



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
Μ.Π.Σ. ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
(Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ)

Νάλτσος Διονύσιος

ΜΧΡΗ/ 0826

Επιβλέπων Καθηγητής: Νικόλαος Κουρογένης

Τριμελής επιτροπή: Εμμανουήλ Τσιριτάκης
Νικόλαος Κουρογένης
Χριστίνα Χρίστου

**ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
(Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ)**

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Σύμφωνα με την θεωρία που διατυπώνουν οι Banerjee, Gatchev και Spindt, η ρευστότητα αγοράς σχετίζεται αρνητικά με την μερισματική πολιτική εταιριών. Αυτό θα συμβαίνει, γιατί οι επενδυτές θα αναζητούν μετοχές που διανέμουν μέρισμα όταν τα κόστη συναλλαγών στην αγορά είναι υψηλά, άρα θα επικρατεί έλλειψη ρευστότητας. Έτσι, οι εταιρίες θα τείνουν να αυξάνουν τα διανεμόμενα μερίσματα, σε περιόδους έλλειψης ρευστότητας, με στόχο να προσελκύουν επενδυτές. Εξετάζοντας την ισχύ της θεωρίας αυτής για την ιδιάζουσα αγορά της Ελλάδας, διαπιστώνουμε πως δεν έχει εφαρμογή στην συγκεκριμένη αγορά. Συγκεκριμένα, υιοθετώντας δύο διαφορετικά οικονομετρικά μοντέλα αποκλείουμε την ισχύ της αρνητικής σχέσης μεταξύ ρευστότητας αγοράς και μερισματικής πολιτικής για την περίοδο που μελετάται (2000 – 2009) στην ελληνική αγορά.

Λέξεις κλειδιά: Μερισματική πολιτική, Ρευστότητα, Κόστη συναλλαγών, Ζήτηση μερισμάτων

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	4
2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.....	6
A) ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....	6
Θεωρία «σημάτων» (Signaling Theory).....	7
Θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης (Agency cost theory).....	8
Θεωρία προτιμήσεως μερισμάτων (Bird in the hand theory).....	9
Θεωρία του κύκλου ζωής (Behavioral/life cycle theory).....	10
Θεωρία επιθυμιών των επενδυτών (Catering theory).....	10
B) ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	11
Υπόδειγμα Μερικής Προσαρμογής.....	12
Αναθεώρηση του Υποδείγματος Μερικής Προσαρμογής.....	14
Υπόδειγμα Ορθολογικών Προσδοκιών.....	14
Υπόδειγμα Ατελειών Αγοράς.....	15
Υπόδειγμα Επενδυτικών Ευκαιριών.....	16
Υπόδειγμα Ρευστότητας.....	18
Αναθεώρηση του Υποδείγματος Ρευστότητας.....	19
3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	22
A) ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ.....	22
B) Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	23
Γ) ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ.....	26
4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ.....	27
A) ΒΑΣΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	27
Άρθρο 1: Gonzalez and Zamudio 2005.....	27
Άρθρο 2: Banerjee , Gatchev , Spindt 2005.....	30

Άρθρο 3: Banerjee , Gatchev , Spindt 2003.....	31
B1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – Μοντέλο Ποιοτικής Μεταβλητής.....	32
Δείγμα.....	33
Μεταβλητές.....	34
B2) ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ – Μοντέλο Ποιοτικής Μεταβλητής.....	37
Γ1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – Μοντέλο Μερισματικής Απόδοσης.....	41
Δείγμα.....	42
Μεταβλητές.....	43
Γ2) ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ – Μοντέλο Μερισματικής Απόδοσης.....	44
5. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΤΟ Χ.Α.Α.....	48
6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	50
7. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ.....	51
8. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	52
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΠΙΝΑΚΕΣ.....	55
Πίνακας 1.....	55
Πίνακας 2.....	56
Πίνακας 3.....	64
Πίνακας 4.....	64
Πίνακας 5.....	65
Πίνακας 6.....	67

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πολιτική διανομής μερισμάτων που ακολουθούν οι εταιρίες συνεχίζει ακόμα και σήμερα να προβληματίζει τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές. Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο την διερεύνηση της σχέσης μεταξύ ρευστότητας της αγοράς και της μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Η διερεύνηση αυτή αφορά την αγορά της Ελλάδας.

Έναυσμα της εργασίας μας αποτέλεσε η διαχρονική προσπάθεια διασήμων μελετητών για εξακρίβωση της σχέσης μεταξύ της ρευστότητας και της διανομής μερισμάτων από τις επιχειρήσεις. Το συγκεκριμένο θέμα απασχόλησε μελετητές όπως τους Miller και Modigliani (1961), τον Long (1978), τον Poterba (1986) και άλλους.

Η δική μας εργασία επικεντρώνεται κυρίως στην θεωρία που διατύπωσαν οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005). Σε αγορές με υψηλά κόστη συναλλαγών τα μερίσματα υπό μορφή μετρητών βοηθούν τους επενδυτές να ικανοποιήσουν τις ανάγκες τους για ρευστότητα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές θα αποζητούν τα μερίσματα αυτά, άρα και τις μετοχές που τα διανέμουν. Η ζήτηση αυτή θα είναι θετικά συσχετισμένη με τα κόστη συναλλαγών – «τριβή» που υφίστανται οι επενδυτές κατά τις συναλλαγές τους, στην προσπάθειά τους να πωλήσουν μετοχές ώστε να αποκτήσουν ρευστότητα. Έτσι, οι Banerjee, Gatchev και Spindt υποθέτουν πως η πιθανότητα μια εταιρία να διανείμει μέρισμα θα σχετίζεται αρνητικά με τα κόστη συναλλαγών που επικρατούν στην αγορά. Κατά συνέπεια, θα υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας αγοράς και μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Στην παρούσα εργασία ισχυριζόμαστε πως η αρνητική αυτή σχέση δεν ισχύει για τα ελληνικά δεδομένα, λόγω κυρίως του ιδιαίτερου θεσμικού πλαισίου που ισχύει.

Τα κύρια αποτελέσματα της εργασίας συνοψίζονται ως εξής: υιοθετώντας τα οικονομετρικά μοντέλα που προτείνονται από τη βιβλιογραφία καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής δεν ισχύει για την ελληνική αγορά, τουλάχιστον για τα έτη 2000 – 2009, τα οποία μελετώνται. Το πρώτο μοντέλο που υιοθετείται, το οποίο προτείνουν οι Banerjee, Gatchev και Spindt δεν μπορεί να εξηγήσει την μερισματική πολιτική που ακολουθείται στην Ελλάδα, καθώς δεν

παρουσιάζει στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα εν τέλει. Το δεύτερο οικονομετρικό μοντέλο που προτείνουν οι Gonzalez και Zamudio, το οποίο βέβαια, μοιάζει αρκετά στο πρώτο, αποκαλύπτει πως δεν υφίσταται αυτή η αρνητική σχέση για τα ελληνικά δεδομένα. Προτείνεται, βέβαια, να συνεχιστεί η μελέτη των μοντέλων αυτών για την ελληνική αγορά και στο μέλλον, ώστε να επιβεβαιωθούν τα αποτελέσματα της δικής μας έρευνας για ευρύτερο χρονικό διάστημα.

Η εργασία χωρίζεται σε 8 τμήματα. Στο 2^ο τμήμα θα αναφερθούμε στην μερισματική πολιτική γενικότερα παρουσιάζοντας κάποιες υπάρχουσες θεωρίες σχετικά με αυτήν. Ακόμα, θα αναλυθούν ό στόχος της διανομής μερισμάτων και ποιοι παράγοντες την επηρεάζουν, σύμφωνα με την υπάρχουσα βιβλιογραφία. Στο 3^ο τμήμα θα αναλυθεί το θεσμικό πλαίσιο που ισχύει στην Ελλάδα σχετικά με τα μερίσματα και η συμπεριφορά των Ελλήνων επενδυτών απέναντι σε αυτά. Αυτό το τμήμα θα μας βοηθήσει να αντιληφθούμε καλύτερα το περιβάλλον το οποίο μελετάμε. Το 4^ο μέρος περιλαμβάνει την επισκόπηση της βασικής βιβλιογραφίας που αφορά το συγκεκριμένο θέμα που διαπραγματεύεται η παρούσα εργασία. Επίσης, περιλαμβάνει την ανάλυση των οικονομετρικών μοντέλων που χρησιμοποιήθηκαν και την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε. Στο ίδιο μέρος θα αναλύσουμε τα συμπεράσματα της μελέτης μας. Το 5^ο μέρος της εργασίας αναφέρεται στην ρευστότητα, ορίζοντας την ρευστότητα αγοράς και παρουσιάζει ένα παράδειγμα για την ελληνική οικονομία. Τέλος, το 6^ο και 7^ο μέρος περιλαμβάνουν τα συμπεράσματα της έρευνάς μας και τις προτάσεις για περαιτέρω έρευνα αντίστοιχα, ενώ το 8^ο μέρος παραθέτει την βιβλιογραφία πάνω στην οποία στηρίχθηκε η παρούσα ερευνητική εργασία.

2. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε κάποιες γενικότερες πληροφορίες σχετικά με τα μερίσματα και την μερισματική πολιτική, ενώ παράλληλα θα αναφερθούμε στα ερωτήματα «Γιατί οι επενδυτές θέλουν μερίσματα;» και «Τί άποψη έχουν οι επενδυτές για τα μερίσματα;». Κατά αυτόν τον τρόπο θα παρουσιάσουμε τις πιο γνωστές θεωρίες που έχουν διατυπωθεί για να ερμηνεύσουν τις προτιμήσεις των επενδυτών. Επίσης θα μιλήσουμε και θα προσπαθήσουμε να κατανοήσουμε τους παράγοντες, οι οποίοι, σύμφωνα με την βιβλιογραφία, φαίνεται πως επηρεάζουν την μερισματική πολιτική, αναφερόμενοι και στον παράγοντα της ρευστότητας, ο οποίος θα μας απασχολήσει εκτενέστερα στην παρούσα εργασία.

A) ΣΤΟΧΟΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Το ερώτημα, το οποίο παραμένει αναπάντητο πάνω από τρεις δεκαετίες είναι το γιατί οι εταιρίες σε παγκόσμιο επίπεδο διανέμουν ένα σημαντικό τμήμα των κερδών τους υπό την μορφή μερισμάτων (**Black 1976**). Οι ακαδημαϊκοί δεν έχουν καταφέρει να συμφωνήσουν σε μία κοινώς αποδεκτή θεωρία ως απάντηση στην ερώτηση αυτή, με αποτέλεσμα να παραμένει “τυπικά” άλυτο το πρόβλημα. Είναι το γνωστό «Dividend puzzle». Μια ικανοποιητική ερμηνεία που θα μπορούσαμε να δώσουμε, έστω πρόχειρα, είναι η εξής: Οι επενδυτές αγοράζουν μετοχές αποσκοπώντας στην μεγιστοποίηση των κεφαλαίων τους, η οποία επιτυγχάνεται μέσω δύο συνιστωσών, την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών και την είσπραξη μερισμάτων. Οι επιχειρήσεις, λοιπόν, διανέμουν μερίσματα με σκοπό την προσέλκυση επενδυτών. Πιο συγκεκριμένα, οι επενδυτές από την μεριά τους δανείζοντας χρήματα στις επιχειρήσεις αποβλέπουν στην μεγιστοποίηση των κερδών τους (μερισματικά και κεφαλαιακά κέρδη), ενώ οι επιχειρήσεις με την σειρά τους αντλούν με αυτόν τον τρόπο τα απαραίτητα χρήματα για την πραγματοποίηση των επενδυτικών σχεδίων τους. Τα μερίσματα ουσιαστικά αποτελούν επιστροφή χρημάτων στους μετόχους για τα κεφάλαια που δάνεισαν.

Σύμφωνα με μελέτη (**Dong, Robinson, Veld, April 2004**), οι επενδυτές δεν είναι αδιάφοροι ως προς τα μερίσματα. Για παράδειγμα, τα κόστη συναλλαγών αποτελούν σημαντικό λόγο για τον οποίο αυτοί προτιμούν τα μερίσματα. Πιο αναλυτικά, οι επενδυτές φαίνεται πως βλέπουν τα μερίσματα ως μέσο για να αποφεύγουν τα κόστη συναλλαγών, όταν δεν τα επανεπενδύουν στις ίδιες μετοχές, αλλά π.χ. τα καταναλώνουν, τα καταθέτουν σε τραπεζικούς λογαριασμούς ή τα επενδύουν σε διαφορετικά χρεόγραφα. Η ίδια μελέτη καταλήγει, ακόμα, στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι καταναλώνουν μικρότερο μέρος του εισοδήματος που προέρχεται από μερίσματα σε σχέση με το μέρος που καταναλώνουν από το κανονικό τους εισόδημα.

Παρακάτω παραθέτουμε τις πιο γνωστές θεωρίες που επιχειρούν να ερμηνεύσουν τα παραπάνω ερωτήματα.

Θεωρία «σημάτων» (Signaling Theory)

Μία από τις θεωρίες που προσπαθούν να απαντήσουν στο γιατί οι επιχειρήσεις διανέμουν μερίσματα, είναι εκείνη που διατυπώθηκε από τους **Bhattacharya (1979) και Miller – Rock (1985)**, σύμφωνα με την οποία η διανομή μερισμάτων παρέχει πληροφόρηση στους επενδυτές σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία μιας εταιρίας. Η θεωρία αυτή έχει ως βάση της την “ασύμμετρη πληροφόρηση” μεταξύ επιχειρήσεων - στελεχών και μετόχων.

Η εν λόγω θεωρία αρχικά διατυπώθηκε από τον Bhattacharya, ο οποίος υποστήριξε ότι τα μερίσματα αποτελούν ένδειξη – “σήμα” αναγνώρισης της μελλοντικής πορείας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης για τους μετόχους και πιθανούς επενδυτές, οι οποίοι δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν εκ των έσω την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης. Έχουν δηλαδή “ασυμμετρία πληροφόρησης” σε σχέση με τα εσωτερικά στελέχη. Κατά συνέπεια, τα μερίσματα είναι αυτά που τους πληροφορούν για την εκάστοτε κατάσταση της εταιρίας. Μάλιστα, θεωρείται ότι όσο καλύτερες δυνατότητες έχει η εταιρία για ανάπτυξη, παραγωγή και επίτευξη των στόχων της, τόσο υψηλότερα θα είναι τα μερίσματα που διανέμει.

Σύμφωνα, λοιπόν, με την signaling theory, τα υψηλότερα μερίσματα αποτελούν δείκτη υψηλότερης αξίας της επιχείρησης, ενώ θα πρέπει να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ μερίσματος- παραγωγικότητας και μερίσματος – χρηματοροών. Ακόμα αυξήσεις στα μερίσματα θα πρέπει να έχουν ως

αποτέλεσμα αφύσικα υψηλές αποδόσεις όταν ανακοινώνεται η διανομή. Όμως, σύμφωνα με τον ίδιο τον **Bhattacharya (2007)**, τα υψηλότερα μερίσματα αποτελούν ένδειξη χαμηλότερου επιπέδου εκπροσώπησης μετόχων και θα καταλήγουν σε χαμηλότερη απόδοση και αξία της επιχείρησης. Αντίστοιχη άποψη έχουν και οι **Asimakopoulos et al. (2007)** που αναλύουν σε σχετικό άρθρο τους. Επιπλέον, η signaling theory δεν ισχύει σύμφωνα και με άλλους μελετητές. Οι **DeAngelo - Skinner (1996)** και **Benartzi – Michaely – Thaler (1997)** αποδεικνύουν ότι οι μεταβολές στα μερίσματα δεν είναι στην πραγματικότητα κατάλληλες στο να προβλέπουν τις μελλοντικές αλλαγές στην κερδοφορία. Επομένως αν το “σήμα” δεν είναι σωστό, γιατί να το στείλει κανείς; Επιπρόσθετα, ο **Brav et al. (2005)** υποστηρίζει ότι οι managers δεν έχουν ουσιαστικά την πρόθεση να “στείλουν” κάποιο “σήμα” στο επενδυτικό κοινό όταν αποφασίζουν κάποια πολιτική διανομής κερδών.

Θεωρία κόστους αντιπροσώπησης (Agency cost theory)

Η συγκεκριμένη θεωρία αναφέρεται στις αντιθέσεις συμφερόντων που δημιουργούνται στα πλαίσια της επιχείρησης, μεταξύ των επενδυτών και των ατόμων που λαμβάνουν τις αποφάσεις για την στρατηγική και την πορεία της επιχείρησης, δηλαδή τους managers. Οι αντιθέσεις αυτές των συμφερόντων ουσιαστικά δημιουργούνται λόγω του γεγονότος ότι τα πρόσωπα που ελέγχουν και αποφασίζουν για την εταιρία (managers) είναι διαφορετικά από αυτά που τους ανήκει η εταιρία (shareholders).

Στις μεγάλες εταιρίες, συνήθως, οι μέτοχοι προσλαμβάνουν άτομα – επαγγελματίες για να χειρίζονται την εταιρία και να λαμβάνουν αποφάσεις. Όμως είναι δύσκολο για τους επενδυτές – shareholders να επιβλέπουν (monitoring) τους managers. Μη αποτελεσματική επίβλεψη θα μπορούσε να έχει ως συνέπεια την προσπάθεια των managers να πετύχουν στόχους για ίδιο όφελος και όχι για όφελος της εταιρίας. Τέτοιοι στόχοι θα μπορούσαν να είναι: συγχωνεύσεις ή εξαγορές που θα έδιναν κύρος στους managers, υψηλοί μισθοί, πολυτέλειες κ.α. Τα κεφάλαια αυτά, τα οποία μπορεί να χρησιμοποιηθούν από τους managers για επίτευξη των παραπάνω στόχων αποτελούν το κόστος διαχείρισης (agency cost).

Σύμφωνα με τον **Easterbook (1984)** τα μερίσματα χρησιμοποιούνται με τρόπο ώστε να απομακρύνεται από τα χέρια των managers το πλεόνασμα των χρημάτων και να ρέει προς τους μετόχους. Κατά συνέπεια, οι managers, θα πρέπει να απευθυνθούν στην αγορά για αναζήτηση πόρων ώστε να πραγματοποιήσουν τα σχέδιά τους, γεγονός που με τα σειρά του θα τους υποβάλλει σε στενότερη επίβλεψη από τράπεζες και άλλους επενδυτές. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι η μείωση του κόστους επίβλεψης (monitoring) και η μείωση της διάθεσης ανάληψης κινδύνου από τους managers. Οι **Shleifer – Vishny (1986)** και **Allen – Bernardo – Velch (2000)** τονίζουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν μετοχές που ανήκουν σε εταιρίες που διανέμουν κανονικά – τακτικά μερίσματα και ότι αυτοί οι επενδυτές τείνουν να ασκούν πιο συχνή και στενή επίβλεψη από τους πιο μικρούς επενδυτές.

Ο **Jensen (1986)** συνδέει πιο άμεσα την μερισματική πολιτική με την κακή διαχείριση του πλεονάσματος μετρητών (free cash flow) από τους managers. Υποστηρίζει ότι εφόσον υπάρχει η πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων σε μια επιχείρηση με πλεονάζουσα ρευστότητα και καθώς τα μετρητά είναι το στοιχείο εκείνο που οι managers κακοδιαχειρίζονται συνήθως, τότε αυτό το πρόβλημα μπορεί να λυθεί από τους επενδυτές ασκώντας πίεση στους managers να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα.

Η agency/free cash flow theory προσπαθεί ουσιαστικά να αντιμετωπίσει το πρόβλημα σύγκρουσης συμφερόντων που αναφέρθηκε παραπάνω. Ομοιότητα ανάμεσα στις δύο παραπάνω θεωρίες αποτελεί το σημείο ότι η ανακοίνωση υψηλότερων μερισμάτων θα οδηγήσει σε υψηλότερη απόδοση.

Θεωρία προτιμήσεως μερισμάτων (Bird in the hand theory)

Την διατύπωσε ο **Gordon (1961, 1962)**. Σύμφωνα με αυτή την θεωρία οι επενδυτές πιστεύουν πως τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα σε σχέση με τα πιθανά μελλοντικά κεφαλαιακά κέρδη και κατ' επέκταση προτιμούν τα πρώτα. Έτσι οι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη αξία σε εταιρίες με μεγαλύτερη μερισματική απόδοση και άρα υψηλότερη τιμή.

