτωση των Η.Π.Α οι εκάστοτε κανόνες προέρχονται από προηγούμενες δικαστικές αποφάσεις. Όπως υποστηρίζουν οι Baker και Powell(1999) το νομικό σύστημα κάθε χώρας αποτελεί πιο ισχυρό προσδιοριστικό παράγοντα της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι επιχειρήσεις ακόμα και από το φορολογικό τους σύστημα. Σύμφωνα με τον La Porta et al(1998) στις common law χώρες όπως είναι οι Η.Π.Α υπάρχει πιο αυστηρή προστασία των μετόχων και δη των μετόχων μειοψηφίας και των παρόχων κεφαλαίου αντίθετα με τις civil law χώρες όπως η Ελλάδα, όπου η προστασία αυτή δεν είναι τόσο αυστηρή. Αυτό ίσως έχει ως αποτέλεσμα στην Ελλάδα τα μερίσματα να αποτελούν μια αναγκαιότητα ανεξάρτητα με τη ρευστότητα. Μια μεγάλη διαφορά μεταξύ των δυο χώρων είναι η έκταση του κόστους αντιπροσώπευσης(agency cost), της ασύμμετρης πληροφόρησης(asymmetry information) και του ηθικού κινδύνου(moral hazard). Στις common law χώρες το κόστος αντιπροσώπευσης(agency cost), η ασύμμετρη πληροφόρηση(asymmetry information) και ο ηθικός κίνδυνος (moral hazard) υφίσταται αλλά η έκτασή τους είναι περιορισμένη. Αυτό το συμπέρασμα το επικροτούν και με έρευνα τους τόσο οι Baker και Powell(1999) οι οποίο θεωρούν το agency cost «θολό» στην Αμερική όσο και οι Porta et al.(1998), La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999)).Ενώ

αντίθετα οι Routsos, Eriotis και Vasileiou (2011) στην εμπειρική έρευνα που πραγματοποίησαν για τη μερισματική πολιτική στην Ελλάδα καθώς και την σύγκριση της με την πολιτική μερισμάτων που ακολουθούν άλλες χώρες συμπεριλαμβανομένου και της Αμερικής, στην Ελλάδα το πρόβλημα του κόστους αντιπροσώπευσης και του ηθικού κίνδυνου είναι πιο έντονα και αποκαλύπτουν τις προσπάθειες των ελληνικών επιχειρήσεων για την αποφυγή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων τους, στρεφόμενες σε εναλλακτικές πηγές όπως είναι οι δανειακές συμβάσεις, με αποτέλεσμα να ξεπεράσουν τους περιορισμούς της αγοράς και να αυξήσουν την ικανότητά τους να δανείζονται φθηνά. Επίσης στο άρθρο τους αναφέρουν ότι τα στελέχη προσπαθούν να διατηρήσουν μια σταθερή μερισματική πολιτική από χρόνο σε χρόνο, διότι πιστεύουν ότι η αγορά θα τους ανταμείψει με μεγαλύτερο Premium ως αποτέλεσμα αυτής της σταθερής πολιτικής. Επιπροσθέτως σε έρευνα που πραγματοποίησαν οι Baker, Viet και Powell (2001) για επιχειρήσεις που ανήκουν στον NASDAQ βρήκαν ότι η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων αυτών δεν εξαρτάται ούτε από τα επίπεδα μόχλευσης ούτε από τα επίπεδα ρευστότητας που είναι διαθέσιμη στην αγορά. Τέλος σε αγορές με μικρά κόστη συναλλαγών όπως στην περίπτωση της Ελλάδας σύμφωνα με τους Gonzalez και Zumudío (2006) δεν ισχύει η αρνητική σχέση μεταξύ μερισματική πολιτική και ρευστότητας της αγοράς.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ -ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Αρθρα

Allen, Frank, Antonio E. Bernardo, and Ivo Welch. 2000. "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles." *Journal of Finance* 55:6, 2499–2536.

Alpert, M., Raiffa, H. (1982), "A progress report on the training of probability assessors" in Tverky A. (ed.), *Judgement under uncertainty: heuristics and biases*,

Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2004a. "A Catering Theory of Dividends." *Journal of Finance* 59:3, 1125–1165.

Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler. 2004a. "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives." *Journal of Financial Economics* 73:2, 271–288.

Baltussen, G. (2009), "Behavioral Finance: An introduction", Working Paper Series

Baker, M. P. and Wurgler, J. (2007), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance*, Vol.61, pp.1645-1680

Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998), "A model of investor sentiment", *Journal of Financial Economics*, vol.49, pp.307-343.

