



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ
ΕΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΑΝΤΙΓΟΝΗ

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση

Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

ΑΘΗΝΑ, ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2005



Εγκρίνουμε την εργασία της
ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ ΑΝΤΙΓΟΝΗΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΑΘΗΝΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ
ειδ.: 79844
Αρ.
ταξ.

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΥΠΟΓΡΑΦΗ

ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ

A. E.

ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΥΠΟΓΡΑΦΗ

ΔΑΝΙΗΛ Σ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ

.....
.....



ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2005

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ



ΕΛΛΗΝΙΚΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΕΠΑΛ
1961
200

ΕΠΑΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΕΠΑΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΕΠΑΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΕΠΑΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΔΙΑΤΑΞΗ ΒΙΒΛΙΟΥ



ΕΠΑΛ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
2. Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	7
2.1 Το Μοντέλο Προσαρμογής των Μερισμάτων του Lintner	7
2.2 Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας Αναφορικά με Μελέτες που Διεξήχθησαν Γύρω από το Μοντέλο Προσαρμογής των Μερισμάτων του Lintner.....	14
2.2.1 Η Επίδραση των Προσδοκιών και της Ρευστότητας στη Μερισματική Πολιτική.....	15
2.2.2 Εναλλακτικές Επεξηγηματικές Μεταβλητές Μη Αυτοπαλίνδρομου Χαρακτήρα	20
2.2.3 Ο Ρόλος της Ταμειακής Ροής και της Δομής του Φορολογικού Συστήματος.....	24
2.2.4 Εμπειρική Μελέτη Υποστήριξης του Μοντέλου του Lintner.....	28
2.3 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Μερισματικής Πολιτικής	29
2.4 Εμπειρικός Έλεγχος του Υποδείγματος Lintner για τις Μεγαλύτερες Εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.....	35
2.4.1 Μοντέλο και Δεδομένα	35
2.4.2. Αποτελέσματα.....	37
2.4.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....	40
3. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	45
3.1 Η Τάση Μείωσης των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων και οι Αιτίες της	45
3.1.1 Διαχρονική Εξέταση της Τάσης Διανομής Μερισμάτων	48
3.1.2 Τα Χαρακτηριστικά των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων	50
3.1.3 Περιορισμένη Τάση Διανομής Μερισμάτων στο Σύνολο των Εταιριών	54
3.1.4 Οι Επιδράσεις της Αλλαγής των Χαρακτηριστικών και της Περιορισμένης Τάσης Διανομής Μερισμάτων	55
3.1.5 Εξέταση της Τάσης Διανομής Μερισμάτων Τριών Διαφορετικών Κατηγοριών Εταιριών.....	58
3.2 Η Τάση Συγκέντρωσης των Μερισμάτων και των Κερδών	60

3.2.1 Η Αύξηση των Αθροιστικών Μερισμάτων.....	62
3.2.2 Η Αύξηση της Συγκέντρωσης των Μερισμάτων και των Κερδών.....	63
3.2.3 Η Σταθερότητα των Δεικτών Διανομής Μερισμάτων.....	66
3.2.4 Η Ταυτότητα των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων	67
3.2.5 Ανακεφαλαίωση και Συμπεράσματα	68
3.3 Οι Τάσεις «Εμφάνισης» και «Εξαφάνισης» των Μερισμάτων	72
3.4 Η Αναλογία των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων στην Αγγλία και τη Γερμανία	73
3.4.1 Δεδομένα και Αποτελέσματα.....	73
3.4.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων.....	75
ΑΝΑΦΟΡΕΣ	79



1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μερισματική πολιτική των εταιριών είναι ένα ζήτημα που έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον όσων ασχολούνται με θέματα χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων τις τελευταίες δεκαετίες και έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης τόσο θεωρητικής όσο και εμπειρικής. Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετήσει εμπειρικά τη μερισματική πολιτική των μεγαλύτερων επιχειρήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και τη τάση διανομής μερισμάτων των εταιριών τα τελευταία χρόνια. Καταρχήν, εφαρμόστηκε για τη περίοδο 1988-2003 το υπόδειγμα προσαρμογής των μερισμάτων του Lintner στα δεδομένα των 120 μεγαλύτερων, με βάση τη χρηματιστηριακή τους αξία, εταιριών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μέσω των παλινδρομήσεων που διεξήχθησαν προέκυψαν οι εκτιμήσεις για τους συντελεστές της εξίσωσης παλινδρόμησης και κατά συνέπεια μέσω της επίλυσης συστήματος δύο εξισώσεων προέκυψαν οι εκτιμήσεις για το στόχο διανομής μερισμάτων (target payout ratio) και τη ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων. Κατά δεύτερον, εξετάστηκε εμπειρικά η τάση διανομής μερισμάτων ορισμένων, τυχαίως επιλεγμένων, εταιριών της Αγγλίας και της Γερμανίας για τη περίοδο 1983-2003.