Θεωρία του κύκλου ζωής (Behavioral/life cycle theory)

Ο **Shefrin και Statman (1984)** ανέπτυξαν αυτή τη θεωρία, η οποία βασίζεται στον αυτοέλεγχο ενός ορθολογικού (rational) επενδυτή. Η εν λόγω θεωρία απευθύνεται κυρίως σε αυτούς που αποφεύγουν να καταναλώσουν πολύ στο παρόν, δεν θέλουν να δανειστούν ιδιαίτερα και επιτρέπουν στους εαυτούς τους να καταναλώνουν το τρέχον εισόδημα των μερισμάτων τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα της κατηγορίας αυτής των επενδυτών είναι οι ηλικιωμένοι που δεν λαμβάνουν εισόδημα από εργασία και στοχεύουν σε μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης. Βάση της θεωρίας αυτής αποτελεί και το γεγονός ότι οι επενδυτές στους οποίους αναφέρεται προτιμούν να καταναλώνουν μερίσματα παρά κεφαλαιακά κέρδη. Αυτό το σημείο είναι που την διαχωρίζει από την *bird in the hand theory* που διατύπωσε ο **Gordon (1961, 1962)**.

Μια άλλη προσέγγιση της *life cycle theory* διατυπώνεται από τους **Deangelo – Stulz (2006)** και **Fama – French (2001)** και **Grullon – Michaely – Swaminathan (2002)**. Οι παραπάνω υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες – ανεπτυγμένες επιχειρήσεις τείνουν να διανείμουν περισσότερα μερίσματα από τις μικρές επιχειρήσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι νέες – μικρές επιχειρήσεις έχουν περιορισμένους πόρους και έτσι παρακρατούν κέρδη με στόχο να τα επενδύσουν, ενώ οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερη κερδοφορία και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες, οπότε μοιράζουν τα κέρδη τους. Επιβεβαιώνοντας αυτή την θεωρία, οι **Fama – French (2001)** απέδειξαν ότι επιχειρήσεις με τρέχουσα υψηλή κερδοφορία και χαμηλές δυνατότητες για περαιτέρω ανάπτυξη τείνουν να διανείμουν μερίσματα, ενώ εταιρίες με χαμηλή κερδοφορία και υψηλές δυνατότητες για ανάπτυξη τείνουν να παρακρατούν τα κέρδη τους.

Θεωρία επιθυμιών των επενδυτών (Catering theory)

Οι **Baker - Wurgler (2003, 2004)** διατυπώνουν την θεωρία αυτή υποστηρίζοντας πως η ζήτηση για μερίσματα από το επενδυτικό κοινό είναι εκείνη που οδηγεί τους managers στο να αποφασίζουν για το αν θα διανείμουν μέρισμα. Οι managers, λοιπόν, διανείμουν μέρισμα όταν οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν επιπλέον χρήματα (premium) για μια μετοχή με υψηλή μερισματική απόδοση, ενώ αποφεύγουν την διανομή

όταν οι επενδυτές είναι αδιάφοροι ως προς αυτό. Προτείνουν ,έτσι, ένα μοντέλο για μερίσματα, το οποίο όμως παρακάμπτει την προϋπόθεση των αποτελεσματικών αγορών που θέτουν οι **Miller** και **Modigliani (1961)** για να εδραιώσουν την θεωρία ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισματικών πολιτικών, στην πολύ γνωστή εργασία τους (dividend irrelevance hypothesis).

Ουσιαστικά, λοιπόν, η catering theory υποστηρίζει ότι οι managers προσφέρουν στους επενδυτές αυτό που εκείνοι ζητούν κάθε φορά. Η εμπειρική έρευνα των Baker και Wurgler επικεντρώνεται στο να προβλέψει ότι η διανομή ή όχι μερισμάτων εξαρτάται από το εκάστοτε επιπλέον ποσό χρημάτων (premium) που είναι διατεθειμένοι οι επενδυτές να πληρώσουν για κάποια μετοχή που δίνει μέρισμα ή από τη διαφορά των τιμών μεταξύ μετοχών που δίνουν μέρισμα και μετοχών που δεν δίνουν. Τα αποτελέσματα της έρευνάς του αποδεικνύουν ότι αυτή η θεωρία ισχύει σε κάποιες περιπτώσεις και στην πραγματικότητα, ενώ σε αντίστοιχη έρευνα καταλήγουν στο γεγονός ότι πολλοί managers εξετάζουν τις επιθυμίες των μετόχων πριν λάβουν την απόφαση για την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν.

B) ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η κατανόηση των παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική έχει ιδιαίτερη σημασία για διάφορους λόγους.

Η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρίες επηρεάζουν άμεσα την μακροπρόθεσμη ανάπτυξη της οικονομίας, σε μακροοικονομικό επίπεδο. Αυτό συμβαίνει γιατί η στρατηγική που ακολουθείται έχει επίπτωση στην αποταμίευση της επιχείρησης και στην επενδυτική στρατηγική της κατ' επέκταση. Οι managers συνήθως έχουν ως στόχο την χάραξη μιας σταθερής μερισματικής πολιτικής, μακροχρόνια, όσον αφορά την αναλογία κερδών – μερισμάτων. Έτσι αποσκοπούν στο να μην υπάρχουν μεγάλες αυξομειώσεις στα μερίσματα. Η πολιτική αυτή επιδρά σαφώς στην διανομή του εισοδήματος, άρα επηρεάζει και την οικονομία. Ένα υπόδειγμα που

περιγράφει ικανοποιητικά την εκάστοτε πολιτική των εταιριών είναι ιδιαίτερα χρήσιμο σε εκείνους που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια και μελετούν την συμπεριφορά των εταιριών, με σκοπό να καταγράψουν τις αλληλεπιδράσεις μεταξύ αποφάσεων για επένδυση και χρηματοδότηση και επιπρόσθετα την αποστολή σημάτων από την διοίκηση για πιθανές μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη.

Σε αυτό το σημείο, και πριν αναφερθούμε εκτενέστερα στους παράγοντες, αξίζει να τονίσουμε δύο σημαντικά συμπεράσματα της εμπειρικής έρευνας α) οι επιχειρήσεις προσπαθούν να διαγράψουν σταθερές μερισματικές πολιτικές μακροχρόνια και β) διανέμουν σημαντικό μέρος από τα κέρδη τους ως μερίσματα (Lintner 1956).

Υπόδειγμα Μερικής Προσαρμογής

Ο πρωτοπόρος **Lintner** έκανε την πρώτη προσπάθεια για απεικόνιση της μερισματικής πολιτικής μέσω οικονομετρικού υποδείγματος το **1956**. Στην εργασία του αυτή και κατόπιν έρευνας σε 600 εταιρίες, 28 από τις οποίες τελικά επέλεξε για πιο ενδελεχή μελέτη, παρουσίασε ένα θεωρητικό μοντέλο συμπεριφοράς της μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Η μελέτη αυτών των 28 εταιριών αφορούσε τα έτη 1947-1953 και συνολικά περιελάμβανε 196 παρατηρήσεις. Στο μοντέλο αυτό περιλαμβάνονται δεκαπέντε παράγοντες που καθορίζουν την μερισματική πολιτική. Κάποιοι από αυτούς είναι: το μέγεθος της επιχείρησης, η κεφαλαιοποίηση, η μετοχική ιδιοκτησία από τους managers, ο ισολογισμός καθώς και η ικανότητα της εταιρίας να χρηματοδοτείται με ρευστά διαθέσιμα, η διάθεση για εξωτερικό δανεισμό, τα έξοδα για εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, η διανομή μερισμάτων υπό μορφή μετοχών, η σταθερότητα των κερδών, ο μέσος όρος του λόγου τιμή προς κέρδη κ. α. (Lintner 1956).

Σύμφωνα με τον Lintner, οι επιχειρήσεις θέτουν ως στόχο ένα συγκεκριμένο ποσό μερίσματος που θα τους επιτρέψει αρχικά να πραγματοποιούν τις κατάλληλες και απαραίτητες για την ανάπτυξη της επιχείρησης επενδύσεις, ενώ παράλληλα θα διατηρούν σε γενικά πλαίσια σταθερή την μερισματική πολιτική τους, αποφεύγοντας μεγάλες διακυμάνσεις. Σε περίπτωση μεγάλης αύξησης των κερδών, οι επιχειρήσεις δεν θα αυξάνουν το μέρισμα απότομα, αλλά σταδιακά, σε σχέση πάντα με την

μερισματική πολιτική – στόχο. Ακόμα υπογραμμίζεται ότι οι managers πιστεύουν ότι οι μέτοχοι δικαιούνται να εισπράττουν μέρος των κερδών μέσω μερίσματος, ενώ γνωρίζουν ότι είναι πιθανή η αντίδρασή αυτών σε περίπτωση απότομης μείωσης του μερίσματος που διανέμεται.

Τα σημαντικότερα συμπεράσματα της μελέτης του Lintner συνοψίζονται ως εξής:

- Η μεταβλητή που καθορίζει κυρίως την μερισματική πολιτική είναι οι μεταβολές στο υπάρχον ποσοστό διανομής μερίσματος και όχι το ποσό του παρόντος ή μελλοντικού ποσοστού διανομής μερίσματος.
- Οι επιχειρήσεις χαράσσουν μακροχρόνια μερισματική πολιτική, θέτοντας στόχους. Οι ώριμες εταιρίες έχουν συνήθως υψηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι αναπτυσσόμενες χαμηλή.
- Τα διευθυντικά στελέχη γνωρίζουν ότι οι επενδυτές επιθυμούν σταθερά μερίσματα και πως η αγορά θέτει premiums σε επιχειρήσεις με σταθερή μερισματική πολιτική. Έτσι, αποφεύγονται απότομες αυξήσεις μερισμάτων, οι οποίες είναι πιθανό να αναστραφούν στην συνέχεια.
- Τα διευθυντικά στελέχη δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην ποσοστιαία και όχι στην ποσοτική μεταβολή των μερισμάτων.
- Η σημαντικότερη μεταβλητή στον προσδιορισμό της ποσότητας της των μερισμάτων είναι τα τρέχοντα καθαρά κέρδη της επιχείρησης.
- Για τις εταιρίες που μελετήθηκαν, άριστα θεωρούνταν τα ποσοστά διανομής κερδών που ανήκαν στο φάσμα 20% - 80%, ενώ το συνηθέστερο ποσοστό ήταν αυτό της τάξης του 50%. Η πλειοψηφία των συγκεκριμένων εταιριών είχε θέσει στόχο το ποσοστό διανομής κερδών που θα κυμαινόταν στο φάσμα 40% - 60%.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποίησε ο Lintner είχε αρκετά καλή ερμηνευτική ικανότητα, προβλέποντας το 85% των μεταβολών των μερισμάτων των 28 εταιριών που εξέτασε.

Ακόμα το μοντέλο που χρησιμοποίησε για την συμπεριφορά των εταιριών πριν τον Β παγκόσμιο πόλεμο, προέβλεψε επαρκώς την συμπεριφορά των εταιριών μετά από αυτόν, όμως στην μελέτη αυτή είχε γίνει η απλή και ίσως αφελής υπόθεση ότι τα μερίσματα του επόμενου έτους θα ισούνται με αυτά του τρέχοντος έτους.

Αναθεώρηση του Υπόδειγματος Μερικής Προσαρμογής

Σημαντική είναι και η προσπάθεια των **Fama** και **Babiak (1968)** οι οποίοι χρησιμοποιούν το υπόδειγμα μερικής προσαρμογής ως βάση τους στην μελέτη. Η καινοτομία των παραπάνω έγκειται στον τρόπο που διαμορφώνουν την μεθοδολογία τους. Επιλέγουν 392 εταιρίες για ανάλυση από συνολικά 900 μεγάλες βιομηχανικές εταιρίες για την περίοδο 1946 – 1964 και τις μελετούν. Η εργασία τους είναι πιο κατανοητή, ενώ παράλληλα αναδιαμορφώνουν το μοντέλο του Lintner. Η εμπειρική τους μελέτη συμφωνεί με τα συμπεράσματα του Lintner, αν και υποστηρίζουν ότι η παράλειψη της σταθεράς στο μοντέλο του πρώτου και η εισαγωγή περισσότερων υστερήσεων στη μεταβλητή των κερδών βελτιώνει την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου.

Οι **Glen et al (1995)** μέσω έρευνάς τους ισχυρίζονται ότι στις αναδυόμενες αγορές οι επιχειρήσεις δεν έχουν την δυνατότητα να διατηρούν σταθερές τις μερισματικές πολιτικές τους, έστω και αν έχουν θέσει κάποιο στόχο.

Υπόδειγμα Ορθολογικών Προσδοκιών

Οι **Nakamura – Nakamura (1985)** εισάγουν μια καινοτομία στην μελέτη τους: την υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών. Το υπόδειγμα που διαμορφώνουν ονομάζεται «Υπόδειγμα των Ορθολογικών Προσδοκιών». Βάση τους αποτελεί πάλι το υπόδειγμα του Lintner, το οποίο περιλαμβάνει την σταθερά, τα μερίσματα με χρονική υστέρηση, τα τρέχοντα κέρδη, τα κέρδη με χρονική υστέρηση. Αν και το υπόδειγμά τους μοιάζει με αυτό των Fama και Babiak, παρ' όλα αυτά παρουσιάζει δύο σημαντικές διαφορές: Αρχικά, στο υπόδειγμα αυτό περιλαμβάνεται σταθερός όρος, κάτι που δεν συμβαίνει σε αυτό που διαμορφώνουν οι Fama και Babiak. Επίσης, το πρόσημο της μεταβλητής που απεικονίζει τα κέρδη με υστέρηση είναι διαφορετικό στα δύο

μοντέλα. Οι μεν Nakamura – Nakamura χρησιμοποιούν αρνητικό πρόσημο, ενώ οι Fama και Babiak χρησιμοποιούν θετικό πρόσημο.

Το δείγμα που λαμβάνεται περιλαμβάνει ιαπωνικές και αμερικανικές επιχειρήσεις για μια περίοδο 18 – 20 ετών. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα φαίνεται, μέσα από μελέτη, να παρουσιάζει καλύτερη προβλεπτική ικανότητα, σε σχέση με αυτό του Lintner, αλλά το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας είναι εμφανές στο μοντέλο αυτό, όπως τονίζουν οι **Τζωάννου και Φίλιππας (ΣΠΟΥΔΑΙ, τόμος 47, τεύχος 3^ο – 4^ο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς)**

Υπόδειγμα Ατελειών Αγοράς

Σύμφωνα με τους **Allen και Michaely (1995)**, εκτός από τους παράγοντες που αναφέρει ο Lintner, η μερισματική πολιτική επηρεάζεται και από τις ατέλειες της αγοράς. Οι πρώτοι αναφέρουν πέντε ατέλειες:

- Ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information)
- Κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs)
- Φόροι (taxes)
- Θεσμικοί περιορισμοί (institutional environment)
- Κόστος συναλλαγών (transaction costs)

Όσον αφορά την πρώτη ατέλεια, όπως αναφέραμε και παραπάνω, υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα σε στελέχη και επενδυτικό κοινό. Κατά συνέπεια, οι μέτοχοι – επενδυτές λαμβάνουν ως ένδειξη για την ανάπτυξη και μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης τα μερίσματα τα οποία διανέμονται. Έτσι, αν τα στελέχη περιμένουν αύξηση των κερδών στο μέλλον, θα αυξήσουν σταδιακά τα μερίσματα, ενώ σε περιόδους ύφεσης και χαμηλής ανάπτυξης και κερδοφορίας, οι επιχειρήσεις που θέλουν να μην ζημιώσουν την εικόνα τους, γιατί έχουν καλό παρελθόν στη διανομή μερισμάτων, προτιμούν να μειώσουν το μέρισμα που καταβάλουν, αντί να το παρακρατήσουν (**De Angelo and De Angelo 1990**). Ο **Bhattacharya (1979)** μάλιστα, τονίζει ότι η αγορά αντιδρά θετικά σε αύξηση μερισμάτων και αρνητικά σε μείωσή τους. Επιπλέον, οι **Allen και Michaely** δίνουν έμφαση στο γεγονός ότι οι επενδυτές αντιδρούν εντονότερα σε μειώσεις μερισμάτων, παρά σε αυξήσεις τους.

Όσον αφορά τα κόστη αντιπροσώπευσης, όπως αναλύσαμε εκτενέστερα στην προηγούμενη ενότητα, αυτά αναφέρονται στην σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ διοικητικών στελεχών – managers και μετόχων. Όταν υπάρχει πλεονάζουσα ρευστότητα στην επιχείρηση, ελλοχεύει ο κίνδυνος κακοδιαχείρισης των μετρητών αυτών από τη μεριά της διοίκησης για ίδια οφέλη. Λύση στο πρόβλημα αυτό προσφέρει η μερισματική πολιτική, αυξάνοντας τα μερίσματα που λαμβάνουν οι μέτοχοι, ώστε να μειώνεται το μέρος των διαθέσιμων μετρητών που μένει στα χέρια των διοικητικών στελεχών.

Επίδραση στην μερισματική πολιτική ασκούν και οι εκάστοτε φόροι. Ιδιαίτερη προσοχή έχει δοθεί στο συγκεκριμένο θέμα στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου, όπως παραδοσιακά συμβαίνει στις περισσότερες χώρες, το εισόδημα από μερίσματα φορολογείται με υψηλότερη κλίμακα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Μέσω αυτής της υπόθεσης διατυπώνεται μια φορολογικά υποκινούμενη θετική σχέση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της απόδοσης που προσαρμόζεται στον κίνδυνο (risk adjusted). Η σχέση αυτή εξετάζεται παράλληλα με τη συμπεριφορά που εκδηλώνει η τιμή μιας μετοχής γύρω από την ημερομηνία αποκοπής μερίσματος. Αρκετά άρθρα διαπραγματεύονται το συγκεκριμένο ζήτημα. Πληροφορικά αναφέρουμε ότι το 2003 στις Ηνωμένες Πολιτείες ψηφίστηκε νόμος, σύμφωνα με τον οποίο μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη θα φορολογούνται με την ίδια κλίμακα.

Οι θεσμικοί περιορισμοί εμφανίζονται σε περιπτώσεις π.χ. ιδρυμάτων, τα οποία δεν επιτρέπεται να επενδύουν σε μετοχές που δεν διανέμουν μέρισμα.

Ενώ τα κόστη συναλλαγών αφορούν έξοδα τα οποία εμφανίζονται κατά την καταβολή μερισμάτων.

Υπόδειγμα Επενδυτικών Ευκαιριών

Οι **Modigliani** και **Miller** διατύπωσαν την γνωστή “**Dividend irrelevance hypothesis**”, κατά την οποία, σε τέλειες αγορές (perfect capital markets), και με δεδομένη την χρηματοδοτική και μερισματική πολιτική μιας εταιρίας, η αξία αυτής της εταιρίας εξαρτάται μόνο από τις επενδυτικές της ευκαιρίες και όχι από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί. (**Modigliani-Miller 1961**).

Σύμφωνα με την θεωρία αυτή, οι επενδυτές μπορούν να κερδίζουν χρήματα χωρίς να λαμβάνουν μέρισμα, απλά και μόνο πουλώντας μέρος των μετοχών που κατέχουν. Κατά συνέπεια, τους είναι αδιάφορο το αυξημένο μέρισμα που μπορεί να διανέμει κάποια εταιρεία και έτσι δεν είναι πρόθυμοι να πληρώσουν επιπλέον χρήματα για την απόκτηση των μετοχών των εταιριών αυτών. Κατ' επέκταση, η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίδραση στην αξία (market value) μιας επιχείρησης.

