

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

Μερισματική απόδοση

Φλάγκος Διαμαντής



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 του

Φλάγκου Διαμαντή

Επιβλέπων Καθηγητής

Μπάλλας Απόστολος

.....

Συνεξεταστής καθηγητής

Τζόβας Χρήστος

.....

Συνεξεταστής καθηγητής

Δεμοιράκος Ευθύμιος

.....

«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».

Φλόγκος Διαμαντής

.....

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να δηλώσω ένα μεγάλο ευχαριστώ στον επιβλέπων καθηγητή μου κ. Απόστολο Μπάλλα, χωρίς τις γνώσεις και την καθοδήγηση του οποίου δεν θα μπορούσε να υλοποιηθεί η παρούσα εργασία. Επίσης, ειδική μνεία πρέπει να γίνει σε όλο το διδακτικό προσωπικό του Μεταπτυχιακού προγράμματος του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών για την άρτια κατάρτιση τους και τις σφαιρικές γνώσεις που μου μετέφεραν. Περαιτέρω, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους συμφοιτητές και σημαντικούς φίλους μου Ιωάννη Χειράκη και Χριστίνα Μπάκου για την στήριξη και την βοήθεια τους. Το μεγαλύτερο ευχαριστώ, ωστόσο, δεν θα μπορούσε να μην πάει στην οικογένεια μου χωρίς την αγάπη και την ενθάρρυνση της οποίας ο καθημερινός αγώνας μου θα ήταν δυσκολότερος.

Πίνακας Περιεχομένων

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	6
Αντικειμενικός σκοπός	8
Κεφάλαιο 1	9
Εισαγωγή- Βασικές έννοιες	9
1.1 Εταιρείες και χρηματιστηριακός τομέας	9
1.2 Ορισμός και σημασία της μερισματικής απόδοσης	11
Κεφάλαιο 2	14
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	13
2.1 Λόγοι διανομής και αποκοπής μερισμάτων	14
2.2 Ορισμός των κερδών για την διανομή μερισμάτων	15
2.3 Διαδικασία λήψης απόφασης και σημασία μερισματικής πολιτικής-λογιστικός χειρισμός απόδοσης μερίσματος	16
2.4 Τρόποι απόδοσης μερισμάτων	17
2.5 Σημαντικές ημερομηνίες για την διανομή μερίσματος	18
2.6 Τιμές μετοχών και μηχανισμός κίνησης	19
Κεφάλαιο 3	20
Θεωρίες μερισματικής πολιτικής	20
3.1 Dividend Irrelevance theory by Modigliani and Miller (M&M), 1958 & 1961	20
3.2 Bird-in-the-hand theory by John Litner , 1962 and Myron Gordon , 1963	23
3.3 The agency hypothesis by W.C. Jensen and W.Meckling, 1973	25
3.4 The tax-preference theory by R.H. Litzenberger and K. Ramaswamy, 1979	26
3.5 The signaling theory by Battacharya (1979)	27
Κεφάλαιο 4	29
Συνολικές αποδόσεις και μερισματική απόδοση – Θεωρίες χαρτοφυλακίου	29
4.1 Εμπειρικές μελέτες που δεν δείχνουν προβλεπτική ικανότητα μεταξύ μερισματικών αποδόσεων και συνολικών αποδόσεων, ή οι ενδείξεις τους δεν είναι ισχυρές προς ένα τελικό συμπέρασμα	30
4.2 Εμπειρικές μελέτες που δείχνουν την σχέση μερισματικής απόδοσης και κερδών στις συνολικές αποδόσεις των μετοχών	31
Κεφάλαιο 5	34
Μελέτη επίδρασης οικονομικών μεγεθών στην μερισματική απόδοση	34
5.1 Μεθοδολογία	34

5.2 First Model: Μελέτη επίδρασης παραγόντων στην μερισματική απόδοση.	37
5.2 Επεξήγηση ευρημάτων παλινδρόμησης και στατιστικών εννοιών	40
5.3 Συνοπτικά συμπεράσματα μοντέλου	48
Κεφάλαιο 6.....	49
Μελέτη επίδρασης της οικονομικής κρίσεως στις μερισματικές αποδόσεις εταιρειών εισηγμένες στον δείκτη NYSE.	49
6.1 Μεθοδολογία	49
6.2 Second Model: Μελέτη επίδρασης της οικονομικής κρίσεως στις μερισματικές αποδόσεις.	49
6.3 Συνοπτικά συμπεράσματα μοντέλου	52
Παράθεμα: Συνοπτικές πληροφορίες για την οικονομική κρίση στις ΗΠΑ.....	53
References.....	54

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία συντάχθηκε με σκοπό την μελέτη της μερισματικής απόδοσης. Αρχικά, γίνεται μια προσπάθεια για την καταγραφή χρήσιμων θεωρητικών και εμπειρικών πληροφοριών από την διεθνή βιβλιογραφία, η κατανόηση των οποίων θα αποτελέσει το λογικό σκαλοπάτι για την μετάβαση στην εμπειρική μελέτη.

Στο πρώτο κεφάλαιο ο αναγνώστης βρίσκει χρήσιμα εισαγωγικά στοιχεία για τις ανώνυμες εταιρείες, την διαφοροποίηση που παρατηρείται σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση και την μερισματική τους πολιτική καθώς και τους τύπους των μετοχών που εκδίδουν. Στο δεύτερο και τελευταίο υποκεφάλαιο ορίζεται η μερισματική απόδοση, η χρησιμότητα της καθώς και κάποιες κριτικές θέσεις απέναντι της.

Το δεύτερο κεφάλαιο επιχειρεί να καλύψει όλα τα σημαντικά ζητήματα που αφορούν την μερισματική πολιτική από την διαδικασία λήψης απόφασης για την διανομή του μερίσματος μέχρι και την τελική πληρωμή του στους μετόχους. Καλύπτονται θέματα, τα οποία με λογική σειρά επιτρέπουν στον αναγνώστη να αποκτήσει γνώση βασικών ορισμών και διαδικασιών σχετικά με την διανομή μερισμάτων. Η αρχή γίνεται με την εξήγηση των λόγων που οδηγούν μια εταιρεία στο να μοιραστεί τα κέρδη της με τους μετόχους, ακολουθούν η μέθοδος υπολογισμού των κερδών που οι εταιρείες χρησιμοποιούν και το πώς επηρεάζει την μερισματική πολιτική, η διαδικασία που ακολουθείται για την λήψη απόφασης, οι διάφορες μορφές μερισμάτων που μπορεί να αποδοθούν στους μετόχους και στο τέλος παρατίθενται διάφορες σημαντικές ημερομηνίες.

Το τρίτο κεφάλαιο <<βουτάει>> βαθύτερα στην βιβλιογραφία για να προσεγγίσει τους διάφορους πόλους σκέψης για το πώς η μερισματική πολιτική επιδρά στην αξία της επιχείρησης, στην μερισματική απόδοση και στα σημάδια που δίνουν τα μερίσματα στους επενδυτές. Το κεφάλαιο συμπεραίνει, με εξαίρεση την θεωρία των Modigliani and Miller που βασίζεται στην υπόθεση των τέλειων αγορών, ότι η μερισματική πολιτική ασκεί σημαντική επίδραση στην αξία της εταιρείας και στην μερισματική απόδοση. Η κατανόηση των θεωριών αυτών είναι σημαντική λόγω του

ότι σχετίζεται με τα μερίσματα και το dividend payout ratio που θα χρησιμοποιηθούν ως μεταβλητές στο εμπειρικό κομμάτι.

Το τέταρτο κεφάλαιο, αποτελεί μια συνοπτική πηγή πληροφόρησης σχετικά με τις σημαντικότερες υπάρχουσες εμπειρικές μελέτες σχετικά με την μερισματική απόδοση και την σημασία της ως προβλεπτικό εργαλείο για τις συνολικές αποδόσεις. Η καταγραφή καλύπτει αντικρουόμενα ευρήματα από αγορές με διαφορετικά χαρακτηριστικά -αναπτυσσόμενες και ανεπτυγμένες- από διάφορες περιοχές του κόσμου. Η πλειοψηφία των ερευνών δείχνουν ότι υπάρχει σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και συνολικής απόδοσης, καθώς και με άλλα οικονομικά μεγέθη γεγονός που καταδεικνύει την σημασία της.

Η μελέτη κλείνει με το πέμπτο κεφάλαιο που αποτελεί την εμπειρική έρευνα. Αφού χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από την βάση δεδομένων Datastream από εταιρείες μη χρηματοοικονομικού τομέα εισηγμένες στον δείκτη NYSE, δέχτηκαν επεξεργασία και χρησιμοποιήθηκαν για να <<τρέξουν>> πολλαπλές παλινδρομήσεις.

Το πρώτο μοντέλο αφορά την επίδραση διάφορων οικονομικών μεγεθών στην μερισματική απόδοση. Η παλινδρόμηση απέδειξε ότι υπάρχει σημαντική θετική συσχέτιση μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και των κερδών ανά μετοχή και του ποσοστού των κερδών που μοιράζονται σε μερίσματα (καταδεικνύοντας την σημασία της μερισματικής πολιτικής για υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις).

Το δεύτερο μοντέλο αφορά την επίδραση της χρηματοοικονομικής κρίσης στην μερισματική απόδοση. Το μοντέλο απέδειξε ότι λόγω των μεγάλων πτώσεων των τιμών, των κερδών καθώς και των μερισμάτων που παρατηρήθηκαν, η μερισματική απόδοση σημείωσε άνοδο. Ωστόσο, εκείνη την περίοδο, λόγω της περιρρέουσας οικονομικής κατάστασης ο δείκτης αυτός δεν αποτελούσε χρήσιμο εργαλείο για την αξιολόγηση της επένδυσης σε μια μετοχή.

Αντικειμενικός σκοπός

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση της μερισματικής απόδοσης, που παρουσιάζουν μετοχές εταιριών που είναι εισηγμένες στον δείκτη NYSE του χρηματιστηρίου της Ν.Υόρκης . Στην μελέτη αυτή γίνεται προσπάθεια να διερευνηθεί η μερισματική απόδοση από 2 πλευρές. Αρχικά, σαν πρώτο στάδιο γίνεται η θεωρητική προσέγγιση, με βάση την διεθνή βιβλιογραφία, ενώ σε δεύτερο στάδιο επιχειρείται η εμπειρική τεκμηρίωση. Η άρρηκτη σύνδεση των 2 βημάτων θεωρείται αναγκαία καθώς για να κριθούν ασφαλή τα ευρήματα, είναι απαραίτητη η θεωρητική κατάρτιση. Το εμπειρικό κομμάτι της εργασίας βασίζεται στο μοντέλο των Dr. Turki SF Alzomaia και Mr. Ahmed al-Khadiri του King Saudi University. Βάσει των δεδομένων που συλλέχθηκαν από το Datastream, θα ερευνηθεί αρχικά η σχέση μεταξύ διάφορων οικονομικών μεγεθών με την μερισματική απόδοση και σε δεύτερο στάδιο θα διερευνηθεί η επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσεως στην μερισματική απόδοση.

Keywords: Dividend Yield/Return, Dividend Policy, Economic Crisis.

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή- Βασικές έννοιες

1.1 Εταιρείες και χρηματιστηριακός τομέας

Η σύσταση μιας ανώνυμης εταιρείας προϋποθέτει την εύρεση ενός κεφαλαίου το οποίο είναι διερεμένο σε μετοχές. Οι μετοχές αποτελούν ένα ποσοστό περυσιακών στοιχείων που έχουν χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαια, είναι ελεύθερης διακίνησης και εμπορευματοποίησης, εκτός αν το καταστατικό της εταιρείας ορίζει αλλιώς. Ο μέτοχος έχει ευθύνη μέχρι το ποσό της εισφοράς του. Αντικειμενικός σκοπός κάθε εταιρείας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της.

Ένα από τα βασικότερα ερωτήματα που συναντάται σχετικά με τις εταιρείες είναι το πώς επιλέγουν να διαμορφώσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, η οποία ορίζεται σαν το μακροπρόθεσμο χρηματοδοτικό μίγμα δανεισμός και μετοχές. Όταν μια εταιρεία ψάχνει για κεφάλαια λοιπόν έχει δύο επιλογές. Είτε να απευθυνθεί σε επενδυτές οι οποίοι θα αγοράσουν τις μετοχές της (δηλαδή μερίδιο από τα κέρδη της) που τους καθιστούν μέτοχους, είτε θα εκδώσει κάποιο ομόλογο υπόσχοντας στους επενδυτές (δανειστές εν προκειμένω) ότι θα τους αποδίδει περιοδικά σταθερές πληρωμές, οι οποίες θα αποπληρώσουν σε βάθος χρόνου το κεφάλαιο και τους τόκους.

Ο χρηματοοικονομικός τομέας αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της οικονομικής ζωής εδώ και πολλές δεκαετίες, με τις χρηματιστηριακές αγορές να αποτελεί το κλειδί στην άντληση κεφαλαίων μέσα από την διαπραγμάτευση των κοινών μετοχών. Διενεργεί έναν τεράστιο όγκο συναλλαγών (υπολογίζεται ότι ο NASDAQ στην Αμερική ανταλλάσει περίπου 2,8 δις μετοχών από 2800 εταιρίες) και αντλεί υπέρογκα κεφάλαια για τις εταιρείες που διαπραγματεύουν τις μετοχές τους σε αυτόν. Επιχειρήσεις οι οποίες επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια πωλούν στους επενδυτές μερίδια κεφαλαίου (μετοχές), μέσω της λειτουργίας του χρηματιστηρίου, τα οποία δίνουν στους τελευταίους μερίδιο από τα κέρδη των εταιριών με την μορφή μερισμάτων. Η λέξη dividend (μέρισμα) προέρχεται από την λατινική λέξη dividendum η οποία σημαίνει το αντικείμενο που πρέπει να διαιρεθεί. Μέρισμα,

λοιπόν, είναι η διανομή των κερδών που πραγματοποιεί η εταιρεία απέναντι στους μετόχους, διαδικασία η οποία προσδιορίζεται από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εταιρεία. Η μερισματική πολιτική θεωρείται άριστη όταν μεγιστοποιεί την αγοραία αξία της εταιρίας.