Barberis, N. and Thaler, R. (2003), "A survey of behavioral finance", in *Handbook of Economics of finance*, vol.1 part2, pp.1053-1128.

Barberis, Nicholas, and Andrei Shleifer. 2003. "Style Investing." *Journal of Financial Economics* 68:2, 161–199

.Banerjee, Suman, Vladimir A. Gatchev, and Paul A. Spindt. 2005. "Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy." Working Paper, Tulane University

Baskin, Jonathan, and Paul J. Miranti, Jr. 1997. *A History of Corporate Finance*. New York: Cambridge University Press.

Bhattacharya, Sudipto. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics* 10:1, 259–270. *Journal of Finance* 40:4, 1031–1051.

Brav, Alon, John Graham, Campbell Harvey, and Roni Michaely. 2005. "Payout Policy in the 21st Century." *Journal of Financial Economics* 77:3, 483–527.

Brennan, Michael. J. 1971. "A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model." *Journal of Finance* 26:5, 1115–1121.

Ca Baker, M. P. and Wurgler, J. (2007), "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", *Journal of Finance*, Vol.61, pp.1645-1680. mbridge University Press, New York, pp. 294-305

Chikashi Tsuji (2010) Test of the Catering Theory of Dividends: The Case of the Japanese Electric Appliances Industry"

Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998), "Investor Psychology and Security Market under- and overreactions", *Journal of Finance*, vol.53, pp.1839-1886.

De Bond, W.F.M. and Thaler, R.H. (1995), "Financial Decision-Making in Markets and firms: A Behavioral Perspective",

De Angelo, Harry, and Linda DeAngelo. 2006. "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem." *Journal of Financial Economics* 79:2, 293–315.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner. 2000. "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling." *Journal of Financial Economics* 57:3, 309–354.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner. 2004. "Are Dividends Disappearing?"

Denis, David J., and Igor Osobov. 2005. "Disappearing Dividends, Catering Incentives and Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings." *Journal of Financial Economics* 72:3, 425–456. Education and Technology Journalsevier Science B.V.

Eriotis Nikolaos, Poutos I. Evangelos, Vasiliou Dimitrios (2011) "The dividend policy of the Greek listed firms prior the economic crisis: A comparative analysis"

ERicciardi, V. and Simon, H. (2000), "What is Behavioral Finance?",

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 2001. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics* 60:1, 3–43.

Fama, E.F. (1991), "Efficient Capital Markets II", *Journal of Finance*, vol. 46:5, pp.1575-1617

Gerard Hoberg, Nagpurnanand R. Prabhala (2009) Disappearing Dividends, Catering, and Risk"

Gil Cohen, Joseph Yagil (2008) On the Catering Theory of Dividends and the Linkage between Investment, Financing and Dividend Policies

Gordon Gemmill (2005) Catering for Dividends by Stripping Mutual-Fund Portfolios

- Grabowski, Henry G., and Dennis C. Mueller. 1975. "Life Cycle Effects on Corporate Returns on Retentions." *The Review of Economics and Statistics* 20:3, 199–219
- Grullon, Gustavo, Roni Michaely, and Bhaskaran Swaminathan. 2002. "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business* 75:3, 387–424.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76:2, 323–329.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around the World." *Journal of Finance* 55:1, 1–33.
- Li, Kai, and Xinlei Zhao. 2008. "Asymmetric Information and Dividend Policy." *Financial Management*, forthcoming. Agency Costs: International Evidence." Working Paper, Purdue University.
- Li, Wei, and Erik Lie. 2006. "Dividend Changes and Catering Incentives." *Journal of Financial Economics* 80:2, 293–308.
- Li, Kai, and Xinlei Zhao. 2008. "Asymmetric Information and Dividend Policy." *Financial Management*, forthcoming.
- Li, Wei, and Erik Lie. 2006. "Dividend Changes and Catering Incentives." *Journal of Financial Economics* 80:2, 293–308.
- Lai, Richard Kum-yew. 2004. "A Catering Theory of Analyst Bias." Working Paper, Harvard Business School
- Martin Sewel (2007) 'Behavioral Finance' University of Cambridge-
- Michaelsen, Jacob. 1966. "The Determinates of Corporate Dividend Policies." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1:1, 29–29b.
- Miller, Merton H., and Kevin Rock. 1985. "Dividend Policy under Asymmetric Information." *Journal of Finance* 40:4, 1031–1051.
- Neves, Elisabete. 2006. "Dividends: New Evidence on the Catering Theory." Working Paper, Universidad de Salamanca.
- Nopphon Tangjitprom (2011) 'Dividend Premiums and Dividend Payment Decisions in Thailand' Martin de Tours School of Management and Economics Assumption University, Thailand
- Rabin, M. and Thaler, R.H. (2001), "Anomalies: Risk Aversion", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.1, pp. 219-232.
- Shefrin, Hersh M., and Meir Statman. 1984. "Explaining Investor Preferences for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics* 13:2, 253–282.