Η Dividend irrelevance hypothesis έχει δεχτεί σημαντική κριτική από αρκετούς μελετητές κατά το πέρασμα του χρόνου. Κριτική ασκείται κυρίως για το γεγονός ότι βασίζεται σε υποθέσεις, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Μία σημαντική υπόθεση – βάση της συγκεκριμένης θεωρίας είναι το ότι οι αγορές θεωρείται πως δεν έχουν “τριβές” (κόστη συναλλαγών κτλ.) και είναι τέλειες (frictionless, perfect markets). Σε αυτές τις αγορές οι επενδυτές δύνανται να επενδύουν ή να ρευστοποιούν στιγμιαία την επένδυσή τους, χωρίς να υφίστανται κάποιο κόστος συναλλαγής. Κατ' επέκταση έχουν την δυνατότητα να δημιουργούν μόνοι τους ρευστότητα, χωρίς κόστη, μέσω πώλησης μετοχών που κατέχουν και να μην έχουν ανάγκη τα μερίσματα. Έτσι είναι αδιάφοροι ως προς την μερισματική πολιτική που ακολουθείται. Όμως, στην πραγματικότητα οι αγορές έχουν “τριβές” και έτσι οι επενδυτές μπορεί να ενδιαφέρονται για μερίσματα όταν αντιλαμβάνονται την έλλειψη ρευστότητας. Αυτό το ενδιαφέρον – προτίμηση, λοιπόν, θα σχετίζεται με το επίπεδο της ρευστότητας της αγοράς. Υψηλές “τριβές” θα οδηγούν σε υψηλή ζήτηση για μερίσματα, ενώ χαμηλές “τριβές” σε χαμηλή ζήτηση αντίστοιχα.

Τα παραπάνω επιχειρήματα οδήγησαν στην διατύπωση θεωριών σχετικά με τη σύνδεση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής. Κατά τη βιβλιογραφία (**Amihud and Mendelson 1986, Brennan and Subrahmanyam 1996, Brennan, Chordia and Subrahmanyam 1998, Jones 2002, Pastor and Stambaugh 2003**) η ρευστότητα της αγοράς επηρεάζει την αξία των επιχειρήσεων μέσω της μερισματικής πολιτικής που αυτές ακολουθούν.

Αν και, όπως είπαμε παραπάνω, η πιθανότητα της σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής χρονολογείται από το 1961 (**Miller and Modigliani**), παρ' όλα αυτά ελάχιστες εμπειρικές μελέτες έχουν εκπονηθεί σχετικά με το θέμα.

Υπόδειγμα Ρευστότητας

Σε αυτό το σημείο θα αναφερθούμε στις εμπειρικές μελέτες που εκπονήθηκαν, με σκοπό να μελετηθεί η σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής, η οποία σχέση θα μας απασχολήσει στην παρούσα εργασία.

Η σημαντικότερη μελέτη που διαπραγματεύεται το συγκεκριμένο ζήτημα είναι αυτή των **Banerjee, Gatchev και Spindt (2005)**, στην οποία βασίζεται και η παρούσα εργασία. Η μελέτη τους περιλαμβάνει ένα μεγάλο εύρος εταιριών από το NYSE και AMEX και αφορά το διάστημα 1963 – 2003. Το δείγμα περιλαμβάνει όλες τις εταιρίες εκείνες για τις οποίες οι συγγραφείς είχαν πρόσβαση στα εξής στοιχεία: λόγο κέρδη προς περιουσιακά στοιχεία, κεφαλαιοποίηση, λόγο αγοραίας προς ονομαστική αξία, την μεταβολή των περιουσιακών στοιχείων και την διαπραγμάτευση των μετοχών τους. Υπέθεσαν ότι, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες παραμένουν σταθεροί, η μερισματική πολιτική της εταιρίας σχετίζεται με την ρευστότητα των κοινών μετοχών της. Ακόμα θεωρείται πως οι προς μελέτη εταιρίες υιοθετούν σταθερή πολιτική επαναγοράς μετοχών. Εν ολίγοις, τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξαν είναι:

- Υπάρχει ισχυρή εμπειρική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής μιας εταιρίας και της ρευστότητας της μετοχής της.
- Παρουσιάζονται ενδείξεις ότι τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν αφορούν περισσότερο εταιρίες με αρκετή ρευστότητα και εταιρίες που έχουν την δυνατότητα να πληρώνουν μερίσματα υπό μορφή χρημάτων (cash dividends) στους μετόχους.
- Η ρευστότητα καθορίζει την μερισματική πολιτική των εταιριών, δηλαδή την παράλειψη ή διανομή μερίσματος. Εταιρίες με μικρή ρευστότητα είναι πολύ πιθανότερο να διανείμουν μέρισμα σε σχέση με εκείνες που διαθέτουν μεγαλύτερη ρευστότητα.
- Τα μερίσματα υπό μορφή χρημάτων θεωρείται ότι λειτουργούν ως υποκατάστατο της ρευστότητας από μέρους των

επενδυτών. Οι επενδυτές δηλαδή ταυτίζουν την ποσότητα των μερισμάτων μιας εταιρίας με την κατάσταση ρευστότητας της.

Στη μελέτη αυτή θα αναφερθούμε και πιο αναλυτικά κατά την πορεία της εργασίας μας καθώς θα εξετάζουμε την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε.

Αναθεώρηση του Υποδείγματος Ρευστότητας

Η εργασία των **Gonzalez, Zamudio** και **Garay (2005)** προσανατολίζεται στην εύρεση της ισορροπίας μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της τιμής μιας μετοχής που διαπραγματεύεται σε μια αγορά όπου ο κίνδυνος ρευστότητας είναι υπαρκτός (**Gonzalez, Garay 2005**). Ουσιαστικά, και σε αυτήν την μελέτη εξετάζεται η σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής. Το μοντέλο που εξετάζεται βασίζεται σε μια εταιρία η οποία χρηματοδοτείται μόνο μέσω ιδίων κεφαλαίων, η επενδυτική της στρατηγική περιλαμβάνει ένα πρόγραμμα (project) με θετική καθαρή παρούσα αξία, τα μερίσματα που διανέμονται υπόκεινται σε φόρους και τέλος δεν υφίστανται κόστη συναλλαγών για την έκδοση μετοχών ή χρέους.

Η υπόθεση που κάνουν οι Gonzalez, Zamudio και Garay είναι ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας της αγοράς. Το μοντέλο που χρησιμοποιούν μοιάζει αρκετά, ως προς τις μεταβλητές που εμπεριέχονται, με αυτό των Banerjee, Gatchev και Spindt, με την διαφορά ότι οι πρώτοι σαν εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούν την μερισματική απόδοση (dividend yield) και όχι το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων (dividends), όπως οι Banerjee, Gatchev και Spindt. Περισσότερα για την σύγκριση των δύο μοντέλων , αλλά για την μεθοδολογία που χρησιμοποιείται στις δύο αυτές μελέτες θα αναφέρουμε στο τμήμα της μεθοδολογίας, όπου θα περιγράψουμε και το μοντέλο που χρησιμοποιούμε στην δική μας εργασία. Τα δεδομένα που επιλέγουν προέρχονται από στοιχεία χωρών που θεωρούνται αναπτυσσόμενες την περίοδο που εξετάζουν (1989-2000). Τα γεωγραφικά διαμερίσματα που περιλαμβάνουν τις υπό εξέταση χώρες είναι η Λατινική Αμερική, η Ασία, η Ευρώπη, η Μέση Ανατολή και η Αφρική. Οι χώρες που συνολικά επιλέγονται είναι 19, ενώ από το γεωγραφικό τμήμα της Ευρώπης επιλέγονται 3, η Ελλάδα, η Ισπανία και η Τουρκία.

Το συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας της αγοράς, αν και θεωρείται “αδύναμη” σε οικονομετρικούς όρους και ευαίσθητη στον τύπο του μοντέλου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί. Τα αποτελέσματα, δηλαδή, μπορεί να διαφέρουν αν κανείς μεταβάλλει το οικονομετρικό μοντέλο της συγκεκριμένης μελέτης. Επιπλέον, θα πρέπει να μας απασχολεί το γεγονός ότι η εν λόγω εργασία αφορά μόνο αναπτυσσόμενες και όχι αναπτυγμένες αγορές. Επομένως, θα ήταν συνετό να εξετάσει κανείς την ισχύ του μοντέλου αυτού σε αναπτυγμένες αγορές και για εταιρίες που αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας.

Ολοκληρώνοντας την θεωρητική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής, θα θέλαμε να επισημάνουμε και να συνοψίσουμε ορισμένα συμπεράσματα που αφορούν την μερισματική πολιτική και τα οποία συναντήσαμε κατά την επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Αυτά είναι:

- Τα κέρδη για τους μετόχους, σαν σύνολο, είτε με την μορφή των κεφαλαιακών κερδών είτε με την μορφή των μερισμάτων, έχουν αυξηθεί κατά την πορεία του χρόνου.
- Οι ώριμες και αναπτυγμένες εταιρίες με υψηλά κέρδη διανέμουν περισσότερα μερίσματα σε σχέση με τις νέες εταιρίες.
- Τα μερίσματα συσχετίζονται θετικά με τα κέρδη τόσο στατικά, όσο και δυναμικά κατά την πορεία του χρόνου (time series and cross-sectionally).
- Οι εταιρίες συνηθίζουν να διανέμουν μερίσματα κατά την πορεία του χρόνου και όχι να συγκεντρώνουν πλεόνασμα μετρητών.
- Οι μεταβολές στα μερίσματα είναι ασύμμετρες και συνήθως οι αυξήσεις ξεπερνούν τις μειώσεις μερισμάτων.
- Οι μεταβολές μερισμάτων οφείλονται σε γεγονότα που συνήθως αφορούν συγκεκριμένες εταιρίες και όχι το σύνολο της οικονομίας. π.χ. οι αυξήσεις μερισμάτων οφείλονται σε αυξήσεις κερδών και το αντίστροφο.

- Συνήθως οι μεταβολές των τιμών των μετοχών ακολουθούν τις μεταβολές των μερισμάτων. Αυξήσεις των τιμών ακολουθούν ξαφνικές αυξήσεις μερισμάτων και το αντίστροφο.
- Μη αναμενόμενες μεταβολές στα μερίσματα δεν σηματοδοτούν μη αναμενόμενες μελλοντικές μεταβολές στα κέρδη των εταιριών.
- Όταν οι εταιρίες διανέμουν μερίσματα , είναι απρόθυμες να τα μειώσουν, πόσο μάλλον να τα παραλείψουν στο μέλλον.

Τα συμπεράσματα αυτά συναντώνται κυρίως στις μελέτες: Lintner – 1956, Fama and Babiak – 1968, Fama and French – 2001, De Angelo and De Angelo and Skinner – 2004, Grullon et al – 2005, Brav et al – 2005.

3. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ

ΕΛΛΑΔΑ

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναφερθούμε στο θεσμικό πλαίσιο, το οποίο εφαρμόζεται στην Ελλάδα όσον αφορά τα μερίσματα. Ακόμα θα μιλήσουμε για την μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, για τον τρόπο συμπεριφοράς των Ελλήνων επενδυτών σε σχέση με τα μερίσματα και την μερισματική πολιτική που ακολουθείται, καθώς και για τον ρόλο της signaling theory.

Τα παραπάνω θα μας βοηθήσουν να κατανοήσουμε όχι μόνο το θεσμικό περιβάλλον που επικρατεί στη χώρα μας, αλλά και τις ιδιαιτερότητες της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, η οποία διαφέρει κατά πολύ από αγορές όπως η αμερικανική (την οποία αφορά μέρος της βασικής βιβλιογραφίας που χρησιμοποιούμε). Επιπλέον, η γνώση αυτών θα μας βοηθήσει στην διαμόρφωση των υποθέσεων της έρευνας που θα διεξάγουμε και στην ερμηνεία των αποτελεσμάτων που θα προκύψουν.

A) ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το χρηματιστήριο Αθηνών θεωρούνταν αναπτυσσόμενη αγορά για μια σειρά ετών και προσέλκυε το διεθνές ενδιαφέρον. Ιδρύθηκε το 1887 και είναι η μοναδική χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδας. Μετά από μια μακρόχρονη περίοδο αναδιαμόρφωσης και συνεχούς ανάπτυξης, το Χ.Α. αποτελεί πλέον μια αποτελεσματική και ανταγωνιστική χρηματιστηριακή αγορά. Αν και θεωρείται μικρό σε μέγεθος, σε σχέση με τα διεθνή πρότυπα, έχει αναπτυχθεί σημαντικά από το 1987 και κατάφερε να γίνει άμεσα προσεγγίσιμο από τους διεθνείς επενδυτές μέσω της επέκτασης και της ελεύθερης διακίνησης των κεφαλαίων.

Λόγω της απελευθέρωσης των εξόδων προμήθειας από το 1996, οι χρηματιστηριακές εταιρίες έχουν την δυνατότητα ελεύθερης διαμόρφωσης των προμηθειών, όμως όχι πάνω από το 1%, όπως ορίζει η Ένωση Χρηματιστηριακών εταιριών. Η προμήθειες εφαρμόζονται κλιμακωτά έως το 0,5% επί της αξίας αγοράς, αν και οι θεσμικοί επενδυτές τυγχάνουν ευνοϊκότερης μεταχείρισης με προμήθειες της τάξης του 0,10% - 0,20%.

Σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύουν σε άρθρο τους οι **Milonas και Travlos (2001)**, στο Χ.Α. διαπραγματεύονται 300 μετοχές, ενώ σε πιο πρόσφατο άρθρο (**Dasilas 2007**) αναφέρεται ότι οι εταιρίες ανήλθαν σε 350, σύμφωνα πάντα με στοιχεία του 2004. Το Χ.Α. διαχωρίζεται στις εξής αγορές: την Κύρια, η οποία εμπεριέχει τις εταιρίες με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση και λειτουργικά κέρδη (εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης) και την Παράλληλη αγορά η οποία περιλαμβάνει τις εταιρίες με χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση, μικρότερη δυναμικότητα λειτουργίας και χαμηλότερα κέρδη.

Από το 1992-3 οι συναλλαγές πραγματοποιούνται μέσω υπολογιστών. Οι εντολές, δηλαδή, διαβιβάζονται μέσω των τερματικών των χρηματιστηριακών εταιριών που βρίσκονται είτε στα γραφεία των εταιριών αυτών, είτε στο κτίριο του Χρηματιστηρίου. Η καθημερινή περίοδος διαπραγμάτευσης διαρκεί από τις 10:45 προ μεσημβρίας μέχρι τη 1:30 μετά μεσημβρία. Οι ανοιχτές πωλήσεις επιτρέπονται κανονικά, ενώ μπορεί μια μετοχή να πωληθεί την ημέρα αγοράς της, αλλά η εκκαθάριση πραγματοποιείται 3 μέρες αργότερα.

Σύμφωνα με μελέτη των **Niarchos, Tse, Wu και Young** το χρηματιστήριο Αθηνών διαφέρει σημαντικά από το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης καθώς και από άλλα μεγάλα χρηματιστήρια, για διάφορους λόγους, όπως η μεγαλύτερη διακύμανση (volatility) αποδόσεων, ο περιορισμένος αριθμός ειδικών διαπραγματευτών (market makers) κ. α. Συμπέρασμα των ιδίων είναι ότι το Χ.Α. δεν σχετίζεται με άλλα μεγάλα χρηματιστήρια (μικρό correlation), το οποίο είναι σημαντικός παράγοντας για την διαφοροποίηση χαρτοφυλακίων.

B) Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο Νόμος Ν. 2190/20 υπαγορεύει ότι μια εταιρία υποχρεούται να διανέμει μέρισμα, εφόσον έχει σημειώσει κέρδη, και αυτό θα πρέπει να ισούται με το μεγαλύτερο ποσό ανάμεσα στα εξής: το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και το 35% των κερδών απαλλαγμένο από φόρους (κέρδη μετά φόρων). Κατά την πλειοψηφία διανέμεται το 35% των κερδών μετά φόρων. Επιπλέον, η εταιρία υποχρεούται να αφαιρέσει ποσοστό 5% επί των καθαρών κερδών, με σκοπό την δημιουργία τακτικού αποθεματικού.

Ακόμα, σύμφωνα με την νομοθεσία και συγκεκριμένα το άρθρο 46 ,τα διανεμόμενα μερίσματα δεν μπορούν να υπερβαίνουν το 50% των καθαρών κερδών, όπως αυτά αναγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας. Τα μερίσματα καταβάλλονται ετησίως, αφού πραγματοποιηθεί Τακτική Ετήσια Γενική Συνέλευση των μετόχων, η οποία συνήθως λαμβάνει χώρα κατά την περίοδο μεταξύ Απριλίου-Ιουλίου. Η μόνη περίπτωση μη διανομής μερισμάτων είναι εκείνη κατά την οποία η Τακτική Ετήσια Γενική Συνέλευση των μετόχων το αποφασίζει κατόπιν ψηφοφορίας και με πλειοψηφία 80%. Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να υπογραμμίσουμε το γεγονός ότι η υποχρεωτική διανομή μερισμάτων δεν εφαρμόζεται στην πλειονότητα των αναπτυσσόμενων αγορών, όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο (**Dasilas 2007**).

Σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία, τα μερίσματα δεν υπόκεινται σε φορολόγηση, έτσι οι μέτοχοι δεν καταβάλλουν φόρους για τα μερίσματα που εισπράττουν. Αντίστοιχα, ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη υπόκεινται σε φορολόγηση.

Οι **Milonas** και **Travlos (2001)** υποστηρίζουν πως το Χ.Α. αποτελεί ιδανικό περιβάλλον για έρευνα λόγω του γεγονότος ότι το μέρισμα είναι υποχρεωτικό και δεν υπόκειται σε φορολογία, ενώ παράλληλα τα έξοδα συναλλαγών (trading costs – frictions) είναι χαμηλά. Στην μελέτη που δημοσιεύουν αναφέρουν ότι η φορολογία δεν επιδρά στο ύψος των μερισμάτων, αφού δεν υφίσταται, ενώ συγχρόνως απορρίπτουν την επίδραση και των μικροοικονομικών παραγόντων. Τονίζουν, δε, την ανάγκη για περαιτέρω έρευνες.

Αξιόλογη είναι και η μελέτη του **Β. Πατσουράτη (1989)**, ο οποίος είχε ως στόχο την οικονομετρική μελέτη ορισμένων παραγόντων που, σύμφωνα με την θεωρία, επηρεάζουν την μερισματική πολιτική των εταιριών του ελληνικού βιομηχανικού τομέα που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. Η τεχνική της ανάλυσης της συνδιακύμανσης χρησιμοποιήθηκε για την αξιολόγηση των παραγόντων. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της εν λόγω μελέτης, τα τρέχοντα κέρδη είναι η μεταβλητή που κυρίως επηρεάζει την μεταβολή των μερισμάτων. Συμπέρασμα, το οποίο μοιάζει λογικό, χάρη στην υποχρεωτική διανομή μερισμάτων αναλογικά των κερδών. Άλλος ένας παράγοντας που φαίνεται να επηρεάζει τα μερίσματα της τρέχουσας περιόδου είναι το ποσό των μερισμάτων της προηγούμενης χρονικής περιόδου.

Στο σημείο αυτό αξίζει να τονιστεί και η μελέτη των **Vasileiou, Eriotis και Poutos (2003)**, σχετικά με την μερισματική πολιτική των ελληνικών εταιριών. Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζεται από το μέγεθος της εταιρίας και την αποτελεσματικότητα του management. Σε μια μεταγενέστερη έρευνά τους, η οποία διεξήχθη μέσω ερωτηματολογίων που απευθύνονταν στις 355 εισηγμένες ελληνικές επιχειρήσεις, εκ των οποίων, μόνο οι 121 ανταποκρίθηκαν, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι τα μερίσματα που διανέμονται κυμαίνονται στο 31%-40% των καθαρών κερδών. Αυτό είναι συμβατό με την ελληνική νομοθεσία. Επίσης, το ανώτερο μέρισμα που διανέμεται είναι της τάξης του 40%, ασχέτως της κερδοφορίας που παρουσιάζουν οι εταιρίες.