Οι επενδυτές χωρίζονται σε 2 κατηγορίες ενδιαφέροντος:

- Αυτοί που ενδιαφέρονται για κέρδη κεφαλαίου (capital gains) , τα οποία προέρχονται από την πώληση της μετοχής σε υψηλότερες τιμές από εκείνες που αρχικά αγοράστηκαν. Συνεπώς, ενδιαφέρονται περισσότερο για την αύξηση των μελλοντικών κερδών και όχι για τα μελλοντικά μερίσματα.
- Αυτοί που ενδιαφέρονται για ένα σχετικά σταθερό κεφάλαιο , το οποίο προέρχεται μέσα από την διακράτηση της μετοχής και την είσπραξη του μερίσματος. Αυτή ήταν η κύρια τάση επένδυσης τα πρώτα χρόνια λειτουργίας των χρηματιστηριών μέχρι και το 1950 περίπου όπου οι μερισματικές αποδόσεις άρχισαν να μειώνονται.

Από την άλλη πλευρά, οι πολιτικές διανομής μερίσματος (dividend policy-θα αναλυθεί εκτενώς σε επόμενο κεφάλαιο) που εφαρμόζουν οι εταιρείες, τις κατατάσσουν σε 2 κατηγορίες:

- Εταιρείες οι οποίες διανέμουν μερίσματα σε τακτική βάση ούτως ώστε να εξασφαλίζουν το ενδιαφέρον των επενδυτών (είτε ώριμες εταιρείες, είτε εταιρείες που δεν βρίσκουν επενδυτικές ευκαιρίες).
- Εταιρείες οι οποίες δεν διανέμουν μερίσματα και αντίθετα κρατούν τα κέρδη περιόδου με σκοπό την επανεπένδυση τους σε επενδυτικές ευκαιρίες με στόχο την ανάπτυξη τους. (κυρίως νεοφυείς εταιρείες).
- Εταιρείες οι οποίες μοιράζουν ένα μέρος των κερδών τους σε μερίσματα και διακρατούν το υπόλοιπο για την ανάπτυξη τους, μέσω επένδυσης σε νέα project. Αυτή φαίνεται να είναι και η πιο προσφιλής τακτική στην σύγχρονη εποχή.

Τέλος, διάκριση πρέπει να γίνει και στους 2 βασικούς τύπους μετοχών που εκδίδονται -κοινές και προνομιούχες:

- Κοινές μετοχές είναι εκείνες οι οποίες έχουν δικαίωμα ψήφου στην Γενική συνέλευση μιας εταιρείας , συμμετέχουν στην διανομή κερδών, έχουν δικαίωμα προτίμησης σε αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ δικαιούνται να συμμετέχουν στην διανομή των ιδίων κεφαλαίων της σε περίπτωση εκκαθάρισης της.
- Προνομιούχες μετοχές είναι εκείνες που δεν έχουν συνήθως δικαίωμα ψήφου, ωστόσο προηγούνται στην διανομή μερίσματος και στην διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης της εταιρείας. Μια ακόμα διαφοροποίηση έγκειται στο ότι οι προνομιούχες μετοχές είναι δυνατόν να δικαιούνται μέρισμα ακόμα και σε περιπτώσεις που η εταιρεία παρουσιάζει ζημιές και σωρευτικό μέρισμα σε περιόδους που η εταιρεία δεν διανέμει μέρισμα.

1.2 Ορισμός και σημασία της μερισματικής απόδοσης.

Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την συνολική απόδοση που αποφέρει το χαρτοφυλάκιο από μετοχές που έχουν διαμορφώσει μέσω της πραγματοποίησης κινήσεων στο χρηματιστήριο. Η συνολική απόδοση έχει δύο συνιστώσες. Πρώτον, την μερισματική απόδοση μέσω των περιοδικών ταμειακών εισροών που θα λαμβάνονται με την μόρφη μερισμάτων και δεύτερον τα κέρδη (ή ζημιά) του επενδεδυμένου κεφαλαίου (capital gain or loss), που προέρχονται από την μεταβολή της τιμής της μετοχής. Η μερισματική απόδοση (dividend yield) αποτελεί έναν πολύ σημαντικό χρηματοοικονομικό δείκτη στον οποίο καταφεύγουν οι επενδυτές πριν την τοποθέτηση μιας επένδυσης τους σε μετοχές, όταν εξαρτώνται από το εισόδημα που αποδίδουν οι μετοχές που έχουν στο χαρτοφυλάκιο τους. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται αν διαιρέσει κανείς το μέρισμα ανά μετοχή που έδωσε μια εταιρεία διά της τιμής στην οποία πωλείται η μετοχή στο χρηματιστήριο, όπως δηλαδή οποιαδήποτε άλλη απόδοση για χρήση κεφαλαίου. Ο τύπος που μας δίνει την μερισματική απόδοση ορίζεται ως εξής:

Μερισματική απόδοση= μέρισμα ανα μετοχή/τιμή μετοχής.

Πρέπει να τονιστεί ότι για τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης πρέπει να λαμβάνονται υπόψη μόνο οι κοινές μετοχές.

Η πληροφόρηση που εμπεριέχεται μέσα από τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης είναι σημαντική για τους επενδυτές, λόγω του γεγονότος ότι μπορούν να πληροφορηθούν το ύψος της χρηματοροής -που προέρχεται από τα μερίσματα- που θα αποκομίσουν για κάθε ευρώ που επενδύουν σε μια μετοχή. Επίσης, ο δείκτης αυτός καθιστά δυνατή την σύγκριση των ταμειακών ροών που θα αποκτηθούν από την επένδυση ενός σταθερού ποσού σε άλλες μετοχές ή σε άλλες επενδυτικές επιλογές. Η υψηλότερη απόδοση αποτελεί θετικό σημάδι για τους επενδυτές, κυρίως γι' αυτούς με μακροχρόνιο ορίζοντα, οι οποίοι τοποθετούν τα κεφάλαια τους με στόχο την είσπραξη ενός εισοδήματος, ελπίζοντας ότι αυτό διαχρονικά θα αυξάνεται, με παράλληλη αύξηση της τιμής της μετοχής. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω και επίσης το γεγονός ότι οι αγορές μετοχών διανύουν μια παρατεταμένη περίοδο αβεβαιότητας προερχόμενη από την χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2008, συμπεραίνουμε ότι οι μερισματικές αποδόσεις πάντοτε εμφανίζονται δυναμικά και αποτελούν κρίσιμο στοιχείο για τη θετική αξιολόγηση μιας μετοχής από πλευράς αναλυτών, αλλά και από πλευράς επενδυτών.

Ο λόγος που οι υψηλές μερισματικές αποδόσεις αποτελούν κρίσιμο στοιχείο για την επενδυτική αξιολόγηση μιας εταιρείας είναι ότι τα μερίσματα που πληρώνονται στους μετόχους εξασφαλίζουν εν μέρει ή δημιουργούν την πεποίθηση ότι σε μια πιθανή πτώση της αγοράς ένα μέρος των απωλειών θα καλυφθεί από τα μερίσματα, θέση που ενισχύεται από την signaling theory, που θα αναλυθεί αργότερα. Παράλληλα, οι εταιρείες με υψηλές μερισματικές αποδόσεις, αποτελούν "πιο αμυντικές" επιλογές σε σχέση με τις εταιρείες που βρίσκονται σε φάση υψηλού ρυθμού ανάπτυξης και τα κέρδη τους δύνανται να εμφανίζουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις από έτος σε έτος. Ωστόσο, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι ο δείκτης αυτός, αν και παρατίθεται σε όλους σχεδόν τους πίνακες τιμών μετοχών, συνήθως μετρά το μέρισμα που έδωσε μια μετοχή πριν από αρκετούς μήνες, με βάση δηλαδή τα κέρδη της προηγούμενης οικονομικής χρήσης, και το συγκρίνει με την τρέχουσα τιμή της, που συνήθως είναι πολύ διαφορετική από εκείνη της εποχής κατά την οποία έδωσε το μέρισμα.

Όταν κάποιος επενδυτής εξετάζει την επίδοση των μερισμάτων οφείλει να εξετάζει πέρα και από την μερισματική απόδοση και το ποσοστό των κερδών που διατίθονται σε μερίσματα (dividend payout ratio). Ο δείκτης αυτός συγκρίνει τα μερίσματα μιας εταιρείας με τα κέρδη της. Για τον λόγο αυτό κρίνεται σημαντικός και θα συμπεριληφθεί αργότερα στο εμπειρικό κομμάτι της εργασίας μας ως μεταβλητή. Οι θεωρίες που θα ακολουθήσουν στα επόμενα κεφάλαια παίζουν σημαντικό ρόλο στον καθορισμό του δείκτη αυτού.

Κεφάλαιο 2

Διαδικασίες μερισματικής πολιτικής

Το παρών κεφάλαιο ως σκοπό έχει να περιγράψει την διαδικασία της μερισματικής πολιτικής -από την απόφαση για την διανομή μερίσματος μέχρι την τελική έκδοση του- τις βασικές έννοιες σχετικά με αυτήν αλλά και κάποιες αιτίες σχετικά με τις μεταβολές των τιμών που επιδρούν σημαντικά στην μερισματική απόδοση.

2.1 Λόγοι διανομής και αποκοπής μερισμάτων.

Οι λόγοι που οι εταιρείες μοιράζουν μερίσματα ποικίλλουν, ωστόσο το σημαντικότερο κίνητρο είναι για να μοιραστούν τα καθαρά τους κέρδη με τους μετόχους τους. Αρχικά, οι εταιρείες θέλουν να ανταμείψουν τους μετόχους της που τοποθέτησαν τα κεφάλαια τους σε αυτές. Η επένδυση τους αυτή χαρακτηρίζεται από ρίσκο επειδή σε περίπτωση χρεοκοπίας μιας εταιρείας είναι πιθανά δύο σενάρια: είτε η απόλυτη απώλεια των χρημάτων τους είτε το ενδεχόμενο να πάρουν μικρό μέρος των χρημάτων τους πίσω εφόσον έχουν πληρωθεί οι εργαζόμενοι και οι υπόλοιποι πιστωτές. Συνεπώς, οι επιχειρήσεις έχουν την θέληση να τους παρέχουν ένα μέρος της επένδυσης τους πίσω σε σίγουρη μορφή όπως είναι τα ρευστά μερίσματα. Κατά δεύτερον, η πληρωμή των μερισμάτων δίνει σημάδια σχετικά με τις εκτιμήσεις της διοίκησης σχετικά με την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Το γεγονός αυτό αποτελεί την signaling theory και θα αναλυθεί στο επόμενο κεφάλαιο. Απλοϊκά θα αναφερθεί ότι σύμφωνα με την θεωρία αυτή, η αύξηση του μερίσματος, η οποία πραγματοποιείται εφόσον ο Manager είναι πεπεισμένος ότι θα διατηρηθεί για αρκετά χρόνια λόγω αύξησης των κερδών, δείχνει θετικά σημάδια για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας. Στην αντίπερα όχθη μια μείωση του ύψους των μερισμάτων προεξοφλείται ως αρνητικό σημάδι από την πλευρά των επενδυτών.

Ο πρώτος λόγος για την περικοπή των μερισμάτων είναι η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών, η χρηματοδότηση των οποίων θα γίνει από τα κέρδη της εταιρίας, που εφόσον αποδειχθούν κερδοφόρες θα αυξήσουν την αξία της επιχείρησης και θα αποδώσουν μελλοντικές αποδόσεις στους επενδυτές. Συνήθως, η πρακτική αυτή

συναντάται σε νεοφυείς επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδιο ανάπτυξης και πιο σπάνια σε ώριμες επιχειρήσεις οι οποίες θεωρούν ότι έτσι θα αυξήσουν την τιμή των μετοχών τους. Κατά δεύτερο λόγο οι εταιρείες σκέφτονται ότι από την πλευρά των επενδυτών η περικοπή των μερισμάτων μπορεί να είναι περισσότερο αποδοτική από φορολογική σκοπιά, λόγω του ότι τα μερίσματα φορολογούνται σε κάποιες χώρες με υψηλότερο συντελεστή σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το θέμα μπορούν να εξαχθούν από το επόμενο κεφάλαιο σχετικά με τις θεωρίες μερισματικής πολιτικής.

2.2 Ορισμός των κερδών για την διανομή μερισμάτων.

Ο στόχος των εταιρειών είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους, όπου κέρδος ορίζεται η θετική εισροή πόρων από μια επένδυση ή από το πλαίσιο των δραστηριοτήτων αφού αφαιρεθούν όλα τα έξοδα που συνδέονται με αυτή. Η επίτευξη του κέρδους είναι συνάρτηση της οικονομικής στρατηγικής της εταιρείας, σχετικά με το που θα επενδύσει τα χρήματά της, τις πηγές από τις οποίες θα αντλήσει τα κεφάλαια της και το πώς θα διατηρήσει την ρευστότητα της.

Οι εταιρείες συντάσσουν 2 καταστάσεις σε κάθε λογιστική χρήση για τον υπολογισμό των κερδών: α. comprehensive income statement και β. net income statement (Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως)

Στην κατάσταση comprehensive income κατατάσσονται όλες οι περιοδικές αλλαγές στην αξία (Book value) του μετοχικού κεφαλαίου, από γεγονότα και συναλλαγές που δεν σχετίζονται με τους μετόχους. Στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, εμφανίζεται το οικονομικό αποτέλεσμα το οποίο πέτυχε η επιχείρηση κατά την διάρκεια μιας χρήσεως.

Σύμφωνα με μια μελέτη που έγινε στην Ιαπωνία από τους Ito και Kochiyama, τα κέρδη που προκύπτουν στην κατάσταση comprehensive income λαμβάνονται υπόψη συνδυαστικά με αυτά της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως, όταν πρέπει να ληφθεί απόφαση για την διανομή μερίσματος.

2.3 Διαδικασία λήψης απόφασης και σημασία μερισματικής πολιτικής-λογιστικός χειρισμός απόδοσης μερίσματος.

Σύμφωνα με τον Allen και Michaely, η μερισματική πολιτική αναφέρεται στην δυναμική απόφαση που οι εταιρείες πρέπει να πάρουν επαναλαμβανόμενα σε τακτά χρονικά διαστήματα. Ο όρος <<πολιτική>> δείχνει την συνοχή στον χρόνο και ότι τα μερίσματα που μοιράζονται δεν επιλέγονται τυχαία. Σε κάθε χρήση, εφόσον είναι κερδοφόρα (συνήθως), πραγματοποιείται συνέλευση του ΔΣ, στην οποία λαμβάνεται η απόφαση εάν η εταιρεία θα διανείμει τις ελεύθερες ταμειακές ροές (free cash flows) σαν μερίσμα ή αν θα τις κρατήσει εντός της επιχείρησης για την χρηματοδότηση νέων project. Εάν η απόφαση είναι θετική για την διανομή μερίσματος αποφασίζεται πότε θα γίνει η έκδοση τους και ποιο θα είναι το ύψος της.