Τα αποτελέσματα στα οποία κατέληξε η παρούσα εργασία είναι μεταξύ άλλων ότι η διάμεσος των εκτιμήσεων όλων των εταιριών του δείγματος για το στόχο διανομής μερισμάτων είναι πολύ κοντά με τη διάμεσο των πραγματικών στόχων διανομής. Η Ελλάδα έχει την ψηλότερη μέση τιμή για τη παράμετρο της ταχύτητας προσαρμογής, αλλά τη χαμηλότερη μέση τιμή για τη παράμετρο του στόχου διανομής. Αντίθετα η Ιρλανδία έχει τον υψηλότερο στόχο διανομής, αλλά πολύ χαμηλή ταχύτητα προσαρμογής. Γενικότερα οι χώρες του Βορρά είναι πιο συντηρητικές ως προς τη ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων τους, αλλά με πολύ υψηλότερο ποσοστό στόχου διανομής μερισμάτων από τις χώρες του Νότου. Με ελάχιστες εξαιρέσεις τόσο σε επίπεδο εταιριών όσο και σε επίπεδο χωρών όταν ο στόχος διανομής μερισμάτων υπερβαίνει τη μονάδα, η ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων είναι αμελητέα. Στο επίπεδο των κλάδων το βασικό συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι ο κλάδος των βιομηχανιών είναι αυτός που επικεντρώνει περισσότερο το ενδιαφέρον του στη διανομή μερισμάτων. Όσον αφορά τη τάση των εταιριών να διανέμουν μερίσματα προέκυψε ότι υπάρχει τάση μείωσης τα τελευταία χρόνια, που για τη μεν Αγγλία είναι πιο έντονη στις μικρές εταιρίες, ενώ για τη δε Γερμανία στις μεσαίες.



Η παρούσα εργασία συμβάλει σημαντικά στην ελληνική βιβλιογραφία. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της είναι η μοναδικότητα, καθώς από όσο γνωρίζουμε δεν υπάρχει άλλη παρόμοια εργασία γραμμένη στην ελληνική γλώσσα που να μελετά τη μερισματική πολιτική των μεγαλύτερων εταιριών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η δομή της εργασίας είναι η ακόλουθη. Το πρώτο μέρος περιλαμβάνει το υπόδειγμα προσαρμογής των μερισμάτων του Lintner, την επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τις μελέτες που έχουν διεξαχθεί γύρω από αυτό και τη θεωρία της μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής. Επιπλέον περιλαμβάνει τον εμπειρικό έλεγχο του υποδείγματος Lintner για τις μεγαλύτερες εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τα προκύπτοντα συμπεράσματα. Το δεύτερο μέρος αποτελείται από την επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας αναφορικά με τις σύγχρονες τάσεις διανομής μερισμάτων, καθώς και την εμπειρική διερεύνηση της παραπάνω τάσης σε δύο από τις μεγαλύτερες αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στον κ. Αθανάσιο Επίσκοπο, Αναπληρωτή Καθηγητή του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, για τις εποικοδομητικές παρατηρήσεις του και τη καθοριστική βοήθειά του με σκοπό την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας.



2. Η ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 Το Μοντέλο Προσαρμογής των Μερισμάτων του Lintner

Στα μέσα της δεκαετίας του 1950 σημαντική ήταν η συμβολή των αποτελεσμάτων της έρευνας που διεξήγαγε ο John Lintner¹ όσον αφορά τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Το μεγαλύτερο μέρος του άρθρου του αφορά τις αποφάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τα μερίσματα και τη μερισματική πολιτική τους παρά με τα παρακρατηθέντα κέρδη και τις αποταμιεύσεις, καθώς τα αποτελέσματα της έρευνας του υποδηλώνουν ότι τα μερίσματα αντιπροσωπεύουν τη πρωταρχική και ενεργή μεταβλητή αποφάσεων στις περισσότερες καταστάσεις. Συγκεκριμένα, οι αποταμιεύσεις σε μια δεδομένη περίοδο είναι ένα υποπροϊόν της μερισματικής πολιτικής, ενώ τα μερίσματα σπανίως αποτελούν υποπροϊόν των τρεχόντων αποφάσεων σχετικά με το μέγεθος των αποταμιεύσεων. Παρόμοια, η πρωταρχική επίδραση των φόρων στον όγκο των καθαρών αποταμιεύσεων μιας επιχείρησης είναι αποτέλεσμα της επίδρασης τους στο μέγεθος των καθαρών κερδών τα οποία είναι πρωταρχικός παράγοντας του όγκου των μερισμάτων.

Προκειμένου να προχωρήσουν στην έρευνά τους, ο J. Lintner και οι συνάδελφοί του και ύστερα από προσεκτική επισκόπηση της ακαδημαϊκής και μη βιβλιογραφίας σχετικά με τη χρηματοοικονομική πολιτική των επιχειρήσεων, αλλά και από μελέτες περιπτώσεων από τα αρχεία του Harvard Business School, ετοίμασαν μια λίστα από δεκαπέντε εύκολα παρατηρήσιμους παράγοντες και χαρακτηριστικά τα οποία φαίνονταν να αντανακλούν ή ίσως αναμένονταν να έχουν σημαντική επίδραση στη μερισματική πολιτική. Στη συνέχεια εξέτασαν τις διαθέσιμες πληροφορίες για πάνω από 600 εισηγμένες και καλά εδραιωμένες εταιρίες και επέλεξαν 28 για λεπτομερή έρευνα, έτσι ώστε να υπάρχουν τουλάχιστον τρεις εταιρίες εντός κάθε μεγάλης ομάδας με καθένα από τα παραπάνω χαρακτηριστικά. Επιπλέον, σχεδόν ομοιόμορφος διαχωρισμός έγινε και μεταξύ εταιριών παραγωγής διαρκών και μη διαρκών αγαθών, καθώς επίσης και μεταξύ βιομηχανιών παραγωγής καταναλωτικών και μη καταναλωτικών αγαθών. Άλλοι παράγοντες που ελήφθησαν υπόψη ήταν το μέγεθος της εταιρίας, ο μέσος δείκτης τιμή προς κέρδη, ο ισολογισμός και η ρευστότητα, η σταθερότητα των κερδών, η κεφαλαιοποίηση, η διανομή μερισμάτων

¹ Lintner John, May 1956, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", The American Economic Review, Vol. 46, No 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 97-113.