Επιπλέον, σύμφωνα με την παραπάνω έρευνα, το 47,9% των εταιριών που απάντησαν στα ερωτηματολόγια δηλώνει πως δεν εφαρμόζει κάποια συγκεκριμένη μακροχρόνια μερισματική πολιτική. Βέβαια αυτό δεν σημαίνει πως δεν εφαρμόζουν κάποια μερισματική πολιτική βραχυπρόθεσμα. Παράλληλα, οι managers των επιχειρήσεων αυτών δηλώνουν πως λαμβάνουν υπ' όψιν τους μια πληθώρα παραγόντων, ώστε να αποφασίσουν το ποσό των διανεμόμενων μερισμάτων. Επειδή γνωρίζουν ότι οι έλληνες επενδυτές επικεντρώνουν την προσοχή τους στα μερίσματα και θέλουν να τους ευχαριστούν, οι managers λαμβάνουν υπ' όψιν τους και την μερισματική πολιτική του κλάδου στον οποίο ανήκουν, καθώς και την μερισματική πολιτική των κυριότερων ανταγωνιστών τους.

Επίσης, οι managers πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική που ακολουθούν θα επηρεάσει την τιμή της μετοχής της εταιρίας, μέσω της συμπεριφοράς των επενδυτών, γι' αυτό, ένα σημαντικό μέρος των εταιριών αναφέρει ότι προσπαθεί η μερισματική πολιτική που ακολουθεί να συμπίπτει με τις προσδοκίες των επενδυτών ώστε να τους ευχαριστεί.

Άλλο στοιχείο που φανερώνει η ίδια μελέτη όσον αφορά την Ελλάδα είναι ότι η ανάπτυξη της εταιρίας (growth rate) λαμβάνεται υπ' όψιν μόνο από τις εταιρίες που διανέμουν σταθερό μέρισμα ανά μετοχή.

Στο συμπέρασμα που καταλήγουν οι **Vasileiou, Eriotis και Poutos** είναι ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις λαμβάνουν υπ' όψιν τους μια πληθώρα παραγόντων πριν αποφασίσουν την διανομή μερισμάτων.

Γ) ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Στο υποκεφάλαιο αυτό θεωρούμε σκόπιμο να μιλήσουμε για τον τρόπο που αντιμετωπίζουν τα μερίσματα οι Έλληνες επενδυτές. Σε αυτή την ανάλυση θα μας βοηθήσει το άρθρο των **Maditinos et al (2007)**. Η ομάδα τους διεξήγαγε έρευνα μέσω ερωτηματολογίων σε πελάτες εισηγμένων εταιριών. 248 ερωτηματολόγια συμπληρώθηκαν συνολικά έως τον Μάιο του 2007.

Τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν ότι οι Έλληνες επενδυτές δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στα μερίσματα και δείχνουν ιδιαίτερη προτίμηση όταν αυτά διανέμονται υπό μορφή μετρητών. Μικρό ποσοστό έδειξε ενδιαφέρον για μερίσματα υπό μορφή μετοχών, προφανώς άτομα πιο πλούσια και με πιο «μοντέρνες» επενδυτικές ιδέες, που ενδιαφέρονταν κυρίως για την επέκταση των χαρτοφυλακίων τους και όχι για την άμεση απόκτηση μετρητών. Επιπλέον, ένα σημαντικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει κανείς εξετάζοντας τα στοιχεία της μελέτης είναι το γεγονός ότι οι Έλληνες επενδυτές προτιμούν κατά κύριο λόγο να καταναλώνουν μεγάλο μέρος των μερισμάτων που εισπράττουν. Ουσιαστικά, δηλαδή, επενδύουν με στόχο να εισπράξουν μετρητά άμεσα, τα οποία και θα καταναλώσουν. Άρα, οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα, ωθούν τους μικροεπενδυτές να αναζητούν γρήγορη αύξηση μετρητών και όχι επέκταση των επενδύσεών τους.

Η θεωρία που έχει μεγαλύτερη εφαρμογή στην ελληνική αγορά, σύμφωνα και με τα στοιχεία της παραπάνω έρευνας φαίνεται πως είναι η *signaling theory*. Οι Έλληνες επενδυτές θεωρούν ότι η διανομή μερισμάτων αποτελεί στην ουσία «σήμα» που μεταφέρει πληροφορίες σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη και κερδοφορία της εκάστοτε επιχείρησης. Βέβαια, τα μερίσματα δεν αποτελούν πάντα σωστή ένδειξη, οδηγώντας πολλές φορές τους επενδυτές σε λάθος συμπεράσματα.

Όσον αφορά τα διανεμόμενα μερίσματα υπό μορφή μετοχών, οι προαναφερθέντες μελετητές καταλήγουν στο συμπέρασμα πως η καταλληλότερη θεωρία για να περιγράψει την συμπεριφορά των επενδυτών είναι εκείνη της *behavioral finance theory*. Προτιμούν δηλαδή τέτοιου είδους μερίσματα από το να μην αποκτήσουν τίποτα.

4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Στο κεφάλαιο αυτό, αρχικά θα αναφερθούμε στην βασική βιβλιογραφία που εξετάζει την σχέση μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας. Τα άρθρα που θα αναφερθούν παρακάτω μας βοήθησαν να κατανοήσουμε την θεωρία, η οποία υποστηρίζει την σχέση αυτή. Επίσης, μας βοήθησαν στην μορφοποίηση του οικονομετρικού μοντέλου που θα χρησιμοποιήσουμε, καθώς και στον καθορισμό των υποθέσεων της μελέτης μας.

Στη συνέχεια θα περιγράψουμε την μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας (δείγμα, μεταβλητές, υποθέσεις κ.τ.λ.), πριν δοκιμάσουμε το οικονομετρικό μοντέλο και αποτυπώσουμε την εμπειρική ανάλυση και τα συμπεράσματά της.

A) ΒΑΣΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Η βιβλιογραφία – αρθρογραφία που μελετά την σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής είναι αρκετά περιορισμένη. Αν και η πιθανότητα ύπαρξης κάποιας σχέσης μεταξύ ρευστότητας της αγοράς και μερισματικής πολιτικής των εταιριών χρονολογείται στο 1961 (Modigliani – Miller), παρ' όλα αυτά ελάχιστες μελέτες έχουν εκπονηθεί σχετικά με το θέμα. Το ζήτημα αυτό ήρθε ξανά στην επιφάνεια πρόσφατα, μέσω μελετών που έχουν ως στόχο να εξετάσουν την ισχύ της θεωρίας αυτής. Στο κομμάτι αυτό παραθέτουμε τα μοναδικά άρθρα που ασχολούνται με το ζήτημα αυτό, καθώς οι πηγές που διαπραγματεύονται την συγκεκριμένη σχέση είναι εξαιρετικά περιορισμένες.

Άρθρο 1: Gonzalez and Zamudio 2005

Στο συγκεκριμένο άρθρο οι Gonzalez και Zamudio υποστηρίζουν την εξής θεωρία: Σε μια αγορά στην οποία ο κίνδυνος μειωμένης ρευστότητας ελλοχεύει κάθε στιγμή, οι managers θα τείνουν να αυξάνουν τα διανεμόμενα μερίσματα υπό τη μορφή μετρητών. Υποθέτουν, επίσης, πως οι αυξήσεις των μερισμάτων, σε μια τέτοια αγορά (αναφέρονται σε αναπτυσσόμενη αγορά), θα είναι αρνητικά συσχετισμένες με τα κόστη που θα πρέπει να υποστούν οι μέτοχοι αν αποφασίσουν να πωλήσουν άλλα στοιχεία (assets), ώστε να αποκτήσουν επαρκή ρευστότητα. Επομένως, θα πρέπει να υφίσταται

αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και διανομής μερισμάτων σε μια αναπτυσσόμενη αγορά.

Η έρευνα περιλαμβάνει 19 αναπτυσσόμενες αγορές, ανάμεσα στις οποίες εμφανίζεται και η Ελλάδα, όσον αφορά τον γεωγραφικό χώρο της Ευρώπης και περιλαμβάνει δεδομένα που καλύπτουν την χρονική περίοδο 1989 – 2000 (225 παρατηρήσεις συνολικά). Η κύρια πηγή των πληροφοριών αυτών είναι ο International Financial Corporation (IFC) και η Emerging Market Data Base (EMBD).

Οι υποθέσεις που λαμβάνονται για την εκπόνηση της εργασίας τους είναι οι εξής:

- Το μοντέλο βασίζεται σε μια εταιρία η οποία χρηματοδοτείται μόνο με ίδια κεφάλαια και ακολουθεί ένα project με θετική παρούσα αξία.
- Τα μερίσματα που διανέμονται υπόκεινται σε φόρους.
- Οι πληροφορίες καθίστανται διαθέσιμες στο ευρύ κοινό μέσω ανακοινώσεων.
- Δεν υφίστανται κόστη συναλλαγών για έκδοση μετοχών ή δανεισμό.
- Το μοντέλο αφορά μια μόνο περίοδο (single period model).
- Επικρατούν μόνο 2 καταστάσεις: αυτή της επαρκούς ρευστότητας στην οικονομία και της μη επαρκούς ρευστότητας.

Τέλος, η κύρια υπόθεση προς εξέταση είναι: *Η σχέση μεταξύ ρευστότητας της αγοράς και διανομής μερισμάτων από μια εταιρία είναι αρνητική.*

Ας δούμε, λοιπόν, τώρα, το οικονομετρικό μοντέλο που χρησιμοποιούν οι αρθρογράφοι. Εδώ παρουσιάζουμε τις μεταβλητές που εμπεριέχονται στο μοντέλο.

- Εξαρτημένη μεταβλητή: *Μερισματική απόδοση (dividend yield)*. Στην συγκεκριμένη εργασία χρησιμοποιείται η μερισματική απόδοση ως εξαρτημένη μεταβλητή για τον λόγο ότι η έρευνα εξετάζει την μερισματική πολιτική σε ένα σύνολο χωρών. Επομένως, δεν θεωρείται κατάλληλη η χρήση μιας

μεταβλητής – απεικόνισης (proxy), η οποία θα απεικονίζει το ποσό των μερισμάτων εκφρασμένο σε ένα νόμισμα, καθώς σε κάθε χώρα ισχύουν διαφορετικά λογιστικά πρότυπα, διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και φορολογική πολιτική. Κατά συνέπεια, οι αρθρογράφοι θέλοντας να παρακάμψουν αυτή την δυσκολία υιοθετούν την μερισματική απόδοση ως εξαρτημένη μεταβλητή, η οποία εκφράζεται σε σχετικά, συγκρίσιμα μεγέθη.

- Ανεξάρτητη μεταβλητή: *Αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή (στο εξής turnover)*. Το turnover είναι μια μεταβλητή, η οποία χρησιμοποιείται κατά κόρον στην διεθνή βιβλιογραφία για να απεικονίσει (proxy) την μεταβλητή της ρευστότητας. Είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μεταβλητή – απεικόνιση της ρευστότητας.
- Μεταβλητές ελέγχου (control variables): Υπάρχει η πιθανότητα ορισμένοι μακροοικονομικοί και χρηματοοικονομικοί παράγοντες να επηρεάζουν την σχέση των παραπάνω μεταβλητών καθώς τις εισάγουμε στο μοντέλο. Για να αποφύγουμε την επίδραση αυτή στο μοντέλο εισάγουμε παράλληλα και τις control variables. Αυτές είναι: η *κεφαλαιοποίηση κάθε εταιρίας (market capitalization)*, ο *όγκος συναλλαγών για κάθε μετοχή στο διάστημα ενός έτους (trade value)* και ο *αριθμός εταιριών που είναι εισηγμένες σε κάθε χώρα κάθε χρονιά (number of listed companies)*.

Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξαν οι Gonzalez και Zamudio μέσω της οικονομετρικής έρευνας είναι πως υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην εξαρτημένη μεταβλητή (dividend yield) και την ανεξάρτητη (turnover). Όμως η σχέση αυτή θεωρείται «αδύναμη» σε οικονομικούς όρους, καθώς το R^2 κυμαίνεται ανάμεσα σε 0,09 – 0,18 με fixed effects σε panel data OLS παλινδρόμηση. Παράλληλα είναι ευαίσθητη στο είδος του μοντέλου που χρησιμοποιείται κάθε φορά. Κατ' επέκταση, τα αποτελέσματα αυτά στηρίζουν μερικώς την θεωρία που διατυπώθηκε εξ αρχής και όχι εξ ολοκλήρου.

Άρθρο 2: Banerjee , Gatchev , Spindt 2005

Το 2005 οι Banerjee , Gatchev και Spindt δημοσιεύουν μια ιδιαίτερα αξιόλογη μελέτη που αφορά χρηματιστηριακή αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι εταιρίες που περιλαμβάνονται στο δείγμα ανήκουν στο NYSE και AMEX και τα στοιχεία που τις αφορούν καλύπτουν την χρονική περίοδο 1963 – 2003. Πηγή των δεδομένων αυτών είναι η βάση δεδομένων Compustat. Το δείγμα αποτελείται από όλες τις εταιρίες για τις οποίες υπάρχουν καταγεγραμμένα δεδομένα όσον αφορά τα εξής μεγέθη:

- Κέρδη/ σύνολο ενεργητικού (Earnings/Assets ratio)
- Κεφαλαιοποίηση (Market Capitalization)
- Χρηματιστηριακή αξία/ λογιστική αξία (Market -to- Book ratio)
- Μεταβολή στο σύνολο του ενεργητικού (Growth in assets)
- Κυκλοφορία – όγκος διαπραγμάτευσης μετοχής (Share Turnover)

Στην εργασία αυτή οι αρθρογράφοι υποστηρίζουν ότι η ζήτηση , από μέρους των επενδυτών, για μετοχές που διανέμουν μερίσματα υπό μορφή μετρητών, είναι θετικά συσχετισμένη με τις απώλειες – τριβή που υφίστανται οι επενδυτές όταν πωλούν μετοχές με σκοπό την αύξηση της ρευστότητάς τους. Η κύρια **υπόθεση** που λαμβάνεται είναι: *η πιθανότητα μια εταιρία να διανείμει μέρισμα σε μετρητά είναι θετικά συσχετισμένη με την ζήτηση από μέρους των επενδυτών για μετοχές που διανέμουν μέρισμα και κατ' επέκταση αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα της αγοράς στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές.*

Στο σημείο αυτό θα περιγράψουμε το οικονομετρικό μοντέλο που χρησιμοποιούν οι συγγραφείς.

- **Εξαρτημένη μεταβλητή (dependent variable):** Ως εξαρτημένη μεταβλητή υιοθετείται η *ψευδομεταβλητή (dummy) 0 ή 1* αναλόγως αν μια εταιρία εμφανίζει μηδενικό ή θετικό μέρισμα.
- **Μεταβλητές ελέγχου (control variables):** Υιοθετούνται μεταβλητές οι οποίες απεικονίζουν τα χαρακτηριστικά των εταιριών που εμπεριέχονται στην ανάλυση. Αυτές είναι:

α) η κεφαλαιοποίηση, η οποία απεικονίζει το μέγεθος (*Size*) της εταιρίας β) ο λόγος κέρδη/ενεργητικό (*Earnings/Assets*) που απεικονίζει την κερδοφορία γ) ο λόγος χρηματιστηριακή αξία/ενεργητικό (*value/assets*) που απεικονίζει την ανάπτυξη και τέλος δ) η μεταβολή των στοιχείων ενεργητικού (*dAssets/Assets*) που, επίσης, απεικονίζει την ανάπτυξη της εταιρίας.

- Ανεξάρτητες μεταβλητές: Υιοθετούνται 4 ανεξάρτητες μεταβλητές που απεικονίζουν την ρευστότητα. α) αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή (*turnover*) β) όγκος συναλλαγών μετοχών σε δολάρια (*trading activity – volume*) γ) ημέρες με μηδενική διαπραγμάτευση (*inverse trading activity*) και δ) ο λόγος ημερήσια απόδοση/ ημερήσιος όγκος συναλλαγών (*illiquidity ratio*).

Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι στην αγορά που εξετάστηκε υπήρχε ισχυρή σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής μιας εταιρίας και της ρευστότητας της μετοχής της. Η σχέση αυτή συνέχισε να υπάρχει ακόμα και όταν στο οικονομετρικό μοντέλο εισήχθησαν οι μεταβλητές ελέγχου. Επιπλέον, σύμφωνα με τα συμπεράσματα των μελετητών, η ρευστότητα επιδρά στην διανομή ή παράλειψη των μερισμάτων. Δηλαδή, εταιρίες των οποίων η μετοχή δεν έχει ιδιαίτερη ρευστότητα, θα τείνουν να δίνουν μέρισμα υπό τη μορφή μετρητών. Τέλος, οι συγγραφείς καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι εταιρίες που τείνουν να διανέμουν μέρισμα αντιμετωπίζουν και μικρότερη αυξομείωση (*volatility*) στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών τους, γιατί μειώνουν τον συστηματικό κίνδυνο για τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών τους.

Άρθρο 3: Banerjee , Gatchev , Spindt 2003

2 χρόνια πριν την δημοσίευση του παραπάνω άρθρου οι ίδιοι συγγραφείς δημοσιεύουν ένα άρθρο – προπομπό του προαναφερθέντος, στο οποίο μελετούν ακριβώς την ίδια σχέση και λαμβάνουν τις ίδιες υποθέσεις. Οι διαφορές με το άρθρο του 2005 είναι ότι στο άρθρο του 2003 το δείγμα είναι προφανώς μικρότερο. Τα στοιχεία καλύπτουν την χρονική περίοδο 1963 – 2001.

Επίσης, μια σημαντική διαφορά είναι το γεγονός ότι στο οικονομετρικό μοντέλο του 2003 περιλαμβάνονται περισσότερες μεταβλητές ελέγχου, σε σχέση με το παραπάνω μοντέλο. Αυτές έχουν ως στόχο την ερμηνεία της επίδρασης της φορολογίας, της επαναγοράς μετοχών, της χρήσης stock options και convertible securities και τέλος του επιπέδου του χρέους (debt) μιας εταιρίας στην μερισματική της πολιτική. Ακόμα, εισάγεται και μια επιπλέον ανεξάρτητη μεταβλητή, το bid – ask spread της εταιρίας, ως απεικόνιση (proxy) της «τριβής» που συναντάται στις συναλλαγές (trading friction).

Τα αποτελέσματα της μελέτης δείχνουν πως υπάρχει σχέση ανάμεσα σε ρευστότητα αγοράς και μερισματική πολιτική εταιριών. Παρατηρείται πως μια χρονική περίοδος που χαρακτηρίζεται από χαμηλά μερίσματα από μέρους των εταιριών, χαρακτηρίζεται και από χαμηλά κόστη συναλλαγών και υψηλό όγκο συναλλαγών των μετοχών, δηλαδή από υψηλή ρευστότητα. Τέλος, οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι οι επιπλέον μεταβλητές που περιγράφηκαν παραπάνω δεν ισχυροποιούν το οικονομετρικό μοντέλο, ούτε προσφέρουν ιδιαίτερη επεξηγηματική ικανότητα για την σχέση που μελετάται, στην αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών και επομένως μπορούν να παραλειφθούν.

B1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – Μοντέλο Ποιοτικής Μεταβλητής

Όπως τονίσαμε και παραπάνω, οι προσπάθειες για εξακρίβωση της σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής χρονολογούνται από την εποχή των Modigliani και Miller. Βέβαια, η υπάρχουσα βιβλιογραφία και αρθρογραφία δεν παρέχει επαρκή εμπειρικά στοιχεία για την ανάπτυξη μιας θεωρίας, έτσι, το ζήτημα αυτό παραμένει ακόμα στο στάδιο της εμπειρικής έρευνας. Η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής στα πλαίσια της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς είναι το ζήτημα το οποίο πραγματεύεται η παρούσα εργασία.

Στο σημείο αυτό θα παρουσιάσουμε το δείγμα και την μεθοδολογία που ακολουθήσαμε με σκοπό να διεξάγουμε την εμπειρική έρευνα. Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε σε αυτό το σημείο ακολουθεί, όσο το

δυνατόν πιο πιστά, την μεθοδολογία που πρότειναν οι Banerjee , Gatchev , Spindt στο άρθρο τους “Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy”.