Από την στιγμή που η απόφαση για την διανομή μερίσματος είναι θετική, λογιστικά το χρηματικό σύνολο των μερισμάτων που θα διανεμηθούν αναγνωρίζονται στον λογαριασμό υποχρεώσεων <<μερίσματα πληρωτέα>>. Μόλις η εταιρεία προχωρήσει στην διανομή των μερισμάτων, η υποχρέωση διαγράφεται και το αποθεματικό μειώνεται ισόποσα.

Η σημασία της μερισματικής πολιτικής είναι δεινή όχι μόνο για το μέγεθος των μερισμάτων που μοιράζονται κάθε χρόνο και για την πολυπλοκότητα των αποφάσεων που πρέπει να ληφθούν σχετικά με τα μερίσματα, αλλά και για το γεγονός ότι αλληλεπιδρά με πληθώρα επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων που πρέπει να λάβουν οι επιχειρήσεις. Οι διοικήσεις συνεπώς πρέπει να καθορίσουν τις επαναγορές μετοχών, τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία, τις συγχωνεύσεις και εξαγορές και την έκδοση χρέους σε ένα κοινό πλαίσιο με την μερισματική πολιτική. Το αποτέλεσμα των αποφάσεων αυτών προσδίδει αξία στους μετόχους και αντανακλάται στις μεταβολές των τιμών της μετοχής.

2.4 Τρόποι απόδοσης μερισμάτων.

Ο πιο συνηθισμένος τρόπος με τον οποίο οι εταιρείες διανέμουν μέρισμα είναι μέσω των χρηματικών μερισμάτων (cash dividend) , τα οποία λαμβάνουν οι επενδυτές και φορολογούνται άμεσα. Έναν δεύτερο τρόπο αποτελούν τα μερίσματα με μετοχές (stock dividends), όταν υπάρχει έλλειψη ρευστών διαθεσίμων ή η εταιρεία θέλει να διατηρήσει την ρευστότητα της για την χρηματοδότηση κάποιων projects. Οι μέτοχοι λαμβάνουν καινούργιες μετοχές ως ποσοστό των μετοχών που διαθέτουν. Ωστόσο παρόλο που οι επενδυτές κατέχουν πλέον μεγαλύτερο αριθμο μετοχών μετά την έκδοση, η αγοραία αξία τους παραμένει η ίδια. Πολύ σπάνια μορφή αποτελούν τα μερίσματα με την μορφή περουσιακών στοιχείων, τα οποία όταν δίνονται στους μετόχους θα πρέπει να αποτιμώνται στην εύλογη αξία. Μια τελευταία μορφή θεωρούνται τα scrip dividends, που εκδίδονται όταν η εταιρεία δεν έχει διαθέσιμα κεφάλαια για την πληρωμή μερισμάτων, και ουσιαστικά αποτελούν υπόσχεση ότι θα πληρώσει τους μετόχους σε μελλοντική ημερομηνία (χωρίς απαραίτητα να υπάρχει τόκος).

Ειδική μνεία πρέπει να γίνει και στην επαναγορά μετοχών (stock repurchases) που διενεργούν οι επιχειρήσεις, μέθοδος η οποία θεωρείται εναλλακτικός τρόπος για να μοιράζουν τα κέρδη τους με τους μετόχους. Η επαναγορά μετοχών μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον μετασχηματισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης της εταιρείας, χωρίς να επηρεάζεται η υπάρχουσα μόχλευση της. Η διαδικασία είναι απλή: η εταιρεία χρησιμοποιεί τα μετρητά της και αγοράζει τις μετοχές της. Αυτό μειώνει τα ταμειακά διαθέσιμα και τα ίδια κεφάλαια. Όμως, κρατώντας σταθερά όλα τα υπόλοιπα, η αγορά ιδίων μετοχών μειώνει επίσης τον αριθμό των μετοχών, αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) και μειώνει την λογιστική αξία ανά μετοχή.

Η αναφορά των επαναγορών στην παρούσα εργασία κρίνεται σημαντική αν αναλογιστεί κανείς το γεγονός πως από το 2003 έως και σήμερα κερδίζει έδαφος σε σχέση με τους υπόλοιπους τρόπους διανομής μερισμάτων. Μάλιστα, στις Ηνωμένες πολιτείες από το έτος 2007 υπολογίζεται ότι η αξία των επαναγορών ήταν υπερδιπλάσια από τα κοινά μερίσματα, μια τάση η οποία συνεχίζεται έως και σήμερα.

2.5 Σημαντικές ημερομηνίες για την διανομή μερίσματος.

Μόλις ληφθεί η απόφαση για την διανομή του μερίσματος από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας, πρέπει να οριστούν συγκεκριμένα το ύψος των μερισματικών πληρωμών. Υπάρχουν 4 συγκεκριμένες ημερομηνίες που είναι πολύ σημαντικές για την διαδικασία αυτή.

Declaration Date: Η μέρα αυτή είναι σημαντική γιατί ανακοινώνονται το ύψος των μερισμάτων από το Διοικητικό Συμβούλιο, η ημέρα εγγραφής (record date) και η ημερομηνία πληρωμής (payment day). Εφόσον ανακοινωθούν αυτά η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να πληρώσει το μέρισμα.

Date of record: Μετά την declaration date, η διοίκηση θέτει μια συγκεκριμένη ημερομηνία μέχρι την οποία οι μέτοχοι πρέπει να έχουν εγγραφεί στα βιβλία της εταιρείας για να λάβουν το μέρισμα την ημέρα πληρωμής.

Ex-dividend date: Αφού οριστεί η record date, καθορίζεται και η ex-dividend day από το χρηματιστήριο είτε την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Η σημασία της βρίσκεται στο ότι αν ένας επενδυτής αγοράσει την μετοχή την συγκεκριμένη μέρα ή κάποια από τις επόμενες μέρες μέχρι την πληρωμή του μερίσματος δεν θα έχει το δικαίωμα είσπραξης του μερίσματος το οποίο ανήκει στον πωλητή. Η μέρα αυτή συνήθως ορίζεται 2 εργάσιμες μέρες πριν την record date.

Επίσης, σύμφωνα με εμπειρικές μελέτες η τιμή της μετοχής μπορεί να αυξηθεί ισόποσα με την χρηματική αξία του μερίσματος ανά μετοχή μέχρι την ex-dividend date. Αυτό συμβαίνει επειδή οι επενδυτές γνωρίζουν ότι αν αγοράσουν την μετοχή μέχρι την ημέρα εκείνη, θα λάβουν το μέρισμα κάτι που τους κάνει διαθέσιμους να πληρώσουν και ένα premium. Η συνολική αύξηση της τιμής καθορίζονται επακριβώς από τις κινήσεις που γίνονται για την μετοχή και όχι από κυβερνητικές κινήσεις. Η τιμή των μετοχών ωστόσο διορθώνεται από τα χρηματιστήρια την ex-dividend date.

Payment date: Είναι η προκαθορισμένη ημερομηνία κατά την οποία γίνεται η πληρωμή των μερισμάτων. Δικαίωμα έχουν όσοι έχουν διακρατήσει την μετοχή πριν την ex-dividend date.

2.6 Τιμές μετοχών και μηχανισμός κίνησης

Μία μετοχή, όπως και κάθε άλλο περιουσιακό στοιχείο, πέρα από την οικονομική της αξία, έχει 3 αξίες. Πιο αναλυτικά:

- Οικονομική ή εσωτερική αξία είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματοροών μιας εταιρείας, όπως τα μερίσματα ή τα κέρδη.
- Ονομαστική αξία είναι μια θεωρητική τιμή η οποία δίνεται αυθαίρετα στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Προκύπτει αν διαιρεθεί το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας με το συνολικό αριθμό μετοχών.
- Λογιστική αξία είναι η τιμή της μετοχής που προκύπτει από τα λογιστικά βιβλία και ισούται με τον λόγο της καθαρής θέσης προς το συνολικό αριθμό μετοχών.
- Χρηματιστηριακή αξία είναι εκείνη που αντιπροσωπεύει την Αξία της μετοχής σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο χρηματιστήριο.

Η τιμή που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης είναι η χρηματιστηριακή αξία. Η τιμή αυτή αλλάζει καθημερινά, ανταποκρινόμενη στα τωρινά ή μελλοντικά αποτελέσματα και στις προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με την πορεία της εταιρείας ή επιμέρους κλάδων του χρηματιστηρίου. Μια σειρά παραμέτρων παίζει σημαντικό ρόλο για το πώς συμπεριφέρονται οι επενδυτές, με σημαντικότερους απ' αυτούς να κρίνονται η κερδοφορία, η αναμενόμενη αύξηση της κερδοφορίας, το ρίσκο που περικλείει η μετοχή και διάφοροι άλλοι μακροοικονομικοί παράγοντες. Η τιμή συνεπώς, καθορίζεται βάσει των νόμων της προσφοράς και της ζήτησης.

Κεφάλαιο 3

Θεωρίες μερισματικής πολιτικής

Στο κεφάλαιο αυτό θα επιχειρηθεί να γίνει μια προσπάθεια καταγραφής των θεωριών που έχουν διατυπωθεί σχετικά με την μερισματική πολιτική μιας εταιρείας και τον αντίκτυπο που έχουν στην μερισματική απόδοση, την τιμή της μετοχής, καθώς και τις προτιμήσεις των επενδυτών. Η καταγραφή θα γίνει με χρονολογική σειρά, ενώ κάθε θεωρία αποτελεί συγκεκριμένο πόλο σκέψης. Η βασική διαφορά εντοπίζεται στο αν η διανομή μερίσματος, επηρεάζει την τιμή της μετοχής της εταιρείας και κατά συνέπεια την αξία της επιχείρησης. Για το κρίσιμο αυτό θέμα έχουν δημοσιευτεί πολλές εμπειρικές και θεωρητικές μελέτες με αντικρούμενα συμπεράσματα, χωρίς ωστόσο κάποια από αυτές να έχει κερδίσει την καθολική αποδοχή. Ο Fischer Black, μάλιστα παρομοίασε την μερισματική πολιτική με puzzle, με την φράση: << όσο πιο βαθιά κοιτάμε την εικόνα των μερισμάτων, τόσο πιο πολύ μοιάζει με puzzle, του οποίου τα κομμάτια δεν ταιριάζουν>>.

3.1 Dividend Irrelevance theory by Modigliani and Miller (M&M), 1958 & 1961.

Η πρώτη χρονικά θεωρία, καταγράφηκε από τους Merton H. Miller και Franco Modigliani (1961, pp 411-433). Πριν από την θεωρία αυτή οι περισσότεροι οικονομολόγοι πίστευαν ότι όσο μεγαλύτερο μέρισμα πλήρωναν οι εταιρείες τόσο μεγαλύτερη ήταν η αξία της, βασιζόμενοι στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Το μοντέλο αυτό αποτιμούσε την αξία της εταιρείας προεξοφλώντας τα μελλοντικά μερίσματα με ένα προσαρμοσμένο στον κίνδυνο επιτόκιο. Η εξίσωση από την οποία προκύπτει η αξία είναι η εξής:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t}$$

Όπου: D_t : Το μέρισμα που δίνεται την περίοδο t .

r_t : Το κόστος κεφαλαίου την περίοδο t .

Οι Miller&Modigliani βρήκαν αυτόν τον τρόπο αποτίμησης μη ολοκληρωμένο και και αποφάσισαν να παρουσιάσουν πως αποτιμάται μια εταιρεία λαμβάνοντας υπόψην διαφορετικές αποφάσεις σχετικά με επενδύσεις και την διανομή μερισμάτων.

Το 1958 έκδωσαν το πρώτο τους θεώρημα στο οποίο ανέφεραν τις 2 υποθέσεις τους. Το πρώτο εύρημα τους ήταν ότι η κεφαλαική διάρθρωση, δηλαδή η επιλογή του μίγματος χρέους και έκδοσης μετοχών, δεν επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης. Δεύτερον, το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας δεν μεταβάλλεται όσο αυξάνεται η μόχλευση της. Οι υποθέσεις ισχύουν σε συνθήκες τέλειων αγορών.

Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος ήρθε 3 χρόνια αργότερα (1961) και αναφέρει ότι δεν υπάρχει καμία συσχέτιση μεταξύ των μερισμάτων που μοιράζει μια εταιρεία και της τιμής της μετοχής της. Κατά συνέπεια, η αξία μιας εταιρείας, η οποία αντικατοπτρίζει τον πλούτο των μετόχων, εξαρτάται από την επενδυτική πολιτική μιας εταιρείας και το πόσο επικερδές είναι το πλαίσιο δραστηριοποίησης της και όχι από την απόφαση σχετικά με το ποιο μέρος των κερδών θα παρακρατηθεί και ποιο θα διανεμηθεί σε μερίσματα. Η ουσία της θεωρίας περικλείεται στο ότι εάν οι μέτοχοι λάβουν μεγαλύτερο μερίσμα, το επιπλέον ποσό θα προέλθει από εξωτερική χρηματοδότηση, ωστόσο η αποπληρωμή της μελλοντικά θα επιφέρει οικονομικό κόστος με την μορφή τόκων, το οποίο θα μειώνει το ύψος των μερισμάτων. Έτσι το επιπλέον μερίσμα που θα διανεμηθεί αυτήν την περίοδο θα είναι ίσο με την απώλεια του μερίσματος που θα διενεμηθεί τις επόμενες περιόδους. Από την πλευρά των επενδυτών το ενδιαφέρον έγκειται στην συνολική απόδοση που αποδίδει μια μετοχή, χωρίς προτίμηση μεταξύ της προέλευσης της είτε από την μερισματική απόδοση είτε από την κεφαλαιακή απόδοση.

Η θεωρία των M&M, στηρίζεται σε πολύ στενά πλαίσια και προϋποθέτει την έννοια της τέλειας αγοράς κεφαλαίου (perfect capital market). Για να είναι αποτελεσματική μια αγορά πρέπει να ισχύουν τα εξής κριτήρια:

1. Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγής για να μετατραπούν οι μετοχές σε μετρητά, ενώ παράλληλα υπάρχει απουσία φόρων. Αν αυτό το κριτήριο δεν είναι σε ισχύ, οι επενδυτές που είχαν άμεση ανάγκη μετρητών ίσως να έστρεφαν την προσοχή τους σε μερίσματα.
2. Οι επενδυτές έχουν την ίδια πληροφόρηση.

3. Η επενδυτική στρατηγική των εταιρειών είναι ανεξάρτητη από την μερισματική τους πολιτική και οι ταμειακές ροές της εταιρίας είναι οι ίδιες ανεξαρτήτως ποιας μερισματικής πολιτικής ακολουθείται.
4. Η εταιρεία έχει την ικανότητα να εκδίδει εκ νέου μετοχές, χωρίς κόστη συναλλαγών για να χρηματοδοτεί νέα projects, εφόσον πληρώνει μεγάλα ποσά σε μερίσματα.
5. Οι managers που δίνουν μικρό ποσοστό των κερδών σε μερίσματα, δεν χρησιμοποιούν τα μετρητά που απομένουν για την ικανοποίηση προσωπικών συμφερόντων.

