



# Predicting a Corporate Event

## Πρόβλεψη Διανομής Μερισμάτων

---

BENEKE NIOBH-ANNA

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Νοέμβριος, 2016

**Εγκρίνουμε την εργασία της**

**ΒΕΝΕΚΕ ΝΙΟΒΗ-ANNA**

**ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ**

.....

**ΧΕΒΑΣ ΔΗΜΟΣΘΕΝΗΣ**

.....

**ΔΕΜΟΙΡΑΚΟΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ**

.....

**[ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ]**

## **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**BENEKE NIOBH-ANNA**

.....

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά την υπεύθυνη καθηγήτρια Κα Σιουγλέ Γεωργία για τη συνεργασία μας κατά τη διάρκεια υλοποίησης της διπλωματικής μου εργασίας καθώς επίσης και για τη πολύτιμη βοήθεια και καθοδήγησή της, για την επίλυση διαφόρων θεμάτων.

Ένα μεγάλο ευχαριστώ στους φίλους μου, οι οποίοι μου συμπαραστάθηκαν όλο αυτό τον καιρό. Τέλος, θα ήθελα επίσης να απευθύνω τις ευχαριστίες μου στην οικογένειά μου για την ηθική και οικονομική τους συμπαράσταση όχι μόνο κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας αλλά καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου, φροντίζοντας έτσι για τη καλύτερη δυνατή μόρφωσή μου.

## Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1 <sup>ο</sup> Εισαγωγή .....	9
Κεφάλαιο 2 <sup>ο</sup> Βιβλιογραφική Ανασκόπηση .....	11
2.1 Θεωρίες που χρησιμοποιούνται στην εξήγηση της εταιρικής μερισματικής πολιτικής .....	11
2.1.1 Θεωρίες σχετικότητας του μερίσματος .....	12
2.1.2 Η θεωρία της σηματοδότησης .....	13
2.1.3 Η θεωρία της αντιπροσώπευσης .....	14
2.1.4 Η θεωρία του «κάλλιο πέντε και στο χέρι» .....	15
2.1.5 Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος .....	16
2.2 Λόγοι καταβολής μερισμάτων στους μετόχους.....	16
2.2.1 Αποφάσεις πληρωμής μερίσματος .....	19
2.3 Λόγοι πληρωμής μερισμάτων σχέση με εταιρική διακυβέρνηση .....	20
2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις πληρωμής μερίσματος .....	25
2.4.1 Μοτίβο πληρωμής παρελθόντων μερισμάτων.....	25
2.4.2 Κερδοφορία.....	26
2.4.3 Μέγεθος της επιχείρησης .....	28
2.4.4 Ρευστότητα.....	29
2.4.5 Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις .....	30
2.4.6 Ανάπτυξη .....	30
2.4.7 Μεταβλητότητα κερδών .....	32
2.4.8 Συμμετοχή των διοικητικών στελεχών στην ιδιοκτησία μετοχών .....	32
2.4.9 Η επίδραση της πελατείας .....	33
2.4.10 Κατηγορία οικονομικού τομέα.....	34
2.4.11 Μόχλευση.....	34
2.4.12 Κόστη αντιπροσώπευσης .....	35
2.4.13 Επιχειρηματικός κίνδυνος.....	35
2.4.14 Ωριμότητα .....	36
2.4.15 Ενσώματα περιουσιακά στοιχεία.....	36
Κεφάλαιο 3 <sup>ο</sup> Εμπειρικό Κομμάτι .....	39
3.1 Σκοπός έρευνας.....	39
3.2.1 Δεδομένα.....	40
3.3 Οικονομετρικό μοντέλο και υποθέσεις .....	41
3.3.1 Υπολογισμός ανεξάρτητων μεταβλητών.....	41

3.4 Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών .....	42
3.5 Μοντέλο Πρόβλεψης στο σύνολο των χωρών .....	47
3.6 Μοντέλο Πρόβλεψης ανά χώρα.....	48
Κεφάλαιο 4 <sup>ο</sup> Συμπεράσματα.....	53
Βιβλιογραφία.....	55
Παράρτημα 1: Κλάδοι Εταιρειών .....	63
Παράρτημα 2: Κωδικοί που χρησιμοποιήθηκαν στη συλλογή δεδομένων .....	65

## Πρόλογος

Η μερισματική πολιτική αποτελεί μια βασική παράμετρο στις αποφάσεις που καλείται να λάβει η διοίκηση μιας εταιρείας, τα δε μερίσματα συνιστούν μια σημαντική εκροή μετρητών για πολλές εταιρίες. Εκ πρώτης όψεως, ίσως φανεί προφανές ότι μια εταιρία θα πρέπει πάντοτε να επιστρέφει στους μετόχους της όσο το δυνατόν περισσότερα μετρητά. Βεβαίως είναι εξίσου λογικό για μια εταιρία να επενδύει τα πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα της σε επικερδή επενδυτικά σχέδια αντί να τα επιστρέφει στους μετόχους της. Επίσης, αν μια εταιρεία αποφασίσει να διανείμει μερίσματα ένα έτος δεν είναι απαραίτητο ότι θα συνεχίσει την ίδια πολιτική και το επόμενο.

Την απόφαση για τη καταβολή ή μη μερισμάτων καθώς επίσης και τη συνέχιση αυτής της επιλογής και τα επόμενα χρόνια υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που την επηρεάζουν. Αυτό λοιπόν είναι και το κύριο ερώτημα: ποιοι παράγοντες συντελούν στην απόφαση μιας εταιρείας να συνεχίζει να καταβάλλει μερίσματα και ποιοι όχι;

Στη παρούσα διπλωματική εργασία εστιάζομαστε σε ένα οικονομετρικό μοντέλο το οποίο έχει προταθεί από τους Hossain et al. (2014) και εξετάζει κάποιους βασικούς παράγοντες που συντελούν στην απόφαση της διανομής μερισμάτων. Το παραπάνω υπόδειγμα εφαρμόστηκε σε ένα ευρύ φάσμα εταιρειών όπως καταναλωτικά αγαθά και βιομηχανίες για τα έτη 2008-2014. Από τη στατιστική ανάλυση εξήχθησαν σημαντικά αποτελέσματα για την αξιοπιστία του μοντέλου και για τη σημαντικότητα των μεταβλητών. Όπως διαπιστώνουμε στο 3<sup>ο</sup> Κεφάλαιο, το οποίο πραγματεύεται το ερευνητικό μέρος, προκύπτει ότι η αύξηση της κερδοφορίας, της ρευστότητας και του μεγέθους της εταιρείας έχουν θετική επιρροή στη διανομή των μερισμάτων ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την μεταβλητότητα των κερδών και το ποσοστό ιδιοκτησίας. Επιπλέον παρατηρείται, πως η μεταβλητή της ανάπτυξης έχει ουδέτερη επίδραση στην διανομή μερίσματος

Λέξεις-Κλειδιά: Διανομή Μερισμάτων, Πρόβλεψη, Μερίσματα, Predicting a corporate event, οικονομική κρίση, probit model





## Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup> Εισαγωγή

Ένα από τα πιο δύσκολα θέματα στην σύγχρονη εταιρική χρηματοδότηση είναι ο προσδιορισμός των καθοριστικών παραγόντων της εταιρικής μερισματικής πολιτικής. Αυτή η πραγματικότητα έχει εκφραστεί από τον Black (1976), ο οποίος περιέγραψε τον προσδιορισμό των παραγόντων που χαρακτηρίζουν την μερισματική πολιτική ως έναν γρίφο. Σε παρόμοιο συμπέρασμα κατέληξαν οι Allen και Michaely (1995), οι οποίοι ανέφεραν ότι όσο περισσότερο μελετάται η εταιρική μερισματική πολιτική, τόσο περισσότερο μοιάζει με γρίφο. Ισχυρίστηκαν ότι πρέπει να πραγματοποιηθούν περισσότερες εμπειρικές έρευνες πριν επιτευχθεί συναίνεση σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες της εταιρικής μερισματικής πολιτικής.

Ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά των προηγούμενων ερευνών είναι η χρήση των δευτερογενών δεδομένων, τα οποία δημοσιεύονται κατά κύριο λόγο στις ετήσιες εταιρικές εκθέσεις, στην εξήγηση της μερισματικής πολιτικής. Αρκετοί ερευνητές προσπάθησαν να δημιουργήσουν μια σχέση ανάμεσα στην μερισματική πολιτική και τα εταιρικά χαρακτηριστικά.

Ένας περιορισμένος αριθμός μελετών ωστόσο, προσπάθησε να διερευνήσει τα κίνητρα των διευθυντών στην διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής τους. Ο Saxena (1999) πιστεύει ότι η μερισματική πολιτική αποτελεί σημαντικό θέμα στην εταιρική χρηματοδότηση και μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μηχανισμός για την διάδοση πληροφοριών που αντανakλούν τις προοπτικές σταθερότητας και ανάπτυξης της επιχείρησης. Η μερισματική πολιτική διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στην κεφαλαιακή διάρθρωση και τις επενδυτικές αποφάσεις της εταιρείας. Αυτό με τη σειρά του μπορεί να χρησιμοποιηθεί από την διοίκηση, καθώς και τους μετόχους για την ελαχιστοποίηση του κόστους αντιπροσώπευσης. Η επιτυχία της διοίκησης μετριέται από την ικανότητά της να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετόχων και αυτό δεν μπορεί να επιτευχθεί χωρίς την πλήρη κατανόηση του μηχανισμού της μερισματικής πολιτικής.



## Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup> Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

### 2.1 Θεωρίες που χρησιμοποιούνται στην εξήγηση της εταιρικής μερισματικής πολιτικής

Αρκετές απόψεις έχουν προταθεί στην βιβλιογραφία για την εταιρική μερισματική πολιτική, αλλά υπάρχει μικρή συναίνεση μεταξύ των ερευνητών. Συνολικά, η βιβλιογραφία επικεντρώνεται σε πολλές πτυχές υποθέσεων της μερισματικής πολιτικής. Η σπερματική θεωρία της μη σχετικότητας των Miller-Modigliani υποστηρίχθηκε και εξετάστηκε από τους Black και Scholes (1974).

Οι Miller και Scholes (1982), Miller (1986), Conroy et al. (2000), Baker και Farrelly (1988) ανέφεραν αντίθετα αποδεικτικά στοιχεία (Baker et al., 2006). Οι Black και Scholes (1974) βρήκαν ανάμεικτα αποτελέσματα σχετικά με την φορολογική υπόθεση (Litzenberger και Ramaswamy, 1980; Miller και Scholes, 1982; Poterba και Summers, 1984; Keim, 1985; Kalay και Michaely, 2000).

Η υπόθεση που βασίζεται στο κόστος της αντιπροσώπευσης υποστηρίζει ότι η πληρωμή του μερίσματος βοηθά στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων των διευθυντών και των μετόχων, μειώνοντας την ελεύθερη ταμειακή ροή για χρήση κατά την διακριτική ευχέρεια των διαχειριστών (Jensen και Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Jensen et al., 1992; Lang και Litzenberger, 1989; DeAngelo, DeAngelo και Stultz, 2006). Ενώ η βιβλιογραφία είναι εκτενής και εξακολουθεί να εξελίσσεται, τα αποτελέσματα εξακολουθούν να είναι ασαφή.

Αν και η βιβλιογραφία τείνει να προτείνει ότι το μέρισμα καθ' αυτό δεν έχει καμία επίδραση στην αξία των μετόχων, εμπειρικές μελέτες έδειξαν ανάμεικτα στοιχεία χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις αγορές των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Σιγκαπούρης. Σε μια σειρά από μελέτες διαπιστώθηκε ότι τιμή της μετοχής έχει σημαντική θετική σχέση με την καταβολή μερίσματος (Gordon, 1959; Ogden, 1994; Stevens και Jose, 1989; Kato και Loewenstein, 1995; Ariff και Finn, 1986; Lee, 1995), ενώ άλλες βρήκαν μια αρνητική σχέση (Loughlin, 1989; Easton και Sinclair, 1989). Μια αρνητική σχέση ανάμεσα στην ανακοίνωση των χρηματιστηριακών αποδόσεων του μερίσματος αναμένεται λόγω της επίδρασης της φορολογίας, αλλά οι ερευνητές είχαν την τάση να συσχετίζουν την θετική σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών αποδόσεων και της ανακοίνωσης της διανομής μερίσματος με την επίδραση της πληροφόρησης του μερίσματος.

### 2.1.1 Θεωρίες σχετικότητας του μερίσματος

Η θεωρία σχετικότητας του μερίσματος ξεκίνησε από τις αρχές του δέκατου ένατου αιώνα, όταν ο Williams (1938) υποστήριξε ότι η αξία της μετοχής προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων και την τιμή πώλησης της μετοχής. Αυτός ο ισχυρισμός έχει υποστηριχθεί από τους Graham και Dodd (1951) και Gordon (1959), οι οποίοι τόνισαν ότι η τιμή της μετοχής επηρεάζεται από τα μερίσματα και τα κέρδη. Σύμφωνα με την θεωρία, οι επενδυτές βλέπουν το μέρισμα ως ένδειξη των δυνατοτήτων της διοίκησης και εκλαμβάνουν την μερισματική πολιτική ως σημαντικό παράγοντα στην αξιολόγηση της βεβαιότητας των κερδών της εταιρείας.

Ως εκ τούτου, η συχνή και υψηλή εταιρική μερισματική πολιτική δείχνει ότι η εταιρεία είναι πολύ πιθανό να αποδίδει καλά. Ως εκ τούτου, οι περισσότερες πληρωμές μερισμάτων αποτελούν ένα σημάδι για την συνολική οικονομική ευρωστία της εταιρείας. Παρομοίως, οι Baker και Powell (2005) έδειξαν ότι οι εταιρικές οικονομικές αποφάσεις ταξινομούνται κυρίως σε επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις. Οι επενδυτικές αποφάσεις ασχολούνται με το πιο είδος και ποια ποσότητα περιουσιακών στοιχείων σκοπεύει να διατηρήσει η εταιρεία.

Ενώ, οι αποφάσεις χρηματοδότησης ασχολούνται με τον τρόπο απόκτησης των απαιτούμενων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση αυτών των περιουσιακών στοιχείων, με την χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων να μπορεί να γίνει είτε μέσω ιδίων κεφαλαίων είτε μέσω δανείων. Δεδομένου ότι οι αποφάσεις για τα μερίσματα επηρεάζουν το ποσό των κερδών που διανέμει μια εταιρία στους μετόχους της και το ποσό των κερδών που διατηρούνται για επανεπένδυση, οι αποφάσεις αυτές θεωρούνται ότι είναι αποφάσεις χρηματοδότησης.

Η πληρωμή μερίσματος συνεπάγεται αποφάσεις για το πόσο και πότε θα πρέπει να καταβάλλονται τα κέρδη ως μερίσματα. Ως εκ τούτου, η πληρωμή του μερίσματος είναι πιθανό να επηρεάσει τον πλούτο των μετόχων και την ικανότητα της επιχείρησης να διατηρήσει τα κέρδη για να επενδύσει σε κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες στο μέλλον. Οι Pruitt και Gitman (1991) πιστεύουν ακράδαντα ότι οι αποφάσεις για τα μερίσματα και την χρηματοδότηση είναι αλληλένδετες και δεν μπορούν να διαχωριστούν. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία αποφασίσει να πληρώσει μερίσματα, αυτό σημαίνει ότι θα έχει λιγότερα κέρδη διαθέσιμα για επενδύσεις σε κερδοφόρα σχέδια. Η κίνηση αυτή θα μπορούσε να αναγκάσει την εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια από το εξωτερικό της. Κατά συνέπεια, δεν είναι περίεργο να

υπάρχουν στελέχη που θα βλέπουν την μερισματική πολιτική ως παράγοντα που επηρεάζει τον πλούτο των μετόχων και την εταιρική αξία (Baker et al., 1985; Baker και Powell, 1999). Έτσι, η μερισματική πολιτική σχετίζεται με την αξία της εταιρείας.