Υποθέτουμε, λοιπόν, αρχικά, ότι η ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που διανέμουν μέρισμα υπό τη μορφή μετρητών θα είναι θετικά συσχετισμένη με το κόστος συναλλαγών – «τριβή», την οποία θα πρέπει αυτοί να υποστούν, σε περίπτωση πώλησης των μετοχών τους με σκοπό την αύξηση της ρευστότητάς τους. Κατά συνέπεια, η πιθανότητα μια εταιρία να διανείμει μέρισμα θα είναι θετικά συσχετισμένη με την ζήτηση των επενδυτών για τα μερίσματα αυτά και επομένως αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η παραπάνω εταιρία. Όμως, εμείς θα υποθέσουμε πως η αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας της αγοράς δεν θα ισχύει για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό γιατί, όπως αναφέραμε στο κεφάλαιο του θεσμικού πλαισίου, οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες υποχρεούνται, βάσει νομοθεσίας, να διανείμουν μερίσματα. Άρα, παρέχουν επαρκή ρευστότητα στους μετόχους τους και αυτοί δεν χρειάζεται να πωλήσουν τις μετοχές τους άμεσα ώστε να αποκτήσουν μετρητά. Έτσι, η ζήτηση για μετοχές που διανείμουν μέρισμα δεν υφίσταται, καθώς όλες οι εταιρίες παρέχουν μέρισμα.

Δείγμα

Η μελέτη μας καλύπτει όλες τις εισηγμένες εταιρίες του ελληνικού χρηματιστηρίου (Χ.Α.Α – Α.Σ.Ε.), οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και έχουν μετοχές που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό (κοινό μετοχικό κεφάλαιο). Τα δεδομένα, τα οποία συλλέξαμε, αφορούν την χρονική περίοδο 2000 – 2009. Θεωρήσαμε σωστό να λάβουμε το συγκεκριμένο εύρος για δύο κυρίως λόγους. Ο καθοριστικότερος ήταν το γεγονός ότι τα στοιχεία – μεταβλητές που χρειαζόμασταν για να δημιουργήσουμε – «χτίσουμε» το οικονομετρικό μοντέλο μας ήταν ιδιαίτερα ελλιπή για τα έτη πριν το 2000. Κάποιες από τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε για το μοντέλο της ψευδομεταβλητής ήταν διαθέσιμες μόνο για τα έτη 2003 και στο εξής. Ο δεύτερος λόγος ήταν το ότι η έρευνα των Gonzalez and Zamudio καλύπτει χρονική περίοδο που φτάνει ως το 2000 για τη ελληνική αγορά. Κατά συνέπεια, επιλέξαμε να εξετάσουμε την σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής για την περίοδο 2000 έως σήμερα.

Στο δείγμα μας περιλαμβάνονται όλες εκείνες οι εταιρίες για τις οποίες μπορούσαμε να συλλέξουμε τα ακόλουθα στοιχεία για τις περισσότερες περιόδους ανάμεσα στο 2000 και 2009. Αυτά είναι:

- Κέρδη/ σύνολο ενεργητικού (Earnings/Assets ratio)
- Κεφαλαιοποίηση (Market Capitalization)
- Χρηματιστηριακή αξία/ λογιστική αξία (Market -to- Book ratio)
- Μεταβολή στο σύνολο του ενεργητικού (Growth in assets)
- Κυκλοφορία – όγκος διαπραγμάτευσης μετοχής (Share Turnover)

Από το δείγμα εξαιρέσαμε τα προνομιακά κεφάλαια των εταιριών, καθώς και ορισμένες εταιρίες, για τις οποίες τα παραπάνω στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα στην πλειοψηφία των ετών της περιόδου που μελετάμε. Το δείγμα μας μελετά 257 εταιρίες και άρα περιλαμβάνει 257 παρατηρήσεις για κάθε μεταβλητή για κάθε έτος. Τα δεδομένα τα συλλέξαμε από την χρηματοοικονομική βάση δεδομένων DATASTREAM, στην οποία είχαμε πρόσβαση από το εργαστήριο υπολογιστών του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Μεταβλητές

Σε αυτό το κομμάτι της εργασίας θα παρουσιάσουμε τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε στην εμπειρική μελέτη. Ο ακριβής υπολογισμός των μεταβλητών περιγράφεται στον πίνακα 1.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιούμε μια ψευδομεταβλητή (dividend dummy), για την οποία θεωρούμε ως 1 την περίπτωση όταν μια εταιρία δίνει μέρισμα που είναι μεγαλύτερο από το υποχρεωτικό 35% των κερδών της και ως 0 την περίπτωση όταν το μέρισμα είναι ίσο ή μικρότερο αυτού. Ορίσαμε έτσι την εξαρτημένη μεταβλητή για να μπορέσουμε να απεικονίσουμε στο μοντέλο μας την ιδιαιτερότητα του ελληνικού θεσμικού πλαισίου όσον αφορά τα μερίσματα.

Η πρώτη ομάδα μεταβλητών που εισάγουμε στο οικονομετρικό μοντέλο, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής, είναι αυτή των μεταβλητών ελέγχου. Στην ανάλυσή μας λαμβάνουμε υπ' όψιν το μέγεθος, την κερδοφορία και τις ευκαιρίες για ανάπτυξη κάθε εταιρίας. Η αναγκαιότητα του να συμπεριλάβουμε στην μελέτη αυτές τις μεταβλητές προκύπτει για δύο

κυρίως λόγους. Πρώτον, σύμφωνα με τους Easterbook 1984 , Jensen 1986 και Myers 1984 οι παράγοντες αυτοί θεωρούνται καθοριστικοί στην μερισματική πολιτική σχετικά με τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs), την ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information) και τα κόστη έκδοσης νέων μετοχών (flotation costs). Δεύτερον, υπάρχει η πιθανότητα η ρευστότητα των μετοχών μιας επιχείρησης να επηρεάζεται από αυτούς τους παράγοντες, οι οποίοι θα αναφέρονται ως τα «χαρακτηριστικά της εταιρίας». Κατ' επέκταση, θεωρούμε σωστό να μελετήσουμε την σχέση μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας ελέγχοντας τα χαρακτηριστικά αυτά.

Κατασκευάζουμε, λοιπόν, τις μεταβλητές αυτές όπως οι Banerjee, Gatchev και Spindt (όπως και οι Fama and French 2001). Για μια χρονιά t και για κάθε εταιρία i το μέγεθος (size) της εταιρίας ισούται με το ποσοστό επί τοις εκατό των υπόλοιπων εταιριών που έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από την εταιρία i . Το μέγεθος της εταιρίας κατασκευάζεται υπό την προϋπόθεση ότι η κεφαλαιοποίηση κάθε επιχείρησης επιδρά στην μερισματική της πολιτική κατά τον ίδιο τρόπο για κάθε χρονιά που μελετάται. Οι μεταβλητές – απεικονίσεις (proxies) για την κερδοφορία (profitability) και ανάπτυξη κάθε εταιρίας υπολογίζονται ως εξής: για να μετρήσουμε την κερδοφορία υπολογίζουμε τον λόγο κέρδη/ σύνολο ενεργητικού (earnings/assets), ενώ για να μετρήσουμε την ανάπτυξη (growth) υπολογίζουμε τον λόγο χρηματιστηριακή αξία/ σύνολο ενεργητικού (market value/assets) και την μεταβολή στα στοιχεία του ενεργητικού (Δ assets/assets).

Η δεύτερη ομάδα μεταβλητών είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές, οι οποίες απεικονίζουν την ρευστότητα. Σύμφωνα με τους αρθρογράφους που προαναφέραμε, είναι δύσκολο να εκφράσει κανείς την ρευστότητα , καλύπτοντας κάθε πλευρά της, χρησιμοποιώντας μία και μόνο μεταβλητή. Γι' αυτό, οι αρθρογράφοι χρησιμοποιούν περισσότερες μεταβλητές. Το ίδιο σκεπτικό θα ακολουθήσουμε και εμείς. Έτσι, στην cross sectional ανάλυσή μας θα χρησιμοποιήσουμε δύο proxies που θα εκφράζουν την διαπραγματευτική δραστηριότητα (trading activity) και ένα proxy που θα εκφράζει την μη ρευστότητα (illiquidity). Η διαπραγματευτική δραστηριότητα μπορεί ορισμένες φορές να αποτελεί ένδειξη του κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές κατά την πραγματοποίηση των συναλλαγών τους (execution risk). Συνήθως, η υψηλότερη διαπραγματευτική

δραστηριότητα σηματοδοτεί μικρότερο κίνδυνο. Επιπλέον, ο όγκος συναλλαγών, συνήθως επιδρά στην ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα υπό μορφή μετρητών. Όταν υπάρχουν οικονομίες κλίμακας, το οριακό κόστος δημιουργίας ρευστότητας, μέσω πώλησης μετοχών, μειώνεται όσο ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται. Επομένως, η ζήτηση για μερίσματα σε μετρητά θα μειώνεται όταν ο όγκος συναλλαγών αυξάνει.

Η πρώτη μεταβλητή που θα χρησιμοποιήσουμε για να απεικονίσουμε τις συναλλαγές στην αγορά που μελετάμε θα είναι ο αριθμός συναλλαγών ανά μετοχή ετησίως (annual share turnover). Η μεταβλητή αυτή θεωρείται από τις πλέον κλασσικές και ευρέως χρησιμοποιούμενες μεταβλητές με σκοπό την απεικόνιση της ρευστότητας, καθώς η ιδιότητά της αυτή δεν έχει μόνο διατυπωθεί θεωρητικά, αλλά έχει διαπιστωθεί και εμπειρικά (βλ. Radcliffe and Chordia 1998 και Subrahmanyam and Ashuman 2001). Στην ανάλυσή μας υποθέτουμε πως η μεταβλητή αυτή επιδρά στην μερισματική πολιτική κάθε εταιρίας κατά τον ίδιο τρόπο για κάθε χρονιά που μελετάται.

Η δεύτερη μεταβλητή – proxy που θα υιοθετήσουμε με στόχο την απεικόνιση της ρευστότητας είναι αυτή του όγκου συναλλαγών σε ετήσια βάση εκφρασμένη σε euro. Εκτός από τους Banerjee, Gatchev και Spindt, την ίδια μεταβλητή χρησιμοποιούν και οι Chordia and Subrahmanyam το 1998 και οι Subrahmanyam and Ashuman το 2001.

Η τρίτη ανεξάρτητη μεταβλητή που θα παρουσιάσουμε αφορά την μη ρευστότητα (illiquidity ratio). Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται στην βιβλιογραφία για να απεικονίσει το «βάθος» της αγοράς και την επίδραση της εντολής συναλλαγής στην τιμή μιας μετοχής. (Kyle 1985).

Ο ακριβής υπολογισμός των παραπάνω μεταβλητών, όπως προαναφέραμε παρουσιάζεται στον πίνακα 1.

[βλέπε πίνακα 1]

B2) ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ – Μοντέλο Ποιοτικής Μεταβλητής

Στο τμήμα αυτό της εργασίας πραγματοποιούμε την οικονομετρική – εμπειρική ανάλυση, με στόχο να ερμηνεύσουμε την μερισματική πολιτική των εταιριών. Έτσι, εκτιμούμε λογιστικές διαστρωματικές παλινδρομήσεις (annual cross – sectional logistic regressions) για κάθε έτος μεταξύ 2000 – 2009. Επιπλέον, αναφέρουμε τους συντελεστές κάθε μεταβλητής για τις αντίστοιχες χρονιές, καθώς και τις πιθανότητες των συντελεστών αυτών, ώστε να εξετάσουμε την ισχύ των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων και την ισχύ του μοντέλου.

Στον πίνακα 2 παρουσιάζουμε τους συντελεστές, τις πιθανότητες αυτών και το R^2 της παλινδρόμησης για κάθε έτος ξεχωριστά. Οι παλινδρομήσεις πραγματοποιήθηκαν κατά την μεθοδολογία που περιγράφουν οι Banerjee , Gatchev και Spindt. Στο τμήμα α κάθε έτους παρουσιάζεται η πρώτη παλινδρόμηση που περιέχει μόνο την εξαρτημένη μεταβλητή και τον αριθμό συναλλαγών – turnover, προσπαθώντας με αυτόν τον τρόπο να ερμηνευτεί η μερισματική πολιτική, μέσω της ρευστότητας, χωρίς να λαμβάνουμε υπόψη τα χαρακτηριστικά των εταιριών. Στα επόμενα τμήματα κάθε έτους του πίνακα εισάγουμε περισσότερες ανεξάρτητες μεταβλητές, όπως ακριβώς έπραξαν και οι παραπάνω συγγραφείς (όταν τα στοιχεία ήταν διαθέσιμα). Στο τμήμα β παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ ανεξάρτητης μεταβλητής και χαρακτηριστικών κάθε εταιρίας, ενώ στα τμήματα που ακολουθούν εισάγουμε κάθε φορά στο μοντέλο , εκτός από τις μεταβλητές ελέγχου, μία μεταβλητή που απεικονίζει την ρευστότητα.

Στο τμήμα β εκτιμούμε μια παλινδρόμηση εισάγοντας ως ανεξάρτητες μόνο τις μεταβλητές ελέγχου με σκοπό να ερευνήσουμε τον τρόπο με τον οποίο τα χαρακτηριστικά κάθε εταιρίας επιδρούν στην μερισματική της πολιτική στην Ελλάδα. Επιπρόσθετα, η παλινδρόμηση αυτή μας επιτρέπει να συγκρίνουμε τους συντελεστές του “turnover” πριν και μετά την χρήση των χαρακτηριστικών κάθε επιχείρησης, καθώς έχει διατυπωθεί η άποψη ότι η επίδραση της ρευστότητας στην διανομή μερισμάτων ωθείται σε κάποιο βαθμό από την θετική σχέση μεταξύ ρευστότητας και ευκαιριών ανάπτυξης της εταιρίας.

Παρατηρώντας τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων και εστιάζοντας αρχικά στις μεταβλητές που απεικονίζουν ρευστότητα, μπορούμε να πούμε πως η σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής, όπως την προβλέπουν οι Banerjee , Gatchev και Spindt, ισχύει, για τις δύο από τις τρεις μεταβλητές ρευστότητας στην πλειοψηφία των ετών, λαμβάνοντας όμως υπόψη μόνο τα πρόσημα των συντελεστών. Συγκεκριμένα, στην πλειοψηφία των ετών, οι μεταβλητές TURN και ILLIQ εμφανίζουν τα αναμενόμενα αρνητικά και θετικά αντίστοιχα πρόσημα συντελεστών, όπως ορίζουν οι προαναφερθέντες μελετητές. Δεν ισχύει όμως το ίδιο και για την μεταβλητή DVOLLN, η οποία εμφανίζεται με θετικό συντελεστή τις περισσότερες φορές, σε αντίθεση με αυτό που υποστηρίζουν.

Θα μπορούσε κανείς να διατυπώσει την άποψη πως η μεταβλητή αυτή δεν αντανακλά την ρευστότητα στην ελληνική αγορά, γεγονός που επιτυγχάνουν οι άλλες δύο. Αρκεί, όμως κανείς να κοιτάξει την πιθανότητα ισχύος των συντελεστών αυτών και στις τρεις μεταβλητές (z- stat. και prob.) ώστε να καταλάβει ότι τα αποτελέσματα αυτά δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Δηλαδή, το οικονομετρικό μας μοντέλο δεν μπορεί να εξηγήσει την μερισματική πολιτική που ακολουθείται στην συγκεκριμένη αγορά, μέσω της ρευστότητας της αγοράς και επομένως η αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής δεν μπορεί να υποστηριχθεί. Αυτό το συμπέρασμα είναι σύμφωνο με την υπόθεση που διατυπώσαμε αρχικά, ότι η διανομή μερισμάτων στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά δεν μπορεί να ερμηνευτεί μέσω της ρευστότητας της αγοράς, δεν υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Αυτό, όπως εξηγήσαμε συμβαίνει για τον εξής λόγο: Όπως αναφέραμε στο κεφάλαιο του θεσμικού πλαισίου, οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες υποχρεούνται, βάσει νομοθεσίας, να διανείμουν μερίσματα. Άρα, παρέχουν επαρκή ρευστότητα στους μετόχους τους και αυτοί δεν χρειάζεται να πωλήσουν τις μετοχές τους άμεσα ώστε να αποκτήσουν μετρητά. Ουσιαστικά, η ρευστότητα περνά μέσω των υποχρεωτικών μερισμάτων από τις εταιρίες στους μετόχους.

Εξάλλου, το υποχρεωτικό μέρισμα που αγγίζει το 35% θεωρούμε πως αντιπροσωπεύει μεγάλο μέρος των κερδών των επιχειρήσεων. Ας μην

ξεχνάμε την μελέτη των Vasileiou, Eriotis και Poutos (2003), κατά την οποία συμπεραίνεται πως οι εταιρίες στην Ελλάδα δεν διατίθενται να δώσουν μερίσματα που ξεπερνούν το 41% των κερδών τους, ανεξαρτήτως συνθηκών, ποσοστό το οποίο καλύπτεται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την νομοθεσία ως υποχρεωτικό μέρισμα. Πράγματι, παρατηρώντας τον αριθμό των επιχειρήσεων που δίνουν μέρισμα ίσο ή μικρότερο του 35% των κερδών στο δείγμα μας, διαπιστώνουμε ότι ο αριθμός αυτός αντιστοιχεί συνήθως στις μισές εταιρίες του δείγματος. Αυτό είναι άλλο ένα στοιχείο που συνηγορεί στο γεγονός της μη ύπαρξης αρνητικής σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής, αφού η παρατηρούμε ότι η μερισματική πολιτική στην Ελλάδα χαρακτηρίζεται από σταθερότητα και δεν διαφέρει ιδιαίτερα από έτος σε έτος. Δεν επηρεάζεται δηλαδή ιδιαίτερα από τη ρευστότητα που επικρατεί στην αγορά.

Κατά συνέπεια, αφού η ρευστότητα από τις επιχειρήσεις μεταφέρεται στους μετόχους, αυτοί δεν νιώθουν την ανάγκη να πωλήσουν μετοχές για να εισπράξουν μετρητά, άρα δεν επηρεάζονται από το κόστος συναλλαγών – «τριβή» και κατ' επέκταση δεν επηρεάζονται από την ρευστότητα της αγοράς, ώστε να αναζητούν μερίσματα. Επίσης, στο σημείο αυτό θεωρούμε σημαντικό να υπενθυμίσουμε την άποψη των Milonas και Travlos (2001), οι οποίοι υποστηρίζουν πως τα κόστη συναλλαγών στην ελληνική αγορά είναι ιδιαίτερα μικρά. Έτσι, ακόμα και στην περίπτωση που οι μέτοχοι χρειαστούν περισσότερη ρευστότητα από αυτή που τους προσφέρεται μέσω μερισμάτων, τα κόστη συναλλαγών θα είναι ιδιαίτερα περιορισμένα, ώστε να τους αποτρέψουν από μια πιθανή πώληση μέρους των μετοχών τους. Αφού λοιπόν η ζήτηση των επενδυτών για μερίσματα δεν επηρεάζεται από την ρευστότητα της αγοράς, τότε και η ρευστότητα αυτή δεν θα επιδρά στην μερισματική πολιτική των εταιριών.

Εξετάζοντας πάλι τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, μπορεί κάποιος να αναρωτηθεί γιατί η εξαρτημένη μεταβλητή (μερισματική πολιτική) δεν ερμηνεύεται ούτε από τις μεταβλητές ελέγχου – χαρακτηριστικά των εταιριών που εισήχθησαν στο οικονομετρικό μοντέλο. Αυτό αρχικά μοιάζει άτοπο, αλλά θα πρέπει κανείς να σκεφτεί ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά διαφέρει σε μεγάλο βαθμό από τις υπόλοιπες αναπτυγμένες αγορές χρηματιστηρίων διεθνώς. Το μοντέλο που εξετάστηκε σε αυτή την ενότητα

αναπτύχθηκε για να εξηγήσει την μερισματική πολιτική στην αγορά του NYSE, η οποία διαφέρει σημαντικά από την ελληνική. Επιπλέον, θα πρέπει να υπενθυμίσουμε το γεγονός ότι, σύμφωνα με τις υπάρχουσες μελέτες, οι managers των εταιριών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα λαμβάνουν υπόψη τους ένα ευρύ φάσμα παραγόντων ώστε να αποφασίσουν την μερισματική πολιτική της εταιρίας που διαχειρίζονται. Ακόμα, ανάμεσα στις ελάχιστες έρευνες που αφορούν την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής στην Ελλάδα, μέσω οικονομετρικής μελέτης, μόνο μία αναφέρει πως το μέγεθος της εταιρίας ίσως να αποτελεί παράγοντα που βοηθάει στην ερμηνεία της (Vasileiou, Eriotis και Poutos 2003).