Κριτική της θεωρίας M&M, βασισμένη στην βιβλιογραφία.

Σύμφωνα, ωστόσο, με τους επικριτές αυτής της θεωρίας, τα παραπάνω κριτήρια δεν μπορούν να θεωρηθούν ρεαλιστικά, καθώς δεν βρίσκουν εφαρμογή στην πράξη, συνεπώς χαρακτηρίζουν την προσέγγιση των M&M θεωρητική. Στην πορεία του κεφαλαίου παρατίθενται διάφορες θεωρίες, των οποίων η βάση αποτελεί κριτική συγκεκριμένων σημείων της θεωρίας M&M.

3.2 Bird-in-the-hand theory by John Litner , 1962 and Myron Gordon , 1963.

Η θεωρία των J. Litner και M. Gordon ήταν η πρώτη κατακριτική απάντηση στην θεωρία των M&M, καθώς στηρίζεται στην αβεβαιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών, κάτι που της προσδίδει μεγαλύτερο ρεαλισμό. Η λογική της θεωρίας περικλείεται στην ελληνική φράση <<κάλλιο πέντε και στο χέρι, παρά δέκα και καρτέρι>>. Οι επενδυτές, χαρακτηρίζονται από αποστροφή στον κίνδυνο (risk aversion) και δείχνουν προτίμηση στο να λαμβάνουν πληρωμές από μερίσματα, αντί για κεφαλαιακά κέρδη, λόγω του μεγαλύτερου ρίσκου που επιφέρουν τα τελευταία, Επομένως, όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών εξαιτίας του χαμηλότερου κινδύνου που ενέχουν , τόσο μειώνεται το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και αυξάνεται η τιμή της μετοχής, γεγονός που καθιστά την μερισματική πολιτική άριστη.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα του Gordon, οι περιοδικές πληρωμές μερισμάτων, έχουν θετική επίδραση στην τιμή της μετοχής, στην χρηματιστηριακή της αξία καθώς και στο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC). Όσον αφορά την αξία της μετοχής, βάσει του υποδείγματος αποτίμησης κοινών μετοχών του Gordon, καθορίζεται από τα εξής συστατικά στοιχεία: τα μερίσματα που η επιχείρηση αναμένεται να μοιράσει στο διηνεκές, την αναμενόμενη ετήσια αύξηση των μερισμάτων και την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Συνοπτικά, η αξία μιας μετοχής καθορίζεται από την προεξόφληση μελλοντικών μερισμάτων, τα οποία καθορίζονται εως ένα μελλοντικό σημείο και ύστερα αυξάνονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές. Ο υπολογισμός γίνεται βάσει του τύπου:

$$P=D/(k- g)$$

Όπου: P₀: η τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Div₁: το μέρισμα που αναμένεται να πληρωθεί την επόμενη περίοδο.

K: το κόστος κεφαλαίου.

G: η αναμενόμενη ετήσια αύξηση στα μερίσματα.

Σύμφωνα με το υπόδειγμα Gordon, η μερισματική απόδοση και η μελλοντική αύξηση των μερισμάτων αποδίδουν την συνολική απόδοση στους επενδυτές. Το μοντέλο επίσης υποστηρίζει ότι η μερισματική απόδοση είναι καλύτερο μέσο μέτρησης της συνολικής απόδοσης προς τους επενδυτές από τον μελλοντικό αυξητικό ρυθμό των μερισμάτων, λόγω του ότι ο ρυθμός αυτός και συνεπώς τα κεφαλαιακά κέρδη δεν μπορούν να εκτιμηθούν με ακρίβεια, ενώ παράλληλα υπόκεινται και στην αβεβαιότητα ότι μια εταιρία μπορεί να χάσει όλη της την χρηματιστηριακή αξία και να οδηγηθεί σε χρεοκοπία.

Βάσει των ανωτέρω, μπορούμε να κατανοήσουμε την επενδυτική ψυχολογία. Εάν κάποιος θεωρεί τα μερίσματα πιο ασφαλή από τα κεφαλαιακά κέρδη, τα αντιμετωπίζει ως αντιστάθμισμα από μελλοντικές απώλειες, καθώς εφόσον εισπραχθούν δεν μπορούν να χαθούν εκτός κι αν επενδυθούν λάθος. Οι προϋποθέσεις για την λειτουργία της θεωρίας των Litner&Gordon είναι οι εξής:

1. Η εταιρία χρηματοδοτείται αποκλειστικά με ίδια κεφάλαια και δεν έχει χρέος στην κεφαλαιακή της διάρθρωση.
2. Η εξωτερική χρηματοδότηση δεν είναι διαθέσιμη, συνεπώς τα παρακρατηθέντα κέρδη χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων της επιχείρησης.
3. Η εταιρία υπόκειται σε σταθερό κόστος κεφαλαίου.

Κριτική της θεωρίας Litner&Gordon:

Οι Modigliani & Miller κατέκριναν την θεωρία των Litner&Gordon υποστηρίζοντας ότι οι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματα τους στην ίδια ή σε παρεμφερή εταιρία και ο κίνδυνος των αποδόσεων τους σχετίζεται με τον κίνδυνο της εταιρίας αυτής και όχι με την μορφή των ταμειακών ροών της.

Παρά το γεγονός ότι η θεωρία προσφέρει ένα απλοϊκό πλαίσιο για την συσχέτιση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας και της μερισματικής πολιτικής, κάποιες από τις υποθέσεις τους δεν μπορούν να συναντηθούν στην πραγματική οικονομική ζωή. Συγκεκριμένα, η έλλειψη χρέους από την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης δεν είναι αποτελεί ρεαλιστική πρακτική, ενώ το κόστος κεφαλαίου και το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν μπορούν να θεωρηθούν σταθερα στο διηνεκές γιατί όσο οι εταιρείες επενδύουν τα επενδυτικά ρίσκα μεγαλώνουν.

3.3 The agency hypothesis by W.C. Jensen and W.Meckling, 1973

Η θεωρία αυτή κριτικάρει την υπόθεση των M&M σχετικά με την μη ύπαρξη συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ των manager και των μετόχων. Στην πραγματικότητα, ωστόσο, αυτή η υπόθεση τίθεται υπο αμφισβήτηση αν αναλογιστεί κανείς ότι η ιδιοκτησία της εταιρίας είναι ξεχωριστή από την διοίκηση της. Οι διαχειριστές συναντάται συχνά να έχουν κίνητρα που δεν συμβαδίζουν με αυτά των μετόχων και προχωρούν σε ενέργειες που είναι ζημιογόνες για τις εταιρείες. Επίσης, σύμφωνα με τους Jensen και Meckling υπάρχει ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των manager και των μετόχων καθώς οι πρώτοι διαθέτουν περισσότερη πληροφόρηση η οποία δεν είναι διαθέσιμη στο ευρύ κοινό.

Οι μέτοχοι θέλοντας να μειώσουν τα παραπάνω προβλήματα λαμβάνουν μέτρα για την παρακολούθηση των ενεργειών και των κινήτρων των manager τα οποία έχουν κάποιο κόστος (agency cost). Γι' αυτόν τον λόγο η πληρωμή των μερισμάτων έρχεται ως μέσο εξομάλυνσης της σύγκρουσης συμφερόντων και ελαχιστοποίησης των προβλημάτων, καθώς οι μέτοχοι νιώθουν ότι έτσι μειώνονται τα κεφάλαια που είναι διαθέσιμα στους managers. Ο Easterbrook, μάλιστα υποστήριξε σ' ένα άρθρο του ότι οι πληρωμές μερισμάτων αναγκάζουν τους διαχειριστές να προσεγγίσουν τις κεφαλαιαγορές για να αντλήσουν κεφάλαια (αυξάνοντας έτσι και την μόχλευση της εταιρίας). Συνέπεια αυτής της απόφασης φαίνεται να είναι ότι οι κινήσεις των manager παρακολουθούνται από επαγγελματίες του χώρου -αναλυτές, τραπεζίτες και αλλους- επιφέροντας την μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. Ωστόσο, παρά τα οφέλη, ο Easterbrook αναφέρει ότι η αύξηση των πληρωμών των μερισμάτων και συνεπώς η συνεπακόλουθη αύξηση της μόχλευσης μπορεί να αυλήσει τον κίνδυνο της επιχείρησης.

3.4 The tax-preference theory by R.H. Litzenberger and K. Ramaswamy, 1979.

Η θεωρία αυτή έρχεται ως αντίθεση στην θέση των Modigliani&Miller περί τέλειων αγορών κεφαλαίου και συγκεκριμένα στην πεποίθηση ότι αυτές εξουδετερώνουν κάθε επίδραση προερχόμενη απ' την φορολογία. Με απλά λόγια, για τους M&M, δεν υπάρχει διαφορά στην φορολογική αντιμετώπιση μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών, ωστόσο στον πραγματικό επενδυτικό κόσμο τα άτομα μπορεί να μεταβάλουν την ζήτηση τους για μερίσματα, επειδή ενδιαφέρονται κυρίως για την μετά φόρων απόδοση. Η βασική γραμμή της θεωρίας είναι ότι στον πραγματικό κόσμο η φορολογία υπάρχει και μάλιστα επιδρά σημαντικά στην μερισματική πολιτική και την αξία της επιχείρησης.

Στο πιο τεχνικό κομμάτι, η θεωρία υποστηρίζει ότι τα χαμηλά ποσοστά των κερδών που μοιράζονται ως μερίσμα (low payout ratio) έχουν ως αποτέλεσμα την μείωση του κόστους κεφαλαίου και οδηγούν σε αύξηση της τιμής της μετοχής άρα και της μεγιστοποίησης της αξίας της εταιρίας. Το επιχείρημα αυτό βασίζεται στο γεγονός ότι τα μερίσματα φορολογούνται περισσότερο και πιο άμεσα χρονικά σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, των οποίων η φορολόγηση συμβαίνει την στιγμή της πώλησης των μετοχών. Αυτό το πλεονέκτημα των κεφαλαιακών κερδών, προδιαθέτει τους επενδυτές προς την επιλογή εταιριών που παρακρατούν στα αποθεματικά τους τα κέρδη χρήσεως με σκοπό να επενδυθούν σε νέα projects, αντί να τα μοιράζουν σε μερίσματα.

Σε πολλές χώρες εφαρμόζεται ένας υψηλότερος συντελεστής φορολογίας στα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Γι' αυτόν τον λόγο οι επενδυτές στα υψηλότερα φορολογικά κλιμάκια απαιτούν μεγαλύτερες προ-φόρων προσαρμοσμένες στον κίνδυνο αποδόσεις για να κρατήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους μετοχές με υψηλότερη μερισματική απόδοση. Αυτή η σχέση μεταξύ προ-φόρων αποδόσεων που προσφέρουν οι μετοχές και της μερισματικής απόδοσης είναι η βάση της θεωρίας των Litzenberger και Ramaswamy.

3.5 *The signaling theory by Battachraya (1979)*

Η θεωρία αυτή βασίζεται στην ίδια προϋπόθεση όπως και η agency theory, την ύπαρξη δηλαδή της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Τα στελέχη των επιχειρήσεων πολλές φορές έχουν στην κατοχή τους πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες στο ευρύ κοινό, σχετικά με την τωρινή κατάσταση αλλά και τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας. Αυτό το κενό πληροφόρησης μπορεί να προκαλέσει το φαινόμενο της μη σωστής αποτίμησης της πραγματικής αξίας της εταιρείας. Επακόλουθο είναι οι managers να θέλουν να διοχετεύσουν στην αγορά τις πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της εταιρείας, για να μειωθεί η ασάφεια σχετικά με την πραγματική αξία της επιχείρησης. Ως μέσο για την επίτευξη του σκοπού τους χρησιμοποιούν την διανομή μερίσματος, καθώς πολλοί επενδυτές χρησιμοποιούν τα μερίσματα (ή γενικότερα προφανής χρηματοροές) για την αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας.

Πολλοί ακαδημαϊκοί κύκλοι υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα, πέρα από το οικονομικό τους περιεχόμενο, αντανακλούν κι ένα πληροφοριακό περιεχόμενο. Ακόμα και οι M&M θεωρούν ότι εφόσον οι αγορές δεν είναι τέλειες και αποτελεσματικές, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν αλλαγές στα μερίσματα. Συνεπώς, εάν οι manager κατέχουν κρυφές πληροφορίες και έχουν τα κίνητρα να τις διοχετεύσουν στην αγορά, τότε οι ενδιαφερόμενοι μπορεί να εξάγουν συμπεράσματα σχετικά με τις προοπτικές κερδοφορίας από ανακοινώσεις καταβολής μερισμάτων καθώς και από διαφοροποιήσεις στα μερίσματα μεταξύ 2 περιόδων. Ωστόσο, σύμφωνα με τις παραδοχές αυτής της θεωρίας, το σημάδι που στέλνουν τα μερίσματα στους επενδυτές θα πρέπει να είναι ορθό υπό την έννοια ότι μια εταιρεία με χαμηλές προοπτικές κερδοφορίας δεν θα έχει την δυνατότητα να στέλνει ψευδή σημάδια στην αγορά, με το να αυξάνει τις μερισματικές πληρωμές.

Σύμφωνα με τα παραπάνω λοιπόν, η αγορά θα μπορεί να βασίζεται στα σημάδια των μερισμάτων για την διάκριση μεταξύ των εταιρειών. Εφόσον, τα παραπάνω κριτήρια εκπληρούνται, η αγορά θα ανταποκρίνεται θετικά στις αυξήσεις των μερισμάτων και αρνητικά σε οποιαδήποτε άλλη κατάσταση. (Koch and Shenoy 1999). Ο

Litner(1956), υποστήριξε ότι οι εταιρείες αυξάνουν τα μερίσματα τους όταν οι manager θεωρούν ότι τα κέρδη έχουν αυξηθεί μόνιμα, θέση που υποστηρίχθηκε 32 χρόνια αργότερα (1998) από τους Maquieira & Megginson. Συμπερασματικά, λοιπόν, οι ανακοινώσεις περί μερισμάτων θα πρέπει να θεωρούνται ως ένα άτυπο μέσο

επικοινωνίας σχετικά με την αξιολόγηση της απόδοσης μιας εταιρείας μεταξύ managers και επενδυτικού κόσμου.