Η θεωρία της σχετικότητας του μερίσματος έχει ελεγχθεί εμπειρικά από έναν σημαντικό αριθμό ερευνών που διεξήχθησαν στις ΗΠΑ (Lintner, 1956; Baker, Farrelly και Edelman, 1985; Farrelly, Baker και Edelman, 1986; Baker και Farrelly, 1988; Farrelly και Baker, 1989; Pruitt και Gitman, 1991; Baker και Powell, 1999; 2000; Baker, Veit και Powell, 2001; Baker, Powell και Veit, 2002b; Baker et al., 2007), όπου οι περισσότεροι συμμετέχοντες σε αυτές τις έρευνες έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την εταιρική αξία. Σύμφωνα με τον Carlson (2001) τα μερίσματα αποτελούν την κύρια καταβολή μετρητών στους μετόχους. Όσο μεγαλύτερες είναι οι αναμενόμενες μελλοντικές ροές μερισμάτων, τόσο μεγαλύτερη είναι η τιμή της μετοχής για τον μέτοχο.

### **2.1.2 Η θεωρία της σηματοδότησης**

Σύμφωνα με την θεωρία της σηματοδότησης, η διοίκηση της εταιρείας μπορεί να χρησιμοποιήσει την πληρωμή μερισμάτων για να μεταδώσει πληροφορίες στις αγορές για την αξία της εταιρείας τους. Ο Lintner (1956) έδειξε ότι τα μερίσματα παρέχουν έναν μηχανισμό σηματοδότησης και η αγορά χρησιμοποιεί τις ανακοινώσεις των μερισμάτων για την αποτίμηση των μετοχών των εταιρειών. Στην πραγματικότητα, οι επενδυτές μπορεί να μην δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στα μερίσματα, ωστόσο μπορεί να εξετάσουν τις αλλαγές στην μερισματική πολιτική της εταιρείας.

Οι επενδυτές θεωρούν ότι οι αλλαγές την μερισματική πολιτική αποτελούν σημάδια για τις προοπτικές που προτίθεται να ακολουθήσει μια εταιρεία. Σε περίπτωση που η διοίκηση αύξησε την πληρωμή μερισμάτων, αυτή η αλλαγή εκλαμβάνεται ως μια καλή είδηση και η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά.

Ενώ, τα σημάδια μείωσης των μερισμάτων αποτελούν κακή είδηση και η χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να αντιδράσει αρνητικά. Ως εκ τούτου, οι αλλαγές στις πληρωμές των μερισμάτων πληροφορούν την αγορά για τις προοπτικές της εταιρείας. Οι ερωτηθέντες σε μία έρευνα που πραγματοποιήθηκε από τον Lintner (1956) συμφώνησαν έντονα ότι τα μερίσματα παρέχουν έναν μηχανισμό σηματοδότησης και η αγορά χρησιμοποιεί τις ανακοινώσεις για τα μερίσματα για να

αποτιμήσουν τις μετοχές των εταιρειών. Οι Bhattacharya (1979), Miller και Rock (1985) και John και Williams (1985), έδειξαν ότι η εταιρική μερισματική πολιτική έχει σχεδιαστεί για να πληροφορεί τους επενδυτές για τις προοπτικές κερδών. Οι Brook et al. (1998) έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική χρησιμοποιείται για να σηματοδοτήσει την αύξηση των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Οι Myers και Bacon (2004) αναφέρθηκαν στην σημασία των ταμειακών ροών μερισμάτων ως έναν μηχανισμό πληροφόρησης των μετόχων. Ήταν επίσης εμφανές στο δείγμα τους ότι ακόμη και με υψηλή ανάπτυξη η εταιρεία ήταν διατεθειμένη να αυξήσει το χρέος της για να χρηματοδοτήσει την αύξηση των μερισμάτων. Το δείγμα των εταιρειών που εξετάστηκαν από τους Myers και Μπέικον (2004) είχαν την επιθυμία να στείλουν ένα ισχυρό θετικό μήνυμα στους θεσμικούς ιδιοκτήτες για να ενισχυθεί η φήμη και να διατηρηθεί η πρόσβαση σε κεφάλαια. Οι Baker et al. (2007) διαπίστωσαν ότι η σηματοδότηση είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική για τους διευθυντές канаδικών εταιρειών.

### **2.1.3 Η θεωρία της αντιπροσώπευσης**

Η σχέση μεταξύ μετόχων και διευθυντών (εντολοδόχοι/αντιπρόσωποι) θεωρείται ως μία σχέση αντιπροσώπευσης. Το κόστος της αντιπροσώπευσης προκύπτει ως αποτέλεσμα της σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και της διοίκησης. Υποστηρίζεται ότι η διοίκηση τείνει να μειώνει το κόστος της αντιπροσώπευσης πληρώνοντας υψηλά μερίσματα για να εξασφαλίσει εξωτερική χρηματοδότηση προκειμένου να υπάγει τον εαυτό της στον έλεγχο της αγοράς. Σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης, το βέλτιστο επίπεδο του μερίσματος είναι αυτό που ελαχιστοποιεί την διάρθρωση του κόστους αντιπροσώπευσης σε σχέση με το κόστος άντλησης εξωτερικών κεφαλαίων. Από την άποψη αυτή, οι Moh'd et al. (1995) εξέτασαν την θεωρία και απέδειξαν την εγκυρότητα των ισχυρισμών της θεωρίας αντιπροσώπευσης.

Βρήκαν ότι οι διευθυντές ρυθμίζουν τα μερίσματα σύμφωνα με την δομή του κόστους αντιπροσώπευσης/κόστους συναλλαγής συν τω χρόνων και μεταξύ των επιχειρήσεων. Ο La Porta (2000) εξέτασε δύο διαφορετικά μοντέλα της θεωρίας αντιπροσώπευσης σε 4.000 εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε 33 διαφορετικές χώρες. Στο πρώτο μοντέλο, τα μερίσματα θεωρούνται ως αποτέλεσμα της αποτελεσματικής νομικής προστασίας των μετόχων. Στο δεύτερο μοντέλο, τα

μερίσματα χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατο για την αποτελεσματική νομική προστασία. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης βοηθά στην κατανόηση της εταιρικής μερισματικής πολιτικής στις χώρες που καλύπτονται από την μελέτη του.

Ο Manos (2002) εξέτασε την θεωρία αντιπροσώπευσης μελετώντας 661 μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Βομβάης. Τα συμπεράσματά του υποστήριξαν το μοντέλο ελαχιστοποίησης του κόστους και το σκεπτικό της θεωρίας αντιπροσώπευσης στην μερισματική πολιτική. Ο Mahadwartha (2003) εξέτασε την σχέση μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της θεωρίας αντιπροσώπευσης σε ένα δείγμα εταιρειών στην Ινδονησία. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η μερισματική πολιτική χρησιμοποιείται ως μηχανισμός παρακολούθησης για τον έλεγχο των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Από την άλλη πλευρά, οι Mollah et al. (2007) εξέτασαν την επίδραση του κόστους αντιπροσώπευσης στην μερισματική πολιτική στο Μπαγκλαντές.

Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι σε μια αναδυόμενη αγορά όπως το Μπαγκλαντές, με ένα ασυνήθιστα υψηλό βαθμό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας που κυριαρχείται από τις οικογένειες, η επεξηγηματική δύναμη του κόστους αντιπροσώπευσης στην μερισματική πολιτική είναι χαμηλή και ασήμαντη. Από την άλλη πλευρά, η έρευνα των Baker et al. (2007) σχετικά με τις αντιλήψεις διευθυντών καναδικών εταιρειών για την μερισματική πολιτική, έδειξε ότι δεν υποστηρίζουν ότι η θεωρία αντιπροσώπευσης αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει την μερισματική πολιτική.

#### **2.1.4 Η θεωρία του «κάλλιο πέντε και στο χέρι»**

Το κύριο χαρακτηριστικό αυτής της θεωρίας είναι ότι οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τα μερίσματα και έχουν την τάση να επενδύουν σε μετοχές μερίσματος. Το γεγονός ότι μια εταιρεία πληρώνει μερίσματα σημαίνει ότι η εταιρεία κερδίζει χρήματα. Ενώ με τα αναφερόμενα κέρδη η εταιρεία ενημερώνει το επενδυτικό κοινό ότι όντως κερδίζει χρήματα, οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα που εισπράττουν ως μετρητά στο χέρι έναντι της υπόσχεσης για μελλοντικά κέρδη. Τα μελλοντικά κέρδη είναι λιγότερο προβλέψιμα και αβέβαια. Οι μετοχές με μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνες από τις μετοχές χωρίς μερίσματα. Αυτό θα παρακινήσει τους επενδυτές να επενδύσουν περισσότερα και ως εκ τούτου, θα

ενισχυθεί η τιμή των μετοχών.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι Lintner (1956) και Gordon (1959) αποκάλυψαν ότι οι μέτοχοι προτιμούν τα τρέχοντα μερίσματα και αυτό προκαλεί μια θετική σχέση μεταξύ των μερισμάτων και της αγοραίας αξίας. Εξάλλου, κανείς δεν μπορεί να εγγραφεί ότι είναι εφικτά τα μελλοντικά κέρδη. Οι Lintner (1956) και Gordon (1959) απέδειξαν ότι λόγω της αβεβαιότητας, οι επενδυτές προτιμούν να λαμβάνουν μερίσματα σήμερα και όχι να εισπράττουν μερίσματα στο μέλλον. Η προτίμηση για τα τρέχοντα μερίσματα οδηγεί σε μια θετική σχέση μεταξύ του μερίσματος και της αγοραίας αξίας της επιχείρησης. Σε όλες τις περιπτώσεις, οι Baker et al (2007) έδειξαν στην μελέτη τους ότι οι διευθυντές των канаδικών εταιρειών δεν υποστηρίζουν και τόσο την θεωρία αυτή.

### **2.1.5 Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος**

Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος αποκαλύπτει ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει σημασία στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης. Η θεωρία αυτή υποστηρίζεται από μια ομάδα θεωρητικών της χρηματοοικονομικής (Miller και Modigliani, 1961; Miller, 1986; Martin, Petty, Keown και Scott, 1991). Οι Modigliani και Miller (1958) υποστήριξαν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίδραση στην εταιρική αξία.

Πιστεύουν ότι η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από το εισόδημα που παράγεται από τα περιουσιακά της στοιχεία και όχι από την κατανομή του εισοδήματος μεταξύ των μερισμάτων και των κερδών εις νέον. Έδειξαν ότι οι επενδυτές μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση των μετοχών τους, ανεξάρτητα από το μέρισμα της μετοχής. Για παράδειγμα, εάν ένας επενδυτής αναμένει πληρωμή υψηλών μερισμάτων, θα μπορούσε να αγοράσει περισσότερες μετοχές από τα μερίσματα που εισέπραξε πάνω από τις προσδοκίες του. Αντίθετα, εάν ένας επενδυτής αναμένει η εταιρεία να έχει μικρά μερίσματα, τότε ο επενδυτής θα μπορούσε να πουλήσει ορισμένες από τις μετοχές της εταιρείας ώστε να αντισταθμίσει την έλλειψη σε μετρητά που ανέμενε να λάβει. Κατά συνέπεια, τα μερίσματα είναι άνευ σημασίας για τους επενδυτές, δεδομένου ότι μπορούν να διαμορφώσουν τα δικά τους.

### **2.2 Λόγοι καταβολής μερισμάτων στους μετόχους**

Ένα ερώτημα που απασχολεί τη διεθνή βιβλιογραφία και ιστορικά υφίσταται από τη στιγμή που δημιουργήθηκαν μετοχικά σύνολα στις επιχειρήσεις είναι το



ακόλουθο: «Θα πρέπει μία επιχείρηση να καταβάλει μερίσματα στους μετόχους;» Η απάντηση του ερωτήματος αυτού εξαρτάται κυρίως από τις συνέπειες της πληρωμής μερισμάτων στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης που τελικά προκαλεί έναν προβληματισμό στις αποφάσεις καταβολής μερίσματος. Συνεπάγεται την πολιτική πληρωμής, στην οποία οι διαχειριστές αποφασίζουν το μέγεθος και το σχήμα της διανομής μετρητών στους μετόχους με την πάροδο του χρόνου.

Η παρουσία μιας σημαντικής επίδρασης της πληρωμής μερισμάτων στην τιμή της μετοχής έχει τεθεί από πολλές θεωρητικές, καθώς και εμπειρικές έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί από τους Lintner (1956), Gordon (1959), Pradhan (2003), Ho (2003), Myers & Bacon (2004), Pani (2008) και Khan et al. (2011). Από την άλλη πλευρά, οι Miller και Modigliani (1961) είναι οι πρώτοι υποστηρικτές οι οποίοι απέδειξαν ότι τα μερίσματα είναι άνευ σημασίας και ασήμαντος παράγοντας στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης σύμφωνα με την παραδοχή της ύπαρξης τέλειων και αποτελεσματικών αγορών.

Εκτός από τους Miller και Modigliani (1961), ασήμαντη επιρροή του μερίσματος στην τιμή της μετοχής βρέθηκε επίσης από τους Black and Scholes (1974), Uddin and Chowdhury (2005) και Adesola and Okwong (2009). Έτσι, η δήλωση του Black (1976) στην μελέτη του για τα μερίσματα ότι *«όσο πιο πολύ κοιτάζουμε την εικόνα των μερισμάτων τόσο περισσότερο θα φαίνεται σαν ένα παζλ με κομμάτια που απλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους»* είναι αρκετά κατάλληλη.

Παρόλα αυτά, ιστορικά οι επιχειρήσεις υιοθετούν διάφορες αποφάσεις καταβολής μερίσματος, όπως υψηλές ή χαμηλές πληρωμές, μέρισμα σε μετοχές ή μέρισμα σε μετρητά ή μέρισμα σε μετρητά πλέον του μερίσματος σε μετοχές. Επιπλέον, οι επενδυτές έχουν επίγνωση της απόδοσης των μετοχών που είναι ο συνδυασμός της αύξησης κεφαλαίου και της μερισματικής απόδοσης.

Εάν μια επιχείρηση διατηρεί περισσότερα κέρδη εις νέον για την χρηματοδότηση των κερδοφόρων επενδυτικών σχεδίων της, η μερισματική απόδοση τείνει να μειώνεται και ο πλούτος των μετόχων τείνει να ανεβαίνει με αποτέλεσμα ένα υψηλότερο κέρδος κεφαλαίου. Από την άλλη πλευρά, αν μια επιχείρηση πληρώνει περισσότερα μερίσματα από τα κέρδη της, η μερισματική απόδοση έχει την τάση να ανεβαίνει και ο πλούτος των μετόχων τείνει να μειώνεται, καθώς τα μετρητά που λαμβάνονται ως μερίσματα από τους επενδυτές δεν επενδύονται στην επιχείρηση.

Ως εκ τούτου, για να μεγιστοποιηθεί η αξία της επιχείρησης ένας διαχειριστής θα πρέπει να καταλήξει σε βέλτιστες αποφάσεις στην καταβολή μερισμάτων. Αλλά δεν έχει αναπτυχθεί ακόμη κάποια συγκεκριμένη θεωρία για να προσδιοριστεί η βέλτιστη ποσότητα των μερισμάτων σε μετρητά. Γι' αυτό τα οικονομικά στελέχη πρέπει να δώσουν προσοχή στον εντοπισμό ορισμένων κύριων παραγόντων που επηρεάζουν τις πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά, με τους οποίους μπορούν να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο της επιχείρησης (Uddin and Chowdhury,2005).

Η γνώση των παραγόντων που επηρεάζουν τις πληρωμές μερισμάτων είναι σημαντική, δεδομένου ότι *«η τιμή της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων»* (Gordon και Shapiro, 1956). Σύμφωνα με τους Chay και Suh (2005), η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων σε διάφορες χώρες είναι διαφορετική λόγω της επιβολής διάφορων περιορισμών από τις χώρες που έχουν διαφορετικό κοινωνικό, οικονομικό και νομικό περιβάλλον.

Για παράδειγμα, ο Ho (2003) υποστήριξε ότι το μέγεθος της επιχείρησης στην Αυστραλία και η ρευστότητα στην Ιαπωνία έχουν θετικές επιπτώσεις στην πληρωμή μερισμάτων, αλλά ο κίνδυνος και οι πληρωμές μερισμάτων σχετίζονται αρνητικά στην Ιαπωνία. Ως εκ τούτου, οι καθοριστικοί παράγοντες στην πληρωμή μερισμάτων είναι πιο πιθανό να ποικίλλουν από χώρα σε χώρα, όπως και τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων δηλαδή το μέγεθος της επιχείρησης, η οικονομική της δύναμη, το κόστος πτώχευσης, η κερδοφορία, οι ευκαιρίες ανάπτυξης, η μεταβλητότητα των κερδών, η ρευστότητα, η περιουσιακή διάρθρωση, η δομή της ιδιοκτησίας κ.λ.π (Abu,2012).