υπό τη μορφή μετοχών, η επιπλέον πληρωμή μερισμάτων και η διάσπαση μετοχών, το μέγεθος και η σημαντικότητα της κατοχής μετοχών από τη διοίκηση και άλλες ομάδες ελέγχου της εταιρίας. Τέλος, οι εταιρίες που επιλέχτηκαν ανήκαν όλες στο βιομηχανικό τομέα, καθώς υπάρχει μεγαλύτερη ποικιλία μερισματικών πολιτικών εντός αυτού του τομέα. Το δείγμα ήταν σκοπίμως επιλεγμένο ώστε να περιλαμβάνει μεγάλη ποικιλία διαφορετικών καταστάσεων και σημαντικών αντιθέσεων μεταξύ των πολιτικών εταιριών παρόμοιων από διάφορες απόψεις, αλλά διαφορετικών σε άλλα σημαντικά χαρακτηριστικά.

Για κάθε εταιρία ακολούθησε μια ολοκληρωμένη χρηματοοικονομική ανάλυση εμβαθύνοντας στην ανάπτυξή τους εντός των μεταπολεμικών χρόνων. Στη συνέχεια ακολούθησαν συνεντεύξεις, οι οποίες σκοπό είχαν να επικεντρώσουν στους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων για τη μερισματική τους πολιτική, αλλά και στις περιπτώσεις όπου οι ρυθμοί διανομής μερισμάτων άλλαζαν. Προκειμένου τα εντοπιστούν οι διαφορετικές απόψεις, οι συνεντεύξεις, κατά πλειοψηφία, έγιναν σε δύο έως πέντε υπεύθυνους ανώτατους υπαλλήλους, συμπεριλαμβανομένου προέδρους, αντιπροέδρους, ελεγκτές, διευθυντές και ταμίες.

Από τις συνεντεύξεις προέκυψαν σημαντικά στοιχεία όσον αφορά την μερισματική πολιτική των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Με εξαίρεση δύο εταιρίες, οι οποίες αναζητούσαν ένα σταθερό ποσοστό διανομής μερισμάτων, οι υπόλοιπες στην απόφασή τους για το ποσό των μερισμάτων που θα διένειμαν, λάμβαναν υπόψη τους το εάν ο υπάρχων ρυθμός διανομής μερισμάτων θα έπρεπε να αλλάξει. Εξετάζοντας τις 28 εταιρίες για επτά χρόνια (1947-1953), βρήκαν ότι δεν υπήρχε ούτε μια περίπτωση όπου στην απόφασή τους για το ποσό μερισμάτων που θα έπρεπε να διανεμηθεί το συγκεκριμένο τρίμηνο ή χρόνο, δεν λάμβαναν υπόψη τους τον υπάρχοντα ρυθμό διανομής μερισμάτων, ως τη πιο ευνοϊκή λύση όσον αφορά τα συμφέροντα της εταιρίας και/ή των μετόχων της τη συγκεκριμένη περίοδο. Σκέψη υπήρχε για το πόσο μεγάλη θα έπρεπε να ήταν η αλλαγή στο ποσό που διανέμει η εταιρία ως μέρισμα. Βέβαια ακόμα και τότε ο υπάρχων ρυθμός διανομής μερισμάτων αποτελούσε ορόσημο για τη διοίκηση στην απόφασή της. Αξίζει να σημειωθεί ότι στην απόφαση της διοίκησης για τη μερισματική της πολιτική ως εξαρτημένη μεταβλητή ήταν η αλλαγή του υπάρχοντος ρυθμού διανομής μερισμάτων και όχι το νέο ποσό αυτό καθαυτό.

Η διοίκηση σχεδόν όλων των εταιριών επιθυμεί την αποφυγή αλλαγών στο ρυθμό διανομής των μερισμάτων, την οποία θα έπρεπε να αντιστρέψει εντός ενός

χρόνου ή περισσότερο, καθώς θεωρεί ότι οι μέτοχοι προτιμούν ένα σταθερό ρυθμό μερισμάτων ή μια σταδιακή αύξηση στο ρυθμό των μερισμάτων και ότι η αγορά αξιολογεί θετικά τη σταθερότητα και τη σταδιακή αύξηση. Αυτή η συντηρητικότητα και η προσπάθεια αποφυγής άστατων αλλαγών στους ρυθμούς είχαν ως αποτέλεσμα την ανάπτυξη σταθερών προτύπων συμπεριφοράς όσον αφορά τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Προκειμένου να επιτευχθεί το παραπάνω πρότυπο συμπεριφοράς η διοίκηση προχωρεί σε σταδιακή αλλαγή του ποσού που διανέμει ως μέρισμα και όχι στην αλλαγή που θα ήταν ενδεικτική από την αλλαγή στα τρέχοντα χρηματοοικονομικά στοιχεία.