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε είναι πως το συγκεκριμένο μοντέλο που χρησιμοποιήσαμε δεν έχει επεξηγηματική ικανότητα για το Χ.Α.Α. Οι μεταβλητές ελέγχου που εισάγονται δεν εξηγούν την διανομή μερισμάτων στην Ελλάδα. Ακόμα, όμως, και όταν το μοντέλο μας περιέχει μόνο την εξαρτημένη μεταβλητή και το “turnover” δεν μπορεί να διαπιστωθεί κάποια σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά.

Τα αποτελέσματα των εκτιμώμενων παλινδρομήσεων παρουσιάζονται στον πίνακα 2 του παραρτήματος.

[βλέπε πίνακα 2]

Γ1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – Μοντέλο Μερισματικής Απόδοσης

Στο σημείο αυτό θα ελέγξουμε και το δεύτερο μοντέλο που αφορά την σχέση ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής, για την αγορά της Ελλάδας. Όπως και στο πρώτο μοντέλο, θα παρουσιάσουμε και εδώ την μεθοδολογία, το δείγμα και τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε ώστε να διεξάγουμε την εμπειρική μελέτη μας. Η μεθοδολογία που υιοθετήθηκε στο κομμάτι αυτό ακολουθεί πιστά, στο μέτρο του δυνατού, την μεθοδολογία που προτείνουν οι Gonzalez and Zamudio 2005 στο άρθρο τους “Securities Liquidity Shocks and Dividend Payments : the case of emerging markets”. Οι υποθέσεις που θα λάβουμε για να στηρίξουμε το οικονομετρικό μοντέλο μας θα είναι οι εξής:

- Το μοντέλο βασίζεται σε μια εταιρία η οποία χρηματοδοτείται μόνο με ίδια κεφάλαια και ακολουθεί ένα project με θετική παρούσα αξία.
- Οι πληροφορίες καθίστανται διαθέσιμες στο ευρύ κοινό μέσω ανακοινώσεων.
- Δεν υφίστανται κόστη συναλλαγών για έκδοση μετοχών ή δανεισμό.
- Το μοντέλο αφορά μια μόνο περίοδο (single period model).
- Επικρατούν μόνο 2 καταστάσεις: αυτή της επαρκούς ρευστότητας στην οικονομία και της μη επαρκούς ρευστότητας.

Θεωρούμε ακόμα, όπως ακριβώς κάναμε και στο μοντέλο ψευδομεταβλητής, ότι η ζήτηση των επενδυτών για μετοχές που διανέμουν μέρισμα υπό τη μορφή μετρητών θα είναι θετικά συσχετισμένη με το κόστος συναλλαγών – «τριβή», την οποία θα πρέπει αυτοί να υποστούν, σε περίπτωση πώλησης των μετοχών τους με σκοπό την αύξηση της ρευστότητάς τους. Κατά συνέπεια, η πιθανότητα μια εταιρία να διανείμει μέρισμα θα είναι θετικά συσχετισμένη με την ζήτηση των επενδυτών για τα μερίσματα αυτά και επομένως αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η παραπάνω εταιρία.

Μέχρι αυτό το σημείο οι υποθέσεις που λάβαμε είναι ίδιες με εκείνες που υιοθετούν και οι συγγραφείς του παραπάνω άρθρου. Όμως, εδώ θα

αλλάξουμε «πορεία» και θα υποστηρίξουμε ότι η αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας της αγοράς δεν θα ισχύει για την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Αυτό γιατί, όπως αναφέραμε και πιο πριν, οι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρίες υποχρεούνται, βάσει νομοθεσίας, να διανείμουν μερίσματα. Άρα, παρέχουν επαρκή ρευστότητα στους μετόχους τους και αυτοί δεν χρειάζεται να πωλήσουν τις μετοχές τους άμεσα ώστε να αποκτήσουν μετρητά. Έτσι, η ζήτηση για μετοχές που διανείμουν μέρισμα δεν υφίσταται, καθώς όλες οι εταιρίες παρέχουν μέρισμα. Επιπλέον, όπως αναφέρουν οι Gonzalez και Zamudio, το μοντέλο που προτείνουν θα πρέπει να εξεταστεί και σε αγορές όπου τα κόστη συναλλαγών είναι μικρά, όπως συμβαίνει στην ελληνική αγορά. Σε μια τέτοιου είδους αγορά, υποστηρίζουν, πως δεν θα ισχύει η αρνητική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και ρευστότητας. Έτσι, υποστηρίζουμε και εμείς ότι η αρνητική αυτή σχέση δεν θα ισχύει για την αγορά της Ελλάδας.

Δείγμα

Η μελέτη μας καλύπτει όλες τις εισηγμένες εταιρίες του ελληνικού χρηματιστηρίου (Χ.Α.Α – Α.Σ.Ε.), οι οποίες δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα και έχουν μετοχές που είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό (κοινό μετοχικό κεφάλαιο). Τα δεδομένα, τα οποία συλλέξαμε, αφορούν την χρονική περίοδο 2000 – 2009. Θεωρήσαμε σωστό να λάβουμε το συγκεκριμένο εύρος για δύο κυρίως λόγους. Ο καθοριστικότερος ήταν το γεγονός ότι τα στοιχεία – μεταβλητές που χρειαζόμασταν για να δημιουργήσουμε – «χτίσουμε» το οικονομετρικό μοντέλο μας ήταν ιδιαίτερα ελλιπή για τα έτη πριν το 2000. Ο δεύτερος λόγος ήταν το ότι η έρευνα των Gonzalez και Zamudio καλύπτει χρονική περίοδο που φτάνει ως το 2000 για τη ελληνική αγορά. Κατά συνέπεια, επιλέξαμε να εξετάσουμε την σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής για την περίοδο 2000 έως σήμερα. Στο δείγμα μας περιλαμβάνονται όλες εκείνες οι εταιρίες για τις οποίες μπορούσαμε να συλλέξουμε τα ακόλουθα στοιχεία για τις περισσότερες περιόδους ανάμεσα στο 2000 και 2009. Αυτά είναι:

- Μερισματική απόδοση (dividend yield)
- Κεφαλαιοποίηση (market capitalization)

- ο Κυκλοφορία – αριθμός διαπραγματευόμενων μετοχών (turnover)
- ο Αξία διαπραγμάτευσης (Trade value)

Από το δείγμα εξαιρέσαμε τα προνομιακά κεφάλαια των εταιριών, καθώς και ορισμένες εταιρίες, για τις οποίες τα παραπάνω στοιχεία δεν ήταν διαθέσιμα στην πλειοψηφία των ετών της περιόδου που μελετάμε. Το δείγμα μας μελετά 254 εταιρίες και άρα περιλαμβάνει 254 παρατηρήσεις για κάθε μεταβλητή ανά εταιρία κάθε έτος. Το δείγμα της μελέτης αυτής είναι ελαφρώς μικρότερο από αυτό της πρώτης μελέτης καθώς για αρκετές εταιρίες δεν υπήρχαν στοιχεία όσον αφορά την μερισματική απόδοσή τους. Τα δεδομένα τα συλλέξαμε από την χρηματοοικονομική βάση δεδομένων DATASTREAM, στην οποία είχαμε πρόσβαση από το εργαστήριο υπολογιστών του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Μεταβλητές:

Σε αυτό το κομμάτι της εργασίας θα παρουσιάσουμε τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε στην εμπειρική μελέτη. Ο ακριβής υπολογισμός των μεταβλητών περιγράφεται στον πίνακα 3.

Ως εξαρτημένη μεταβλητή θα υιοθετήσουμε την μερισματική απόδοση κάθε εταιρίας, όπως ακριβώς και οι Gonzalez και Zamudio.

Ως ανεξάρτητη μεταβλητή που θα απεικονίζει την ρευστότητα κάθε εταιρίας θα υιοθετήσουμε ξανά το “turnover”, δηλαδή τον αριθμό διαπραγματεύσεων των μετοχών κάθε εταιρίας. Όπως προαναφέραμε, αυτή η μεταβλητή – “proxy” χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία με σκοπό να αντικατοπτρίσει την ρευστότητα μιας εταιρίας και κατ’ επέκταση μιας αγοράς. Είναι η ίδια μεταβλητή που χρησιμοποιήθηκε και στο πρώτο μοντέλο ως ανεξάρτητη μεταβλητή.

Στο οικονομετρικό μοντέλο θα πρέπει επίσης να εισάγουμε και μεταβλητές ελέγχου. Σύμφωνα με τους παραπάνω αρθρογράφους, η σχέση ανεξάρτητης και εξαρτημένης μεταβλητής, δηλαδή μερισματικής απόδοσης και ρευστότητας, μπορεί να επηρεάζεται και από άλλους μακροοικονομικούς ή χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Έτσι, θα πρέπει να απομονώσουμε την επίδραση των παραγόντων αυτών, ώστε να μην επηρεάζουν το μοντέλο μας. Για να επιτευχθεί αυτό εισάγουμε τις εξής μεταβλητές ελέγχου: Το ποσοστό

επί τοις εκατό των υπόλοιπων εταιριών που έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από την εταιρία i θα είναι η πρώτη μας μεταβλητή ελέγχου, με στόχο να απεικονίζει το μέγεθος (size) μιας εταιρίας. Η δεύτερη μεταβλητή ελέγχου θα είναι η αξία διαπραγμάτευσης (trade value). Επιλέγεται με στόχο να αντικατοπτρίσει την ρευστότητα της αγοράς. Σύμφωνα με τους Chordia, Brennan και Subrahmanyam (1988), οι αποδόσεις των μετοχών εμφανίζουν αρνητική σχέση με την αξία διαπραγμάτευσης. Επιπλέον, οι Haugen και Bakers (1996) υποστηρίζουν πως υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ αποδόσεων μετοχών και αριθμού διαπραγματεύσεων (turnover). Άρα, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την αξία διαπραγμάτευσης σαν απεικόνιση – “proxy” της ρευστότητας.

Ο ακριβής υπολογισμός των παραπάνω μεταβλητών παρουσιάζεται στον πίνακα 3.

[βλέπε πίνακα 3]

Γ2) ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ – Μοντέλο Μερισματικής Απόδοσης

Στο σημείο αυτό θα πραγματοποιήσουμε την εμπειρική ανάλυση που αφορά το δεύτερο μοντέλο, εκτιμώντας τις αντίστοιχες παλινδρομήσεις, με σκοπό να ερευνήσουμε αν το μοντέλο αυτό μπορεί να ερμηνεύσει την μερισματική πολιτική που ακολουθείται στην Ελλάδα. Έτσι, εκτιμούμε παλινδρομήσεις με τη μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων για όλα τα έτη συνολικά μεταξύ 2000 – 2009 (OLS Panel Data regression). Επιπλέον, αναφέρουμε τους συντελεστές κάθε μεταβλητής για τις αντίστοιχες χρονιές, καθώς και τις

πιθανότητες των συντελεστών αυτών, ώστε να εξετάσουμε την ισχύ των σχέσεων μεταξύ των παραγόντων και την ισχύ του μοντέλου. Ακόμα, στο παράρτημα περιέχεται και ο πίνακας συσχετίσεων (correlation matrix – πίνακας 4) των μεταβλητών του μοντέλου. Μέσω των συσχετίσεων διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας στο μοντέλο μας, δηλαδή ότι οι μεταβλητές δεν συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό, ώστε να δημιουργούν πρόβλημα στην εγκυρότητα της μελέτης μας. Ακόμα, παρατηρούμε ότι η μερισματική απόδοση σχετίζεται θετικά με τον αριθμό συναλλαγών των μετοχών, το οποίο ίσως αποτελεί μια ένδειξη για τα αποτελέσματα που πρόκειται να λάβουμε στη συνέχεια.

Στον πίνακα 5 παρουσιάζονται οι συντελεστές των μεταβλητών, οι πιθανότητες αυτών και το R^2 κάθε παλινδρόμησης. Οι παλινδρομήσεις πραγματοποιήθηκαν κατά την μεθοδολογία που περιγράφουν οι Gonzalez και Garay, ενώ σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι τα δύο οικονομετρικά μοντέλα που αναλύονται σε αυτή την εργασία μοιάζουν αρκετά μεταξύ τους ως προς τις μεταβλητές που χρησιμοποιούν. Κύρια διαφορά τους αποτελεί η εξαρτημένη μεταβλητή που απεικονίζει τα διανεμόμενα μερίσματα και η οποία ορίζεται διαφορετικά σε κάθε μοντέλο.

Αρχικά, στο τμήμα A του πίνακα 5 εκτιμούμε μια παλινδρόμηση που περιλαμβάνει μόνο την εξαρτημένη (dividend yield) και την ανεξάρτητη μεταβλητή (turnover), χωρίς να περιλαμβάνεται κάποια μεταβλητή ελέγχου. Η σχέση που προκύπτει ανάμεσα σε αυτές τις δύο μεταβλητές είναι θετική και όχι αρνητική, γεγονός το οποίο αναμέναμε. Επιπλέον, το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 1%, όπως παρατηρούμε από τις πιθανότητες ισχύος των συντελεστών. (prob.). Όπως, λοιπόν είχαμε υποθέσει, στην Ελλάδα, δεν υφίσταται αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας της κεφαλαιαγοράς και μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Όπως έχουμε αναφέρει επανειλημμένως, το φαινόμενο αυτό οφείλεται στο ιδιαίτερο θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί στην ελληνική αγορά, καθώς τα υποχρεωτικά μερίσματα παρέχουν επαρκή ρευστότητα στους μετόχους τους και αυτοί δεν χρειάζεται να πωλήσουν τις μετοχές τους άμεσα ώστε να αποκτήσουν μετρητά. Ουσιαστικά, η ρευστότητα περνά μέσω των υποχρεωτικών μερισμάτων από τις εταιρίες στους μετόχους. Εξάλλου, το υποχρεωτικό μέρισμα που αγγίζει το 35% θεωρούμε πως αντιπροσωπεύει μεγάλο μέρος

των κερδών των επιχειρήσεων. Ας μην ξεχνάμε την μελέτη των **Vasileiou, Eriotis και Poutos (2003)**, κατά την οποία συμπεραίνεται πως οι εταιρίες στην Ελλάδα δεν διατίθενται να δώσουν μερίσματα που ξεπερνούν το 41% των κερδών τους, ανεξαρτήτως συνθηκών, ποσοστό το οποίο καλύπτεται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την νομοθεσία ως υποχρεωτικό μέρισμα. Κατά συνέπεια, αφού η ρευστότητα από τις επιχειρήσεις μεταφέρεται στους μετόχους, αυτοί δεν νιώθουν την ανάγκη να πωλήσουν μετοχές για να εισπράξουν μετρητά, άρα δεν επηρεάζονται από το κόστος συναλλαγών – «τριβή» και κατ' επέκταση δεν επηρεάζονται από την ρευστότητα της αγοράς, ώστε να αναζητούν μερίσματα. Επομένως, οι Έλληνες επενδυτές δεν θα αναζητήσουν μετοχές που αποδίδουν μέρισμα, σε περιόδους έλλειψης ρευστότητας, αφού όλες οι μετοχές αποδίδουν μέρισμα υποχρεωτικά και παρέχουν επαρκή ρευστότητα στους επενδυτές.

Στο τμήμα Β του πίνακα εισάγουμε στο οικονομετρικό μας μοντέλο το μέγεθος κάθε εταιρίας ως χαρακτηριστικό της εταιρίας αυτής. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ξανά την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής, ενώ παράλληλα επιβεβαιώνεται και η θετική σχέση μεταξύ μερισματικής πολιτικής και μεγέθους εταιρίας, την οποία υποστηρίζουν και οι **Vasileiou, Eriotis και Poutos (2003)**. Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πάλι στατιστικά σημαντικά, σε επίπεδο όμως 5%, ενώ το R^2 ισούται με 12% περίπου, το οποίο θεωρούμε πως είναι αρκετά ικανοποιητικό ως ποσοστό ερμηνείας της διανομής μερισμάτων αν αναλογιστούμε ότι στο μοντέλο έχουν εισαχθεί μόνο δύο παράγοντες με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής. Η θετική σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και μεγέθους εταιρίας είναι λογική, καθώς οι μεγαλύτερες και πιο αναπτυγμένες εταιρίες συνηθίζουν να διανέμουν υψηλότερα μερίσματα αφού έχουν λιγότερες ευκαιρίες για ανάπτυξη και έτσι δεν χρειάζεται να κατακρατούν πλεόνασμα κερδών ώστε να τα επενδύουν στην ίδια την επιχείρηση. Κατ' επέκταση, το πλεόνασμα αυτό το διανέμουν στους μετόχους. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουν παράλληλα να ευχαριστούν τους επενδυτές τους.

Το τμήμα Γ εισάγει στο μοντέλο εκτός από τον αριθμό συναλλαγών και την αξία διαπραγμάτευσης ως ανεξάρτητη μεταβλητή. Οι μεταβλητές αυτές απεικονίζουν και οι δύο την ρευστότητα και εμφανίζουν θετική σχέση με την

μερισματική απόδοση, όπως αναμενόταν, αν και η στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής που απεικονίζει τον αριθμό συναλλαγών μειώνεται λόγω της εισαγωγής της αξίας διαπραγμάτευσης. Έτσι, το μοντέλο του τμήματος αυτού είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 10%, ενώ η επεξηγηματική του ικανότητα αγγίζει το 9% περίπου.

Τέλος, στο τμήμα Δ εισάγουμε όλες τις μεταβλητές στην μελέτη μας και παρατηρούμε ότι τα πρόσημα διατηρούνται, αλλά χάνεται η στατιστική σημαντικότητα των μεταβλητών που αποτυπώνει τον αριθμό συναλλαγών, ίσως λόγω της θετικής σχέσης μεταξύ μεγέθους εταιρίας και αριθμού συναλλαγών. Ουσιαστικά, λοιπόν καταλήγουμε στο μοντέλο του τμήματος Β, το οποίο είναι στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5% και εξηγεί την μερισματική πολιτική κατά 12% περίπου.

Το συμπέρασμα στο οποίο καταλήγουμε μέσω της δεύτερης μελέτης είναι το γεγονός ότι στην Ελλάδα και για την περίοδο 2000 – 2009 υπάρχει θετική σχέση μεταξύ ρευστότητας κεφαλαιαγοράς και μερισματικής πολιτικής των εταιριών, αποτέλεσμα, το οποίο αναμέναμε λόγω του ιδιαίτερου θεσμικού περιβάλλοντος της χώρας. Το συμπέρασμα αυτό αντιτίθεται στην θεωρία που διατυπώνουν οι Banerjee , Gatchev και Spindt για αρνητική σχέση ρευστότητας κεφαλαιαγοράς και μερισματικής πολιτικής και η οποία βρίσκει εφαρμογή στην αγορά του NYSE και AMEX. Η διαφωνία αυτή έγκειται, λογικά, στην διαφορά του θεσμικού περιβάλλοντος που εφαρμόζεται σε κάθε χώρα.

[βλέπε πίνακα 5]

5. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΤΟ Χ.Α.Α

(ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ)

Η ρευστότητα ορίζεται ως η δυνατότητα διαπραγμάτευσης των μετοχών χωρίς μεγάλες αποκλίσεις ανάμεσα στις τιμές αγοράς και πώλησης (bid – ask spread) σε ελάχιστο χρονικό διάστημα. Η έλλειψη ρευστότητας είναι ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές όταν επιθυμούν την άμεση αγορά ή πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου. Ρευστή ονομάζεται μια αγορά αν οι εντολές αγοράς ή πώλησης των περιουσιακών στοιχείων εκτελούνται με μικρό κόστος για τους επενδυτές, δηλαδή με μικρή μεταβολή στις τρέχουσες τιμές των στοιχείων αυτών.