Υπάρχουν μερικές έρευνες που επιχειρούν να καθορίσουν τους κύριους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις καταβολής μερισμάτων των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, όπως οι έρευνες των Alam και Hossain (2012) και Abu (2012), αλλά εξακολουθεί να υπάρχει διαφωνία ως προς το ποιο παράγοντες επηρεάζουν σημαντικά την επιχείρηση στην καταβολή μερισμάτων σε μετρητά.

Παρόλα αυτά, ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τις πληρωμές μερισμάτων μιας επιχείρησης στις αναπτυγμένες χώρες μπορεί να μην είναι εξίσου σημαντικός για μια επιχείρηση σε μια αναπτυσσόμενη χώρα. Επιπλέον, όλοι οι πιθανοί παράγοντες που επηρεάζουν τις πληρωμές μερισμάτων δεν έχουν ληφθεί υπόψη σε μία μόνο έρευνα την φορά και γι' αυτό ορισμένοι παράγοντες εξακολουθούν να είναι σημαντικοί για περαιτέρω χρήση στην μέτρηση των

επιδράσεών τους στις αποφάσεις καταβολής μερισμάτων.

Σύμφωνα με τους Nirmala et al., (2011), οι εμπειρικές ενδείξεις μπορεί να διαφέρουν από μελέτη σε μελέτη, ανάλογα με την επιλογή των επιχειρήσεων, το μέγεθος του δείγματος, την περίοδο του δείγματος και την οικονομετρική μεθοδολογία.

### **2.2.1 Αποφάσεις πληρωμής μερίσματος**

Μετά την εισαγωγή του επιχειρήματος των Miller και Modigliani (1961), ότι οι πληρωμές μερισμάτων είναι άνευ σημασίας στην τιμή της μετοχής σε επίπεδο εταιρικής χρηματοδότησης, διαπιστώθηκε ένα αντιφατικό αποτέλεσμα σε σχέση με τον ισχυρισμό των Lintner (1956) και Gordon (1959). Στην συνέχεια, πολλές μελέτες διεξήχθησαν με σκοπό να καθορίσουν τους κορυφαίους παράγοντες που επηρεάζουν τις πληρωμές μερισμάτων σχετικά με τις τρεις μεγάλες θεωρίες της μερισματικής πολιτικής, όπως η θεωρία της αντιπροσώπευσης, η θεωρία της ιεραρχίας και η θεωρία σήματος του μερίσματος.

Σύμφωνα με την θεωρία της αντιπροσώπευσης που δίνεται από τους Jensen και Meckling (1976), οι διαχειριστές (αντιπρόσωποι) δεν είναι πάντα ιδιαίτερα πρόθυμοι να δράσουν για την εκπλήρωση των συμφερόντων των μετόχων (εντολείς), επειδή η ιδιοκτησία είναι ανεξάρτητη από την διαχείριση ή οι διαχειριστές λαμβάνουν λιγότερο από το 100% της καθαρής θέσης της επιχείρησης και ως εκ τούτου οι διαχειριστές είναι πιθανότερο να υιοθετήσουν μια καιροσκοπική συμπεριφορά και να επωφεληθούν από την επίτευξη των δικών τους συμφερόντων κάτι που μπορεί να θέσει την επιχείρηση σε κίνδυνο μέσω της δημιουργίας προβλήματος αντιπροσώπευσης. Οι Jensen και Meckling (1976) υποστηρίζουν ότι το κόστος της αντιπροσώπευσης μπορεί να είναι σημαντικά χαμηλότερο, εάν οι διαχειριστές έχουν ένα μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας της επιχείρησης και όχι ένα μικρό ποσοστό. Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι οι διαχειριστές θα είναι απρόθυμοι να επιδιώκουν δραστηριότητες σπατάλης, εάν η επιχείρηση μειώνει τις ελεύθερες ταμειακές ροές παρέχοντας περισσότερα μερίσματα σε μετρητά.

Στην θεωρία της ιεραρχίας, οι Myers και Majluf (1984) υποστήριξαν ότι το κόστος ενός έργου χρηματοδοτείται πρώτα με τα αδιανέμητα κέρδη. Εάν αυτά δεν επαρκούν, τότε οι επιχειρήσεις θα επιδιώκουν τον δανεισμό και στην συνέχεια θα εκδώσουν μετοχές εάν απαιτείται περαιτέρω χρηματοδότηση λόγω της ασύμμετρης

πληροφόρησης μεταξύ των διευθυντών και των εξωτερικών μετόχων. Το υψηλό επίπεδο της ασύμμετρης πληροφόρησης θέτει τους επενδυτές σε μεγαλύτερο κίνδυνο και τους προτείνει να χρησιμοποιήσουν υψηλό προεξοφλητικό επιτόκιο που μειώνει την αξία των ιδίων κεφαλαίων και του δανεισμού ή κάνει την τιμή των εν λόγω τίτλων να έχει μεγαλύτερη απόκλιση από την λογική τιμή της, κάτι που αυξάνει το κόστος της έκδοσης αξιόγραφων.

Οι Fama και French (2000) υποστήριξαν ότι μια επιχείρηση με πιο κερδοφόρα περιουσιακά στοιχεία, χαμηλές ευκαιρίες επενδύσεων και χαμηλή οικονομική μόχλευση προτιμά υψηλές πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά.

Η θεωρία του σήματος υποστηρίζει ότι οι επενδυτές μπορούν να δουν μια αντανάκλαση της επιχείρησης στην ικανότητα μελλοντικών κερδών στα τρέχοντα μερίσματα ή σε οποιαδήποτε αλλαγή στην μερισματική της πολιτική. Κατά την εισήγηση της θεωρίας του σήματος, ο Bhattacharya (1979) εξηγεί ότι τα μερίσματα φέρουν εμπιστευτικές πληροφορίες της επιχείρησης για τις μελλοντικές προοπτικές της στους επενδυτές που καθυστερούν την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ των διευθυντών και των μετόχων. Οι John και Lang (1991) προτείνουν ότι οποιαδήποτε αλλαγή στην μερισματική πολιτική προκαλείται από τις επενδυτικές ευκαιρίες μιας επιχείρησης και γι' αυτό οι επενδυτικές ευκαιρίες δίνουν πιο ακριβείς ενδείξεις σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. Έτσι η μερισματική πολιτική μπορεί να αποτελεί ένα μέτρο της επιχείρησης ως προς τα μελλοντικά της κέρδη και τις ευκαιρίες ανάπτυξης.

### **2.3 Λόγοι πληρωμής μερισμάτων σχέση με εταιρική διακυβέρνηση**

Η απόφαση για την πληρωμή μερισμάτων περνά μέσα από πολλές δύσκολες προκλήσεις πριν οριστικοποιηθεί. Το διοικητικό συμβούλιο και ο διευθύνων σύμβουλος (ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι επίσης ο Πρόεδρος του διοικητικού συμβουλίου στις περισσότερες εταιρείες) αντιμετωπίζουν πολλές δύσκολες προκλήσεις, όπως η πίεση από τους μετόχους/επενδυτές, οι ρήτρες χρέους (π.χ., οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να πληρώσουν μερίσματα, εάν οι πληρωμές του χρέους τους έχουν παραλειφθεί ή αθετηθεί) και οι ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Σύμφωνα με τον Michael (2011), λόγω της οικονομικής κατάρρευσης, οι επενδυτές έχουν αρχίσει να επιθυμούν υψηλά μερίσματα για να καλύψουν τις κοινωνικοοικονομικές τους ανάγκες. Η θεωρία «καλύτερα πέντε και στο χέρι» του

Gordon (1963) υποστηρίζει αυτή την πραγματικότητα.

Οι επιτυχημένες επιχειρήσεις παράγουν κέρδη τα οποία διανέμονται μεταξύ των μετόχων και χρησιμοποιούνται για την μελλοντική ανάπτυξη και ευημερία. Το διοικητικό συμβούλιο και ο διευθύνων σύμβουλος οφείλουν να λαμβάνουν ορθές αποφάσεις σχετικά με το κερδηθέν εισόδημα που συσσωρεύετε στα κέρδη εις νέον.

Το διοικητικό συμβούλιο και ο διευθύνων σύμβουλος έχουν την επιλογή να επενδύσουν το εισόδημα στα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, να αγοράσουν αξιόγραφα, να πληρώσουν χρέη ή/και να το διανεύουν στους μετόχους με την μορφή μερισμάτων σε μετρητά. Ωστόσο, ανακλύπτουν ζητήματα όταν το διοικητικό συμβούλιο και ο διευθύνων σύμβουλος αποφασίζουν να διανεύουν το κερδηθέν εισόδημα μεταξύ των μετόχων υπό μορφή μερίσματος, δηλαδή ως προς το αν η διανομή θα πρέπει να είναι υπό την μορφή μερισμάτων σε μετρητά ή αν θα είναι υπό την μορφή εξαγοράς ορισμένων μετοχών και ως προς το πόσο σταθερή θα πρέπει να είναι η διανομή. Σύμφωνα με τους Brook et al. (1998), δεν υπάρχει λόγος να πιστεύουμε ότι η εταιρική μερισματική πολιτική καθοδηγείται από έναν και μόνο στόχο.

Η θεσμική ιδιοκτησία διαδραματίζει επίσης σημαντικό ρόλο στην απόφαση πληρωμής μερισμάτων. Η διάρθρωση της ιδιοκτησίας και της διοίκησης της επιχείρησης επηρεάζει τις μερισματικές στρατηγικές της. Σε περίπτωση που η θεσμική ιδιοκτησία (δηλαδή, υψηλό ποσοστό συμμετοχής από θεσμούς όπως οι εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ή κληροδοτήματα) είναι υψηλή, αυτοί οι μέτοχοι θα προσπαθήσουν να ελέγξουν το πρόβλημα αντιπροσώπευσης ελέγχοντας την απόφαση πληρωμής μερισμάτων.

Οι Maury και Rajuste (2002, σελ. 16) εξηγούν ότι το βασικό κίνητρο για τα μοντέλα αντιπροσώπευσης σε σχέση με τα μερίσματα είναι ότι εκτός εάν τα κέρδη μιας επιχείρησης καταβάλλονται ως μερίσματα, τα εταιρικά στελέχη μπορούν να εκτρέψουν την ροή των μετρητών για προσωπική χρήση ή για την υλοποίηση ασύμφωρων επενδυτικών σχεδίων. Η πληρωμή μερισμάτων μπορεί να θεωρηθεί ως ένα μέσο για να μειωθεί η ελεύθερη ταμειακή ροή που οι διαχειριστές μπορούν να χρησιμοποιήσουν κατά την κρίση τους (Jensen, 1986). Κατά συνέπεια, οι εξωτερικοί μέτοχοι μπορεί να έχουν την δική τους προτίμηση για τα μερίσματα από τα αδιανεύμετα κέρδη.

Αν και οι έρευνες για την πληρωμή μερισμάτων ξεκίνησαν το 1956 και

διάφοροι συγγραφείς έχουν γράψει για την μερισματική πολιτική, η διαμάχη σχετικά με το γιατί οι επιχειρήσεις θα πρέπει να πληρώνουν μερίσματα δεν έχει επιλυθεί ικανοποιητικά (Renneboog και Trojanowski, 2008). Η απόφαση πληρωμής μερισμάτων στο πλαίσιο αυτής της μελέτης, ορίζεται ως ένα μοτίβο διανομής μετρητών στους μετόχους με την πάροδο του χρόνου.

Οι Gill, Biger και Tibrewala (2010, σελ. 8) περιγράφουν ότι η πληρωμή μερισμάτων είναι σημαντική για τους επενδυτές, διότι: i) τα μερίσματα παρέχουν βεβαιότητα σχετικά με την οικονομική ευημερία της εταιρείας, ii) τα μερίσματα είναι ελκυστικά για τους επενδυτές που επιθυμούν να εξασφαλίσουν το τρέχον εισόδημά τους και iii) τα μερίσματα βοηθούν στην διατήρηση της αγοραίας τιμής των μετοχών. Οι εταιρείες που έχουν μια μακρόχρονη ιστορία σταθερής πληρωμής μερισμάτων θα επηρεαστούν αρνητικά από την μείωση ή την παράλειψη διανομής μερισμάτων. Οι εταιρείες αυτές θα επηρεαστούν θετικά από την αύξηση των πληρωμών μερισμάτων ή εάν προβούν σε επιπρόσθετες πληρωμές ίδιων ποσών, διότι αυτό στέλνει ένα θετικό μήνυμα στην χρηματαγορά. Επιπλέον, οι εταιρείες χωρίς ιστορικό πληρωμής μερισμάτων αντιμετωπίζονται γενικά ευνοϊκά όταν δηλώνουν νέα μερίσματα. Έτσι, το διοικητικό συμβούλιο και ο διευθύνων σύμβουλος πρέπει να λάβουν δύσκολες αποφάσεις για το αν θα διανέμουν μερίσματα ή όχι. Εάν επιλέξουν να πληρώσουν μερίσματα, τότε το ερώτημα αφορά στο πόσα θα πληρώσουν ανά μετοχή.

Προηγούμενοι συγγραφείς προσδιόρισαν μια σειρά από παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση για την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων της κερδοφορίας, του κινδύνου, των ταμειακών ροών, του κόστους αντιπροσώπευσης, της ανάπτυξης, της εταιρικής διακυβέρνησης και της θεσμικής ιδιοκτησίας (Higgins, 1981; Rozeff, 1982; Lloyd et al., 1985; Pruitt and Gitman, 1991; Jensen et al., 1992; Alli et al., 1993; Collins et al., 1996; D'Souza, 1999; Maury and Pajuste, 2002; Amidu and Abor, 2006; Renneboog and Trojanowski, 2008; Gill, Biger, and Tibrewala, 2010). Οι Linter (1956) και Baker et al. (1985) εξηγούν ότι το μοτίβο πληρωμής μερισμάτων μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τα κέρδη του τρέχοντος έτους και τα μερίσματα του προηγούμενου έτους.

Οι εμπειρικές μελέτες για την σχέση μεταξύ της εταιρικής διακυβέρνησης, της θεσμικής ιδιοκτησίας, καθώς και την απόφαση μερίσματος έχουν ως εξής:

Οι Baker et al. (1985) συνέλλεξαν δεδομένα από τις ΗΠΑ και διαπίστωσαν ότι το προβλεπόμενο ύψος των μελλοντικών κερδών είναι ο καθοριστικός παράγοντας

στην καταβολή μερισμάτων.

Οι Pruitt και Gitman (1991) ερεύνησαν 114 οικονομικούς διευθυντές αμερικανικών επιχειρήσεων και διαπίστωσαν ότι τα τρέχοντα και τα παρελθόντα κέρδη αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις πληρωμές μερισμάτων.

Οι Collins et al. (1996) χρησιμοποίησαν την έρευνα της αμερικανικής εταιρείας Value Line και βρήκαν μία αρνητική σχέση μεταξύ α) του ιστορικού αύξησης των πωλήσεων και της πληρωμής μερισμάτων και β) του κινδύνου της επιχείρησης και της πληρωμής μερισμάτων.

Οι Baker και Powell (2000) συνέλλεξαν δεδομένα από εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και διαπίστωσαν ότι οι καθοριστικοί παράγοντες στην μερισματική πολιτική συνδέονται με τον κλάδο δραστηριότητας.

Οι Maury και Rajuste (2002, σελ. 15) συνέλλεξαν δεδομένα από το Χρηματιστήριο του Ελσίνκι της Φινλανδίας και διαπίστωσαν ότι ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας και της διοίκησης μέσω μετοχών υψηλής ψήφου και δομών διοίκησης τύπου πυραμίδας, δεν έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην μερισματική πολιτική. Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι: i) η δομή της διοίκησης της επιχείρησης επηρεάζει την πολιτική μερίσματος και ii) οι κύριοι μέτοχοι που έχουν την διοίκηση της εταιρείας μπορεί να συνωμοτούν για να αποκτήσουν ιδιωτικά οφέλη από την διοίκηση που δεν εκπροσωπούν και τους μετόχους μειοψηφίας. Έτσι, η υψηλή θεσμική ιδιοκτησία (δηλαδή, υψηλό ποσοστό συμμετοχής από ιδρύματα όπως εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, συνταξιοδοτικά ταμεία και/ή κληροδοτήματα) έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόφαση πληρωμής μερισμάτων.