Στα πλαίσια αυτής της πολιτικής γίνεται εύκολα κατανοητό ότι οποιοσδήποτε λόγος που θα μπορούσε να οδηγήσει τη διοίκηση να αλλάξει τον υπάρχοντα ρυθμό και οποιοσδήποτε λόγος, ο οποίος θα ήταν σημαντικός στο να καθορίσει το ποσό της αλλαγής πρέπει να φαίνονται συνετοί και πειστικοί στους ανώτατους υπαλλήλους και τους διευθυντές και θα πρέπει να παρέχουν ισχυρά κίνητρα στη διοίκηση. Συνεπώς, οι παραπάνω λόγοι θα πρέπει να είναι γνωστοί από τους μετόχους και τη χρηματοοικονομική κοινότητα και η διοίκηση να αναμένει ότι αυτές οι εξωτερικές ομάδες θα κατανοήσουν και θα θεωρήσουν τους παραπάνω λόγους πειστικούς, αν όχι εξαναγκαστικούς. Τα τρέχοντα καθαρά κέρδη ανταποκρίνονται στις παραπάνω προσδοκίες καλύτερα από οποιοδήποτε άλλο παράγοντα. Τα κέρδη καταγράφονται συχνά και δημοσιεύονται ευρέως στο οικονομικό τύπο. Οι περισσότεροι ανώτατοι υπάλληλοι και διευθυντές θεωρούν ότι οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για τα κέρδη. Συγκεκριμένα, οι διοικήσεις των εταιριών που συμμετείχαν στην έρευνα πίστευαν ότι, εκτός και αν υπήρχαν άλλοι λόγοι για το αντίθετο, ήταν ευθύνη τους και πρότυπο δικαιοσύνης να διανέμουν μέρος από οποιαδήποτε ουσιώδη αύξηση στα κέρδη τους ως μέρισμα στους μετόχους. Ακόμα και τα στελέχη της μειοψηφίας που είχαν τη τάση να βλέπουν τα συμφέροντα της εταιρίας ξεχωριστά από τα συμφέροντα των μετόχων και φαίνονταν να ενδιαφέρονται λιγότερο στο να ακολουθήσουν μια μερισματική πολιτική προς όφελος των μετόχων, ανησυχούσαν για το ποια θα ήταν η επίπτωση στη προσωπική τους θέση η αποτυχία να απεικονίσουν τα πρόσθετα κέρδη σε μερίσματα. Παρόμοια, οι διοικήσεις θεωρούσαν ότι είναι δίκαιο και συνετό για τους μετόχους τα μερίσματα να απεικονίζουν μέρος οποιασδήποτε ουσιώδους ή συνεχιζόμενης μείωσης στα κέρδη και κάτω από αυτές τις συνθήκες οι μέτοχοι θα πρέπει να κατανοήσουν και να δεχτούν την περικοπή.

Σε αντίθεση με τα κέρδη, άλλοι παράγοντες είναι λιγότερο αναγνωρίσιμοι από τους μετόχους ως παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν σημαντικά τη διανομή μερίσματος. Συγκεκριμένα μικρό ήταν το ποσοστό όπου άλλοι παράγοντες, όπως η περιορισμένη ικανότητα ρευστότητας, κυριαρχούν στο καθορισμό της μερισματικής πολιτικής. Μία συνετή διοίκηση θα έκανε το καλύτερο ώστε να αποφύγει καταστάσεις όπου θα έπρεπε να προχωρήσει σε περικοπή μερισμάτων κάτω από το επίπεδο που οι μέτοχοι θα ανέμεναν με βάση τα κέρδη. Η αντίδραση των μετόχων θα είναι άμεση με αποτέλεσμα οποιοσδήποτε άλλος παράγοντας, πέρα από τα κέρδη, ακόμα και αν είναι λογικός, να είναι δύσκολο να εξηγηθεί και να γίνει πειστικός στους μετόχους.

Υπάρχουν διαφορές στη μερισματική πολιτική που ακολουθεί η κάθε εταιρία, όμως, σχεδόν σε κάθε εταιρία οι σημαντικές αλλαγές στα κέρδη σε συνδυασμό με τον υπάρχοντα ρυθμό διανομής των μερισμάτων αποτελούν τους πιο σημαντικούς παράγοντες στις αποφάσεις της εταιρίας για τη μερισματική της πολιτική. Συγκεκριμένα, η έρευνα έδειξε ότι το επίπεδο των τρεχόντων κερδών είναι το σημείο εκκίνησης για το εάν η διοίκηση πρέπει να προχωρήσει σε αλλαγή του μερίσματος που διανέμει. Τα κέρδη πάντα αποτελούν το κύριο παράγοντα στην απόφαση αλλαγής του ρυθμού διανομής των μερισμάτων, ακόμα και όταν άλλοι παράγοντες λαμβάνονται υπόψη.

Επιπλέον, εντόπισαν ότι η σχέση μεταξύ των τρεχόντων κερδών και του υπάρχοντος ρυθμού διανομής μερισμάτων αποτελεί το μοναδικό σημαντικό παράγοντα στον καθορισμό του ποσού του νέου μερίσματος, εφόσον έχει αποφασιστεί αλλαγή στα μερίσματα. Προκειμένου να εξετάσουν την εξάρτηση χώρισαν τις εταιρίες σε δύο ομάδες. Στη πρώτη ομάδα, που αποτελούνταν από τα δύο-τρίτα των εταιριών που εξετάστηκαν, διαπιστώθηκε ότι κάθε εταιρία είχε μια καθορισμένη πολιτική σχετικά με τον ιδανικό στόχο για το δείκτη των μερισμάτων προς τα τρέχοντα κέρδη (target pay-out ratio). Για όλες, εκτός από δύο από αυτές τις εταιρίες, αυτός ο στόχος διανομής θεωρούνταν ως ο ιδανικός προς τον οποίο η εταιρία έπρεπε να κινηθεί, αλλά όχι ως μια περιοριστική απαίτηση που υποδεικνύει ένα συγκεκριμένο ποσοστό διανομής κάθε χρόνο. Επιπροσθέτως, οι περισσότερες από αυτές τις εταιρίες είχαν πιο ευέλικτα πρότυπα σχετικά με τη ταχύτητα με την οποία θα έπρεπε να κινηθούν προς μια πλήρη προσαρμογή των μερισμάτων στα τρέχοντα κέρδη. Κατά τη πλειοψηφία των εταιριών τα μερίσματα θα έπρεπε να προσαρμοστούν κατά ένα ορισμένο κλάσμα της διαφοράς μεταξύ του ποσού του

μερίσματος της περασμένης περιόδου και του ποσού του μερίσματος που θα έπρεπε να διάνεμηθεί αν χρησιμοποιούσαμε το στόχο διανομής στα τρέχοντα κέρδη.