Κεφάλαιο 4

Συνολικές αποδόσεις και μερισματική απόδοση – Θεωρίες χαρτοφυλακίου.

Το προηγούμενο κεφάλαιο είχε σκοπό να εξηγήσει βασικές θεωρίες της βιβλιογραφίας σχετικά με την μερισματική πολιτική η οποία επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό και την μερισματική απόδοση. Το κεφάλαιο θα αποτελέσει το μεταβατικό στάδιο μεταξύ της θεωρητικής και εμπειρικής τεκμηρίωσης. Θα επιχειρήσει να προσφέρει κάποιες εμπειρικά τεκμηριωμένες θεωρίες από την διεθνή βιβλιογραφία σχετικά με την επίδραση της μερισματικής απόδοσης στις συνολικές αποδόσεις των μετοχών καθώς και την προβλεπτική ικανότητα των μερισματικών αποδόσεων σε σχέση με τις συνολικές αποδόσεις για διάφορες αγορές. Το κεφάλαιο θα χωριστεί από την μία πλευρά στις θεωρίες που δεν απέδειξαν προβλεπτική ικανότητα των μερισματικών αποδόσεων και στον αντίποδα εκείνες των οποίων τα αποτελέσματα δείχνουν ισχυρή σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και συνολικής απόδοσης. Διαβάζοντας κάποιος τα ευρήματα που παραθέτονται στο παρών κεφάλαιο θα κατανοήσει ότι οι μερισματικές αποδόσεις έχουν μεγάλη σημασία καθώς παρουσιάζουν προβλεπτική ικανότητα σε σχέση με τις συνολικές αποδόσεις, μιας και η πλειοψηφία των μελετών τείνει προς αυτήν την κατεύθυνση. Το γεγονός αυτό αποδεικνύεται για διάφορες περιόδους, καθώς και για διάφορα μεγέθη αγορών. Επίσης, θα αναδείξει ενδιαφέρουσες σχέσεις μεταξύ διάφορων μεγεθών όσον αφορά τις συνολικές και μερισματικές αποδόσεις.

4.1 Εμπειρικές μελέτες που δεν δείχνουν προβλεπτική ικανότητα μεταξύ μερισματικών αποδόσεων και συνολικών αποδόσεων, ή οι ενδείξεις τους δεν είναι ισχυρές προς ένα τελικό συμπέρασμα.

Οι **Black&Scholes**, το **1974**, αφού χρησιμοποίησαν στοιχεία του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για μια περίοδο 40 ετών, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να αποδειχτεί εάν η μερισματική απόδοση επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των μετοχών, χωρίς όμως να υπολογίζεται η φορολογία που μπορεί να επιβάλλεται στα μερίσματα ή στα κέρδη κεφαλαίου.

Οι **Goetzmann & Jorion (1999)** εξέτασαν την προβλεπτική ικανότητα των μερισματικών αποδόσεων όσον αφορά τα μακροπρόθεσμα κέρδη των μετοχών, αφού χρησιμοποίησαν τις μετοχές του Χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης σε μηνιαία βάση, για το διάστημα μεταξύ 1872-1992, σε συνδυασμό με τις μετοχές του Βρετανικού χρηματιστηρίου σε ετήσια βάση από το 1871-1992. Το αποτέλεσμα της μελέτης τους ήταν ότι δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις που να δικαιολογούν αυτές τις προβλέψεις.

Οι **McQueen, Shields & Thorley** το **1997** επιχείρησαν μια σύγκριση μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου 10 μετοχών με την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση και ενός άλλου χαρτοφυλακίου με 30 μετοχές του δείκτη Dow Jones. Η σύγκριση αυτή έδειξε την στατιστικά υψηλότερη μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις 10 μετοχές κατά την διάρκεια των ετών 1946-1995. Ωστόσο, το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο οδηγούσε σε υψηλότερη τυπική απόκλιση, λόγω και της χαμηλότερης διαφοροποίησης, συνεπώς μεγαλύτερο κίνδυνο, καθώς και σε μεγαλύτερα κόστη συναλλαγών και υψηλότερα ποσοστά φορολόγησης. Εφόσον, έλαβαν τα παραπάνω ευρήματα υπόψη, αποφάνθηκαν ότι το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερβαίνει το άλλο. Οικονομικά, συνεπώς, το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερνικούσε το άλλο παρά μόνο σε ορισμένες υποπεριόδους, κάτι το οποίο μπορεί να οφειλόταν σε τυχαίους παράγοντες.

Τέλος, οι **John M. Clinebell, Jan Squires και Jerry Steve (1993)** έκαναν μια μελέτη σχετικά με το αν οι μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα έχουν χαμηλότερο συστημικό κίνδυνο, δηλαδή χαμηλότερο συντελεστή beta. Ωστόσο, για την περίοδο 1966 έως 1989, η πρότασή τους δεν επαληθεύτηκε. Αυτό σημαίνει ότι οι μετοχές με υψηλότερη μερισματική απόδοση δεν προστατεύουν τους επενδυτές από τους κινδύνους αρνητικών εξελίξεων.

4.2 Εμπειρικές μελέτες που δείχνουν την σχέση μερισματικής απόδοσης και κερδών στις συνολικές αποδόσεις των μετοχών.

Ο **Blume (1980)** αφού χρησιμοποίησε τα ίδια δεδομένα που χρησιμοποίησαν οι Black&Scholes, συμπέρανε ότι ο μέσος όρος των κερδών των μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα ήταν υψηλότερος από αυτόν των μετοχών που πληρώνουν μέρισμα όταν εξετάζονται συνολικά, ενώ μόνο οι μετοχές με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση είχαν υψηλότερο μέσο ορο κερδών. Ο Blume επίσης παρατήρησε ότι η σχέση ανάμεσα στην μερισματική απόδοση και τα συνολικά κέρδη μπορεί να αποδοθεί σε ένα διάγραμμα με μια καμπύλη σχήματος U, με τους φόρους να μην επηρεάζουν την σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και κερδών προ φόρων. Ο **Keim** πέντε χρόνια αργότερα (**1985**) παρατήρησε κι αυτός την καμπύλη σχήματος U στην σχέση μερισματικής απόδοσης και κερδών, για την περίοδο 1931-1978, λαμβάνοντας υπόψη του μετοχές από το χρηματιστήριο της Ν.Υόρκης, ενώ επιβεβαίωσε παράλληλα ότι η φορολογία δεν παίζει κανένα ρόλο στην σχέση αυτή. Για τον προσδιορισμό της καμπύλης U χρησιμοποίησε το μέγεθος των εταιριών.

Οι **Fama – French (1988)** ανέλυσαν τις μετοχές του χρηματιστηρίου της Ν. Υόρκης για την περίοδο 1927-1986. Αφού εξέτασαν την παλινδρόμηση των μελλοντικών κερδών και με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, παρατήρησαν ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός ορίζοντας, τόσο μεγαλύτερη ήταν η διακύμανση των κερδών η οποία θα μπορούσε να εξηγηθεί από την διακύμανση των μερισματικών αποδόσεων.

Η πρώτη απόπειρα για εξαγωγή συμπερασμάτων από το χρηματιστήριο του Λονδίνου ανήκει στον **Levis (1989)**, ο οποίος χρησιμοποίησε μετοχές για να εξηγήσει την επιρροή των μερισματικών αποδόσεων στα κέρδη των μετοχών. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το 1961-1985 και δημιουργώντας διάφορα χαρτοφυλάκια, απέδειξε ότι η μερισματική απόδοση και ο δείκτης τιμή προς κέρδη έχουν υψηλότερη επίδραση στα κέρδη απ' ότι η χρηματιστηριακή αξία και η τιμή της μετοχής.

Η επόμενη αγορά που διερευνήθηκε ήταν η Ιαπωνική, από τους **Rao, Aggarwal & Hiraki** το **1992**. Οι παραπάνω αφού εξέτασαν το χρηματιστήριο του Τόκιο από το 1966 έως και το 1983 επαλήθευσαν την θετική σημασία της μερισματικής απόδοσης όσον αφορά τις συνολικές αποδόσεις όπως ακριβώς έγινε και στην αμερικανική

αγορά. Οι μήνες που επικράτησε η θεωρία αυτή ήταν: Ιανουάριος, Μάρτιος, Ιούνιος και Δεκέμβριος. Η μελέτη απέδειξε επίσης ότι η σχέση αυτή δεν οφείλεται σε φορολογικούς παράγοντες, το οποίο προκύπτει από το ύψος των συντελεστών της μερισματικής απόδοσης.

Οι **Gombolla&Liu** το **1993** βρήκαν μια θετική σχέση ανάμεσα στην μερισματική απόδοση και στην συνολική απόδοση της μετοχής, σε μια περίοδο που οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους λόγω αναμενόμενης πτώσης των τιμών. Αντιθέτως, η σχέση αυτή ήταν αρνητική κατά την διάρκεια μιας περιόδου με αυξημένες τιμές μετοχών.

Οι **McManus, Gwilym και Thomas** το **2002** ανέλυσαν την επίδραση του payout ratio στην σχέση μερισματικής απόδοσης- απόδοση μετοχής για την περίοδο 1958-1997, χρησιμοποιώντας μετοχές του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. Το συμπέρασμα της μελέτης ήταν ότι το payout ratio έχει σημαντική επίδραση στην στατιστική σημαντικότητα της μερισματικής απόδοσης όσον αφορά την απόδοση των μετοχών.

Ο **Lewellen (2004)** έδειξε ότι η μερισματική απόδοση των μετοχών του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης συνολικά για τα έτη 1946-2000 , αλλά και για διάφορες υποπεριόδους μπορεί να προβλέψει τις αποδόσεις των μετοχών. Προβλεπτική ικανότητα έχουν επίσης η χρηματιστηριακή προς λογιστική αξία και τα κέρδη προς τιμή της μετοχής.

Αφού αναφέρθηκαν τα ευρήματα από διάφορες αγορές, χρήσιμο θα ήταν να αναφερθούν και δύο μελέτες για την ελληνική πραγματικότητα.

Η πρώτη μελέτη εκπονήθηκε από τους καθηγητές του πανεπιστημίου Πειραιώς **Διακογιάννη** και **Κυριαζή** οι οποίοι εξέτασαν την χρησιμότητα των επενδυτικών στρατηγικών που χρησιμοποιούνται στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στην μελέτη επιχειρείται μια διαφοροποίηση μεταξύ πιο ορθολογικών επενδυτικών επιλογών καθώς και των επιλογών που οι 2 καθηγητές ορίζουν ότι ανήκουν σε πιο <<αφελείς>> επενδυτές. Η τελευταία στρατηγική συνίσταται από κινήσεις: Α) επιλογής μετοχών που στο παρελθόν είχαν κατ' εξαίρεση πολύ καλή απόδοση και Β) πώλησης μετοχών που σημείωσαν αντίθετη πορεία. Ωστόσο οι μετοχές της πρώτης κατηγορίας σύντομα χαρακτηρίζονται ως υπερεκτιμημένες, ενώ οι υπόλοιπες αποδεικνύονται υποτιμημένες και πολλές φορές παρουσιάζουν πολύ καλές επενδυτικές ευκαιρίες.

Συνήθως, αυτές οι μετοχές χαρακτηρίζονται από χαμηλές λογιστικές αξίες, από υψηλές μερισματικές αποδόσεις και από χαμηλές τιμές του κλάσματος <<τιμή προς κέρδη>> και <<τιμή προς λογιστική αξία>>. Οι δύο ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι 7 από τις 8 χρονιές που τέθηκαν υπο διερεύνηση, τα χαρτοφυλάκια που διαμορφώθηκαν από μετοχές με πολύ υψηλές μερισματικές αποδόσεις απέφευγε και πολύ υψηλές συνολικές αποδόσεις. Η έρευνα έδειξε επίσης ότι ακόμα και σε υποπεριόδους που οι τιμές των μετοχών ήταν μειωμένες, οι μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση είχαν μικρότερες αρνητικές αποδόσεις συγκριτικά με τις μετοχές με την χαμηλότερη μερισματική απόδοση. Συμπερασματικά, αυτή η στρατηγική είναι ενδεδειγμένη για επενδυτές οι οποίοι κινούνται σε επενδυτικά περιβάλλοντα με μεταβαλλόμενες περιόδους (όπως είναι το χρηματιστήριο Αθηνών), καθώς τους παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια, υπό την έννοια ότι η επένδυση σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση επιφέρει κέρδη σε περίοδο με ανοδικές τάσεις στις τιμές των μετοχών, ενώ αντίθετα μετριάζει τις απώλειες σε περιόδους με πτωτική τάση. Τέλος, σημαντικό εύρημα αποτελεί και το γεγονός ότι δεν συμβάδιζει η υψηλή απόδοση των χαρτοφυλακίων με υψηλές μερισματικές αποδόσεις με αυξημένο κίνδυνο, εξαιτίας της χαμηλής τυπικής απόκλισης τους.

Σε μία άλλη μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους καθηγητές του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών Γεώργιο Λελεδάκη και Γεώργιο Καραθανάση, όσον αφορά το Χρηματιστήριο Αθηνών, έδειξε ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ των μέσων αποδόσεων των μετοχών με την μερισματική απόδοση, με τον δείκτη Book to market equity καθώς και με την μόχλευση. Επίσης, ανεδύχθει η σχέση σχήματος U μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και των κερδών. Στο τελικό συμπέρασμα αναφέρεται ως εύρημα και το γεγονός ότι ο συστημικός κίνδυνος (ο οποίος εκφράζεται ως beta) δεν έχει την ικανότητα να εξηγήσει τις αποδόσεις των μετοχών.

Κεφάλαιο 5

Μελέτη επίδρασης οικονομικών μεγεθών στην μερισματική απόδοση

5.1 Μεθοδολογία

Το προηγούμενο μέρος της εργασίας αφιερώθηκε στην προσφορά χρήσιμων πληροφοριών σχετικά με τον χρηματιστηριακό κόσμο, τις εταιρείες τις διαδικασίες και τις θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής και αποδόσεων. Οι σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών που θα χρησιμοποιηθούν για την εμπειρική τεκμηρίωση είναι δυναμικές και εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες. Συνεπώς, όλα τα παραπάνω αποτελούν χρήσιμες πληροφορίες για τον αναγνώστη, ούτως ώστε να κατανοήσει τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στα μοντέλα που θα αναλυθούν ευθύς αμέσως.