Μελέτες έχουν δείξει πως η ρευστότητα αγοράς μπορεί να έχει σημαντική επίδραση στην αξία των μετοχών και στις αποφάσεις των επενδυτών. Στο σημείο αυτό παραθέτουμε το παράδειγμα του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές τα τελευταία χρόνια, με κυριότερη αυτή της περιόδου 1999 – 2002, όταν σημειώθηκαν μεγάλες μεταβολές στην ρευστότητά της που επηρέασαν το επενδυτικό κοινό και οδήγησαν στην λήψη μέτρων για την ορθότερη λειτουργία της.

Κατά το 2^ο και 3^ο τρίμηνο του 1999 η ελληνική κεφαλαιαγορά βίωσε ένα κύκλο αυτό-επιβεβαιωνόμενων προσδοκιών. Στο τέλος του 1999 ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. σημείωσε συνολική ετήσια αύξηση 102,2%. Χάρη στην αύξηση των τιμών των μετοχών των εισηγμένων επιχειρήσεων η συνολική ετήσια αύξηση της κεφαλαιοποίησης του Χ.Α.Α ανήλθε σε 194,7% (από 67024,8 εκατομμύρια € το 1998 σε 197537 εκατομμύρια € το 1999), ανάμεσα στις υψηλότερες των χωρών του Ο.Ο.Σ.Α. η συνολική αξία συναλλαγών κατά την ίδια περίοδο αυξήθηκε κατά 194,7%, από 41708 εκατ. € σε 173027 εκατ. €. Επιπλέον, ο αριθμός των εταιριών που άντλησαν χρήματα μέσω της κεφαλαιαγοράς αυξήθηκε σημαντικά. Το συνολικό ποσό που αντλήθηκε μέσω δημόσιων προσφορών (IPO's) ήταν 1842 εκατ. € το 1999, 1157,2 εκατ. € το 1998 και 59 εκατ. € το 1997, δηλαδή υπήρξε αύξηση 59,2% και 3022,5% αντίστοιχα. Ακόμα, οι εισηγμένες εταιρίες άντλησαν 8128 εκατ. € μέσω της

κεφαλαιαγοράς το 1999, ποσό υψηλότερο κατά 472,9% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Η μαζική είσοδος θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών στο Χ.Α.Α. εκείνη την περίοδο οδήγησε σε απότομη αύξηση των τιμών των μετοχών και της ρευστότητας κατά το 2^ο και 3^ο τρίμηνο του 1999. Το γεγονός αυτό δημιούργησε πρόσκαιρη ευημερία και πλούτο, τα οποία με τη σειρά τους ώθησαν τους επενδυτές στην επένδυση μεγαλύτερων χρηματικών ποσών στο Χ.Α.Α. καταλήγοντας στην ακόμα μεγαλύτερη αύξηση των τιμών των μετοχών. Οι επενδυτές απέβλεπαν στην κερδοσκοπία μέσω της απότομης αύξησης των μετοχών, όντας σίγουροι για περαιτέρω αύξηση αυτών.

Ο κύκλος των αυτό – επιβεβαιωνόμενων προσδοκιών έφτασε βέβαια στο τέλος του όταν η διαφορά ανάμεσα στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών και σε αυτές που δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη είχε γίνει τόσο μεγάλη ώστε ελάχιστοι ήταν διατεθειμένοι να αγοράσουν τις μετοχές αυτές. Για αρκετό διάστημα επικράτησε πανικός, καθώς έγιναν γρήγορες προσπάθειες για άμεση ρευστοποίηση μεγάλου όγκου μετοχών. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν η πτώση του Γενικού Δείκτη του Χ.Α.Α κατά 38,8% το 2000, 23,5% το 2001 και 32,5% το 2002 αντίστοιχα. Η ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς μειώθηκε σημαντικά για τα επόμενα χρόνια, καθώς μειώθηκαν ο αριθμός συναλλαγών και η συνολική κεφαλαιοποίηση. Η μείωση των συναλλαγών άγγιξε το 2002 το επίπεδο του 38,9% και 85,9% σε σχέση με τα έτη 2001 και 1999 αντίστοιχα. Η συνολική κεφαλαιοποίηση το 2002 μόλις που άγγιξε τα 65759 εκατ. €, σημειώνοντας μείωση της τάξης του 47,4% και 66,7% σε σχέση με τα αντίστοιχα ποσά των ετών 2001 και 1999.

Τα κερδοσκοπικά αυτά γεγονότα του 1999 ώθησαν την επιτροπή κεφαλαιαγοράς στην θέσπιση κανόνων συμπεριφοράς με στόχο την ομαλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, την προστασία των επενδυτών και την αποκατάσταση των δημόσιας εμπιστοσύνης στο Χ.Α.Α. σταθεροποιώντας παράλληλα την ρευστότητά του.

6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η παρούσα εργασία έχει ως στόχο να εξετάσει, για την κεφαλαιαγορά της Ελλάδας, την ισχύ της αρνητικής σχέσης μεταξύ μερισματικής πολιτικής των εταιριών και της ρευστότητας της αγοράς. Την ύπαρξη της αρνητικής αυτής σχέσης προτείνουν οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005). Σύμφωνα με αυτούς, οι επενδυτές θα εκφράζουν υψηλότερη ζήτηση για μερίσματα από τις μετοχές τους όταν η αγορά δεν χαρακτηρίζεται από ρευστότητα. Αντιθέτως, οι επενδυτές θα μπορούν εύκολα και με χαμηλό κόστος να αποκτήσουν ικανοποιητική ρευστότητα όταν σε μια αγορά μπορούν να ρευστοποιούν τις μετοχές τους χωρίς να υφίστανται ιδιαίτερες απώλειες από τη διαφορά τιμής πώλησης και αγοράς. Επομένως, σύμφωνα με τη θεωρία που προτείνουν οι παραπάνω, οι managers θα έχουν κίνητρο να αυξάνουν τα διανεμόμενα μερίσματα υπό μορφή μετρητών όταν η αγορά δεν χαρακτηρίζεται από ρευστότητα και επικρατούν υψηλά κόστη συναλλαγών.

Για να εξετάσουμε την ισχύ αυτής της θεωρίας στο Χ.Α.Α. υιοθετήσαμε δύο οικονομετρικά μοντέλα που προτείνουν οι Banerjee, Gatchev και Spindt (2005) και οι Gonzalez και Zamudio (2005). Η ουσιαστική διαφορά των δύο αυτών μοντέλων έγκειται στον τρόπο που προσεγγίζουν την εξαρτημένη μεταβλητή, δηλαδή τα μερίσματα. Το πρώτο χρησιμοποιεί μια ψευδομεταβλητή για την περίπτωση που δίνουν μερίσμα οι εταιρίες ή όχι, ενώ το δεύτερο την μερισματική απόδοση.

Λαμβάνοντας υπόψη την ιδιαιτερότητα της ελληνικής αγοράς, λόγω του ιδιαίτερου θεσμικού πλαισίου που εφαρμόζεται, υποθέσαμε πως η αρνητική σχέση μεταξύ ρευστότητας και μερισμάτων δεν θα ισχύει για τα ελληνικά δεδομένα. Εφαρμόσαμε, λοιπόν, τα δύο παραπάνω μοντέλα στην ελληνική κεφαλαιαγορά εκτιμώντας διαστωματικές και διαχρονικές παλινδρομήσεις σε περίοδο 10 ετών και σε δείγμα 254 εταιριών περίπου κάθε φορά. Επιβεβαιώνοντας την υπόθεσή μας ανακαλύψαμε ότι το μοντέλο ποιοτικής μεταβλητής δεν έχει επεξηγηματική ικανότητα για την ελληνική αγορά και έτσι δεν μπορεί να στηρίξει την ύπαρξη της αρνητικής αυτής σχέσης, ενώ το μοντέλο μερισματικής απόδοσης αποκλείει εντελώς την ύπαρξή της για το

Χ.Α.Α. εμφανίζοντας μάλιστα στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα σε επίπεδα 5% και 1%.

Καταλήγουμε, λοιπόν, στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να στηρίζουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ ρευστότητας και μερισματικής πολιτικής εταιριών στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

7. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ

Η μελέτη που παρουσιάζεται στην παρούσα εργασία έγινε καταβάλλοντας από μέρους μας την μεγαλύτερη δυνατή προσπάθεια ώστε να προσεγγίσουμε τα οικονομετρικά μοντέλα και τις υποθέσεις που υιοθετήθηκαν όσο κατά το δυνατόν περισσότερο. Η έρευνα βασίζεται σε δεδομένα των οποίων το εύρος κυμαίνεται από το 2000 – 2009. Στο σημείο αυτό επισημαίνουμε ότι ένα μέρος των δεδομένων που χρειαζόμασταν για την έρευνά μας δεν ήταν διαθέσιμα από τις βάσεις δεδομένων για όλο το εύρος των ετών. Έτσι, προτείνουμε στο μέλλον να συνεχιστεί η ίδια έρευνα για μεγαλύτερο αριθμό ετών και όσο το δυνατόν μεγαλύτερη πληρότητα δεδομένων.

Επιπλέον, όπως αναφέραμε στο μέρος της βιβλιογραφίας, το πρώτο οικονομετρικό μοντέλο που υιοθετήσαμε (Banerjee, Gatchev και Spindt 2005), αποτελεί μέρος του μοντέλου που χρησιμοποίησαν οι ίδιοι μελετητές το 2003 και το οποίο περιέχει περισσότερες ανεξάρτητες μεταβλητές. Βεβαίως, οι Banerjee, Gatchev και Spindt υποστηρίζουν ότι αυτοί οι επιπλέον παράγοντες δεν διαφοροποιούν τα αποτελέσματα του μοντέλου, καθώς δεν διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής. Παρ' όλα αυτά εμείς προτείνουμε να εξεταστεί η περίπτωση αν οι συγκεκριμένοι παράγοντες επηρεάζουν την μερισματική πολιτική στην ελληνική αγορά, εισάγοντάς τους στην οικονομετρική μελέτη. Θα πρέπει, λοιπόν, να εξεταστεί η επίδραση της φορολογίας, της επαναγοράς των μετοχών (θεωρείται πως αντικαθιστά τα μερίσματα), της χρήσης stock options και convertible bonds και του χρέους των εταιριών στην μερισματική πολιτική. Ακόμα, προτείνεται η εισαγωγή και μιας επιπλέον ανεξάρτητης μεταβλητής, του bid – ask spread της εταιρίας, ως απεικόνιση (proxy) της «τριβής» που συναντάται στις συναλλαγές (trading friction).

8. ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Aivazian Varouj and Booth L. (2003) 'Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?' *The Journal of Financial Research*, Vol. XXIV pp. 371 - 387
- Amihud Yakov (2002) 'Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects', *Journal of Financial Markets*, Vol. 5 pp. 31 – 56
- Baker M. and Wurgler J. (2004) 'A Catering Theory of Dividends', *the Journal of Finance*, Vol. LIX
- Baker M. and Wurgler J. (2003) 'Appearing and Disappearing Dividends: The link to Catering Incentives' *Journal of Corporate Finance*
- Banerjee S., Gatchev V., and Spindt P. (2005) 'Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy' *Journal of Corporate Finance*
- Banerjee S., Gatchev V., and Spindt P. (2003) 'To Pay or Not To Pay? The Dividend Dilemma of the Liquid Firm' *Journal of Corporate Finance*
- Borges M. R. (2008) 'Is the Dividends Puzzle Solved?' *Working Paper* , School of Economics and Management – Technical University of Lisbon'
- Braggion F. and Moore L. (2007) 'Dividend Policies in an Unregulated Market: The London Stock Exchange 1985 – 1905' *Journal of Corporate Finance*
- Brandon J. and Ikenberry D. (2004) 'Reappearing Dividends' *Forum on Corporate Finance*

- Brennan M. J. and Anjan V. T. (1990) 'Shareholder Preferences and Dividend Policy', *The Journal of Finance*, Vol. 45, No 4, pp. 993 – 1018
- Brockman P., Howe J. and Mortal S. (2008) 'Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase' *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp. 446 – 459
- Chetty R., Rosenberg J. and Saez Em. (2005) 'Market Responses to Dividend Announcements and Payments: Evidence from the 2003 Tax Cut and the Time Series' *Journal of Corporate Finance*
- Chordia T., Subrahmanyam A. and Anshuman V. R. (2001) 'Trading Activity and Expected Stock Returns', *Journal of Financial Economics* , Vol.59, pp. 3 – 32
- Chowdhry B. and Nanda V. (1994) 'Repurchase Premia as a Reason for Dividends: A Dynamic Model of Corporate Payout Policies', *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, No 2, pp. 321 – 350
- De Angelo H., De Angelo L. and Skinner D. (2004) 'Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings', *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, pp. 425 - 456
- Dong M., Robinson C. and Veld C. (2004) 'Why Individual Investors Want Dividends.' *Journal of Corporate Finance*
- Fama F. E. and French K. R. (2001) 'Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?' *Working Paper No 509*, *Journal of Financial Economics*
- Gonzalez M. and Garay U. (2005) 'Securities Liquidity Shocks and Dividend Payments: The case of Emerging Markets', *Oxford Journals*

- Grullon G. and Michaely R. (2002) 'Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis', *The Journal of Finance*, Vol.LVII, No.4
- Hondroyiannis G., Lolos S. and Papapetrou Ev. (2004) 'Financial Markets and Economic Growth in Greece', *Working Paper No 17 Bank of Greece*
- Joannou and Filippa N. 'Dividend Policy of Firms Listed in the Greek Stock Exchange', *Spoudai*, Vol.47, No 3 – 4 *University of Piraeus*
- Jones Ch. (2002) 'A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs' *Working paper*
- Kleftogiannis K. (2008) 'Μερισματική Πολιτική', *Working Paper – Library of University of Piraeus*
- Niarchos N., Tse Y., Wu C., and Young A. (1999) 'International Transmission of Information: A Study of the Relationship Between the U.S. and Greek Stock Markets', *Multinational Finance Journal*, 1999, vol. 3, no. 1, pp. 19–40
- Bryan R. Routledge and Stanley E. Zin (2001) 'Model Uncertainty and Liquidity' *NBER Working Paper No. 8683*
- Spanos L. (2003) 'The Evolution of Corporate Governance in Greece' *1st LSE PhD Symposium on Modern Greece: Current Social Science Research on Greece*
- Vasiliou D., Eriotis N. and Poutos E. (2003) 'Investigating the Dividend Policy of Greek Firms: Some Preliminary Evidence' *Working Paper*

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – ΠΙΝΑΚΕΣ**Πίνακας 1****Ανάλυση μεταβλητών**

Μεταβλητή	Ανάλυση
Ψευδομεταβλητή μερισμάτων Dividend Dummy	Θέτουμε ως 1 την περίπτωση όταν μια εταιρία πληρώνει μέρισμα μεγαλύτερο του 35% των κερδών και 0 κάθε άλλη περίπτωση για τον χρόνο t .
Μέγεθος εταιρίας Size	Για μια χρονιά t και για κάθε εταιρία i το μέγεθος της εταιρίας ισούται με το ποσοστό επί τοις εκατό των υπόλοιπων εταιριών που έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από την εταιρία i .
Κερδοφορία Profitability	Μετράμε την κερδοφορία υπολογίζοντας τον λόγο κέρδη ανά μετοχή/ σύνολο ενεργητικού ανά μετοχή (earnings/assets). Συγκεκριμένα από την DataStream υπολογίζουμε τον λόγο $\frac{DEPS}{APSH}$.
Ανάπτυξη 1 Growth1	Υπολογίζουμε τον λόγο χρηματιστηριακή αξία ανά μετοχή/ σύνολο ενεργητικού ανά μετοχή (market value/assets). Στην DataStream υπολογίζουμε $\frac{MV}{NOSH} / APSH$.
Ανάπτυξη 2 Growth2	Υπολογίζουμε την μεταβολή στα στοιχεία του ενεργητικού. Στην DataStream υπολογίζουμε $dDWTAt / DWTAt$.
Αριθμός συναλλαγών Turnover	Στην DataStream η μεταβλητή είναι η VO. Είναι ουσιαστικά, ο αριθμός συναλλαγών για κάθε μετοχή (σε χιλιάδες) σε περίοδο ενός έτους.
Όγκος συναλλαγών Dvolln	Υπολογίζουμε τον φυσικό λογάριθμο του όγκου συναλλαγών για κάθε μετοχή ετησίως εκφρασμένο σε χιλιάδες euro. Στην DataStream λογαριθμίζουμε το VA.
Μη ρευστότητα Illiquidity	Υπολογίζουμε τον λόγο $Dailyreturn / Dvolln$ και το ανάγουμε σε ετήσια βάση, λαμβάνοντας τον μέσο όρο κάθε έτους.

Τα δεδομένα τα οποία συλλέξαμε προέρχονται από την χρηματοοικονομική βάση δεδομένων DataStream, η οποία ήταν διαθέσιμη στο εργαστήριο του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Για τις μεταβλητές το t αναφέρεται στην χρήση – έτος t για κάθε εταιρία.