Τα αποτελέσματα όσον αφορά το στόχο διανομής κυμαίνονταν από το χαμηλό 20% στο υψηλό 80%, με το 50% να αποτελεί τη πιο κοινή τιμή και τις περισσότερες εταιρίες να στοχεύουν στο 40% ή 60%. Σχετικά με τη ταχύτητα προσαρμογής, δύο εταιρίες επιθυμούσαν πλήρη προσαρμογή των μερισμάτων εντός ενός χρόνου, σε αντίθεση με τις περισσότερες από τις υπόλοιπες που επιχειρούσαν να κινηθούν μερικώς προς αυτή τη κατεύθυνση σε διάστημα ενός χρόνου. Ανάμεσα στις τελευταίες το κλάσμα προσαρμογής κυμαίνονταν από ένα-δεύτερο στο ελάχιστο ένα-πέμπτο ή ένα-έκτο.

Αξίζει να σημειωθεί ότι μια αύξηση στα κέρδη δεν θα επιφέρει μια αναλογική αύξηση στα μερίσματα. Αντίθετα, τα μερίσματα θα αυξάνονται σταδιακά από χρόνο σε χρόνο. Κατά συνέπεια ακόμα και σε περίοδο μείωσης των κερδών της εταιρίας, το μέρισμα μπορεί να αυξηθεί ώστε να απεικονίσει την αύξηση των προηγούμενων περιόδων. Τα αντίθετα μπορεί να συμβεί και σε περίοδο αύξησης των κερδών. Δηλαδή, τα μερίσματα μπορεί να μειώνονται ώστε να απεικονίσουν πλήρως το χαμηλό επίπεδο κερδών των προηγούμενων περιόδων. Βέβαια η τελευταία περίπτωση δεν είναι συχνά παρατηρήσιμη, λόγω της γενικής απροθυμίας των εταιριών να προβούν σε περικοπή μερισμάτων. Γι' αυτούς τους λόγους η σχέση μεταξύ του υπάρχοντος ρυθμού διανομής μερισμάτων και του ρυθμού που αποτελεί στόχο διανομής των τρεχόντων και των λογικά προβλεπόμενων κερδών είναι ο πιο ισχυρός και σημαντικός παράγοντας της μερισματικής πολιτικής και όχι απλά από μόνη της η τρέχουσα αλλαγή στα κέρδη.

Οι διαφορετικοί στόχοι διανομής και οι διαφορετικοί ρυθμοί προσαρμογής στις διάφορες εταιρίες αντανακλούν διαφορετικούς παράγοντες στην εμπειρία, τους αντικειμενικούς σκοπούς και στα πρότυπα λειτουργίας των εταιριών. Μερικοί από αυτούς τους παράγοντες είναι οι προοπτικές ανάπτυξης της βιομηχανίας και συγκεκριμένα η ανάπτυξη και οι προοπτικές των κερδών μιας συγκεκριμένης εταιρίας, η μέση κυκλική κίνηση των επενδυτικών ευκαιριών, οι απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης, οι απόψεις της διοίκησης για τη προτίμηση των επενδυτών μεταξύ σταθερών ή κυμαινόμενων ρυθμών διανομής μερισμάτων και η κρίση της διοίκησης για το μέγεθος και τη σημαντικότητα της επιπλέον απόδοσης της αγοράς για τη σταθερότητα ή τη σταθερή αύξηση στο ρυθμό διανομής των μερισμάτων. Επίσης, ο δείκτης διανομής και η ταχύτητα προσαρμογής των ανταγωνιστικών εταιριών,

χρηματοοικονομική δύναμη της εταιρίας, η πρόσβασή της στην αγορά κεφαλαίου με ευνοϊκούς όρους, η πολιτική της εταιρίας όσον αφορά τη χρήση δανειακών κεφαλαίων και την έκδοση νέων μετοχών, η εμπιστοσύνη της διοίκησης στην ορθότητα των κερδών της όπως καταγράφονται από το λογιστικό τμήμα της εταιρίας κτλ.

Με εξαίρεση τέσσερις εταιρίες, όλες οι υπόλοιπες που συμμετείχαν στην έρευνα δεν παρουσίασαν κάποια σημαντική αλλαγή στο στόχο διανομής και τη ταχύτητα προσαρμογής κατά τη διάρκεια των μεταπολεμικών χρόνων και υπάρχουν λίγες αποδείξεις για κάποια σημαντική τροποποίηση ανάμεσα στα προπολεμικά και μεταπολεμικά χρόνια.