Οι Amidu και Abor (2006) άντλησαν δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών της Γκάνα κατά την διάρκεια μιας περιόδου έξι ετών και βρήκαν μία θετική σχέση μεταξύ της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και των ποσοστών πληρωμής μερισμάτων, καθώς και μια αρνητική σχέση μεταξύ του ιστορικού αύξησης των πωλήσεων και την πληρωμή μερίσματος.

Οι Anil και Karoor (2008) συνέλλεξαν δεδομένα από τον τομέα της τεχνολογίας της πληροφορίας στην Ινδία και διαπίστωσαν ότι η κερδοφορία θεωρείται ως πρωταρχική ένδειξη του αριθμοδείκτη πληρωμής μερισμάτων.

Οι Renneboog και Trojanowski (2008) ερεύνησαν ένα δείγμα 985 βρετανικών

επιχειρήσεων και διαπίστωσαν ότι η κερδοφορία είναι ένας κρίσιμος καθοριστικός παράγοντας στις αποφάσεις διανομής μερίσματος, αλλά η παρουσία ισχυρών μεγαλομετόχων ή συνασπισμών μεγαλομετόχων αποδυναμώνει την σχέση μεταξύ των εταιρικών κερδών και της δυναμικής των πληρωμών. Οι μεγαλομέτοχοι φαίνεται να συνειδητοποιούν ότι μια υπερβολικά γενναιόδωρη πληρωμή μπορεί να περιορίσει την ρευστότητα της εταιρείας και συνεπώς να οδηγήσει σε μη βέλτιστη επενδυτική πολιτική. Αυτό προσδίδει κάποια υποστήριξη στην «εραρχία» του Myers (1984).

Ο Ali-Shah (2009) συνέλλεξε δεδομένα από πακιστανικές επιχειρήσεις και διαπίστωσε θετικές σχέσεις μεταξύ: i) της θεσμικής ιδιοκτησίας και της πληρωμής μερισμάτων και ii) της δυαδικότητας του Διευθύνοντα Συμβούλου και της πληρωμής μερισμάτων.

Οι Gill, Biger και Tibrewala (2010) ερεύνησαν ένα δείγμα 266 αμερικανικών επιχειρήσεων και διαπίστωσαν ότι η πληρωμή μερισμάτων είναι συνάρτηση του περιθωρίου κέρδους, της αύξησης των πωλήσεων και του αριθμοδείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια.

Οι John και Muthusamy (2010) συνέλλεξαν δεδομένα από ινδικές επιχειρήσεις της βιομηχανίας χαρτιού και βρήκαν μια αρνητική σχέση μεταξύ: i) της σταθερής ανάπτυξης και της πληρωμής μερισμάτων και ii) της μόχλευσης και της πληρωμής μερισμάτων.

Οι Wen και Jia (2010) ερεύνησαν ένα δείγμα 137 αμερικανικών εταιρειών την περίοδο 1993-2008 και βρήκαν μια αρνητική σχέση μεταξύ της θεσμικής ιδιοκτησίας και της πληρωμής μερισμάτων.

Ο Bokrin (2011) συνέλλεξε δεδομένα από την Γκάνα και βρήκε μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της πληρωμής μερισμάτων και μια αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της πληρωμής μερισμάτων.

Οι Subramaniam και Susela (2011) ερεύνησαν ένα δείγμα επιχειρήσεων της Μαλαισίας την περίοδο 2004-2006 και διαπίστωσαν ότι η πληρωμή μερισμάτων είναι ασθενέστερη για τις επιχειρήσεις με μεγαλύτερο μέγεθος διοικητικού συμβουλίου.

Οι Asif, Rasool και Kamal (2011) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 403 εταιρειών που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών του Καράτσι την περίοδο 2002-2008 και βρήκαν μια αρνητική σχέση μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης και της πληρωμής μερισμάτων.



Οι Chen, Lin και Yong-Cheol (2011) χρησιμοποίησαν 1056 εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο Shanghai και Shenzhen την περίοδο 2001-2007 και βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου και της τάσης των εταιρειών να πληρώνουν μερίσματα σε μετρητά και μια αρνητική σχέση μεταξύ της δυαδικότητας του Διευθύνοντα Συμβούλου και της τάσης πληρωμής των μερισμάτων σε μετρητά.

Συνοπτικά, η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας δείχνει ότι η απόφαση πληρωμής μερισμάτων επηρεάζεται από την εταιρική διακυβέρνηση, την δυαδικότητα του Διευθύνοντα Συμβούλου, την θεσμική ιδιοκτησία, το μέγεθος της επιχείρησης, την εταιρική ανάπτυξη, της εταιρική απόδοση, την χρηματοοικονομική μόχλευση και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις.

## **2.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις πληρωμής μερίσματος**

### **2.4.1 Μοτίβο πληρωμής παρελθόντων μερισμάτων**

Μια εταιρεία έχει την τάση να διατηρεί μερίσματα ανά μετοχή, τουλάχιστον στο επίπεδο του προηγούμενου έτους, εκτός εάν είχε χαμηλή μερισματική κάλυψη ή η επιχείρηση έχει προειδοποιήσει ότι είναι δυνατόν να γίνει περικοπή στην πληρωμή του μερίσματος. Εάν η πληρωμή μερίσματος έχει διατηρηθεί σε σταθερό επίπεδο στο παρελθόν, το ίδιο θα γίνει και στο μέλλον. Οποιοσδήποτε σημαντικές αλλαγές στο μοτίβο πληρωμής του μερίσματος θα συνεχιστούν για όσο διάστημα η κάλυψη του μερίσματος δεν μαρτυρά σημαντική πτώση.

Οι εταιρείες έχουν την τάση να μην αυξάνουν την πληρωμή μερίσματος εκτός εάν είναι βέβαιοι ότι μπορούν να στηρίξουν μια τέτοια αύξηση. Η αύξηση μερίσματος χρησιμοποιείται από την διοίκηση των εταιρειών για να στείλει μήνυμα στην αγορά ότι η διοίκηση είναι σίγουρη για τα κέρδη της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, η περικοπή των μερισμάτων θεωρείται από τους επενδυτές ως υποβάθμιση των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Ωστόσο, σε ειδικές περιπτώσεις, η περικοπή των μερισμάτων αντανάκλα την ανάγκη της εταιρείας να κρατήσει τα μετρητά για μελλοντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες. Ο Lintner (1956) έδειξε ότι οι εταιρείες αποφεύγουν την αλλαγή στα ποσοστά μερισμάτων, προτιμούν να τα διατηρούν και προσπαθούν να έχουν ένα αρχείο πληρωμής μερισμάτων χωρίς διακοπές. Οι Baker et al. (1985), Baker και Powell (1999) και Baker et al. (2001) έδειξαν ότι οι διευθυντές δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στις αλλαγές στις πληρωμές μερισμάτων από ό,τι στο

επίπεδο και τείνουν να εξομαλύνουν το μοτίβο της αύξησης των μερισμάτων. Ρωτήθηκαν στελέχη του NASDAQ από τους Baker et al. (2002), τα οποία τόνισαν την σημασία της διατήρησης της συνέχειας του μερίσματος.

#### **2.4.2 Κερδοφορία**

Τα κέρδη θεωρούνται ότι αποτελούν τον κύριο δείκτη της ικανότητας μιας επιχείρησης να καταβάλει μερίσματα. Δεδομένου ότι τα μερίσματα καταβάλλονται συνήθως από τα ετήσια κέρδη, είναι λογικό ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι σε θέση να πληρώσουν περισσότερα μερίσματα.

Ο όρος κερδοφορία μετρά την δύναμη δημιουργίας κερδών μιας επιχείρησης και μπορεί να είναι ένας σημαντικός παράγοντας στον επηρεασμό του μεγέθους των πληρωμών μερισμάτων σε μετρητά σε επιχειρήσεις. Μια επιχείρηση που έχει μια πολιτική πληρωμής περισσότερων μερισμάτων στους μετόχους της, μακροπρόθεσμα πρέπει να καταλαμβάνει σημαντικά κέρδη, δεδομένου ότι πρόκειται για μια διανομή ενός τμήματος των καθαρών κερδών της επιχείρησης (κέρδη). Οι Anil και Karoor (2008) δείχνουν ότι η κερδοφορία διαδραματίζει βασικό λειτουργικό ρόλο στον καθορισμό του μεγέθους των πληρωμών μερισμάτων μιας επιχείρησης. Σύμφωνα με την θεωρία της ιεραρχίας, την θεωρία σήματος και την θεωρία της αντιπροσώπευσης, οι επιχειρήσεις που έχουν περισσότερα κέρδη και λιγότερες επενδυτικές ευκαιρίες πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα. Τα ευρήματα από πολλές μελέτες αποκάλυψαν μια θετική και σημαντική επίδραση της κερδοφορίας στις πληρωμές μερισμάτων (Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992; Fama and French, 2000; Al-Malkawi, 2007). Σύμφωνα με τους Anil και Karoor (2008), η αναλογία των κερδών προ τόκων και φόρων προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων, χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο στην κερδοφορία.

##### **2.4.2.1 Σταθερότητα των κερδών**

Όπως το μοτίβο των παρελθόντων μερισμάτων, τα κέρδη μπορούν να θεωρηθούν ως ο κύριος παράγοντας που χαρακτηρίζει τις εταιρικές αποφάσεις για την καταβολή μερισμάτων. Ο συντελεστής του κέρδους εξετάστηκε αρχικά σε μία έρευνα που διεξήχθη από τον Linter (1956), ο οποίος ζήτησε από 28 διευθυντές εταιρειών στις ΗΠΑ τον τρόπο διαμόρφωσης της μερισματικής πολιτικής τους. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η εταιρική απόφαση για τα μερίσματα επηρεάζεται

από τα κέρδη του τρέχοντος έτους και τα μερίσματα του προηγούμενου έτους. Ο Higgins (1972) διαπίστωσε ότι τα μερίσματα ποικίλλουν ανάλογα με τα κέρδη. Ομοίως, οι Farrelly, Baker και Edelman (1986) στην έρευνά τους σε οικονομικούς διευθυντές σε επιχειρήσεις του NYSE, για τον εντοπισμό των κυριότερων καθοριστικών παραγόντων του εταιρικού μερίσματος, διαπίστωσαν ότι το επίπεδο των μελλοντικών κερδών και τα μοτίβα των προηγούμενων μερισμάτων βρίσκονται μεταξύ των κύριων παραγόντων που επηρεάζουν την εταιρική πληρωμή μερισμάτων. Παρόμοια έρευνα διεξήχθη από τους Pruitt και Gitman (1991), οι οποίοι διερεύνησαν τις απόψεις 1.000 οικονομικών διευθυντών μεγάλων επιχειρήσεων των ΗΠΑ, σχετικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τις εταιρικές αποφάσεις πληρωμής μερισμάτων. Βρήκαν ότι τα κέρδη του τρέχοντος έτους και των προηγούμενων ετών, αποτελούν σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα μερίσματα. Ομοίως, οι Baker και Powell (2000) βρήκαν στην έρευνά τους σε διευθυντές εταιρειών που είναι εισηγμένες στο NYSE ότι τα μελλοντικά κέρδη είναι ο κύριος καθοριστικός παράγοντας των εταιρικών κερδών.

Οι Baker et al (2007) στην έρευνά τους σε 290 διευθυντές канаδικών επιχειρήσεων, έδειξαν ότι το επίπεδο των σημερινών και των αναμενόμενων μελλοντικών κερδών και η σταθερότητα των κερδών είναι μεταξύ των πιο σημαντικών παραγόντων που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική. Ωστόσο, σε μια πρόσφατη μελέτη που εκπονήθηκε από τους Anil και Karoor (2008) διαπιστώθηκε ότι η σχέση μεταξύ της πληρωμής μερισμάτων και των κερδών των εταιρειών είναι ασήμαντη για τις ινδικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα της τεχνολογίας των πληροφοριών.

Ένας σημαντικός αριθμός αμερικανικών ερευνών (π.χ. Baker, Farrelly και Edelman, 1985; Baker και Powell, 1999; Baker, Veit και Powell, 2001) αναφέρουν με συνέπεια ότι οι διευθυντές δίδουν περισσότερη σημασία στην αλλαγή του μερίσματος από ό,τι στα επίπεδα του μερίσματος και τείνουν να εξομαλύνουν το μοτίβο της αύξησης του μερίσματος. Αυτές οι έρευνες αναφέρουν επίσης ότι οι διευθυντές γενικά προσπαθούν να αυξήσουν τα μερίσματα μόνο όταν θεωρούν ότι θα υπάρχουν αυξήσεις στα κέρδη. Επιπλέον, οι διευθυντές πιστεύουν ότι η μείωση στην πληρωμή θα προκαλέσει αρνητική αντίδραση στις τιμές. Αυτά τα αποτελέσματα επιβεβαιώθηκαν σε μεγάλο βαθμό για το Ηνωμένο Βασίλειο από την έρευνα που διενεργήθηκε από τον Dhanani (2005).

### 2.4.3 Μέγεθος της επιχείρησης

Οι μεταβλητές όπως το μέγεθος έχουν την δυνατότητα να επηρεάσουν την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης. Οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις κατέχουν μια πλεονεκτική θέση στις αγορές κεφαλαίου για την αύξηση των εξωτερικών πόρων και ως εκ τούτου είναι λιγότερο εξαρτημένες από εσωτερικά κεφάλαια. Επιπλέον, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν χαμηλότερες πιθανότητες χρεοκοπίας και ως εκ τούτου θα πρέπει να είναι πιο πιθανό να πληρώσουν μερίσματα. Αυτό συνεπάγεται μια αντίστροφη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της επιχείρησης και την εξάρτησή της από την εσωτερική χρηματοδότηση. Ως εκ τούτου, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις αναμένεται να πληρώνουν περισσότερα μερίσματα.

Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν περισσότερες πιθανότητες να έχουν χαμηλή δυνατότητα ανάπτυξης από ότι οι μικρές επιχειρήσεις, δεδομένου ότι αναμένεται ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν ήδη ανακαλύψει και χρησιμοποιήσει όλη την δυναμικότητά τους που έχει ως αποτέλεσμα τα οφέλη της διαφοροποίησης να προκύπτουν μέσω πιο σταθερών ή λιγότερο ευμετάβλητων ταμειακών ροών, λιγότερο συχνές αποτυχίες και οικονομίες κλίμακας σε ορισμένες πτυχές και σημαντικά κέρδη. Η πληρωμή χαμηλού μερίσματος θα μπορούσε να θέσει σε κίνδυνο το μέλλον των επενδύσεων μιας μεγάλης επιχείρησης που έχει σημαντική κέρδη, καθώς δημιουργεί ένα καιροσκοπικό πεδίο στην διοίκηση, όπου μπορεί να ζητηθούν περισσότερες έκτακτες αμοιβές κάνοντας κακές επενδύσεις.

Επιπλέον, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης είναι μεγαλύτερα στις επιχειρήσεις με μεγαλύτερο μέγεθος από ό,τι στις μικρότερες επιχειρήσεις λόγω της διασποράς της ιδιοκτησίας ή την ανικανότητα των μετόχων να παρακολουθήσουν το σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, κάτι που υποστηρίζεται με επιχειρήματα από τους Jensen και Meckling (1976). Για την άμβλυνση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης η καταβολή υψηλότερων μερισμάτων θα μπορούσε να είναι μία από τις πιθανές λύσεις, δεδομένου ότι μπορεί να μειώσει τα αδιανέμητα κέρδη και να αναγκάσει την διοίκηση της επιχείρησης να εξαρτάται περισσότερο από την εξωτερική χρηματοδότηση.

Οι Fama και Jensen (1983) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις απολαμβάνουν λιγότερο ασύμμετρη πληροφόρηση δεδομένου ότι αυτές οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να παρέχουν περισσότερες πληροφορίες στους ξένους επενδυτές από τις μικρότερες επιχειρήσεις. Οι Chang και Rhee (1990) υποστηρίζουν ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις μπορούν να το υποστηρίξουν οικονομικά και να έχουν

εύκολη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές.