Το πρώτο μοντέλο αφορά την επίδραση διάφορων μεγεθών στην μερισματική απόδοση. Στηρίζεται στο μοντέλο που χρησιμοποίησαν οι Dr. Alzomaia και Mr. Al-Khadiri στην μελέτη τους για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το ποιοι παράγοντες παίζουν σημαντικό ρόλο στην μερισματική πολιτική και τα μερίσματα που μοιράζονται από εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαουδικής Αραβίας. Το δεύτερο μοντέλο που θα παρουσιαστεί εξετάζει την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην μερισματική απόδοση των Αμερικάνικων εταιρειών- εξαιρουμένου του μη χρηματοοικονομικού τομέα. Για μεγαλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τους λόγους έναρξης της κρίσεως και τις συνέπειες της, οι οποίες επέδρασαν στις μερισματικές αποδόσεις, ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στο παράθεμα που βρίσκεται στο τελευταίο μέρος της παρούσας εργασίας. Για την συλλογή των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων Datastream.

Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση των μοντέλων πρέπει να δοθούν κάποια επεξηγηματικά στοιχεία. Τα στοιχεία που συλλέχθηκαν αφορούν εταιρείες εισηγμένες

στο χρηματιστήριο της Ν. Υόρκης (NYSE), για 9 χρόνια καλύπτοντας μια περίοδο από το 2007-2015. Ορισμένοι παράγοντες είχαν επίδραση στην χρησιμοποίηση των δεδομένων για τα 2 μοντέλα. Συνοπτικά αναφέρονται:

1. Η συλλογή των δεδομένων έγινε σε ετήσια βάση τόσο για τις μερισματικές αποδόσεις όσο και για όλες τις υπόλοιπες μεταβλητές.
2. Πολλές εταιρείες εισήχθησαν για πρώτη φορά στο χρηματιστήριο την περίοδο που βρίσκεται υπό μελέτη συνεπώς ο κίνδυνος αγοράς δεν μπορεί να υπολογιστεί. Επίσης, για κάποιες εταιρείες δεν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα ή εισήχθησαν μεταγενέστερα από το 2007 στο χρηματιστήριο. Για τον λόγο αυτό αφαιρέθηκαν από την εξέταση του μοντέλου και από τις συνολικά 942 εταιρείες τα μοντέλα θα χρησιμοποιήσουν περίπου 430.
3. Οι εταιρείες που πλήρωναν μερίσματα σε εξαμηνιαία ή τριμηνιαία βάση αντιμετώπιστηκαν σαν να έδωσαν μερίσματα σε ετήσια βάση, συμψηφίζοντας τα μερίσματα τους κατά την διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης.
4. Εταιρείες παροχής οικονομικής φύσεως υπηρεσιών έχουν εξαιρεθεί.

Συνοπτική πληροφόρηση για το χρηματιστήριο NYSE.

Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης βρίσκεται στην Wall Street στο Manhattan και η προέλευση του ανάγεται στις 17 Μαΐου του 1792, όταν υπεγράφη η συμφωνία “Buttonwood” από 24 χρηματιστές έξω από τον αριθμό 28 της Wall Street. Αποτελεί το μεγαλύτερο χρηματιστήριο στον κόσμο καθώς σε αυτό συναντάται η μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών για το έτος 2008 ήταν 153 δισεκατομμύρια δολάρια.

Το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης λειτουργεί ως *NYSE Euronext*, η οποία ιδρύθηκε το 2007 μετά την συγχώνευση του NYSE με το πλήρως ηλεκτρονικό χρηματιστήριο Euronext. Η αίθουσα συναλλαγών της NYSE βρίσκεται στην Γουόλ Στρητ.

Ο δείκτης NYSE, από τον οποίο λήφθησαν τα δεδομένα περιλαμβάνει τόσο Αμερικάνικες όσο και ξένων συμφερόντων εταιρείες . Από τις πάνω από 2000 εταιρείες που διαπραγματεύονται στον δείκτη 1.700 είναι Αμερικάνικων συμφερόντων και περίπου 360 βρίσκονται στην ιδιοκτησία ξένων επενδυτών. Ύστερα από μια βαθιά κάμψη τα πρώτα χρόνια της οικονομικής κρίσης ο δείκτης ανέκαμψε και σημείωσε ιστορικό υψηλό στις 10.406.77 μονάδες στις 31 Δεκεμβρίου του 2013.

5.2 First Model: Μελέτη επίδρασης παραγόντων στην μερισματική απόδοση.

Στο πρώτο μοντέλο, θα τρέξουμε μια πολλαπλή παλινδρόμηση για να εξηγηθεί η σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και κερδών ανα μετοχή (EPS), μεγέθους της εταιρείας (ως απόρροια του μετοχικού της κεφαλαίου), κινδύνου της εταιρείας (μετρημένο με το μέγεθος beta), αύξησης των πωλήσεων (growth of sales), μόχλευσης (D/E), ποσοστού διανομής των κερδών σε μερίσματα (payout ratio) αλλά και της τιμής της μετοχής. Η μερισματική απόδοση θα αποτελεί την εξαρτημένη μεταβλητή, ενώ οι υπόλοιπες θα αποτελέσουν τις ανεξάρτητες μεταβλητές.

Το μοντέλο μας έχει την εξής μορφή:

$$DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 LEVERAGE_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 DP_{i,t} + \beta_7 PRICE_{i,t} + ut.$$

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΕΠΕΞΗΓΗΣΕΙΣ ΣΥΜΒΟΛΩΝ

DR	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (YEAR END)
EPS	ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ
GROWTH	ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ
LEVERAGE	ΜΟΧΛΕΥΣΗ
BETA	ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
SIZE	ΜΕΓΕΘΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
DP	ΠΟΣΟΣΤΟ ΚΕΡΔΩΝ ΠΟΥ ΜΟΙΡΑΖΕΤΑΙ ΣΕ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ
PRICE	ΤΙΜΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ (YEAR END)

Dividend Return: Όπως αναφέρθηκε παραπάνω η μερισματική απόδοση θα είναι η εξαρτημένη μεταβλητή μας. Αποτελεί τον λόγο μερίσματα προς την τιμή της μετοχής.

EPS: Τα κέρδη ανά μετοχή είναι το ποσό που αναλογεί σε κάθε μια από τις υπάρχουσες μετοχές και υπολίσζεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη της εταιρείας με το σύνολο των υπάρχουσων κοινών μετοχών. Ο δείκτης αυτός δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να πληρώνει μερίσματα. Αν λοιπόν η εταιρεία αυξήσει τα κέρδη της αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ του EPS, των μερισμάτων και της μερισματικής απόδοσης.

Growth: Η αύξηση των πωλήσεων μεταξύ 2 περιόδων. Επιχειρήσεις οι οποίες παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό των πωλήσεων τους είναι πιθανόν να παρουσιάζουν και πολλές επενδυτικές ευκαιρίες καθώς βρίσκονται ακόμα στο στάδιο της ανάπτυξης. Η χρηματοδότηση τους αναμένεται να γίνει από εσωτερικούς και εξωτερικούς πόρους οπότε αναμένεται αρνητική σχέση με τα μερίσματα και την μερισματική απόδοση.

Size: Οι μεγαλύτερες από άποψη μεγέθους εταιρείες είναι πιο πιθανό αφενός να βρίσκονται σε ώριμο στάδιο και αφετέρου να έχουν ευκολότερη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου. Αυτά τα 2 στοιχεία είναι σημαντικά και βάσει αυτών αναμένεται οι μεγάλες επιχειρήσεις να είναι σε θέση να πληρώσουν μεγαλύτερα μερίσματα.

Leverage: Η μόχλευση μέσα από τον δείκτη Debt/Equity(total) παίζει σημαντικό ρόλο στην εξήγηση του υψους των μερισμάτων που μοιράζει μια εταιρεία. Συνεπώς, εταιρείες με χαμηλό δείκτη είναι διατεθειμένες να μοιράσουν υψηλότερο μέρισμα, έχοντας μεγαλύτερη μερισματική απόδοση. Η υπόθεση αυτή φαίνεται να στηρίζεται και από την θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης που αναπτύχθηκε παραπάνω.

Beta: Αποτελεί τον κίνδυνο της εταιρείας και την σχέση μεταξύ της απόδοσης της τιμής της μετοχής και της αγοράς σαν σύνολο. Ο χαμηλότερος κίνδυνος κάνει τα κέρδη να είναι πιο προβλέψιμα για τις επιχειρήσεις κάτι που τις καθιστά ικανές να πληρώσουν υψηλότερο μέρισμα.

Payout ratio: Είναι – όπως αναφέρθηκε- το ποσοστό των κερδών που μοιράζεται σε μερίσματα. Μεγάλο μέρος του πως καθορίζεται αναλύεται στις θεωρίες που

αναπτύχθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο. Ένα μεγαλύτερο payout ratio αναμένεται να έχει θετική σχέση με την μερισματική απόδοση.

Price(year end): Η τιμή της μετοχής που κατατηρείται την ημερομηνία που κλείνει η χρήση. Οι τιμές των μετοχών αλλάζουν σε καθημερινή βάση ως αποτέλεσμα δυνάμεων των χρηματαγορών. Στην αλλαγή των τιμών δηλαδή υπεισέρχεται ο νόμος της ζήτησης και της προσφοράς. Αν οι επενδυτές θέλουν να αγοράσουν μια συγκεκριμένη μετοχή η ζήτηση αυξάνεται και είναι μεγαλύτερη από την προσφορά συνεπώς η τιμή της μετοχής θα αυξάνεται. Το αντίθετο συμβαίνει όταν οι επενδυτές θέλουν να πουλήσουν την μετοχή άρα αυξάνεται η προσφορά και πέφτει η τιμή της μετοχής. Η τιμή της μετοχής αποτελεί τον παρονομαστή της μερισματικής απόδοσης και αναμένουμε να έχει αρνητική σχέση με αυτήν.

Λόγω των μεγεθών των παρατηρήσεων (κυρίως του size) πρέπει να σημειωθεί ότι προχώρησα στην λογαρίθμηση τους. Το τελικό μοντέλο είναι της μορφής:

$$\ln DR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln EPS_{i,t} + \beta_2 \ln GROWTH_{i,t} + \beta_3 \ln LEVERAGE_{i,t} + \beta_4 \ln BETAI_{i,t} + \beta_5 \ln Size_{i,t} + \beta_6 \ln DPI_{i,t} + \beta_7 \ln PRICE_{i,t} + u_{i,t}$$

Ανάπτυξη υποθέσεων

Το μοντέλο μας βασίζεται στην ανάπτυξη συγκεκριμένων υποθέσεων. Η κάθε υποθήση αποτελεί μια συγκεκριμένη σχέση μεταξύ της εξαρτημένης μας μεταβλητής (μερισματικής απόδοσης) και κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής μας.

H1: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή.

H2: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων.

H3: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με την μόχλευση των εταιρειών.

H4: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με τον κίνδυνο των εταιρειών.

H5: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με το ποσοστό των κερδών που διανέμονται σε μερίσματα.

H6: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με τις τιμές των μετοχών.

H7: Η μερισματική απόδοση έχει θετική σχέση με το μέγεθος της εταιρείας.

5.2 Επεξήγηση ευρημάτων παλινδρόμησης και στατιστικών εννοιών

Για την παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκε το πρόγραμμα Stata. Η παρουσίαση των αποτελεσμάτων θα γίνει με συγκεκριμένα βήματα. Αρχικά, θα αναφέρεται η εντολή που εκτελέστηκε, στην συνέχεια θα δίνεται η επεξήγηση των εντολών καθώς και των εννοιών που εξετάζονται και τέλος θα παρουσιαστούν τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης.

Η πρώτη εντολή, όπως εξηγήθηκε παραπάνω, για την λογαρίθμηση των μεταβλητών ήταν η : `gen lnόνομα_μεταβλητής=log(όνομα_μεταβλητής)`.

Συσχέτιση μεταβλητών πρώτου μοντέλου

Στην συνέχεια χρησιμοποιήθηκε η εντολή `corr` μεταξύ των λογαριθμισμένων μεταβλητών, ούτως ώστε να βρεθεί η συσχέτιση μεταξύ τους. Η διερεύνηση για την συσχέτιση είναι σημαντική, καθώς μας δείχνει κατά πόσο 2 μεταβλητές συσχετίζονται μεταξύ τους, παρέχοντας μας το ίδιο πληροφοριακό περιεχόμενο. Η κρίσιμη τιμή θεωρείται το 50% καθώς όταν οι 2 μεταβλητές παρουσιάζουν συσχέτιση πάνω απ' αυτό το ποσοστό παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση, εξηγώντας το ίδιο καλά το μοντέλο. Αυτό σημαίνει ότι δεν χρειάζεται να ληφθούν και οι 2 υπόψη. Αν 2 μεταβλητές παρουσιάζουν συσχέτιση ίση με 1 σε απόλυτη τιμή σημαίνει ότι έχουν τέλεια αυτοσυσχέτιση. Παρακάτω, παρατίθεται ο πίνακας που εξήχθει και θα εξηγηθούν τα ευρήματα:

Summarize πρώτου μοντέλου.

Το επόμενο βήμα είναι να κάνουμε ένα summarize όλες τις μεταβλητές που χρησιμοποιήσαμε στην παλινδρόμηση προκειμένου να ελέγξουμε τους μέσους τις ακραίες τιμές για την περίπτωση που κάποια μεταβλητή είναι ίδια με κάποια άλλη. Για να συμβεί αυτό πρέπει οι μεταβλητές να έχουν τους ίδιους μέσους αλλά και ακραίες τιμές. Η εντολή που χρησιμοποιήθηκε γι' αυτόν τον σκοπό ήταν η sum με την οποία υπολογίστηκαν τα μεγέθη που θέτονται υπό διερεύνηση..

Πίνακας 2: Summarize πρώτου μοντέλου.

```
. sum lndr lneps lnnde lnbeta lndivpay lnsgrowth lnsize lnprice
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
lndr	3725	.7751297	.9332075	-3.506558	4.208714
lneps	4755	.5032645	1.031328	-6.214608	4.810964
lnnde	5256	4.206953	1.450371	-4.60517	11.47262
lnbeta	5400	-.0090189	.7653302	-3.506558	1.585145
lndivpay	2979	3.402152	.8695311	-2.65926	4.60407
lnsgrowth	3852	2.326392	1.267471	-3.506558	11.92612
lnsize	5589	13.8452	1.521744	5.736572	18.68739
lnprice	5417	3.27959	.925453	-5.115996	8.386116

Παρατηρούμε λοιπόν ότι δεν έχουμε ίδιες ή παρόμοιες μεταβλητές στο υπόδειγμά μας και ότι δεν υπάρχουν ακραίες τιμές, συνεπώς μπορούμε να προχωρήσουμε στην εκτέλεση της παλινδρόμησης.

Μέτρα αξιολόγησης του Μοντέλου

Στην συνέχεια εκτελέσθηκε η εντολή reg με σκοπό να τρέξει η πολλαπλή παλινδρόμηση. Η παλινδρόμηση κάλυψε 7 περιόδους και βασίστηκε σε 1735 παρατηρήσεις. Τα στατιστικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης δίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 3: Στατιστικά Αποτελέσματα παλινδρόμησης.