Ιδιαίτερη αναφορά θα πρέπει να γίνει στο γεγονός ότι κάθε εταιρία λαμβάνει τις αποφάσεις της αναφορικά με το χρηματοοικονομικό της σχεδιασμό και τη κεφαλαιακή της διάρθρωση υπό το φως της μερισματικής της πολιτικής. Μάλιστα, τα πρότυπα της διοίκησης σχετικά με τη τρέχουσα κατάσταση ρευστότητας είναι πιο ευέλικτα από εκείνα που σχετίζονται με τη μερισματική της πολιτική. Αυτή η ευελιξία συχνά παρέχει προστασία ανάμεσα στις λογικά καθορισμένες απαιτήσεις σε μέρισμα και στις τρέχουσες επενδυτικές ευκαιρίες. Εάν οι επενδυτικές ευκαιρίες ήταν ιδιαίτερα άφθονες και δεν μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν με τους χρηματικούς πόρους που θα ήταν διαθέσιμοι μετά τη αύξηση των μερισμάτων, σύμφωνα με την εδραιωμένη πολιτική της εταιρίας, τότε τα επενδυτικά προγράμματα θα μπορούσαν να αναληφθούν μόνο με τη χρήση εξωτερικής χρηματοδότησης. Εφόσον, η εταιρία ήταν σε θέση να προσφύγει στη χρήση εξωτερικού κεφαλαίου, τότε τα επενδυτικά προγράμματα αναλαμβάνονταν, αλλιώς εγκαταλείπονταν. Το συμπέρασμα που προέκυψε από την έρευνα είναι ότι οι επενδυτικές απαιτήσεις της εταιρίας έχουν μικρή επίδραση στη τροποποίηση των προτύπων μερισματικής πολιτικής της εταιρίας, με εξαίρεση ένα περιορισμένο αριθμό ειδικών περιπτώσεων.

Όλα τα παραπάνω αφορούσαν τα δύο-τρίτα των εταιριών που εξετάστηκαν. Υπήρχαν και εταιρίες που δεν ακολουθούσαν τα πρότυπα που αφορούν το στόχο διανομής και τη ταχύτητα προσαρμογής. Συγκεκριμένα, μια γνωστή εταιρία είχε ένα μοναδικό σύστημα, σύμφωνα με το οποίο τα μερίσματά της αποτελούσαν τη μέση αγοραία μερισματική απόδοση μιας ομάδας αναπτυγμένων εταιριών, ενώ μια άλλη ακολουθούσε μια ασταθή μερισματική πολιτική, η οποία αντανακλούσε τη προσωπικότητα κάποιων κυρίαρχων μελών της διοίκησης, περισσότερο από οποιοδήποτε άλλο παράγοντα.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι όλες οι αποφάσεις για τη μερισματική πολιτική αφορούσαν τα κέρδη όπως αυτά αναφέρονται στους μετόχους, δηλαδή τα κέρδη αφού έχουν αφαιρεθεί πλήρως οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρίας. Όσο υψηλότερες είναι οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρίας, τόσο μικρότερα είναι τα καθαρά κέρδη και τόσο μικρότερο και το μέρισμα.

Όλα όσα προέκυψαν από τις συνεντεύξεις ενσωματώθηκαν στο παρακάτω απλό θεωρητικό μοντέλο, το οποίο και υπόκειται σε στατιστικούς ελέγχους.

$$\Delta D_i = a_i + c_i \left(D_{it}^* - D_{i(t-1)} \right) + u_{it},$$

όπου $D_{it}^* = r_i P_{it}$ και r είναι ο στόχος διανομής, P_{it} είναι τα τρέχοντα κέρδη μετά φόρων, ΔD_i είναι η διαφορά ανάμεσα στο μέρισμα της τρέχουσας και της περασμένης περιόδου και D_t και D_{t-1} είναι τα ποσά των μερισμάτων που διανεμήθηκαν τη τρέχουσα και τη προηγούμενη περίοδο αντίστοιχα. Το σύμβολο i προσδιορίζει την εταιρία και το D_{it}^* αντιπροσωπεύει τα μερίσματα τα οποία θα διένειμε η εταιρία τη τρέχουσα χρονιά, εάν το μέρισμά της βασίζονταν απλά σε ένα σταθερό στόχο διανομής r_i , τον οποίο θα εφάρμοζε στα τρέχοντα κέρδη. Η παράμετρος c_i υποδηλώνει το κλάσμα της διαφοράς μεταξύ του μερίσματος που αποτελεί το στόχο, D_{it}^* και του πραγματικού ποσού διανομής του προηγούμενου χρόνου, $D_{i(t-1)}$. Ο σταθερός όρος a θα είναι μηδέν για κάποιες εταιρίες, αλλά γενικά θα είναι θετικός ώστε να αντανακλά το δισταγμό μείωσης των μερισμάτων και την επίδραση της επιθυμίας για μια σταδιακή αύξηση στη διανομή των μερισμάτων, η οποία παρατηρήθηκε περίπου στο ένα-τρίτο των εταιριών που εξετάστηκαν. Η μεταβλητή u αντιπροσωπεύει την ασυμφωνία μεταξύ της παρατηρούμενης αλλαγής ΔD_{it} και της αναμενόμενης με βάση τους άλλους όρους της εξίσωσης. Αυτή η μεταβλητή απορροφά όλες τις ασυμφωνίες εξαιτίας της προτίμησης της εταιρίας για ρυθμούς διανομής μερισμάτων σε στρογγυλοποιημένες μονάδες ανά μετοχή, καθώς και την επίδραση άλλων παραγόντων, οι οποίοι δεν αντιπροσωπεύονται από τις παραμέτρους c_i , r_i και το σταθερό όρο.