Τελικά, οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν να εκδίδουν ομόλογα και μετοχές με χαμηλότερο κόστος από ό,τι οι μικρότερες επιχειρήσεις και έτσι με μεγαλύτερη αυτοπεποίθηση να βασίζονται σε εξωτερική χρηματοδότηση και όχι σε εσωτερική χρηματοδότηση, όπως τα αδιανέμητα κέρδη και να έχουν περισσότερα κίνητρα να πληρώσουν μεγάλα μερίσματα. Έτσι οι παραπάνω συζητήσεις ακολουθούν μια θετική συσχέτιση μεταξύ του μεγέθους της επιχείρησης και της πληρωμής μερισμάτων, η οποία υποστηρίζεται από τα ευρήματα άλλων εμπειρικών ερευνών (Jensen et al., 1992; Mo'd et al., 1995; Barclay et al., 1999; Al-Malkawi, 2007; Al-Kuwari, 2009).

#### **2.4.4 Ρευστότητα**

Ένας άλλος παράγοντας που αναφέρεται στην βιβλιογραφία ως καθοριστικός παράγοντας στην πληρωμή μερισμάτων είναι η εταιρική ρευστότητα ή θέση των ταμειακών ροών. Μια εταιρεία που έχει έλλειψη μετρητών και αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας είναι απίθανο να πληρώνει υψηλά μερίσματα. Από την άποψη αυτή, οι Alli et al (1993) αποκάλυψαν ότι οι εταιρικές πληρωμές εξαρτώνται από την διαθεσιμότητα των ταμειακών ροών και όχι τα κέρδη. Σύμφωνα με αυτούς, τα τρέχοντα κέρδη δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως ένδειξη για την εταιρική δυνατότητα να πληρώσει μερίσματα. Σε μια μελέτη που διεξήχθη στην Ιαπωνία, οι Kato et al. (2002) έδειξαν ότι οι αλλαγές στα μερίσματα κοινοποιούν πληροφορίες σχετικά με τις ταμειακές ροές της επιχείρησης.

Ο όρος ρευστότητα μετρά το εάν η επιχείρηση έχει αρκετό κυκλοφορούν ενεργητικό για να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Μια επιχείρηση με κακή θέση σε επίπεδο ρευστότητας και υψηλότερο επίπεδο χρεών είναι κατανοητό ότι δεν θα είναι πρόθυμη να πληρώσει περισσότερα μερίσματα ώστε να αποφύγει την αφερεγγυότητα, δεδομένου ότι η συνέχιση της τεχνικής αφερεγγυότητας θέτει την επιχείρηση σε κίνδυνο χρεοκοπίας. Στο πλαίσιο της θεωρίας του σήματος, οι επιχειρήσεις με υψηλότερες ταμειακές ροές πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα στους μετόχους από αυτές με ανεπαρκείς ταμειακές ροές. Έτσι, η ρευστότητα θα πρέπει να έχει θετικές επιπτώσεις στις πληρωμές μερισμάτων μιας επιχείρησης, κάτι που υποστηρίζεται επίσης από άλλες μελέτες (Ho, 2003; Anil and Kapoor, 2008; Mehta, 2012).

#### **2.4.5 Επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις**

Η πληρωμή μερισμάτων έχει σχέση με τις επενδυτικές αποφάσεις και τις αποφάσεις χρηματοδότησης. Οι εταιρείες που έχουν την τάση να επεκτείνονται έχουν περισσότερες πιθανότητες να πληρώνουν χαμηλά μερίσματα. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Green et al. (1993) ερεύνησαν την σχέση μεταξύ των μερισμάτων και των αποφάσεων επενδύσεων και χρηματοδότησης. Η μελέτη τους έδειξε ότι τα επίπεδα μερισματικών πληρωμών δεν αποφασίζονται εντελώς σύμφωνα με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις μιας επιχείρησης. Η απόφαση για την πληρωμή μερίσματος λαμβάνεται μαζί με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις. Τα αποτελέσματα όμως δεν υποστηρίζουν τις απόψεις των Miller και Modigliani (1961).

Ο Partington (1983) αποκάλυψε ότι εταιρείες χρησιμοποιούν αναλογίες στοχοθετούμενης πληρωμής, τα κίνητρα των επιχειρήσεων για πληρωμή μερισμάτων και την έκταση στην οποία τα μερίσματα καθορίζονται ανεξάρτητα από την επενδυτική πολιτική. Ο Higgins (1981) επισήμανε μια άμεση σύνδεση μεταξύ των αναγκών ανάπτυξης και χρηματοδότησης: οι ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις έχουν ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης, επειδή το κεφάλαιο κίνησης θα πρέπει κανονικά να υπερβαίνει τις πρόσθετες ταμειακές ροές από τις νέες πωλήσεις.

Ο Higgins (1972) έδειξε ότι τα ποσοστά πληρωμής σχετίζονται αρνητικά με την ανάγκη των εταιρειών να χρηματοδοτήσουν ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι Rozeff (1982), Lloyd et al. (1985) και Collins et al (1996), ανέφεραν σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των ιστορικών αυξήσεων στις πωλήσεις και την πληρωμή μερίσματος. Ο D'Souza (1999), ωστόσο εμφανίζει μια θετική αλλά ασήμαντη σχέση στην περίπτωση της ανάπτυξης και αρνητική αλλά ασήμαντη σχέση στην περίπτωση της αναλογίας της αγοραίας αξίας προς την λογιστική αξία. Οι Baker et al. (2008) έδειξαν ότι τα διευθυντικά στελέχη канаδικών εταιρειών που διερευνήθηκαν στην μελέτη τους, υποστήριξαν την πρόταση ότι οι αποφάσεις για τις επενδύσεις, την χρηματοδότηση και τα μερίσματα είναι αλληλένδετες.

#### **2.4.6 Ανάπτυξη**

Οι επιχειρήσεις που βιώνουν σημαντική επιτυχία και ταχεία ανάπτυξη απαιτούν μεγάλες προσθήκες κεφαλαίου. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται αναμένεται να επιδιώξουν πολιτικές πληρωμής χαμηλότερων μερισμάτων. Ομοίως, η θεωρία της ιεράρχησης της χρηματοδότησης προβλέπει ότι οι επιχειρήσεις με υψηλό

ποσοστό της αγοραίας αξίας τους, η οποία αντιπροσωπεύει τις ευκαιρίες ανάπτυξης, θα πρέπει να διακρατούν περισσότερα κέρδη, έτσι ώστε να μπορούν να ελαχιστοποιήσουν την ανάγκη άντλησης νέων ιδίων κεφαλαίων. Η θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών προβλέπει επίσης ότι οι επιχειρήσεις με μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης θα έχουν λιγότερες ελεύθερες ταμειακές ροές και θα πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα.

Οι επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης θα χρειαστούν πρόσθετα κεφάλαια για την χρηματοδότηση των νέων έργων για σκοπούς επέκτασης. Αλλά υπάρχει μια κοινή ανάγκη να επιλυθεί ένα πρόβλημα που προκύπτει από την χρηματοδότηση των νέων έργων ως προς το ποια πηγή είναι προτιμότερη για τις επιχειρήσεις ώστε να πληρωθεί το κόστος των νέων έργων, μια εσωτερική ή μια εξωτερική πηγή κεφαλαίων;

Σύμφωνα με την θεωρία της ιεραρχίας, μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση επιδιώκει να αυξήσει τα αδιανέμητα κέρδη της (εσωτερική πηγή χρηματοδότησης) καταβάλλοντας χαμηλότερα μερίσματα ή μη πληρώνοντας μερίσματα, καθώς αναμένεται ότι υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση και επενδυτικός κίνδυνος που προκαλούν αύξηση του κόστους της εξωτερικής χρηματοδότησης (Myers και Majluf, 1984). Η ίδια λύση αναφέρθηκε και στην θεωρία του κόστους της αντιπροσώπευσης (Jensen και Meckling, 1976) που προτείνει ότι μια επιχείρηση με χαμηλή δυνατότητα ανάπτυξης επιλέγει να πληρώσει υψηλά μερίσματα, δεδομένου ότι μειώνει την ελεύθερη ροή μετρητών για τους διαχειριστές και τους αποτρέπει από το να προβούν σε δραστηριότητες σπατάλης, όπως υποστηρίζεται από εμπειρικές μελέτες (Rozeff, 1982; Chang και Rhee, 1990; Jensen et al., 1992; Ho, 2003; Al-Malkawi, 2007).

Ως εκ τούτου, η άποψη αυτή δείχνει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ των ευκαιριών ανάπτυξης και της πληρωμής μερισμάτων. Αντιθέτως, οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται θα αναζητήσουν περισσότερα κεφάλαια και αντικειμενικά θα εξαρτώνται από την εξωτερική χρηματοδότηση και συνεπώς, είναι πιο πιθανό να στείλουν ένα καλό μήνυμα στους επενδυτές μέσω πληρωμής υψηλότερων μερισμάτων. Αυτές οι απόψεις υποδηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλές ευκαιρίες ανάπτυξης έχουν ένα κίνητρο να πληρώσουν υψηλότερα μερίσματα, κάτι που υποστηρίζεται από την θεωρία του σήματος και αποδεικνύεται και από τα αποτελέσματα εμπειρικών ερευνών (Myers and Bacon, 2004; Naceur et al., 2006; Afza και Mirza, 2011; Alam και Hossain, 2012).

#### **2.4.7 Μεταβλητότητα κερδών**

Η μεταβλητότητα των κερδών που χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο του επιχειρηματικού κινδύνου είναι ένας από τους σημαντικότερους περιορισμούς μιας επιχείρησης για την επίτευξη αειφόρου ανάπτυξης, δεδομένου ότι εμποδίζει τις επιχειρήσεις στην συσσώρευση του απαιτούμενου ποσού κονδυλίων για την υλοποίηση των μακροπρόθεσμων επενδυτικών αποφάσεων. Επιπλέον, οι επενδύσεις σε αυτές τις επιχειρήσεις θεωρούνται πιο ρισκοκίνδυνες καθώς παρακινεί τους πιθανούς επενδυτές να μειώσουν την τιμή των ιδίων κεφαλαίων και των οφειλών με την χρήση υψηλότερου προεξοφλητικού επιτοκίου, το οποίο τελικά αυξάνει το κόστος της εξωτερικής χρηματοδότησης και κρατά την επιχείρηση μακριά από την έκδοση οποιουδήποτε πρόσθετου χρέους και ιδίων κεφαλαίων (Ellili και Faruk, 2011).

Ως εκ τούτου, μια επιχείρηση με υψηλότερη μεταβλητότητα κερδών τείνει να κρατά υψηλά κέρδη εις νέον για την κάλυψη του κόστους των δυσμενών συνθηκών ή του κόστους των νέων έργων. Ως εκ τούτου, υπάρχει μια αντίστροφη επίδραση της μεταβλητότητας των κερδών επί των μερισμάτων. Υπάρχουν εμπειρικές μελέτες που επιβεβαιώνουν την παραπάνω θεωρητική πρόβλεψη (Chang και Rhee, 1990; Moh'd et al., 1995; Ho, 2003).

#### **2.4.8 Συμμετοχή των διοικητικών στελεχών στην ιδιοκτησία μετοχών**

Σύμφωνα με τους Jensen και Meckling (1976) και Rozeff (1982), η παράδοση ενός σημαντικού μέρους της ιδιοκτησίας στα διοικητικά στελέχη δρα ως ένας παράγοντας που τους παρακινεί να διοικήσουν την επιχείρηση σύμφωνα με τα συμφέροντα των ιδιοκτητών κάτι που θεωρείται ότι επιφέρει λιγότερα προβλήματα αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, ο Jensen (1986) υποστήριξε ότι η πληρωμή μεγαλύτερων μερισμάτων στους κοινούς μετόχους μπορεί να μειώσει την πρόθεση των διοικητικών στελεχών να σπαταλήσουν πάρα πολλά χρήματα σε απερίσκεπτες ενέργειες, καθώς λειτουργεί ως μέτρο αποκατάστασης των προβλημάτων των ελεύθερων ταμειακών ροών και τελικά οδηγεί σε μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης.

Ως εκ τούτου, οι πληρωμές μερισμάτων μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως υποκατάστατο της ιδιοκτησίας των διοικητικών στελεχών για την μείωση της ικανότητας των διαχειριστών να προβαίνουν σε δραστηριότητες σπατάλης.

Οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερα ποσοστά ιδιοκτησίας από τα διοικητικά



στελέχη θα πρέπει να πληρώνουν χαμηλά μερίσματα και να αυξάνουν τα κέρδη εις νέον κάτι που επιφέρει μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων και της ιδιοκτησίας των διοικητικών στελεχών. Αυτή η αρνητική επίπτωση της ιδιοκτησίας επί των μερισμάτων έχει ελεγχθεί από τις διαπιστώσεις και άλλων εμπειρικών μελετών (Holder et al., 1998; Myers και Bacon, 2004; Kania και Bacon, 2005; Al-Malkawi, 2007).

#### **2.4.9 Η επίδραση της πελατείας**

Λαμβάνοντας υπόψη την ποικιλομορφία των επενδυτών, φαίνεται ότι έχουν την τάση να επενδύουν σε εταιρείες των οποίων τα μερίσματα ταιριάζουν με τις προτιμήσεις τους με την πάροδο του χρόνου. Οι επενδυτές που πληρώνουν υψηλό φόρο και δεν έχουν ανάγκη από μετρητά, αναμένεται να επενδύουν σε εταιρείες που πληρώνουν χαμηλά ή καθόλου μερίσματα. Αντίθετα, οι επενδυτές οι οποίοι πληρώνουν χαμηλή φορολογία και χρειάζονται τα μετρητά, θα επενδύουν σε εταιρείες που πληρώνουν υψηλά μερίσματα.

Ο συσχετισμός των διαφορετικών τύπων των επενδυτών με τις μερισματικές πολιτικές αναφέρεται ως η επίδραση της πελατείας. Αυτό το φαινόμενο έχει διερευνηθεί εμπειρικά από τον Pettit (1977) ο οποίος εξέτασε τα χαρτοφυλάκια 914 επενδυτών για να διαπιστώσει εάν τα χαρτοφυλάκιά τους είχαν επηρεαστεί από τα φορολογικά κλιμάκιά τους. Βρήκε ότι οι πιο μεγάλοι σε ηλικία και φτωχότεροι επενδυτές ήταν πιο πιθανό να επενδύσουν σε εταιρείες που πληρώνουν υψηλά μερίσματα από ό,τι οι νεαρότεροι και πλουσιότεροι επενδυτές.

Η μελέτη διαπίστωσε επίσης ότι οι ασφαλέστερες εταιρίες, με μεγαλύτερους σε ηλικία και πιο φτωχούς επενδυτές, έτειναν να πληρώνουν περισσότερα σε μερίσματα από ό,τι οι εταιρείες με πλουσιότερους και νεότερους επενδυτές. Ομοίως, ο Zeng (2003) τόνισε την σχέση μεταξύ της επίδρασης της πελατείας, της ρευστότητας και της μερισματικής πολιτικής.

Η επίδραση της πελατείας προσφέρει ένα διαφορετικό επιχειρήμα για την μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής. Δεδομένου ότι οι επενδυτές είναι πιθανό να επενδύουν σε εταιρείες που πληρώνουν μερίσματα που αντιστοιχούν στις ανάγκες τους, η μερισματική πολιτική θα έχει επιπτώσεις στην εταιρική αξία. Έτσι, η αξία της εταιρείας που δεν πληρώνει ή που πληρώνει ελάχιστα μερίσματα δεν θα επηρεαστεί καθώς οι επενδυτές δεν ψάχνουν για μερίσματα.

Επίσης, η πληρωμή υψηλών μερισμάτων δεν θα επηρεάσει την αξία μιας επιχείρησης δεδομένου ότι οι επενδυτές της αναζητούν υψηλά μερίσματα.

Έτσι, σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα, υπάρχουν αρκετοί επενδυτές σε κάθε πελατεία μερισμάτων ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι εταιρείες είναι αρκετά αξιόλογες, ανεξάρτητα από την μερισματική πολιτική τους. Σε αυτό το πλαίσιο, οι Baker et al (2007) ανέφεραν μικρή υποστήριξη στην επίδραση της πελατείας σε ένα δείγμα διευθυντών καναδικών επιχειρήσεων.