```
. reg lndr lneps lnde lnbeta lndivpay lnsgrowth lnsizel nprice
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1743
Model	1156.62006	7	165.231437	F(7, 1735) =	2875.55
Residual	99.6944215	1735	.057460762	Prob > F	= 0.0000
Total	1256.31448	1742	.721190863	R-squared	= 0.9206
				Adj R-squared	= 0.9203
				Root MSE	= .23971

Το πρώτο μέγεθος που θα σχολιαστεί είναι το R-squared (coefficient of determination). Η ερμηνεία του είναι σημαντική καθώς μας δείχνει το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τη διακύμανση των τιμών της ανεξάρτητης μεταβλητής ή αλλιώς το πόσο καλά οι ανεξάρτητες μεταβλητές μας εξηγούν το μοντέλο. Το μοντέλο λοιπόν όπως φαίνεται εξηγεί το 92,06% της μεταβλητότητας της μερισματικής απόδοσης, άρα προσαρμόζεται πολύ καλά στα δεδομένα.

Στην συνέχεια, πρέπει να σχολιάσουμε την στατιστική σημαντικότητα του μοντέλου. Όπως φαίνεται στον παραπάνω πίνακα η F-statistic είναι σημαντική ($F=2875.55$ και $P < 0.05$) σε επίπεδο 95%, κάτι το οποίο μας δείχνει ότι το μοντέλο είναι ικανό να εξηγήσει τι επιδρά στην μερισματική απόδοση.

Αφού λοιπόν έχουν εξεταστεί οι παραπάνω παράγοντες το μοντέλο θεωρείται αξιόπιστο και μπορούμε να προχωρήσουμε στο σχολιασμό των αποτελεσμάτων.

Ανάλυση σημαντικότητας και επεξήγηση ευρημάτων

Πίνακας 4 : Πίνακας συντελεστών και στατιστικής σημαντικότητας.

VARIABLES Model 1

DP 0.907*** (0.0207)

EPS 0.858*** (0.0350)

DE 0.0244** (0.00953)

BETA -0.0180** (0.00724)

GROWTH -0.00429 (0.00574)

SIZE 0.0157*** (0.00508)

PRICE -0.905*** (0.0284)

Constant -0.203 (0.126)

Observations 1,743

R-squared 0.921

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Η στατιστική σημαντικότητα κάθε μεταβλητής εξηγείται από το t-stat και για να είναι σημαντική θα πρέπει να έχει τιμή (κατ' απόλυτη τιμή) μεγαλύτερη ή ίση του 2. Από τα οικονομικά μεγέθη που χρησιμοποιήθηκαν ως μεταβλητές στο μοντέλο μας η μόνη που κρίνεται στατιστικά μη σημαντική είναι ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων. Ο πρώτος λόγος που μπορεί να εξηγήσει το γεγονός αυτό μπορεί να είναι ότι η αύξηση των πωλήσεων δεν οδηγεί απαραίτητα στην κερδοφορία, αν αναλογιστεί κανείς και την κρίση που οι εταιρείες είχαν να αντιμετωπίσουν την περίοδο που τίθεται υπό εξέταση, η οποία κρίνεται απαραίτητη για την διανομή των μερισμάτων. Επίσης,

βάσει των θεωριών που αναπτύχθηκαν (signaling theory) οι managers μπορεί να θεωρούν ότι η αύξηση των πωλήσεων δεν είναι μόνιμη για να διατηρήσει το επίπεδο των μερισμάτων σταθερό. Οι υπόλοιπες μεταβλητές κρίνονται στατιστικά σημαντικές και μπορούμε να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα ως προς ποιες μεταβλητές έχουν θετική ή αρνητική επίδραση στην μερισματική απόδοση.

Πριν αναλύσουμε ενδελεχώς τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης μπορούμε με μια πρώτη ματιά να κατανοήσουμε την σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής, που αναλύθηκε εκτενώς στο θεωρητικό κομμάτι, η οποία έχει θετική επίδραση στο ύψος της μερισματικής απόδοσης. Η επίδραση της ανακλατάται μέσω του ποσοστού των κερδών που διατίθεται για διανομή μερισμάτων, το οποίο όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα έχει στατιστική σημαντικότητα και υψηλό θετικό συντελεστή. Επίσης, πρέπει να τονιστεί ότι χρησιμοποιήθηκαν απλές οικονομετρικές τεχνικές, ενώ παράλληλα δεν έγιναν περιοριστικές υποθέσεις, ούτε αναλύθηκαν υποπερίοδοι για λεπτομερέστερη ανάλυση του δείγματος.

Έλεγχος υποθέσεων και συνοπτικές επεξηγήσεις.

Υπόθεση 1: Αποδεχόμαστε την πρώτη υπόθεση καθώς βλέπουμε ότι τα κέρδη ανά μετοχή έχουν θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στην μερισματική απόδοση. Αυτό αποδεικνύεται από τον πολύ υψηλό θετικό συντελεστή που παρουσιάζεται. Ο λόγος που ο δείκτης EPS διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στις μερισματικές αποδόσεις είναι ξεκάθαρος. Οι εταιρείες πρέπει να παρουσιάζουν κέρδη στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως για να μοιράσουν μερίσματα. Όταν λοιπόν οι εταιρείες αναμένεται να αυξήσουν την κερδοφορία τους (υψηλότερα κέρδη ανά μετοχή) αναμένεται να μοιράσουν μεγαλύτερα μερίσματα (εφόσον δεν παρουσιάζονται επενδυτικές ευκαιρίες) με αποτέλεσμα να αποδώσουν υψηλότερη απόδοση. Από πλευράς των επενδυτών μπορούμε να πούμε ότι το αποτέλεσμα υποδεικνύει ότι οι επενδυτές στο χαρτοφυλάκιό τους επιθυμούν επιχειρήσεις που έχουν τη τάση να αυξάνουν τα έσοδα και τα κέρδη τους στο χρόνο, για αυτό εξάλλου παρατηρείται η θετική συσχέτιση με την μερισματική απόδοση της μετοχής. Η εύρωστη οικονομική κατάσταση στις επιχειρήσεις αποκτά βαρύνουσα σημασία για

τον επενδυτή στην επιλογή της κατάλληλης μετοχής, και φαίνεται ότι αυξημένα κέρδη και συνολικά έσοδα αποτελούν πόλους έλξης.

Υπόθεση 2: Δεν μπορεί να εξεταστεί καθώς ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων είναι στατιστικά μη σημαντικός.

Υπόθεση 3: Από τα στοιχεία του πίνακα εξάγεται ότι η μόχλευση της εταιρείας (εκφρασμένη από το κλάσμα D/E) έχει θετική και στατιστικά σημαντική επίδραση στις μερισματικές αποδόσεις. Το αποτέλεσμα αυτό έχει 2 αναγνώσεις. Αρχικά, μπορούμε να πούμε ότι μέχρι έναν βαθμό ισχύει η θεωρία περί του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και οι managers προχωρούν στον δανεισμό για να μην υπάρξουν μειώσεις στις πληρωμές αυτές και τα αρνητικά μηνύματα που αυτοί συνεπάγεται.

Το δεύτερο κομμάτι στο οποίο πρέπει να σταθούμε είναι ότι μια τέτοια σχέση καταδεικνύει έναν κρυφό κίνδυνο για τους επενδυτές. Στην μερισματική απόδοση όπως είναι γνωστό από τον ορισμό που δόθηκε αλληλεπιδρά και η τιμή της μετοχής (όπως θα δείξουμε στην υπόθεση 6 μια μεγάλη πτώση της τιμής συνεπάγεται αύξηση της μερισματικής της απόδοσης). Αξιολογώντας ένας επενδυτής μια μετοχή μόνο από την μερισματική της απόδοση μπορεί να πέσει στην παγίδα της τοποθέτησης των κεφαλαίων του σε μια μοχλευμένη μετοχή, της οποίας απλά η πτώση της τιμής προκαλεί υψηλή μερισματική απόδοση. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται χαρακτηριστικά παραδείγματα από τον δείκτη NYSE.

Πίνακας 4: Μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, υψηλή μόχλευση και πτώση της τιμής τους.

Όνομα εταιρείας	Πτώση τιμής μετοχής 2014-2015 (%)	Total Debt-to-Equity 2015	Dividend Yield 2015 (DY 2014)
Harley Davidson Inc	44%	374,5	2.73 (+1.15%)
Dominion resources	15%	228.6	3.83 (+0,71%)
PPG Industries	15%	92.5	1.43 (+0.30%)
Olin Corp	26%	160.41	4.63 (1.12%)
Teekay Corp	80.5%	822.82	17.55(15.07%)

Τονίζεται ότι στον παραπάνω πίνακα όλες οι εταιρείες αύξησαν τον λόγο D/E την περίοδο 2014-2015.

Υπόθεση 4: Απορρίπτουμε την τέταρτη υπόθεση καθώς η μερισματική απόδοση έχει αρνητική σχέση με τον κίνδυνο των εταιρειών. Ο συντελεστής που προκύπτει δείχνει μικρή αρνητική επίδραση του κινδύνου στην διαμόρφωση των μερισματικών αποδόσεων. Ο μικρός αρνητικός συντελεστής κάνει τα αποτελέσματα της μελέτης μας να μοιάζουν με αυτά των Λελεδάκη και Καραθανάση, δηλαδή ότι ο συστημικός κίνδυνος της εταιρείας δεν έχει προβλεπτική ικανότητα στις μερισματικές-εν προκειμένω- αποδόσεις.

Υπόθεση 5: Η υπόθεση αυτή αντανακλά την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην διαμόρφωση της μερισματικής απόδοσης. Το ποσοστό των κερδών που μοιράζονται σε μερίσματα έχει πολύ ισχυρή στατιστική σημαντικότητα και θετική σχέση με την μερισματική απόδοση, συνεπώς αποδεχόμαστε την υπόθεση μας. Ο λόγος είναι προφανής καθώς ένα υψηλότερο μέρισμα εξ' ορισμού συνεπάγεται υψηλότερη απόδοση εφόσον η τιμή της μετοχής παραμένει σταθερή. Οι εταιρείες των οποίων οι διοικήσεις συμερίζονται τις θεωρίες μερισματικής πολιτικής bird-in-the-hand και signaling theory, μέσω των οποίων εξάγεται ότι η διανομή υψηλότερου μερίσματος συνεπάγεται και υψηλότερη αξία για την επιχείρηση, φαίνεται να έχουν υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις.

Υπόθεση 6: Η υπόθεση που αναπτύχθηκε για την θετική σχέση των τιμών των μετοχών με την μερισματική απόδοση πρέπει να απορριφθεί. Εξ ορισμού, η τιμή αποτελεί τον παρονομαστή της μερισματικής απόδοσης, συνεπώς μια μεγάλη πτώση της θα έχει αντίκτυπο στην μείωση της μερισματικής απόδοσης. Ειδικότερη αναφορά για το πώς η πτώση των τιμών επιδρά στην μερισματική απόδοση θα δοθεί στο δεύτερο μοντέλο.

Υπόθεση 7: Η υπόθεση ότι το μέγεθος της εταιρείας επιδρά θετικά στην μερισματική απόδοση κρίνεται ορθή. Εταιρείες οι οποίες έχουν μεγαλύτερο μέγεθος, όπως αναμενόταν, αποκτούν πιο εύκολα πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, παρουσιάζουν μικρότερα κόστη συναλλαγών και ως εκ τούτου αποδίδουν υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις. Ωστόσο, η επίδραση του μεγέθους βάσει του συντελεστή προεξόφλησης κρίθηκε μικρό, με άλλους παράγοντες να θεωρούνται σημαντικότεροι στην διαμόρφωση υψηλότερων μερισματικών αποδόσεων.

5.3 Συνοπτικά συμπεράσματα μοντέλου

Το μοντέλο απέδειξε ότι για την υπο εξέταση περίοδο οι μερισματικές αποδόσεις των εισηγμένων εταιρειών στον δείκτη NYSE έχουν υψηλή θετική συσχέτιση με το ποσοστό των κερδών που μοιράζονται σε μερίσματα(και κατ'έκταση με το αν η μερισματική πολιτική που ακολουθεί μια εταιρεία αποδίδει υψηλό μέρισμα), μικρότερη αλλά θετική σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή , το μέγεθος της εταιρείας και την μόχλευση της, ενώ παρουσιάζουν αρνητική συσχέτιση με την τιμή και τον κίνδυνο της. Οι κινήσεις των ανεξάρτητων μεταβλητών εξηγούνται από έναν περίπλοκο μηχανισμό, ο οποίος περιλαμβάνει τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης , των επενδυτικών αποφάσεων και τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής και της κεφαλαιακής διάρθρωσης, η κατανόηση του οποίου απαιτεί την μελέτη των θεωριών που αναπτύχθηκαν στο 2^ο και 3^ο κεφάλαιο.

Κεφάλαιο 6

Μελέτη επίδρασης της οικονομικής κρίσεως στις μερισματικές αποδόσεις εταιρειών εισηγμένες στον δείκτη NYSE.

6.1 Μεθοδολογία

Το δεύτερο μοντέλο που θα παρουσιαστεί στην παρούσα μελέτη εξετάζει την επίδραση της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην μερισματική απόδοση των Αμερικάνικων εταιρειών- εξαιρουμένου του μη χρηματοοικονομικού τομέα. Για μεγαλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τους λόγους έναρξης της κρίσεως και τις συνέπειες της, οι οποίες επέδρασαν στις μερισματικές αποδόσεις, ο αναγνώστης μπορεί να ανατρέξει στο παράθεμα που βρίσκεται στο τελευταίο μέρος της παρούσας εργασίας.

Για το μοντέλο αυτό έχουν ληφθεί ως βάση οι ίδιες εταιρείες του πρώτου μοντέλου, ενώ οι υποθέσεις, οι επεξηγήσεις και οι περιορισμοί που τίθενται σε ισχύ συμπίπτουν με την πρώτη μελέτη.