Το παραπάνω μοντέλο συνοψίζει τη μερισματική πολιτική που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια της έρευνας. Είκοσι-έξι από τις είκοσι-οκτώ εταιρίες είχαν μια συγκεκριμένη τιμή για τη παράμετρο r_i , ως αποτέλεσμα της πολιτικής της και είκοσι

είχαν λογικά καθορισμένες τιμές c_i , ενώ οι έξι άλλες είχαν πιο ευέλικτες τιμές της παραμέτρου c_i . Είκοσι-δύο από τις εταιρίες προσάρμοζαν τα μερίσματά τους χρόνο με το χρόνο, ενώ οι υπόλοιπες τέσσερις προσάρμοζαν τα μερίσματα κάθε δύο ή τρία χρόνια. Ανάμετα σε αυτές τις είκοσι-έξι εταιρίες τόσο η παράμετρος r , όσο και η παράμετρος c , παρέμειναν αμετάβλητες κατά τη μεταπολεμική περίοδο, με εξαίρεση κάποιες αλλαγές στη παράμετρο r , σε δύο εταιρίες και στη παράμετρο c , σε δύο άλλες.

Οφείλουμε να σημειώσουμε ότι περίπου το 85% της μερισματικής πολιτικής του δείγματος μπορεί να ερμηνευτεί από το μοντέλο, με κάποιες ορισμένες ασυμφωνίες, οι οποίες δεν έχουν κάποιο ξεκάθαρο πρότυπο όσον αφορά το χρόνο ή τους λόγους για τους οποίους συνέβησαν. Η ποικιλία που υπήρχε στην επιλογή των περιπτώσεων μελέτης προσδίδει κάποιο μέτρο μη στατιστικής σημαντικότητας και ενθαρρύνει το περαιτέρω έλεγχο των αποτελεσμάτων του μοντέλου. Εκτεταμένοι στατιστικοί έλεγχοι επάρκειας και αξιοπιστίας του μοντέλου έχουν ήδη γίνει με ενθαρρυντικά αποτελέσματα.

2.2 Επισκόπηση της Βιβλιογραφίας Αναφορικά με Μελέτες που Διεξήχθησαν Γύρω από το Μοντέλο Προσαρμογής των Μερισμάτων του Lintner

Η έρευνα του Lintner αποτέλεσε μια από τις σημαντικότερες μελέτες στο τομέα της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Όμως, κάποιες περαιτέρω μελέτες δημιουργούν αμφιβολίες για τη πληρότητα του υποδείγματος, κυρίως λόγω της απλότητάς του.

Συγκεκριμένα η L.Tarshis² θεωρεί ότι είναι απίθανο να μη θαυμάσει κανείς τη μεθοδολογία που ακολούθησε ο Lintner, αλλά ταυτόχρονα θέτει κάποια ζητήματα όσον αφορά τα αποτελέσματά του.

Καταρχήν, πιστεύει ότι έχει πρόθυμα απορρίψει εναλλακτικές ερμηνείες για τη μερισματική πολιτική. Για παράδειγμα η υστέρηση προσαρμογής των μερισμάτων στην αλλαγή των επιπέδων κέρδους θα μπορούσε να εξηγηθεί με τον ακόλουθο τρόπο: μια επιχείρηση αντί να θέτει ένα συγκεκριμένο εφαρμόσιμο ρυθμό διανομής

² Tarshis Lorie, May 1956, "Discussion of J.Lintner distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", The American Economic Review, Vol. 46, No 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 118.

μερισμάτων σε κάθε επίπεδο κερδών, θα μπορούσε να είχε διαφορετικούς ρυθμούς διανομής μερισμάτων για υψηλά, μεσαία και χαμηλά κέρδη (ως ένα ποσοστό των επενδύσεων ή των ιδίων κεφαλαίων).

Κατά δεύτερον, δεν διακρίνει την ικανότητα αυτού του απλού μοντέλου να ερμηνεύει τη μερισματική πολιτική για κάποιο πολύ μεγάλο χρονικό διάστημα. Το γεγονός αυτό της δημιουργούν υποψίες για τα αποτελέσματα όσο οτιδήποτε άλλο. Φαίνεται αδικαιολόγητο ότι οι αλλαγές που έγιναν εκείνα τα χρόνια στην οικονομία να μην επηρέασαν τη μερισματική πολιτική. Μόνο εφόσον τα γεγονότα αυτά ήταν ουδέτερα ή αντισταθμούσαν τα ένα το άλλο, θα μπορούσε η εφαρμογή μιας τόσο απλής συνάρτησης να είναι τόσα πολλά χρόνια σημαντική. Εάν υπάρχουν βάσιμες αιτίες ότι τέτοια γεγονότα όπως η αύξηση των δημόσιων τοποθετήσεων και οι αλλαγές στη φορολόγηση (επιχειρήσεων ή ατόμων) επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική, τότε τα αποτελέσματα εμφανίζονται ελάχιστα ελκυστικά.

2.2.1 Η Επίδραση των Προσδοκιών και της Ρευστότητας στη Μερισματική Πολιτική

Σύμφωνα με μελέτη του P.Darling³ τα μερίσματα εμφανίζονται να επηρεάζονται από τις επιχειρηματικές προσδοκίες και τη ρευστότητα. Σκοπός του άρθρου του ήταν να προτείνει και να ελέγχει εμπειρικά μια υπόθεση που αφορά τα μερίσματα, η οποία, όμως, διαφέρει από όσα είχαν ειπωθεί έως τότε καθώς περιλαμβάνει τους παράγοντες επιχειρησιακή ρευστότητα και προσδοκίες.