#### **2.4.10 Κατηγορία οικονομικού τομέα**

Ένας άλλος παράγοντας που χρησιμοποιείται στην βιβλιογραφία για να εξηγήσει τις διακυμάνσεις στην μερισματική πολιτική είναι ο οικονομικός τομέας. Σύμφωνα με τους Baker et al. (2008), το μέρισμα θεωρείται ότι είναι πιο σημαντικό για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις, δεδομένου ότι η διατήρηση της οικονομικής υγείας είναι κεντρικής σημασίας στην καθημερινή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων από ό,τι στις μη χρηματοπιστωτικές.

Οι χρηματοπιστωτικές εταιρείες αντιπροσωπεύουν επίσης ένα σημαντικό ποσοστό των χρηματιστηριακών αγορών. Ο Linter (1956) έδειξε ότι η κατηγορία του οικονομικού τομέα μπορεί να επηρεάσει την εταιρική μερισματική πολιτική. Οι ώριμες και καλά εδραιωμένες εταιρείες του τομέα της μεταποίησης είναι πιο πιθανό να πληρώνουν περισσότερα μερίσματα από τις νεοϊδρυθόμενες επιχειρήσεις υπηρεσιών.

Οι Bikhchandani και Shama (2000) χρησιμοποίησαν την συμπεριφορά της αγέλης για να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική, όπου οι εταιρείες ακολουθούν τον ηγέτη μέσα στον τομέα ή ακολουθούν την πρώτη επιχείρηση που δηλώνει πληρωμή μερίσματος. Οι Baker και Smith (2005) βρήκαν στοιχεία που υποστηρίζουν την συμπεριφορά της αγέλης. Από την άλλη πλευρά, μελέτες που διεξήχθησαν από τους Rozef (1982), Dempsey et al. (1993), Howe και Shen (1998), Casey et al. (1999) και Frankfurter και Wood (2003) δεν βρήκαν κάποια σημαντική συσχέτιση μεταξύ του οικονομικού τομέα και της μερισματικής πολιτικής.

#### **2.4.11 Μόχλευση**

Η μόχλευση μπορεί να επηρεάσει την ικανότητα μιας επιχείρησης να καταβάλει μερίσματα επειδή οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες μέσω δανεισμού δεσμεύονται με μία σταθερή οικονομική

επιβάρυνση που περιλαμβάνει πληρωμές τόκων και του αρχικού κεφαλαίου. Η αποτυχία αποπληρωμής εξαρτά την εταιρεία και την θέτει σε κίνδυνο εκκαθάρισης και πτώχευσης. Υψηλότερη μόχλευση μπορεί έτσι να οδηγήσει σε χαμηλότερες πληρωμές μερισμάτων. Επιπλέον, ορισμένα συμβόλαια δανείων έχουν περιορισμούς στην διανομή μερισμάτων.

#### **2.4.12 Κόστη αντιπροσώπευσης**

Ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διοίκησης οδηγεί σε προβλήματα αντιπροσώπευσης. Η διανομή των μερισμάτων μπορεί να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen et al., 1992). Υπό αυτό το πρίσμα, καταβάλλονται μερίσματα στους μετόχους, προκειμένου να αποφευχθεί το κτίσιμο περιττών αυτοκρατοριών από τους διευθυντές που πρόκειται να χρησιμοποιηθούν προς το συμφέρον τους. Επιπλέον, τα μερίσματα μειώνουν το μέγεθος των εσωτερικά παραγόμενων κεφαλαίων που τίθενται στην διάθεση των διευθυντών, αναγκάζοντάς τους να προσφύγουν στην αγορά κεφαλαίων για την απόκτηση εξωτερικών κεφαλαίων (Easterbrook, 1984). Επιπλέον, οι πληρωμές μερισμάτων χρησιμοποιούνται για την ελαχιστοποίηση του προβλήματος των ελεύθερων ταμειακών ροών (Jensen, 1986).

Όπως εξηγείται από τον Rozeff (1982), οι επιχειρήσεις με ένα μεγαλύτερο ποσοστό εξωτερικών συμμετοχών στο μετοχικό κεφάλαιο υπόκεινται σε υψηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης. Όσο πιο μεγάλη είναι η διασπορά της δομής της ιδιοκτησίας, τόσο πιο σοβαρό είναι το πρόβλημα και τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για εξωτερική παρακολούθηση. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις αυτές θα πρέπει να πληρώνουν περισσότερα μερίσματα για τον έλεγχο των επιπτώσεων της εξαπλωμένης ιδιοκτησίας. Ο Jensen (1986) υποστηρίζει ότι το χρέος θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως υποκατάστατο για τα μερίσματα στην μείωση των προβλημάτων αντιπροσώπευσης. Αυτό θα πρέπει να μειώσει την σημασία των μερισμάτων στον μετριασμό των προβλημάτων αντιπροσώπευσης.

#### **2.4.13 Επιχειρηματικός κίνδυνος**

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι ένας πιθανός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει την μερισματική πολιτική. Τα υψηλά επίπεδα του επιχειρηματικού κινδύνου καθιστούν την σχέση μεταξύ της τρέχουσας και της αναμενόμενης μελλοντικής κερδοφορίας λιγότερο βέβαιη. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με

υψηλότερα επίπεδα επιχειρηματικού κινδύνου αναμένεται να έχουν χαμηλότερες πληρωμές μερισμάτων. Επιπλέον, οι Michel και Shaked (1986), Bar-Yosef και Huffman (1986) και άλλοι, υποστηρίζουν ότι η αβεβαιότητα των κερδών μιας επιχείρησης μπορεί να οδηγήσει σε πληρωμή χαμηλότερων μερισμάτων επειδή η διακύμανση των κερδών αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων. Επιπλέον, μελέτες πεδίου που χρησιμοποίησαν στοιχεία ερευνών (π.χ. Lintner, 1956; Brav et al., 2005) παρουσιάζουν αδιάσειστα στοιχεία ότι ο κίνδυνος μπορεί να επηρεάσει την μερισματική πολιτική. Σε αυτές τις έρευνες, οι διευθυντές ανέφεραν ρητά τον κίνδυνο ως παράγοντα που επηρεάζει την επιλογή των μερισμάτων.

Η δομή της ιδιοκτησίας αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα που μπορεί να επηρεάσει την μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης (Maury και Rajuste, 2002). Διαφορετικοί τύποι ιδιοκτητών έχουν διαφορετικές προτιμήσεις για τα μερίσματα. Για παράδειγμα, στις οικογενειακές επιχειρήσεις όπου οι διευθυντές είναι οι ιδιοκτήτες, υπάρχει μικρότερη ανάγκη για μερίσματα για τον μετριασμό των συγκρούσεων αντιπροσώπευσης. Σε αντίθεση, οι επιχειρήσεις με μεγάλη κρατική ιδιοκτησία μπορεί να έχουν μεγαλύτερα προβλήματα αντιπροσώπευσης διότι σε επιχειρήσεις όπου υπάρχει μεγάλη κρατική ιδιοκτησία, υπάρχει «ένα διπλό πρόβλημα εντολέα-εντολοδόχου» (Gugler, 2003, σελ. 1301).

#### **2.4.14 Ωριμότητα**

Οι Grullon et al. (2002) προτείνουν ότι καθώς οι επιχειρήσεις ωριμάζουν βιώνουν μια συρρίκνωση της ανάπτυξης τους, η οποία οδηγεί σε μείωση των κεφαλαιακών δαπανών. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις αυτές έχουν περισσότερες ελεύθερες ταμειακές ροές για να πληρώσουν ως μερίσματα. Παρομοίως, οι Brav et al. (2005) έδειξαν ότι οι πιο ώριμες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να πληρώνουν μερίσματα. Αντίθετα, οι νεότερες επιχειρήσεις πρέπει να δημιουργήσουν αποθέματα για να χρηματοδοτήσουν τις ευκαιρίες ανάπτυξής τους και έτσι διακρατούν τα κέρδη.

#### **2.4.15 Ενσώματα περιουσιακά στοιχεία**

Τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να ασκούν επίδραση στην μερισματική πολιτική, επειδή οι επιχειρήσεις με υψηλό επίπεδο ενσώματων στοιχείων μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν ως εγγύηση για το χρέος τους (Booth et al., 2001). Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις αυτές έχουν την τάση να εξαρτώνται λιγότερο από τα κέρδη εις νέον, πράγμα που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να διανέμουν

περισσότερα μετρητά σε μερίσματα. Αυτό υποδηλώνει μια θετική συσχέτιση μεταξύ των ενσώματων περιουσιακών στοιχείων και των μερισμάτων. Σε αντίθεση, οι Aivazian et al. (2003) βρήκαν ότι οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές με υψηλά επίπεδα ενσώματων περιουσιακών στοιχείων τείνουν να έχουν χαμηλότερα μερίσματα. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις στις αναδυόμενες αγορές αντιμετωπίζουν περισσότερους οικονομικούς περιορισμούς όταν η βραχυπρόθεσμη τραπεζική χρηματοδότηση είναι η σημαντική πηγή του χρέους τους.

Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα ενσώματων στοιχείων θα έχουν λιγότερα βραχυπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία τα οποία μπορούν να κρατήσουν ως εγγύηση για την λήψη της απαραίτητης χρηματοδότησης. Σε χώρες όπως η Σαουδική Αραβία, οι επιχειρήσεις έχουν υψηλό μόχλευση με βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό που διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στην χρηματοδότηση.



## **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup> Εμπειρικό Κομμάτι**

### **3.1 Σκοπός έρευνας**

Η παρούσα έρευνα επιχειρεί να διερευνήσει τους εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες που καθορίζουν την απόφαση διανομής των μερισμάτων και προσπαθεί να προβλέψει τη συνέχεια αυτής της ενέργειας και τα επόμενα έτη. Για την επίτευξη του συγκεκριμένου σκοπού ο χρονικός ορίζοντας που έχει επιλεγεί για την έρευνα είναι από το 2010 έως το 2014. Αυτό το χρονικό διάστημα επιλέχθηκε θέλοντας να γίνει μία έρευνα στα χρόνια που υπάρχει επιρροή της οικονομικής κρίσης. Πέρα από τη μελέτη των παραγόντων που καθορίζουν την μερισματική πολιτική, σε δύσκολες οικονομικές συνθήκες, ενδιαφέρον παρουσιάζει η μελέτη του τρόπου και του βαθμού επίδρασης αυτών των παραγόντων σε διαφορετικές οικονομίες αυτός ήταν και ο λόγος που επιλέχθηκαν οι Ευρωπαϊκές χώρες της Ελλάδας, Ιταλίας, Ισπανίας, Ιρλανδίας και Πορτογαλίας.

### **3.2 Δείγμα εταιρειών**

Η έρευνα πραγματοποιήθηκε στις χώρες Ελλάδα, Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία, Πορτογαλία. Συλλέξαμε δεδομένα για τις όλες τις εταιρείες των παραπάνω χωρών, εκτός από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στο Χρηματιστήριο της Μαδρίτης, στο Χρηματιστήριο του Μιλάνου, στο Χρηματιστήριο του Δουβλίνου και στο Χρηματιστήριο της Λισαβόνας αντίστοιχα. Το δείγμα των εταιρειών αποτελείται από 364 εκ των οποίων οι 145 (39,8%) προέρχονται από την Ελλάδα, οι 158(43,4%) από την Ιταλία, οι 35(9,6%) από την Πορτογαλία, οι 18(4,9%) από την Ιρλανδία και οι 8(2,2%) από την Ισπανία. Οι εταιρείες προέρχονται από 9 διαφορετικούς κλάδους όπως βλέπουμε στον πίνακα 1. Κυρίως έχουμε βιομηχανικές και καταναλωτικές εταιρείες προϊόντων ή υπηρεσιών εταιρείες. Στο παράρτημα υπάρχει πιο αναλυτικός πίνακας με τον κλάδο των εταιρειών.

	N	%
Basic Materials	29	8,0
Consumer Goods	80	22,0
Consumer Services	66	18,1
Health Care	13	3,6
Industrials	113	31,0
Oil & Gas	11	3,0
Technology	25	6,9
Telecommunications	4	1,1
Utilities	23	6,3
Total	364	100,0

Πίνακας 1: Κλάδος εταιρειών

### **3.2.1 Δεδομένα**

Τα δεδομένα αφορούν τις χώρες της Ελλάδας, της Ιταλίας, της Ιρλανδίας, της Ισπανίας και της Πορτογαλίας. Τα δεδομένα συγκεντρώθηκαν από τις πλατφόρμες πληροφόρησης Thomson Datastream και Bloomberg. Συγκεκριμένα για τις εταιρείες των παραπάνω χωρών συλλέξαμε δεδομένα που αφορούσαν τις εξής μεταβλητές: cash dividend paid total, total assets, Ebit, sales, current assets, current liabilities and inside ownership. Τα δεδομένα αφορούσαν τα έτη 2008-2014.



### 3.3 Οικονομετρικό μοντέλο και υποθέσεις

Στη συγκεκριμένη έρευνα τρέξαμε ένα probit model για τα έτη 2010-2014 με ανεξάρτητες μεταβλητές τις μεταβλητές profitability, Growth, Liquidity, Size, EargVOL and Mang ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή ορίστηκε ως εξής:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Prof} + \beta_2 \text{Growth} + \beta_3 \text{Liqu} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{EargVol} + \beta_6 \text{Mang} + \varepsilon_{it}$$

$Y_{it}=1$  αν η εταιρεία  $i$  έχει δώσει cash dividend paid total τη χρονιά  $t$  και θα συνεχίσει να δίνει

$Y_{it}=0$  αν η εταιρεία  $i$  έχει δώσει cash dividend paid total τη χρονιά  $t$  και δεν θα συνεχίσει να δίνει

Οι ερευνητικές υποθέσεις που πρόκειται να εξετάσουμε στην έρευνα μας είναι:

**H01:** Η κερδοφορία δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

**H02:** Το μέγεθος της φίρμας δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

**H03:** Η ρευστότητα δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

**H04:** Η ανάπτυξη δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

**H05:** Η μεταβλητότητα των κερδών δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

**H06:** Το ποσοστό ιδιοκτησίας από την διοίκηση δεν έχει κάποια προβλεπτική ισχύ στην συνέχιση ή όχι της διανομής μερίσματος

#### 3.3.1 Υπολογισμός ανεξάρτητων μεταβλητών

Ο υπολογισμός των ανεξάρτητων μεταβλητών έγινε ως η εξής:

Profitability: ο λόγος των κερδών αφαιρούμενων των τόκων και φόρων προς το συνολικό ενεργητικό.

Growth: η ποσοστία μεταβολή του ενεργητικού

Liquidity: η αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις

Size: ο φυσικός λογάριθμος των πωλήσεων

EargVOL: ο λόγος της τυπικής απόκλιση των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό

Manag (Insown): ποσοστό ιδιοκτησίας στην εταιρεία από την διοίκηση

Η διεξαγωγή της ανάλυσης πραγματοποιήθηκε χρησιμοποιώντας το στατιστικό πρόγραμμα STATA.

### 3.4 Περιγραφικά στοιχεία μεταβλητών

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται αρχικά τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών και κατόπιν το probit model. Η παρουσίαση γίνεται στο σύνολο των χωρών και ανά χώρα (Ελλάδα =1, Ιρλανδία=2, Ιταλία =3, Πορτογαλία=4 και Ισπανία =5).

```
. proportion y
```

```
Proportion estimation           Number of obs   =   1820
```

	Proportion	Std. Err.	[95% Conf. Interval]		
y	0	.4840659	.0117174	.4610849	.507047
	1	.5159341	.0117174	.492953	.5389151

Πίνακας 2: Αναλογία παρατηρήσεων που δίνουν ή όχι μέρισμα, 2010-2014

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 2 ότι από τις 1820 παρατηρήσεις το 51,6% να αντιστοιχεί σε εταιρείες που έχουν δώσει μέρισμα και συνεχίζουν να δίνουν και το 48,6% σε εταιρείες που έχουν δώσει μέρισμα και δεν συνέχισαν να δίνουν.