6.2 Second Model: Μελέτη επίδρασης της οικονομικής κρίσεως στις μερισματικές αποδόσεις.

Για την εξαγωγή συμπερασμάτων θα τρέξουμε μια πολλαπλή παλινδρόμηση με το πρώτο μοντέλο, χρησιμοποιώντας κάποιες κοινές μεταβλητές και θα προσθέσουμε μια ψευδομεταβλητή (Crisis), η οποία θα παίρνει τιμές 0 και 1 (αποτελεί δηλαδή μια dummy μεταβλητή). Για την μέτρηση της κρίσεως χρησιμοποιήθηκε το ΑΕΠ της Αμερικάνικης οικονομίας το οποίο παρουσιάζει πτώση τις χρονιές 2008 και 2009. Συνεπώς, η ψευδομεταβλητή Crisis θα πάρει τιμή ίση με 1 τις 2 αυτές χρονιές.

Το μοντέλο μας θα έχει την μορφή:

$$DR = b_0 + b_1 CRISIS_{i,t} + b_2 EPS_{i,t} + b_3 DE_{i,t} + b_4 SIZE_{i,t} + b_5 PRICE_{i,t} + b_6 DP_{i,t} + u_{i,t}$$

Οι εντολές που εκτελέστηκαν είναι ίδιες με αυτές του πρώτου μοντέλου ενώ οι μεταβλητές λογαριθμίστηκαν λόγω μεγέθους.

Ανάπτυξη υποθέσεων

Η βασική υπόθεση που θα γίνει αφορά την επίδραση της κρίσεως στην μερισματική απόδοση. Οι υπόλοιπες μεταβλητές εισήχθησαν για να γίνουν ορισμένες επεξηγήσεις.

H₀: Η κρίση έχει θετική επίδραση στις μερισματικές αποδόσεις.

Συσχέτιση μεταβλητών δεύτερου μοντέλου και Μέτρα αξιολόγησης.

Πίνακας 5: Συσχέτιση

```
. corr lndr crisis lneps lnde lnsize lnprice lndivpay
(obs=2726)
```

	lndr	crisis	lneps	lnde	lnsize	lnprice	lndivpay
lndr	1.0000						
crisis	0.1354	1.0000					
lneps	0.0380	-0.0994	1.0000				
lnde	0.3595	0.0173	0.0570	1.0000			
lnsize	0.1124	-0.0423	0.3551	0.0630	1.0000		
lnprice	-0.1891	-0.2496	0.7575	-0.0057	0.3540	1.0000	
lndivpay	0.8082	0.0205	-0.1892	0.3043	0.0840	-0.0523	1.0000

Παρατηρούμε τις ίδιες συσχετίσεις με το πρώτο μοντέλο λόγω του ότι χρησιμοποιούμε τις ίδιες μεταβλητές.

Observations 2,726

R-squared 0.901

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Το R-squared του μοντέλου κρίνεται ιδιαίτερα υψηλό. Συνεπώς, οι μεταβλητές μας εξηγούν το 90% της μεταβλητότητας της μερισματικής απόδοσης. Κρίνοντας από την έλλειψη συσχέτισης και από το υψηλά αξιόπιστο μέτρο αξιολόγησης του μοντέλου μπορούμε να προχωρήσουμε στην ανάλυση των ευρημάτων.

Έλεγχος υπόθεσης και συνοπτικές επεξηγήσεις.

Πριν προχωρήσουμε στα αποτελέσματα της παλινδρόμησης θα αναφερθούν ορισμένες παρατηρήσεις που έγιναν κατά την εξέταση των δεδομένων. Αρχικά, (πέραν εξαιρέσεων) η κρίση επηρέασε τα κέρδη των εταιρειών το οποίο σε συνδυασμό με την τάση των διοικήσεων να περικόψουν το ποσοστό των κερδών που μοιράζονται σε μερίσματα (μικρότερο dividend payout ratio) οδήγησε σε μικρότερα μερίσματα. Επίσης, λόγω της επενδυτικής ψυχολογίας που επικράτησε εκείνη την περίοδο οι εταιρείες είδαν τις τιμές των μετοχών τους να χάνουν μεγάλο μέρος της αξίας τους. Λαμβάνοντας υπόψη, ότι τα μερίσματα και η τιμή είναι οι 2 προσδιοριστικοί παράγοντες της μερισματικής απόδοσης αναμένουμε μια αύξηση των μερισματικών αποδόσεων.

Πίνακας 6: Αποτελέσματα παλινδρόμησης

VARIABLES Model 2

CRISIS	0.0337**	(0.0147)
EPS	0.854***	(0.0266)
DE	0.0275***	(0.00776)
SIZE	0.0150***	(0.00467)
PRICE	-0.898***	(0.0219)
DP	0.910***	(0.0151)
Constant	-0.245**	(0.0999)

Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι όλες στατιστικά σημαντικές. Συγκεκριμένα, τα κέρδη ανα μετοχή, η μόχλευση, το μέγεθος της εταιρείας, η τιμή και το Dividend payout είναι σημαντικά σε επίπεδο 1% και η Κρίση σε επίπεδο 5%.

Υπόθεση H₀: Αποδεχόμαστε ότι η κρίση έχει μικρή θετική επίδραση στις μερισματικές αποδόσεις με συντελεστή 0,0337. Το αποτέλεσμα αυτό, όπως εξηγήθηκε παραπάνω, οφείλεται εν πολλοίς στην μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών και στα μικρότερα μερίσματα που μοιράστηκαν εκείνη την περίοδο. Οι υπόλοιπες μεταβλητές χρησιμοποιήθηκαν για να δείξουν ότι συνεχίζουν να έχουν την ίδια επίδραση στην μερισματική απόδοση όπως και το πρώτο μοντέλο.

6.3 Συνοπτικά συμπεράσματα μοντέλου

Κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσεως , οι επενδυτές δέχτηκαν μεγάλες απώλειες τόσο από μερίσματα, που παρόλο που θεωρούνταν ασφαλή μορφή εισοδήματος, περικόπηκαν όσο και από την πτώση των τιμών των μετοχών. Η γενική εικόνα για τις μερισματικές αποδόσεις ήταν ανοδική, κάτι που εξηγείται κυρίως από την πτώση των τιμών.

Παρ' όλα αυτά, η υψηλή μερισματική απόδοση σε περιόδους κρίσης δεν είναι απαραίτητα θετικό σημάδι για την αξιολόγηση μιας μετοχής. Κάποιες από τις εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλή μερισματική απόδοση μπορεί να αποτελούν αξιόλογη επένδυση και πολλές φορές να είναι ασφαλέστερες από τις εταιρείες που τα κέρδη τους παρουσιάζουν άνοδο των κερδών πέρα από τον μέσο όρο του κλάδου. Ωστόσο, ένας επενδυτής πρέπει να έχει στο μυαλό του ότι η συνολική απόδοση πρέπει ισούται με την μερισματική απόδοση συν την κεφαλαιακή απόδοση (η οποία ενδέχεται να κατακρημνιστεί λόγω της μεγάλης πτώσης των τιμών). Για την καλύτερη αξιολόγηση μιας μετοχής ο επενδυτής οφείλει να κατανοήσει το ιστορικό της εταιρείας, και να προτιμήσει εταιρείες με σχετικά σταθερή παροχή μερισμάτων , οι οποίες παράλληλα συνδυάζουν υψηλή μερισματική απόδοση με χαμηλό dividend payout.

Παράθεμα: Συνοπτικές πληροφορίες για την οικονομική κρίση στις ΗΠΑ.

Ο Mishkin όρισε την κρίση ως μία διαταραχή των αγορών κεφαλαίου κατά την οποία γίνονται δυσμενείς επιλογές και βαθαίνουν τα ηθικής φύσεως προβλήματα, με τέτοιο τρόπο ώστε οι χρηματαγορές να μην μπορούν να επιτελέσουν σωστά την ορθή διοχέτευση των χρηματορροών προς αυτούς που έχουν τις περισσότερο αποδοτικές επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτή η άποψη περιγράφει γλαφυρά την κατάσταση που επικρατούσε την περίοδο 2007-2009, όπου έλαβε χώρα η μεγαλύτερη ύφεση μετά από εκείνη της δεκατίας του 1930.

Η σπίθα που άναψε το φυτίλι της κρίσεως ήταν η κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων, τα λεγόμενα δάνεια χαμηλής εξασφάλισης (Sub-Prime Loans, subprimes), τα οποία δίνονταν χωρίς εγγυήσης σε οικογένειες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα (καταστρατήγηση πιστοληπτικής ικανότητας). Η κατάρρευση οφειλόταν στην άνοδο των επιτοκίων τα οποία κατέστησαν τους δανειολήπτες ανίκανους να τα αποπληρώσουν. Λόγω των τιτλοποιήσεων αυτών των δανείων διαχύθηκαν σε όλο το οικονομικό στερέωμα. Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που κατείχαν αυτούς τους τίτλους στο ενεργητικό τους χρειαζόνταν ρευστότητα για την αποπληρωμή των εγγυήσεων, την οποία δεν μπορούσαν να βρουν στην διατραπεζική αγορά λόγω της διστακτικότητας που επικρατούσε. Όταν τα πρώτα σημάδια της ύφεσης έκαναν την εμφάνιση τους ο επενδυτικός και τραπεζικός κόσμος βρισκόταν σε κατάσταση πανικού. Πολλά ιδρύματα εξαγοράστηκαν ή κρατικοποιήθηκαν για να μην πτωχεύσουν κάτι που δεν γλίτωσε η Lehmann Brothers και η Bear Sterns. Η πρώτη αντίδραση από την κεντρική τράπεζα ήταν η παροχή ρευστότητας προς το οικονομικό σύστημα καθώς και η μειώσεις των επιτοκίων, τα οποία δεν κρίθηκαν αρκετά για να τιθασεύσουν την κρίση. Η σταθεροποίηση ήρθε αργότερα μετά από πολλά νομοσχέδια διάσωσης, με αρκετά κρατικά κονδύλια να <<ρίχνονται>> στην οικονομία και τα σημάδια από το πέρασμα της να είναι ακόμα ορατά μέχρι σήμερα.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο ήταν λογικό οι επενδυτές να προχωρήσουν σε μαζικές πωλήσεις των τίτλων τους, κάτι το οποίο οδήγησε σε μεγάλες απώλειες τα χρηματιστήρια τα οποία για μερικές μέρες έμειναν κλειστά. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι στις 29 Σεπτεμβρίου του 2008 ο Dow Jones έπεσε 778 μονάδες (πτώση 7%). Επίσης, συνυπολογίζοντας την οικονομική επιβράδυνση που παρατηρήθηκε εκείνη την περίοδο οι επιχειρήσεις παρουσίασαν δραματική πτώση στα κέρδη τους και σύμφωνα με μελέτες παρουσίασαν μείωση στις μερισματικές πληρωμές (κατά 14%). Λαμβάνοντας υπόψη τις παραπάνω παραμέτρους γίνεται κατανοητό το γιατί οι μερισματικές αποδόσεις εκείνη την περίοδο παρουσίαζαν αυξητικές τάσεις.

References

Ιστοσελίδες

[https://en.wikipedia.org/wiki/S.A. \(corporation\)](https://en.wikipedia.org/wiki/S.A._(corporation))

<http://www.investopedia.com/ask/answers/12/why-do-some-companies-pay-a-dividend.asp>

<http://www.accountingtools.com/types-of-dividends>[http://](http://www.accountingtools.com/types-of-dividends)

www.accountingtools.com/types-of-dividends

<http://www.fortune.com/2015/08/24/stock-market-august-decline/>

Μονογραφίες- Βιβλία

Jeffrey Wooldridge, Εισαγωγή στην οικονομετρία, μια σύγχρονη προσέγγιση, Εκδόσεις Παπαζήση, 2013.

Επίσκοπος Α. , Χρηματοοικονομική επιχειρήσεων, Εκδόσεις Σμπίλιας (2009).

Richard A. Brealey ,Stewart C. Myers, Franklin Allen, Principles of Corporate Finance (10th Edition) (2011).

Καραθανάσης Γεώργιος και Δράκος Αναστάσιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση των Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Μπένου (2010).

Γεώργιος Αληφαντής, Χρηματοοικονομική Λογιστική 3η έκδοση, τόμος Β, Εκδόσεις Διπλογραφία (2009).

Simon Benninga, Principles of finance with excel, 2nd Edition, Oxford University Press (2011).

Άρθρα

Franklin Allen and Roni Michaely, Payout Policy (2002).

Miller M. and Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, (1958).

Miller M. and Modigliani F. , Dividend Policy , Growth and Valuation of Shares. Journal of Business , (1961).

Litner J. , Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the supply of the capital to corporations, Review of Economics and Statistics, Vol. 44, No. 3, (1962)

Gordon M. , Optimal Investment and Financing Policy , Journal and Finance (1963).

Jensen M.C. and Meckling W.H. , Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Vol.3, (1973).

Lintzenberger R. H. and Ramaswamy K. , The effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices, Journal of Financial Economics, (1979).

Sudipto Bhattacharya, Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy , The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1, (1979).

Dr. Turki SF Alzomaia and Ahmed Al-Khadhiri ,Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia (2012).

Fischer Black and Myron Scholes, The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns, vol. 1, issue 1, pages 1-22 (1974).

P. Jorion, W. N. Goetzmann Global Stock Markets in the Twentieth Century (1999).

McQueen G. et al, Does the Dow-10 Investment Strategy beat the Dow statistically and economically? , Financial Analyst Journal (1997).

Clinebell J. M. et al, Investment Performance of high income stocks over up and down markets. Journal of economics and finance (1993).

Blume E. , Stock returns and Dividend Yields:Some more evidence. The review of economics and statistics. (1980).

Keim B., Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns, Journal of financial Economics. (1985).

Fama F. and French R., Dividend Yield and Expected Stock Returns. Journal of financial Economics. (1988).

Levis, M., Stock Market Anomalies- A re-assessment Based on the UK evidence. Journal of Banking and Finance (1989).

Hiraki et al, Stock returns and Dividend Yields: Evidence from the Tokyo Stock exchange, Journal of Economics and Business (1992).

Thomas R. et al, A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio, EFMA Conference at London (2002).

Lewellen J., Predicting Returns with Financial Ratios, Journal of financial Economics. (2004).

Kyriazis D. & Diakogiannes G, Testing the performance of Value Strategies in the ASE, Applied Financial Economics, (2007).

Leledakis G. et al , Cross-sectional estimation of stock returns in small markets: The case of the Athens Stock Exchange, Applied Financial Economics (2003).

Maquieira C. et al, How Stock-SWAP Mergers Affect Shareholder (And Bondholder) Wealth: More Evidence Of The Value Of Corporate “Focus”, Applied Financial Economics (1998).

Brav A. et al, Payout policy in the 21st century, Journal of financial Economics (2005).

Kunio Ito, Takuma Kochiyama,,International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior, Volume 6 of the series Advances in Japanese Business and Economics (2014).

Murillo Campello, et al, The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis, The national Bureua of Economic Research (2009)