Πίνακας 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

METHOD BINARY - LOGIT (QUADRATIC HILL CLIMBING)							
DEPENDENT VARIABLE DDUMMY							
Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2000	τμήμα α	C	-0,239732	0,186829	-1,283162	0,1994	0,002603
		TURN	0,072368	0,090107	0,803135	0,4219	
Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2001	τμήμα α	C	0,200737	0,190535	1,053534	0,2921	0,009703
		TURN	-0,265417	0,171007	-1,552081	0,1206	
	τμήμα β	C	0,144816	0,358782	0,403632	0,6865	0,005176
		SIZE	-0,089842	0,580066	-0,154882	0,8769	
		GROWTH1	-40,331520	118,244600	-0,341086	0,7330	
		GROWTH2	0,045612	0,383609	0,118903	0,9054	
		PROFITABILITY	-0,030296	0,051179	-0,591958	0,5539	
	τμήμα γ	C	0,540333	0,438697	1,231676	0,2181	0,018013
		SIZE	-0,372736	0,609217	-0,611828	0,5407	
		GROWTH1	-39,902300	118,363000	-0,337118	0,736	
		GROWTH2	0,063482	0,385354	0,164738	0,8692	
		PROFITABILITY	-0,02878	0,051245	-0,561608	0,5744	
TURN		-0,339736	0,224562	-1,512882	0,1303		
Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2002	τμήμα α	C	0,519883	0,151753	3,425843	0,0006	0,009822
		TURN	-0,123428	0,085637	-1,441303	0,1495	
	τμήμα β	C	0,463202	0,337724	1,371541	0,1702	0,016938
		SIZE	0,254179	0,524434	0,484673	0,6279	
		GROWTH1	-96,758540	156,570100	-0,617989	0,5366	
		GROWTH2	-0,10062	0,148098	-0,679417	0,4969	
		PROFITABILITY	0,178667	0,226712	0,788078	0,4307	
	τμήμα γ	C	0,56238	0,353672	1,590118	0,1118	0,020537
		SIZE	0,133241	0,538867	0,247262	0,8047	
		GROWTH1	-73,235190	158,789700	-0,461209	0,6446	
		GROWTH2	-0,079783	0,147806	-0,53978	0,5893	
		PROFITABILITY	0,183836	0,228819	0,803412	0,4217	
TURN		-0,068617	0,074063	-0,926474	0,3542		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2003	τμήμα α	C	0,094729	0,168422	0,56245	0,5738	0,017199
		TURN	-0,308742	0,144987	-2,129455	0,0332	
	τμήμα β	C	-0,555673	0,300362	-1,850012	0,0643	0,016964
		SIZE	0,565671	0,504528	1,121190	0,2622	
		GROWTH1	17,600180	36,705940	0,479491	0,6316	
		GROWTH2	0,494128	0,665892	0,742054	0,4581	
		PROFITABILITY	0,923964	1,067393	0,865627	0,3867	
	τμήμα γ	C	-0,274041	0,344042	-0,796535	0,4257	0,026373
		SIZE	0,387995	0,520824	0,744965	0,4563	
		GROWTH1	16,783170	36,244830	0,463050	0,6433	
		GROWTH2	0,317002	0,674239	0,470163	0,6382	
		PROFITABILITY	0,975079	1,161750	0,839319	0,4013	
		TURN	-0,236671	0,148482	-1,593932	0,1110	
	τμήμα δ	C	0,650886	1,007945	0,645756	0,5184	0,022036
		SIZE	1,099575	0,665625	1,651943	0,0985	
		GROWTH1	17,203340	36,675480	0,469069	0,639	
		GROWTH2	0,438824	0,667523	0,657392	0,5109	
		PROFITABILITY	0,963348	1,108021	0,869431	0,3846	
		DVOLLN	-0,12587	0,100643	-1,250656	0,2111	
	τμήμα ε	C	-0,679120	0,316663	-2,144616	0,032	0,024789
		SIZE	0,727200	0,521068	1,395596	0,1628	
		GROWTH1	19,829880	43,555120	0,455282	0,6489	
		GROWTH2	0,505644	0,669595	0,755150	0,4502	
		PROFITABILITY	0,913098	1,063674	0,858437	0,3907	
ILLIQ		-214,209400	140,773900	-1,521656	0,1281		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2004	τμήμα α	C	-0,022958	0,157627	-0,145645	0,8842	0,007233
		TURN	-0,22277	0,162675	-1,369418	0,1709	
	τμήμα β	C	-0,728672	0,307956	-2,366156	0,018	0,037846
		SIZE	0,670002	0,526695	1,272086	0,2033	
		GROWTH1	414,605200	219,515300	1,888730	0,0589	
		GROWTH2	1,304026	0,913842	1,426972	0,1536	
		PROFITABILITY	-1,230021	0,897691	-1,370205	0,1706	
	τμήμα γ	C	-0,519130	0,319919	-1,622691	0,104700	0,056554
		SIZE	0,578057	0,532214	1,086136	0,277400	
		GROWTH1	584,471800	246,898400	2,367256	0,017900	
		GROWTH2	1,190921	0,926046	1,286027	0,198400	
		PROFITABILITY	-1,410140	0,942165	-1,496702	0,134500	
		TURN	-0,460349	0,211258	-2,179080	0,029300	
	τμήμα δ	C	-0,325878	0,873687	-0,372992	0,709200	0,038600
		SIZE	0,901617	0,707543	1,274293	0,202600	
		GROWTH1	412,576200	218,629900	1,887099	0,059100	
		GROWTH2	1,233496	0,924148	1,334739	0,182000	
		PROFITABILITY	-1,173244	0,897562	-1,307146	0,191200	
		DVOLLN	-0,054400	0,110605	-0,491839	0,622800	
	τμήμα ε	C	-0,793515	0,324803	-2,443065	0,014600	0,039263
		SIZE	0,738034	0,538204	1,371289	0,170300	
		GROWTH1	420,901000	220,738300	1,906787	0,056500	
		GROWTH2	1,348416	0,920105	1,465503	0,142800	
		PROFITABILITY	-1,238401	0,895343	-1,383158	0,166600	
ILLIQ		-43,640650	65,400730	-0,667281	0,504600		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2005	τμήμα α	C	-0,305634	0,161918	-1,887582	0,059100	0,000866
		TURN	0,109664	0,202796	0,540761	0,588700	
	τμήμα β	C	-0,419712	0,292461	-1,435103	0,151300	0,013401
		SIZE	0,285852	0,511304	0,559064	0,576100	
		GROWTH1	-20,583480	36,960830	-0,556900	0,577600	
		GROWTH2	1,323437	0,778017	1,701038	0,088900	
		PROFITABILITY	-0,089296	1,057403	-0,084449	0,932700	
	τμήμα γ	C	-0,446764	0,309517	-1,443420	0,148900	0,013624
		SIZE	0,286455	0,511524	0,560004	0,575500	
		GROWTH1	-20,271860	37,033400	-0,547394	0,584100	
		GROWTH2	1,320897	0,780581	1,692197	0,090600	
		PROFITABILITY	-0,105040	1,059826	-0,099111	0,921100	
		TURN	0,061218	0,226809	0,269910	0,787200	
	τμήμα δ	C	-1,217702	0,766204	-1,589265	0,112000	0,017371
		SIZE	-0,468524	0,840887	-0,557178	0,577400	
		GROWTH1	-19,458910	37,389390	-0,520439	0,602800	
		GROWTH2	1,414971	0,790565	1,789822	0,073500	
		PROFITABILITY	-0,256451	1,072654	-0,239081	0,811000	
		DVOLLN	0,128005	0,113329	1,129504	0,258700	
	τμήμα ε	C	-0,402011	0,299029	-1,344389	0,178800	0,013641
		SIZE	0,261320	0,518780	0,503720	0,614500	
		GROWTH1	-20,120770	37,014710	-0,543589	0,586700	
		GROWTH2	1,316838	0,778909	1,690617	0,090900	
		PROFITABILITY	-0,074091	1,059588	-0,069925	0,944300	
ILLIQ		14,658510	52,598010	0,278689	0,780500		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2006	τμήμα α	C	-0,423679	0,155039	-2,732719	0,006300	0,001941
		TURN	-0,094350	0,127731	-0,738660	0,460100	
	τμήμα β	C	-0,776615	0,302980	-2,563253	0,010400	0,066295
		SIZE	-0,559374	0,560213	-0,998503	0,318000	
		GROWTH1	711,550000	243,007400	2,928100	0,003400	
		GROWTH2	2,142688	0,637893	3,359010	0,000800	
		PROFITABILITY	-0,801876	1,305426	-0,614264	0,539000	
	τμήμα γ	C	-0,720343	0,311463	-2,312772	0,020700	0,063142
		SIZE	-0,551152	0,561423	-0,981705	0,326200	
		GROWTH1	711,620800	243,494600	2,922532	0,003500	
		GROWTH2	2,029746	0,650616	3,119729	0,001800	
		PROFITABILITY	-0,764308	1,294854	-0,590265	0,555000	
		TURN	-0,075936	0,134633	-0,564023	0,572700	
	τμήμα δ	C	-2,122624	0,924678	-2,295527	0,021700	0,069746
		SIZE	-1,883536	1,006057	-1,872196	0,061200	
		GROWTH1	745,505100	250,361000	2,977721	0,002900	
		GROWTH2	2,158360	0,654936	3,295527	0,001000	
		PROFITABILITY	-1,121626	1,399925	-0,801205	0,423000	
		DVOLLN	0,203401	0,129260	1,573580	0,115600	
	τμήμα ε	C	-0,735983	0,311025	-2,366316	0,018000	0,062400
SIZE		-0,609504	0,569819	-1,069646	0,284800		
GROWTH1		694,529100	243,560800	2,851564	0,004400		
GROWTH2		2,075260	0,646554	3,209726	0,001300		
PROFITABILITY		-0,674178	1,340118	-0,503073	0,614900		
ILLIQ		14,241320	41,991020	0,339152	0,734500		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2007	τμήμα α	C	-0,785432	0,199446	-3,938064	0,000100	0,001733
		TURN	0,162119	0,215715	0,751545	0,452300	
	τμήμα β	C	-1,244495	0,303857	-4,095662	0,000000	0,023564
		SIZE	0,790444	0,540664	1,461987	0,143700	
		GROWTH1	82,777850	141,909400	0,583315	0,559700	
		GROWTH2	-0,310321	0,770106	-0,402958	0,687000	
		PROFITABILITY	0,835912	1,482524	0,563844	0,572900	
	τμήμα γ	C	-1,322362	0,340225	-3,886730	0,000100	0,024186
		SIZE	0,785303	0,544086	1,443344	0,148900	
		GROWTH1	71,860980	142,568300	0,504046	0,614200	
		GROWTH2	-0,367913	0,775037	-0,474704	0,635000	
		PROFITABILITY	0,814003	1,480565	0,549792	0,582500	
		TURN	0,150496	0,221763	0,678635	0,497400	
	τμήμα δ	C	-3,348837	1,036661	-3,230408	0,001200	0,038283
		SIZE	-0,838505	0,913775	-0,917627	0,358800	
		GROWTH1	97,892660	143,155800	0,683819	0,494100	
		GROWTH2	-0,378381	0,784167	-0,482526	0,629400	
		PROFITABILITY	0,222348	1,553506	0,143126	0,886200	
		DVOLLN	0,283259	0,130648	2,168107	0,030200	
	τμήμα ε	C	-1,259132	0,308039	-4,087574	0,000000	0,029453
		SIZE	0,828811	0,545059	1,520591	0,128400	
		GROWTH1	78,813770	142,321400	0,553773	0,579700	
		GROWTH2	-0,500336	0,784292	-0,637947	0,523500	
PROFITABILITY		0,857425	1,486606	0,576766	0,564100		
ILLIQ		104,097900	76,541160	1,360024	0,173800		

Συνέχεια Πίνακα 2

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω λογιστικής παλινδρόμησης, με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α. (περιλαμβάνεται ανάλυση ανά έτος)

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2008	τμήμα α	C	-0,292434	0,189351	-1,544395	0,122500	0,000149
		TURN	-0,094296	0,415699	-0,226838	0,820500	
	τμήμα β	C	-1,131396	0,292528	-3,867649	0,000100	0,042103
		SIZE	1,170663	0,509618	2,297139	0,021600	
		GROWTH1	124,543900	250,623100	0,496937	0,619200	
		GROWTH2	-0,316892	0,271866	-1,165619	0,243800	
		PROFITABILITY	1,273956	0,995487	1,279732	0,200600	
	τμήμα γ	C	-1,034979	0,307430	-3,366545	0,000800	0,044953
		SIZE	1,257084	0,518588	2,424052	0,015300	
		GROWTH1	115,770200	251,703000	0,459948	0,645600	
		GROWTH2	-0,319654	0,271813	-1,176007	0,239600	
		PROFITABILITY	1,394353	1,015653	1,372863	0,169800	
		TURN	-0,440034	0,446658	-0,985169	0,324500	
	τμήμα δ	C	-1,166509	0,727787	-1,602816	0,109000	0,042111
		SIZE	1,134285	0,857807	1,322307	0,186100	
		GROWTH1	126,468700	253,427800	0,499033	0,617800	
		GROWTH2	-0,315989	0,271909	-1,162112	0,245200	
		PROFITABILITY	1,265977	1,006143	1,258247	0,208300	
		DVOLLN	0,005477	0,103912	0,052706	0,958000	
	τμήμα ε	C	-1,132119	0,294493	-3,844303	0,000100	0,045810
		SIZE	1,178632	0,511696	2,303386	0,021300	
		GROWTH1	122,992500	250,781700	0,490437	0,623800	
		GROWTH2	-0,311678	0,263324	-1,183628	0,236600	
		PROFITABILITY	1,266590	0,980222	1,292147	0,196300	
ILLIQ		19,238010	19,586320	0,982217	0,326000		

Συνέχεια Πίνακα 2

Year	section	Variable	Coefficient	Std. error	Z - statistic	Prob.	Mc Fadden R ²
2009	τμήμα α	C	-0,333736	0,159217	-2,096107	0,036100	0,004668
		TURN	-0,412553	0,346793	-1,189621	0,234200	
	τμήμα β	C	-0,888590	0,283398	-3,135484	0,001700	0,016905
		SIZE	0,923025	0,478062	1,930765	0,053500	
		GROWTH1	-44,925450	83,753760	-0,536399	0,591700	
		GROWTH2	0,036952	0,519238	0,071165	0,943300	
		PROFITABILITY	-0,383854	0,681150	-0,563538	0,573100	
	τμήμα γ	C	-0,828011	0,286844	-2,886620	0,003900	0,023594
		SIZE	1,110668	0,498748	2,226911	0,026000	
		GROWTH1	-53,012440	87,876400	-0,603261	0,546300	
		GROWTH2	-0,012466	0,522007	-0,023881	0,980900	
		PROFITABILITY	-0,288649	0,822754	-0,350832	0,725700	
		TURN	-0,585905	0,405252	-1,445779	0,148200	
	τμήμα δ	C	-1,021606	0,530543	-1,925584	0,054200	0,017162
		SIZE	0,739421	0,781338	0,946353	0,344000	
		GROWTH1	-43,724050	82,985020	-0,526891	0,598300	
		GROWTH2	0,035275	0,519126	0,067952	0,945800	
		PROFITABILITY	-0,395442	0,703541	-0,562075	0,574100	
		DVOLLN	0,026440	0,089075	0,296834	0,766600	
	τμήμα ε	C	-0,985720	0,294313	-3,349224	0,000800	0,025972
SIZE		1,036193	0,487098	2,127279	0,033400		
GROWTH1		-44,002300	82,821350	-0,531292	0,595200		
GROWTH2		0,041940	0,520457	0,080584	0,935800		
PROFITABILITY		-0,358981	0,634910	-0,565404	0,571800		
ILLIQ		14,463440	8,847567	1,634736	0,102100		

Για κάθε έτος ανάμεσα στο 2000 – 2009 εκτιμούμε διαστρωματικές παλινδρομήσεις με στόχο να ερμηνεύσουμε την μερισματική πολιτική των εταιριών που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά. Ως εξαρτημένη μεταβλητή εισάγουμε την ψευδομεταβλητή 1 ή 0 σε περίπτωση διανομής μερισμάτων άνω του 35% των κερδών κάθε εταιρίας ή όχι. Στο τμήμα α κάθε έτους εισάγουμε μόνο ως ανεξάρτητη μεταβλητή τον αριθμό συναλλαγών ανά μετοχή. Στο τμήμα β εισάγουμε ως ανεξάρτητες μεταβλητές το μέγεθος, την κερδοφορία και την ανάπτυξη κάθε εταιρίας, τις μεταβλητές ελέγχου δηλαδή, οι οποίες αποτελούν τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Στα τμήματα γ-ε εισάγουμε ,εκτός από τα χαρακτηριστικά κάθε εταιρίας, μία μεταβλητή που απεικονίζει είτε την ρευστότητα, είτε τη μη ρευστότητα.

Για κάθε μεταβλητή , πριν εισαχθεί στην παλινδρόμηση, έχει υπολογιστεί η στασιμότητα σειράς (όλες οι σειρές είναι στάσιμες). Επίσης, έχουμε ελέγξει αν υφίσταται πολυσυγγραμμικότητα ανάμεσα στις μεταβλητές χρησιμοποιώντας τον πίνακα συσχετίσεων και διαπιστώσαμε πως δεν υφίσταται. Τέλος, ελέγξαμε τα κατάλοιπα κάθε παλινδρόμησης, τα οποία χαρακτηρίζονται από ομοσκεδαστικότητα και γραμμική ανεξαρτησία.

Πίνακας 3
Ανάλυση μεταβλητών

Μεταβλητή	Ανάλυση
Μερισματική απόδοση Dividend yield	Στην DataStream είναι η μεταβλητή DY. Εκφράζει το μέρισμα ανά μετοχή ως ποσοστό της τιμής της μετοχής. Ουσιαστικά είναι μέρισμα ανά μετοχή/τιμή μετοχής.
Αριθμός συναλλαγών Turnover	Στην DataStream η μεταβλητή είναι η VO. Είναι ουσιαστικά, ο αριθμός συναλλαγών για κάθε μετοχή (σε χιλιάδες) σε περίοδο ενός έτους.
Μέγεθος Εταιρίας Size	Για μια χρονιά t και για κάθε εταιρία i το μέγεθος της εταιρίας ισούται με το ποσοστό επί τοις εκατό των υπόλοιπων εταιριών που έχουν κεφαλαιοποίηση μικρότερη από την εταιρία i .
Αξία διαπραγμάτευσης Trade value	Ο όγκος συναλλαγών ανά μετοχή, ετησίως, εκφρασμένος σε ευρο. Στην DataStream είναι το μέγεθος VA.

Τα δεδομένα τα οποία συλλέξαμε προέρχονται από την χρηματοοικονομική βάση δεδομένων DataStream, η οποία ήταν διαθέσιμη στο εργαστήριο του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Για τις μεταβλητές το t αναφέρεται στην χρήση – έτος t για κάθε εταιρία.

Πίνακας 4

Πίνακας συσχετίσεων μεταβλητών Μοντέλου Μερισματικής Απόδοσης

	DIVIDEND_YIELD	SIZE	TRADE_VALUE	TURNOVER
DIVIDEND_YIELD	1.000000	0.109772	0.077220	0.072424
SIZE	0.109772	1.000000	0.233118	0.346477
TRADE_VALUE	0.077220	0.233118	1.000000	0.410315
TURNOVER	0.072424	0.346477	0.410315	1.000000

Πίνακας 5

Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω παλινδρόμησης με μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (panel least squares), με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α.

ΤΜΗΜΑ Α

Dependent Variable: DIVIDEND_YIELD

Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.953226	0.059528	32.81210	0.0000
TURNOVER	0.003234	0.000838	3.857641	0.0001

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.121835
Adjusted R-squared	0.118008

ΤΜΗΜΑ Β

Dependent Variable: DIVIDEND_YIELD

Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.500000	0.118425	12.66629	0.0000
TURNOVER	0.001900	0.000888	2.139602	0.0325
SIZE	0.924359	0.209080	4.421077	0.0000

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.129254
Adjusted R-squared	0.125079

Πίνακας 5**Εκτιμήσεις των μεταβλητών, μέσω παλινδρόμησης με μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (panel least squares), με στόχο την ερμηνεία της μερισματικής πολιτικής των εταιριών στο Χ.Α.Α.****ΤΜΗΜΑ Γ**

Dependent Variable: DIVIDEND_YIELD

Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.245292	0.077077	29.13044	0.0000
TURNOVER	0.001889	0.001060	1.782164	0.0749
TRADE_VALUE	0.000102	4.26E-05	2.397808	0.0166
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.092707			
Adjusted R-squared	0.088435			

ΤΜΗΜΑ Δ

Dependent Variable: DIVIDEND_YIELD

Method: Panel Least Squares

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.761127	0.154501	11.39881	0.0000
SIZE	0.989131	0.273876	3.611609	0.0003
TURNOVER	0.000763	0.001101	0.692685	0.4886
TRADE_VALUE	8.59E-05	4.27E-05	2.012466	0.0443
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.099623			
Adjusted R-squared	0.094851			

Εκτιμούμε διαστρωματικές και παράλληλα διαχρονικές παλινδρομήσεις για το σύνολο των ετών (panel data regressions). Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίζουμε την μερισματική απόδοση κάθε εταιρίας. Στο τμήμα α του πίνακα εισάγουμε ως ανεξάρτητη μεταβλητή μόνο τον αριθμό συναλλαγών ανά μετοχή, ενώ στο τμήμα β εισάγουμε και το μέγεθος της εταιρίας ως χαρακτηριστικό κάθε εταιρίας. Στο τμήμα γ εισάγουμε και τις δύο μεταβλητές που απεικονίζουν την ρευστότητα, ενώ στο τμήμα δ εισάγουμε επιπλέον το μέγεθος κάθε εταιρίας.

Για κάθε μεταβλητή έχει ελεγχθεί η στασιμότητα, ενώ για το σύνολο των μεταβλητών αποκλείσαμε την ύπαρξη πολυσυγγραμμικότητας. Επίσης, Οι παλινδρομήσεις έχουν εκτιμηθεί θέτοντας ως επιλογή την white cross sectional με στόχο την αποφυγή ετεροσκεδαστικότητας, χωρίς να διαφοροποιούνται ιδιαίτερα τα αποτελέσματα.

Πίνακας 6
Πίνακας περιγραφής βασικών στατιστικών μεγεθών του δείγματος
(Μοντέλο Μερισματικής Απόδοσης)

	DIVIDEND_YIELD	SIZE	TRADE_VALUE	TURNOVER
Mean	2.329982	0.526317	314.8932	27.81489
Median	1.570000	0.534041	18.78005	7.542450
Maximum	34.00000	0.996575	60522.78	1614.237
Minimum	0.000000	0.018248	0.031700	0.008800
Std. Dev.	3.127524	0.282045	1878.888	75.21771
Skewness	3.289459	-0.059516	21.74092	10.43228
Kurtosis	21.87574	1.774772	639.6250	172.0490
Jarque-Bera	28436.47	107.8426	28977792	2064750.
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	3979.610	898.9489	537837.6	47507.84
Sum Sq. Dev.	16696.86	135.7905	6.03E+09	9657699.
Observations	1708	1708	1708	1708

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