Proportion estimation

Number of obs = 1820

\_prop\_1: Y = 0  
\_prop\_2: Y = 1

1: country = 1  
2: country = 2  
3: country = 3  
4: country = 4  
5: country = 5

Over	Proportion	Std. Err.	[95% Conf. Interval]	
<b>_prop_1</b>				
1	.6772414	.0173757	.643163	.7113197
2	.2444444	.0455542	.1551004	.3337885
3	.3810127	.0172891	.3471041	.4149212
4	.3257143	.0355276	.2560351	.3953934
5	.25	.0693375	.1140105	.3859895
<b>_prop_2</b>				
1	.3227586	.0173757	.2886803	.356837
2	.7555556	.0455542	.6662115	.8448996
3	.6189873	.0172891	.5850788	.6528959
4	.6742857	.0355276	.6046066	.7439649
5	.75	.0693375	.6140105	.8859895

Πίνακας 3: Αναλογία παρατηρήσεων που δίνουν ή όχι μέρισμα ανά χώρα, 2010-2014  
Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 3 ότι το 67,7% των παρατηρήσεων στην Ελλάδα να μην αντιστοιχούν σε μέρισμα, το 24,4% στην Ιρλανδία, το 38,1% στην Ιταλία, το 32,5% στην Πορτογαλία και το 25% στην Ισπανία. Πιθανώς το υψηλό ποσοστό της Ελλάδας να οφείλεται στο ότι η χώρα έχει πληγεί σε μεγαλύτερο βαθμό από την οικονομική κρίση έναντι των άλλων χωρών.

. summarize Prof Growth liquidity Size EArgVO1 insown

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	1820	.0270793	.1217429	-1.519231	2.82995
Growth	1820	10.10257	310.6499	-1	11058.35
liquidity	1820	1.502495	3.328428	0	135.0343
Size	1785	12.32308	2.040973	4.110874	18.65561
EArgVO1	1820	.0391322	.0944516	0	2.463309
insown	1378	20.07755	26.48197	0	100

Πίνακας 4: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών στο σύνολο των χωρών

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 4 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με 0,027 ,οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση 0,12. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 10,1% με τυπική απόκλιση 310,64%. Οπότε οι εταιρείες των χωρών της κρίσης μεγάλωσαν στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 1,50 με τυπική απόκλιση 3,32. Η τιμή δείχνει σχετική υγεία στις εταιρείες καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος

όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 12,32 και τυπική απόκλιση ίση με 2,04. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με 0,039 και τυπική απόκλιση ίση με 0,094. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 20,07% με τυπική απόκλιση ίση με 26,48%.

-> country = 1

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	725	-.0001766	.0861293	-.6136133	.7344616
Growth	725	-.0342826	.1683573	-1	2.004518
Liquidity	725	1.491769	1.183707	0	9.238871
Size	717	11.23795	1.719672	4.110874	16.16392
EARGVO1	725	.0418932	.0807742	0	1.179562
insown	620	34.43403	28.92224	0	85.14

Πίνακας 5: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, Ελλάδα

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 5 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με -0,0001, οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση 0,086. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο -0,034% με τυπική απόκλιση ,16%. Οπότε στην Ελλάδα οι εταιρείες συρρικνώθηκαν στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 1,49 με τυπική απόκλιση 1,18. Η τιμή δείχνει σχετική υγεία στις εταιρείες καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 11,23 και τυπική απόκλιση ίση με 1,71. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με 0,041 και τυπική απόκλιση ίση με 0,080. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 34,43% με τυπική απόκλιση ίση με 28,92%.

-> country = 2

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	90	.0928437	.1315205	-.2116636	1.073075
Growth	90	.0478357	.1451748	-.6145562	.4674134
Liquidity	90	1.86549	1.038101	.4386874	5.960508
Size	90	13.50588	1.499091	9.906234	15.90527
EArgV01	90	.0515046	.1148342	.0028376	.7831928
insown	79	6.444152	10.39818	.027	41.933

Πίνακας 6: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, Ιρλανδία

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 6 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με 0,092, οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση ,131. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 0,047% με τυπική απόκλιση 0,14%. Οπότε στην Ιρλανδία οι εταιρείες μεγάλωσαν οριακά στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 1,86 με τυπική απόκλιση 1,03. Η τιμή δείχνει σχετική υγεία στις εταιρείες καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 13,50 και τυπική απόκλιση ίση με 1,49. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με ,051 και τυπική απόκλιση ίση με 0,114. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 6,44% με τυπική απόκλιση ίση με 10,39%.

-> country = 3

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	790	.0393014	.1503529	-1.519231	2.82995
Growth	790	23.30248	471.3548	-1	11058.35
Liquidity	790	1.489472	4.825469	0	135.0343
Size	774	12.97773	1.985921	7.16858	18.65561
EArgV01	790	.0385275	.1092413	0	2.463309
insown	530	9.065557	18.55577	0	100

Πίνακας 7: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, Ιταλία

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 7 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με 0,039, οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση 0,150. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 23,30% με τυπική απόκλιση 471,35%. Οπότε στην Ιταλία οι εταιρείες μεγάλωσαν σημαντικά στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 1,48 με τυπική απόκλιση 4,82. Η τιμή δείχνει σχετική υγεία στις εταιρείες

καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 12,97 και τυπική απόκλιση ίση με 1,98. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με ,038 και τυπική απόκλιση ίση με ,109. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 9,06% με τυπική απόκλιση ίση με 18,55%.

-> country = 4

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	175	.0453248	.0694721	-.6522259	.218137
Growth	175	-.0183481	.1687999	-1	.7429625
Liquidity	175	1.116016	1.019906	0	7.653888
Size	164	13.44278	1.491838	9.421168	16.79939
EArgVO1	175	.0258939	.0680432	0	.856901
insown	133	7.243549	13.3555	.001	55.71

#### Πίνακας 8: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, Πορτογαλία

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 8 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με 0,045, οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση 0,069. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο -0,01% με τυπική απόκλιση 0,16%. Οπότε στην Πορτογαλία οι εταιρείες συρρικνώθηκαν στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 1,11 με τυπική απόκλιση 1,01. Η τιμή δείχνει οριακά υγεία στις εταιρείες καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 13,44 και τυπική απόκλιση ίση με 1,49. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με 0,025 και τυπική απόκλιση ίση με 0,068. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 7,24% με τυπική απόκλιση ίση με 13,35%.

-> country = 5

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Prof	40	.0519143	.0792596	-.2340065	.2796521
Growth	40	.0371436	.1162197	-.1732346	.3800039
Liquidity	40	2.828208	3.120747	.5709027	12.71506
Size	40	11.85456	2.185558	7.266827	14.1201
EArgV01	40	.0311101	.0379163	0	.1428634
insown	16	2.533688	3.633225	.002	8.9

Πίνακας 9: Περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, Ισπανία

Παρατηρούμε με βάση τον πίνακα 9 ότι η μέση τιμή της κερδοφορίας ήταν ίση με 0,051, οριακά μηδενική, με τυπική απόκλιση 0,079. Η ποσοστιαία μεταβολή του ενεργητικού κυμάνθηκε κατά μέσο όρο στο 0,037% με τυπική απόκλιση 0,11%. Οπότε στην Ισπανία οι εταιρείες μεγάλωσαν στα χρόνια της κρίσης, 2010-2014. Η μέση αναλογία του τρέχοντος ενεργητικού προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις ήταν 2,82 με τυπική απόκλιση 3,12. Η τιμή δείχνει υγεία στις εταιρείες καθώς το τρέχον ενεργητικό είναι υψηλότερο των τρέχοντων υποχρεώσεων. Ο μέσος όρος του φυσικού λογαρίθμου των πωλήσεων ήταν ίσος με 11,85 και τυπική απόκλιση ίση με 2,18. Η μέση τιμή του λόγου της τυπικής απόκλισης των δύο τελευταίων ετών και του τρέχοντος έτους για τα κέρδη αφαιρούμενων των τόκων και των φόρων προς το συνολικό ενεργητικό ήταν ίση με 0,031 και τυπική απόκλιση ίση με 0,037. Τέλος το μέσο ποσοστό ιδιοκτησίας της διοίκησης στις εταιρείες ήταν 2,53% με τυπική απόκλιση ίση με 3,63%.

### 3.5 Μοντέλο Πρόβλεψης στο σύνολο των χωρών

Probit regression	Number of obs =	1373
	LR chi2(6) =	456.50
	Prob > chi2 =	0.0000
Log likelihood = -723.42089	Pseudo R2 =	0.2398

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Prof	5.124166	.5183282	9.89	0.000	4.108261 6.14007
Growth	-.0003244	.001747	-0.19	0.853	-.0037486 .0030997
Liquidity	.215221	.0457277	4.71	0.000	.1255964 .3048456
Size	.2014097	.0245729	8.20	0.000	.1532477 .2495717
EArgV01	-6.364923	.7166213	-8.88	0.000	-7.769475 -4.960371
insown	-.0064401	.0015867	-4.06	0.000	-.00955 -.0033301
_cons	-2.559694	.3336109	-7.67	0.000	-3.213559 -1.905828

Note: 6 failures and 0 successes completely determined.

Πίνακας 10: Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, σύνολο χωρών, 2010-2014

Σύμφωνα με τον πίνακα 10 το μοντέλο πρόβλεψης διανομής του μερίσματος ήταν στατιστικά σημαντικό ( $p < .001$ ) και εξηγούσε το 23,98% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Ακόμα παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες οι μεταβλητές της κερδοφορίας, της ρευστότητας, του μεγέθους, της μεταβλητότητας των κερδών και του ποσοστού ιδιοκτησίας. Η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος είχαν θετική συνεισφορά ενώ η μεταβλητότητα των κερδών και το ποσοστό ιδιοκτησίας αρνητική συνεισφορά. Η ανάπτυξη δεν ήταν στατιστικά σημαντική.

### 3.6 Μοντέλο Πρόβλεψης ανά χώρα

```

Probit regression                               Number of obs   =      618
                                                LR chi2(6)      =     150.01
                                                Prob > chi2     =     0.0000
Log likelihood = -316.24733                    Pseudo R2       =     0.1917

```

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Prof	3.30037	1.086148	3.04	0.002	1.171559	5.429181
Growth	-.4909998	.5225573	-0.94	0.347	-1.515193	.5331937
liquidity	.2809529	.0581727	4.83	0.000	.1669366	.3949692
Size	.278648	.0409682	6.80	0.000	.1983518	.3589441
EArgV01	-1.310014	1.532052	-0.86	0.393	-4.312782	1.692753
insown	-.0042506	.0021468	-1.98	0.048	-.0084581	-.000043
_cons	-3.889144	.5290001	-7.35	0.000	-4.925965	-2.852323

Πίνακας 11: Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, Ελλάδα, 2010-2014

Σύμφωνα με τον πίνακα 11 το μοντέλο πρόβλεψης διανομής του μερίσματος ήταν στατιστικά σημαντικό ( $p < .001$ ) και εξηγούσε το 19,17% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Ακόμα παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες οι μεταβλητές της κερδοφορίας, της ρευστότητας, του μεγέθους και του ποσοστού ιδιοκτησίας. Η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος είχαν θετική συνεισφορά ενώ το ποσοστό ιδιοκτησίας αρνητική συνεισφορά. Η ανάπτυξη και η μεταβλητότητα των κερδών δεν ήταν στατιστικά σημαντικές.



Probit regression Number of obs = 79  
LR chi2(6) = 48.10  
Prob > chi2 = 0.0000  
Log likelihood = -21.696802 Pseudo R2 = 0.5257

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Prof	16.12047	4.836959	3.33	0.001	6.640205	25.60074
Growth	4.264747	2.072055	2.06	0.040	.2035926	8.325901
liquidity	-2.244978	.6182823	-3.63	0.000	-3.456789	-1.033167
Size	-.675346	.2420793	-2.79	0.005	-1.149813	-.2008793
EArgVOL	-28.59561	7.984884	-3.58	0.000	-44.2457	-12.94553
insown	.0811292	.0376688	2.15	0.031	.0072998	.1549587
_cons	13.55081	4.199928	3.23	0.001	5.319103	21.78252

Note: 2 failures and 4 successes completely determined.

### Πίνακας 12: Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, Ιρλανδία, 2010-2014

Σύμφωνα με τον πίνακα 12 το μοντέλο πρόβλεψης διανομής του μερίσματος ήταν στατιστικά σημαντικό ( $p < .001$ ) και εξηγούσε το 52,57% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Ακόμα παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες οι μεταβλητές της κερδοφορίας, της ανάπτυξης της ρευστότητας, του μεγέθους, της μεταβλητότητας των κερδών και του ποσοστού ιδιοκτησίας. Η κερδοφορία, της ανάπτυξης και το ποσοστό ιδιοκτησίας είχαν θετική συνεισφορά ενώ η ρευστότητα, η μεταβλητότητα των κερδών και το μέγεθος είχαν αρνητική συνεισφορά.

Probit regression Number of obs = 528  
LR chi2(6) = 156.38  
Prob > chi2 = 0.0000  
Log likelihood = -276.24993 Pseudo R2 = 0.2206

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Prof	6.323093	.8188337	7.72	0.000	4.718209	7.927978
Growth	-.0003442	.0022678	-0.15	0.879	-.004789	.0041006
liquidity	.2377588	.1120095	2.12	0.034	.0182243	.4572933
Size	.1085071	.0391979	2.77	0.006	.0316807	.1853335
EArgVOL	-8.001214	1.095936	-7.30	0.000	-10.14921	-5.85322
insown	-.0035077	.0034	-1.03	0.302	-.0101717	.0031562
_cons	-1.370657	.5420588	-2.53	0.011	-2.433073	-.3082416

Note: 6 failures and 0 successes completely determined.

### Πίνακας 13: Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, Ιταλία, 2010-2014

Σύμφωνα με τον πίνακα 13 το μοντέλο πρόβλεψης διανομής του μερίσματος ήταν στατιστικά σημαντικό ( $p < .001$ ) και εξηγούσε το 22,06% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Ακόμα παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες οι μεταβλητές της κερδοφορίας, της ρευστότητας, του

μεγέθους και της μεταβλητότητας των κερδών. Η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος είχαν θετική συνεισφορά ενώ η μεταβλητότητα των κερδών αρνητική συνεισφορά. Η ανάπτυξη και το ποσοστό ιδιοκτησίας δεν ήταν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές.

```

Probit regression                                     Number of obs   =      132
LR chi2(6)                                           =      68.38
Prob > chi2                                          =      0.0000
Pseudo R2                                            =      0.4606
Log likelihood = -40.038791
  
```

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Prof	22.0336	6.155877	3.58	0.000	9.968304	34.0989
Growth	1.842693	1.302298	1.41	0.157	-.7097637	4.39515
Liquidity	.8416084	.3584517	2.35	0.019	.1390558	1.544161
Size	.2137857	.1467303	1.46	0.145	-.0738004	.5013718
EArgVOI	.3555573	5.445794	0.07	0.948	-10.318	11.02912
insown	.0730443	.0405401	1.80	0.072	-.0064129	.1525015
_cons	-4.193253	1.93754	-2.16	0.030	-7.990761	-.3957453

Note: 0 failures and 3 successes completely determined.

#### Πίνακας 14: Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, Πορτογαλία, 2010-2014

Σύμφωνα με τον πίνακα 14 το μοντέλο πρόβλεψης διανομής του μερίσματος ήταν στατιστικά σημαντικό ( $p < .001$ ) και εξηγούσε το 46,06% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής. Ακόμα παρατηρούμε ότι ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες οι μεταβλητές της κερδοφορίας και της ρευστότητας. Και οι δύο είχαν θετική συνεισφορά. Οι υπόλοιπες μεταβλητές ήταν μη στατιστικά σημαντικές.

Probit regression

Number of obs = 16  
 LR chi2(6) = 19.87  
 Prob > chi2 = 0.0029  
 Pseudo R2 = 1.0000

Log likelihood = -8.546e-09

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Prof	-87.57026					
Growth	19.44965	20537.45	0.00	0.999	-40233.21	40272.1
liquidity	15.42711	6782.008	0.00	0.998	-13277.06	13307.92
Size	10.73933	3492.446	0.00	0.998	-6834.329	6855.808
EArgVOL	-252.767					
insown	3.446805	1580.371	0.00	0.998	-3094.024	3100.918
_cons	-146.7203	53327.73	-0.00	0.998	-104667.2	104373.7

Πίνακας 15:Μοντέλο πρόβλεψης διανομής μερίσματος, Ισπανία, 2010-2014

Σύμφωνα με τον παραπάνω πίνακα οι ανεξάρτητες μεταβλητές της ανάπτυξης, της ρευστότητας, του μεγέθους, της μεταβλητότητας των κερδών και του ποσοστού ιδιοκτησίας από την διοίκηση δεν ήταν στατιστικά σημαντικοί προβλεπτικοί παράγοντες για το αν οι εταιρείες της Ισπανίας θα συνεχίσουν να δίνουν μέρισμα ή όχι. Βέβαια λόγω του μικρού μεγέθους δείγματος το αποτέλεσμα αυτό επιδέχεται αμφισβήτηση.



## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> Συμπεράσματα

Από το μοντέλο πρόβλεψης της διανομής μερίσματος στο σύνολο των χωρών κατά την περίοδο 2010-2014 προέκυψε ότι είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να συνεχίζει να διανέμει μέρισμα όταν αυξάνεται η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος της ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την μεταβλητότητα των κερδών και το ποσοστό ιδιοκτησία. Η ανάπτυξη δεν είχε κάποια επίδραση στην διανομή μερίσματος. Επομένως είχαμε απόρριψη των ερευνητικών υποθέσεων 1, 2, 3,5 και 6 και αδυναμία απόρριψης της 4<sup>ης</sup> υπόθεσης.

Όσον αφορά την Ελλάδα προέκυψε ότι είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να συνεχίζει να διανέμει μέρισμα όταν αυξάνει η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος της ενώ το αντίθετο συμβαίνει για το ποσοστό ιδιοκτησίας. Η ανάπτυξη και η μεταβλητότητα των κερδών δεν είχαν κάποια επίδραση. Επομένως είχαμε απόρριψη των ερευνητικών υποθέσεων 1, 2,5 και 6 και αδυναμία απόρριψης της 3<sup>ης</sup> και 4<sup>ης</sup> υπόθεσης. Ακόμα για την Ιρλανδία προέκυψε ότι είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να συνεχίζει να διανέμει μέρισμα όταν αυξάνει η κερδοφορία, η ανάπτυξη και το ποσοστό ιδιοκτησίας ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την ρευστότητα, την μεταβλητότητα των κερδών και το μέγεθος. Επομένως είχαμε απόρριψη των ερευνητικών υποθέσεων 1, 2, 3, 4,5 και 6.

Για την Ιταλία βρέθηκε ότι είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να συνεχίζει να διανέμει μέρισμα όταν αυξάνει η κερδοφορία, η ρευστότητα και το μέγεθος ενώ το αντίθετο συμβαίνει για την μεταβλητότητα των κερδών. Η ανάπτυξη και το ποσοστό ιδιοκτησίας δεν είχαν κάποια επίδραση. Επομένως είχαμε απόρριψη των ερευνητικών υποθέσεων 1, 2,3 και 5 και αδυναμία απόρριψης της 4<sup>ης</sup> και 6<sup>ης</sup> υπόθεσης. Επιπλέον για την Πορτογαλία βρέθηκε ότι είναι πιο πιθανό μια εταιρεία να συνεχίζει να διανέμει μέρισμα όταν αυξάνει η κερδοφορία και η ρευστότητα. Οι υπόλοιπες μεταβλητές δεν είχαν κάποια επίδραση στην διανομή μερίσματος. Επομένως είχαμε απόρριψη των ερευνητικών υποθέσεων 1 και 3 και αδυναμία απόρριψης της 2<sup>ης</sup>, 4<sup>ης</sup>, 5<sup>ης</sup> και 6<sup>ης</sup> υπόθεσης. Τέλος για την Ισπανία δεν υπήρξαν ασφαλή συμπεράσματα ως προς την επίδραση των ανεξάρτητων μεταβλητών στην διανομή μερίσματος.



## Βιβλιογραφία

- Abu, ST 2012, „Determinants of Dividend Payout Policy: Evidence from Bangladesh“, *International Journal of Economic Practices and Theories*, vol. 2, no. 3, pp. 119-126.
- Adesola, W. A., & Okwong, A. E. (2009). An empirical study of dividend policy of quoted companies in Nigeria. *Global Journal of Social Sciences*, 8(1), 85.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2011). Institutional shareholdings and corporate dividend policy in Pakistan. *African Journal of Business Management*, 5(22), 8941-8951.
- Al Shabibi, B. K., & Ramesh, G. (2011). An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK. *International Research Journal of Finance and Economics*, 80, 105-120.
- Alam, MZ & Hossain ME 2012, „Dividend Policy: A Comparative Study of UK and Bangladesh Based Companies“, *IOSR Journal of Business and Management*, vol. 1, no. 1, pp. 57-67.
- Ali-Shah, S.Z. (2009). “Corporate governance and financial performance: A comparative study of developing and developed markets”, PhD Thesis. Retrieved June 10, 2012 from <http://eprints.hec.gov.pk/6291/>
- Al-Kuwari, D 2009, „Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges“, *Global Economy and Finance Journal*, vol. 2, no. 2, pp. 38–63.
- Alli, K., A. Khan, and G. Ramirez (1993). “Determinants of dividend policy: a factorial analysis”, *The Financial Review*, 28(4), pp. 523-47.
- Al-Malkawi, HN 2007, „Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model“, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, vol. 23, no.2, pp.44-70.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The journal of risk finance*, 7(2), 136-145.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of dividend payout ratios-a study of

- Indian information technology sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, pp. 1-9.
- Appannan, S & Sim, LW 2011, „A Study on the leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia Listed Companies for Food Industry under Consumer Product Sector“, *Second International Conference on Business and Economic Research*, viewed 20 December 2012, <[http://www.internationalconference.com.my/proceeding/2ndicber2011\\_proceeding/209-2nd%20ICBER%202011%20PG%20945-976%20Dividend%20Policy.pdf](http://www.internationalconference.com.my/proceeding/2ndicber2011_proceeding/209-2nd%20ICBER%202011%20PG%20945-976%20Dividend%20Policy.pdf)>.
- Asif, A, Rasool, W & Kamal, Y 2011, „Impact of Financial Leverage on Dividend Policy: Empirical Evidence from Karachi Stock Exchange-Listed Companies“, *African Journal of Business Management*, vol. 5, no.4, pp. 1312-1324.
- Asif, A., Rasool, W., & Kamal, Y. (2011). Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies. *African Journal of Business Management*, 5(4), 1312.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms. *Financial Practice and education*, 10, 29-40.
- Baker, H.K., G.E. Farrelly, and R.B. Edelman (1985). “A survey of management views on dividend policy”, *Financial Management*, 14(3), pp. 1007-1034.
- Barclay MJ, Jr. Smith CW & Watts RL 1999, „The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies“, in *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, McGraw-Hill Publishing, Second Edition, pp. 214-230.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270.
- Black, F 1976, „The dividend puzzle“, *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, no. 2, pp. 5-8.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1), 1-22.



- Bokpin, G.A. (2011). "Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange", *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), pp. 61 - 73.
- Brook, Y., W. Chalton, and R. Hendershott (1998). "Do firms use dividends to signal large future cash flow increase?", *Financial Management*, pp. 46-57.
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management*, 21-31.
- Chay, JB & Suh, J 2005, „Cross-Sectional Determinants of Dividend Payments: International Evidence“, Sungkyunkwan University, Myungryun-dong, Jongno-gu, Seoul, Korea, pp. 3-53,
- Chen, L., C. Lin, and K. Yong-Cheol (2011). "Financial characteristics, corporate governance and the propensity to pay cash dividends of Chinese listed companies", *International Business and Management*, 3(1), pp. 176-188.
- Collins, M.C., A.K. Saxena, and J.W. Wansley (1996). "The role of insiders and dividend policy: a comparison of regulated and unregulated firms", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(2), pp. 1-9.
- Doukakis, Ghicas, Siougle, Sougiannis , The Informativeness of Micro and Macro Information During Economic Crisis and Non-crisis Periods
- D'Souza, J. (1999). "Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy an international perspective", *Managerial Finance*, 25(6), pp. 35-43.
- El-Essa, MS, Hameedat, MM, Altaraireh, JA and Nofal, MA 2102, „A Worthy Factors Affecting Dividends Policy Decisions: An Empirical Study on Industrial corporations Listed in Amman Stock Exchange“, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, vol. 4, no. 5, pp. 614-622.
- Ellili, N. O. D., & Farouk, S. (2011). Examining the capital structure determinants: empirical analysis of companies traded on Abu Dhabi Stock Exchange. *International research journal of finance and economics*, 67, 82-96.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The*

- journal of law & Economics, 26(2), 327-349.
- Fama, EF & French, KR 2000, „Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt“, The Center for Research in Security Prices Working Paper, no. 506, viewed 20 December 2012, <<http://gsbwww.uchicago.edu/fac/finance/papers>>.
- Gill, A., N. Biger, and R. Tibrewala (2010). “Determinants of dividend payout ratios: evidence from United States”, The Open Business Journal, 3, pp. 8-14.
- Gordon, MJ & Shapiro, E 1956, „Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit“, Management Science, vol. 3, no. 1, pp. 102-110.
- Gordon, MJ 1959, „Dividends, Earnings, and Stock Prices“ The Review of Economics and Statistics, vol. 41, no. 2, pp. 99-105
- Higgins, R.C. (1972). “The corporate dividend-saving decision”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 7(2), pp. 1527-1541.
- Ho, H 2003, „Dividend Policies in Australia and Japan“, International Advances in Economic Research, vol. 2, no. 9, pp. 91-100.
- Holder, ME, Langrehr, FW & Hexter, L 1998, „Dividend policy determinants: an investigation of the influences of stakeholder theory“, Financial Management, vol. 27, no.3, pp.73-85.
- Hossain, Sheikh, Akterujjaman 2014, Impact of firm specific on cash dividend payment decisions: Evidence from Bangladesh, International Review of Business Research Papers vol.10, no.2 September 2014 Issue, Pp 62-80.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, and T.S. Zorn (1992). “Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27, pp. 247-63.
- Jensen, M. C. (1986). “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” American Economic Review, 76, pp. 323-329.
- Jensen, MC & Meckling, W 1976, „Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure“, Journal of Financial Economics, vol.

- 3, no. 4, pp. 305-360, viewed 20 February 2012, <[ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/7770](http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/7770)>.
- Jensen, MC 1986, „Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers“, *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329, viewed 20 December 2012, <[http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/jensen\\_agency\\_costs\\_1986.pdf](http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/jensen_agency_costs_1986.pdf)>.
- John, K & Lang, L 1991, „Insider trading around dividend announcements: Theory and Evidence“, *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1361-1389.
- John, S.F. and K. Muthusamy (2010). “Leverage, growth and profitability as determinants of dividend payout ratio: Evidence from Indian Paper Industry” *Asian Journal of Business Management Studies*, 1(1), pp. 26-30.
- Kania, SL & Bacon, FW 2005, „What factors motivate the corporate dividend decision?“, *American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal*, vol. 1, no. 1. pp. 97-107.
- Khan, KI, Aamir, M, Qayyum, A, Nasir, A & Khan, MI 2011, „Can Dividend Decisions Affect the Stock Prices: A Case of Dividend Paying Companies of KSE“, *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 76, pp. 67-74.
- Lintner, J. (1956). “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes”, *American Economic Review*, 46, pp. 97-113.
- Lintner, J 1956, „Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes“, *The American Economic Review*, vol. 46, no.2, pp. 97-113.
- Lloyd, W.P., S.J. Jahera, D.E. and Page (1985). “Agency cost and dividend payout ratios”, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), pp. 19-29.
- Maury, B. and A. Pajuste (2002). “Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland”, *Finnish Journal of Business Economics*, 51, pp. 15-45. Retrieved June 12, 2012 from

- [http://lta.hse.fi/2002/1/lta\\_2002\\_01\\_a1.pdf](http://lta.hse.fi/2002/1/lta_2002_01_a1.pdf)
- Maury, B. and A. Pajuste (2002). "Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland", *Finnish Journal of Business Economics*, 51, pp. 15-45. Retrieved June 12, 2012 from [http://lta.hse.fi/2002/1/lta\\_2002\\_01\\_a1.pdf](http://lta.hse.fi/2002/1/lta_2002_01_a1.pdf)
- Mehta, A 2012, „An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy- Evidence from the UAE Companies“, *Global Review of Accounting and Finance*, vol. 3, no. 1, pp. 18 – 31.
- Michael, N.B. (2011). "Dividend payouts and shareholders' satisfaction in quoted firms in Nigeria", *European Journal of Social Sciences*, 22(4), pp. 541-549.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1961). "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34(4), pp. 411–433.
- Mobarek, A & Keasey, K 2000, „Weak form efficiency of an emerging market: evidence from Dhaka stock market of Bangladesh“, Paper Presented at the ENBS Conference held on Oslo, May 2000. pp. 1–30, viewed 16 June 2013, <<http://e-m-h.org/MoKe00.pdf>>.
- Mohd, MA, Perry, LG & Rimbey, JN 1995, An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy“, *The Financial Review*, vol. 30, pp. 367-385.
- Myers, M & Bacon, F 2004, The Determinants of Corporate Dividend Policy“, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, vol.8, no.3, pp. 17-28.
- Myers, S.C. (1984). "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39, pp. 575-92.
- Myers, SC & Majluf, NS 1984, „Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have“, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187- 221.
- Naceur, SB, Goaid, M & Belanes, A 2006, „On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy“, *International Review of Finance*, vol. 6, pp. 1-23.
- Pani, U 2008, „Dividend Policy and Stock Price Behaviour in Indian Corporate

- Sector: A panel data approach”, viewed 20 January 2013, <[http://www.igidr.ac.in/money/mfc12/Coporate\\_Dividendpolicy\\_and\\_stock\\_price\\_behaviour\\_upananda%20pani.pdf](http://www.igidr.ac.in/money/mfc12/Coporate_Dividendpolicy_and_stock_price_behaviour_upananda%20pani.pdf)>.
- Pradhan, RS 2003, Effects of Dividends on Common Stock Prices: The Nepalese Evidence, Research in Nepalese Finance, Working Paper Series, Buddha Academics, Kathmandu, Nepal.
- Pruitt, S.W. and L.W. Gitman (1991). “The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms”, *Financial Review*, 26(33), pp. 409-430.
- Renneboog, L. and G. Trojanowski (2008). “Control structures and payout policy”, *Managerial Finance*, 33(1), pp. 43-64.
- Rozeff, S.M. (1982). “Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios”, *Journal of Financial Research*, 5, pp. 411-433.
- Subramaniam, R. and D.S. Susela, D.S. (2011). “Corporate governance and dividend policy in Malaysia”, 2010 International Conference on Business and Economics Research, 1, IACSIT Press, Kuala Lumpur, Malaysia, pp. 200-207.
- Uddin, MH & Chowdhury, GM 2005, „Effects of Dividend Announcement on Shareholders“ Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange“, *Journal of Business Research*, Vol. 7, pp. 61-72.
- Wen, Y. and J. Jia (2010). “Institutional ownership, managerial ownership and dividend policy in bank holding companies”, *International Review of Accounting, Banking, and Finance*, 2(1), pp. 8-21.



## Παράρτημα 1: Κλάδοι Εταιρειών

	Frequency	Percent
Aerospace & Defense	1	,3
Automobiles & Parts	8	2,2
Beverages	6	1,6
Chemicals	9	2,5
Construction & Materials	43	11,8
Electricity	15	4,1
Electronic & Electrical Equipment	12	3,3
Fixed Line Telecommunications	3	,8
Food & Drug Retailers	5	1,4
Food Producers	29	8,0
Forestry & Paper	4	1,1
Gas, Water & Multiutilities	8	2,2
General Industrials	11	3,0
General Retailers	12	3,3
Health Care Equipment & Services	11	3,0
Household Goods & Home Construction	14	3,8
Industrial Engineering	19	5,2
Industrial Metals & Mining	14	3,8
Industrial Transportation	14	3,8
Leisure Goods	3	,8
Media	27	7,4
Mining	2	,5
Mobile Telecommunications	1	,3
Oil & Gas Producers	8	2,2
Oil Equipment & Services	3	,8
Personal Goods	20	5,5

Pharmaceuticals & Biotechnology	2	,5
Software & Computer Services	17	4,7
Support Services	13	3,6
Technology Hardware & Equipment	8	2,2
Travel & Leisure	22	6,0
Total	364	100,0



**Παράρτημα 2: Κωδικοί που χρησιμοποιήθηκαν στη συλλογή δεδομένων**

<b>Data</b>	<b>Code</b>
EBIT	18191
Sales	01001
Total Assets	02999
Current Liabilities	03101
Depreciation Amortization	01151
Cash div paid total	04551
Insider Ownership	Insider Ownership