Twu, Mia, and Chin-Hsiang Shen. 2006. "Catering to Dividend Demand and the Institutional Variables of Capital Markets." Working Paper, Chengchi University

Shefrin, Hersh, and Richard Thaler. 1988. "The Behavioral Life Cycle Hypothesis." *Economic Inquiry* 26:4, 609–643.

Shiller J. (2003), "From efficient market theory to Behavioral finance Robert", *journal of economic perspectives*, volume 17

Shleifer A. and Vishny R. (1997), "The limits of arbitrage", *Journal of Finance* 52:35-55

Shleifer, A. (2000), "Inefficient Markets", Oxford University Press.

Tversky A. and Kahneman D. (1981), "The framing of Decisions and the Psychology of Choice", *Science*, vol.28, pp.1-39.

Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty." *Journal of Risk and Uncertainty* 5:4, 297–323.

Zhan Jiang, Kenneth A. Kim†, Erik Lie(January 2012) Share repurchases, catering, and dividend substitution

Zweig, Martin E. 1973. "An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed-End Fund Premiums." *Journal of Finance* 28:1, 67–78. Firms with Poor Shareholder Rights." Working Paper, Tilburg University

Αλεξάκης, Χ. , Ξανθάκης, Μ. (2008), «Συμπεριφορική χρηματοοικονομική», Εκδόσεις Σταμούλης.

Γιάννης Παπαδόπουλος , "Η Άνοδος και η Πτώση του Homos Economus" , Δημοσιευμένο άρθρο στην εφημ. Καθημερινή (14.6.2012)

Βιβλία

H.Kent Baker 'Dividend and dividend Policy'

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)						
Dependent Variable: DUMMY						
	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	R-squared
Α ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-0.174944	0.089485	-1.954998	0.0506	0.000020
	TURNOVER	7.59E-08	5.67E-07	0.133962	0.8934	
Β ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-0.649437	0.123794	-5.246106	0.0000	0.056580
	SIZE	0.000176	6.04E-05	2.921990	0.0035	
	GROWTHA	-0.000674	0.001063	-0.634402	0.5258	
	GROWTHB	0.008632	0.036596	0.235875	0.8135	
	PROFITABILITY	2.311293	0.660394	3.499869	0.0005	
Γ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-0.493800	0.116876	-4.224976	0.0000	0.034406
	SIZE	0.000234	7.16E-05	3.267.845	0.0011	
	GROWTHA	-0.000854	0.001141	-0.748703	0.4540	
	GROWTHB	0.005796	0.036264	0.159841	0.8730	
	PROFITABILITY	3.072259	0.610406	5.033141	0.0000	
	TURNOVER	-7.57E-08	5.09E-07	-0.148721	0.8818	
Δ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-1.708278	0.574396	-2.974045	0.0029	0.065766
	SIZE	0.000106	6.93E-05	1.530387	0.1259	
	GROWTHA	-0.000945	0.001132	-0.835066	0.4037	
	GROWTHB	0.007409	0.035567	0.208298	0.8350	
	PROFITABILITY	2.542274	0.752152	3.379998	0.0007	
	DVOLLN	0.093756	0.053680	1.746575	0.0807	
Ε ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-0.862369	0.161903	-0.862369	0.0000	0.044977
	SIZE	0.000142	5.93E-05	2.402362	0.0163	
	GROWTHA	-0.000567	0.001127	-0.503098	0.6149	
	GROWTHB	0.190134	0.147437	1.289598	0.1972	
	PROFITABILITY	2.596095	0.995766	2.607133	0.0091	
	ILLIQ	0.489495	1.171347	0.417890	0.6760	

Πραγματοποιήσαμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις για να ερμηνεύσουμε την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Χρησιμοποιήσαμε ως δείγμα 50 ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α για το χρονικό διάστημα από το 2000-2012. Θέσαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή την ψευδομεταβλητή dummy η οποία μας δίνει τιμή 1 σε περίπτωση που το ποσό του μερισματος είναι άνω του 35% των κερδών και 0 σε όλες τις άλλες περιπτώσεις. Στην Α παλινδρόμηση εισάγουμε την μεταβλητή turnover (αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή). Στη Β παλινδρόμηση εισάγουμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων, δηλαδή τις μεταβλητές ελέγχου, μέγεθος, ανάπτυξη και κερδοφορία. Στη Γ παλινδρόμηση μαζί με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων εξετάζουμε την επίδραση και της μεταβλητής turnover. Στην Δ παλινδρόμηση εισάγουμε ως απεικόνιση της ρευστότητας τη μεταβλητή DVOLLN (όγκος συναλλαγών) και στην Ε παλινδρόμηση την μεταβλητή illiq (μη ρευστότητα). Επίσης έχουμε

με τη βοήθεια του πίνακα συνδιακυμάνσεων ελέγξει την πολυσυγγραμμικότητα. καθώς και έχει γίνει διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας (QML (Huber/White) standard errors & covariance) όπου ήταν απαραίτητο.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)						
Dependent Variable: DUMMYβ						
	Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.	R-squared
A ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-1.112394	0.100205	-1.110117	0.0000	0.000063
	TURNOVER	1.38E-07	5.38E-07	0.256088	0.7979	
B ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-1.269947	0.215394	-5.895939	0.0000	
	SIZE	7.73E-05	5.04E-05	1.533813	0.1251	
	GROWTHA	0.001967	0.000732	2.688088	0.0072	0.028523
	GROWTHB	-0.072778	0.052066	-1.397810	0.1622	
	PROFITABILITY	1.253215	1.831320	0.684324	0.4938	
Γ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-1.227.632	0.220091	-5.577.837	0.0000	
	SIZE	0.000110	5.42E-05	2.019807	0.0434	
	GROWTHA	0.002049	0.000738	2.775644	0.0055	
	GROWTHB	-0.070606	0.051981	-1.358301	0.1744	
	PROFITABILITY	1.207598	1.832069	0.659144	0.5098	0.031521
	TURNOVER	-1.28E-06	7.31E-07	-1.751914	0.0798	
Δ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-2.232.740	0.641375	-3.481175	0.0005	
	SIZE	2.89E-05	5.22E-05	0.553983	0.5796	
	GROWTHA	0.002043	0.000824	2.480547	0.0131	0.060449
	GROWTHB	-0.073886	0.056818	-1.300410	0.1935	
	PROFITABILITY	2.672780	0.964332	2.771639	0.0056	
	DVOLLN	0.070192	0.058561	1.198603	0.2307	
Ε ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ	C	-1.873352	0.193056	-9.703657	0.0000	
	SIZE	6.76E-05	5.16E-05	1.309747	0.1903	
	GROWTHA	0.002254	0.000990	2.276709	0.0228	0.118228
	GROWTHB	-0.118723	0.171596	-0.691878	0.4890	
	PROFITABILITY	7.028107	1.247727	5.632729	0.0000	
	ILLIQ	-2.449271	2.321667	-1.054962	0.2914	

Πραγματοποιήσαμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις για να ερμηνεύσουμε την μερισματική πολιτική στην Ελλάδα. Χρησιμοποιήσαμε ως δείγμα 50 ελληνικές εταιρίες εισηγμένες στο Χ.Α.Α για το χρονικό διάστημα από το 2000-2012.Θέσαμε ως εξαρτημένη μεταβλητή την ψευδομεταβλητή dummyβ να μας δίνει την τιμή 1 εάν η αύξηση του μερίσματος που δόθηκε την χρονική στιγμή t είναι 15% μεγαλύτερη (είναι ένα αξιοσημείωτο ποσό αύξησης) από την προηγούμενη χρονιά t-1 και 0 σε όλες τις άλλες περιπτώσεις. Στην Α παλινδρόμηση εισάγουμε την μεταβλητή turnover(αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή). Στη Β παλινδρόμηση εισάγουμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων ,δηλαδή της μεταβλητές ελέγχου. μέγεθος ,ανάπτυξη και κερδοφορία. Στη Γ παλινδρόμηση μαζί με τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων εξετάζουμε την επίδραση και της μεταβλητής turnover .Στην Δ παλινδρόμηση εισάγουμε ως απεικόνιση της ρευστότητας τη μεταβλητή DVOLLN(όγκος συναλλαγών)και στην Ε παλινδρόμηση την μεταβλητή illiq(μη ρευστότητα).Επίσης