Συγκεκριμένα θεωρεί ότι οι παράγοντες στόχος διανομής και ταχύτητα προσαρμογής είναι ιδιαίτερα χρήσιμοι, αλλά τα αποτελέσματα του Lintner απαιτούν περαιτέρω μελέτη. Παρά την ολικά καλή προσαρμογή της συνάρτησης του Lintner στα δεδομένα των χρονολογικών σειρών, κατά τη διάρκεια των χρόνων όπου οι προσδοκίες και η κατάσταση ρευστότητας υπόκεινται πιθανώς αλλαγή οι προβλέψεις από τη συνάρτηση απόκλιναν σημαντικά από το πραγματικό επίπεδο των μερισμάτων. Ο Darling εφάρμοσε τη συνάρτηση σε ετήσια δεδομένα για όλες τις κατασκευαστικές εταιρίες για τη περίοδο 1921-54, παραλείποντας τις χρονιές 1936-38. Οι παράμετροι που προέκυψαν και οι οποίοι αντιπροσώπευαν τους μέσους όρους των τιμών για τις παραμέτρους στόχο διανομής και ταχύτητα προσαρμογής της

³ Darling Paul G., June 1957, "The Influence of Expectations and Liquidity on Dividend Policy", The Journal of Political Economy, Vol.65, No.3, pp.209-224.

περιόδου, χρησιμοποιήθηκαν για να εκτιμήσουν τα μερίσματα για έξι επιλεγμένα χρόνια. Τη χρονιά 1932, όπου οι επιχειρησιακές προσδοκίες ήταν απαισιόδοξες και η ρευστότητα χαμηλή, τα πραγματικά μερίσματα ήταν 26,7% κάτω από τα ποσό που υποδείκνυε η εξίσωση παλινδρόμησης. Κατά τη διάρκεια 1935, όπου η ρευστότητα και η αυτοπεποίθηση βελτιώνονταν, τα πραγματικά μερίσματα υπερέβαιναν το προβλεπόμενο επίπεδο κατά 14,3%. Οι αποκλίσεις για τα άλλα τέσσερα χρόνια ήταν και αυτές σημαντικές. Ο Darling συμφωνεί με τη Tarshis ότι η απλότητα της υπόθεσης του Lintner είναι ανεπαρκής. Τα αποτελέσματα του άρθρου του Darling υποδηλώνουν ότι η ρευστότητα και οι προσδοκίες δεν λαμβάνονται υπόψη επαρκώς από την υπόθεση του Lintner.

Προκειμένου να εξηγήσει πως λαμβάνονται οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής, περιόρισε τη μελέτη του σε όλες τις μεγάλες βιομηχανικές εταιρίες με ευρεία διασπορά μετοχών. Η εξήγηση των γενικών και κυρίαρχων επιρροών στο επίπεδο μεμονωμένης εταιρίας να παράγει συστηματικές αποκλίσεις στις αθροιστικές διανομές μερισμάτων, ίσως να απορρέει από δύο κατηγορίες προτάσεων, που η μεν πρώτη έχει να κάνει με τα κίνητρα της διοίκησης και η δεύτερη με τους παράγοντες που περιορίζουν τη διοίκηση στην προσπάθειά της να κινηθεί προς τους στόχους της.

Στη πρώτη κατηγορία προτάσεων ο απώτερος στόχος της διοίκησης είναι να διατηρήσει, και εάν είναι δυνατόν να μεγεθύνει την επιρροή της στις υποθέσεις της επιχείρησης. Η επίτευξη αυτού του στόχου απαιτεί την επίτευξη μιας σειράς πιο άμεσων στόχων. Μερικοί από αυτούς που αφορούν τη μερισματική πολιτική και στους οποίους θα στραφεί ο έλεγχος της διοίκησης είναι η ανάπτυξη της εταιρίας σχετικά με την υπόλοιπη βιομηχανία, ο βαθμός στον οποίο η εταιρία μπορεί να ελίσσεται (ρευστότητα) και τέλος ο βαθμός διασποράς των μετοχών.

Στη δεύτερη κατηγορία προτάσεων περιλαμβάνονται παράγοντες που σχετίζονται με τον οικονομικό προϋπολογισμό της εταιρίας. Συγκεκριμένα, το καθαρό εισόδημα μετά φόρων, οι αποσβέσεις μη κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού, ο καθαρός δανεισμός μη κυκλοφορούντων στοιχείων (πιο γενικά οι καθαρές πωλήσεις μη κυκλοφορούντων αξιογράφων), η διανομή μερισμάτων, η μεικτή επένδυση σε μη κυκλοφορούντα κεφαλαιακά στοιχεία (κυρίως ενσώματα πάγια) και τέλος το επιπρόσθετο απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης.

Όλα τα παραπάνω στοιχεία μπορούν να ενσωματωθούν σε μια θεωρία διανομής μερισμάτων που περιλαμβάνει την ακόλουθη ομάδα προτάσεων. Το κίνητρο ανάπτυξης υπονοεί μια πολιτική παρακράτησης από την εταιρία,

χαρακτηρίζόμενη από τη τάση να διανέμει ένα δίκαιο, σταθερό κλάσμα των κερδών της ως μέρισμα. Εάν όλα τα κέρδη διανέμονταν, η ανάπτυξη θα απαιτούσε μια πολιτική συχνών πωλήσεων μετοχών, καθώς η επιπρόσθετη χρηματοδότηση μέσω δανεισμού περιορίζεται από τις προτιμήσεις των δανειστών αναφορικά με το δείκτη ξένα προς ίδια κεφάλαια. Μια τέτοια πολιτική κρύβει το κίνδυνο εξασθένισης των ιδίων κεφαλαίων των παρόντων κατόχων. Οπότε η ανάπτυξη θα οδηγήσει στη παρακράτηση κερδών. Όμως, η παρακράτηση κερδών μπορεί να οδηγήσει σε ανταγωνισμό όσους κατέχουν δικαιώματα στο σύνολο των κερδών. Προκειμένου να ελαχιστοποιήσουν αυτό το κίνδυνο, οποίος είναι ιδιαίτερα μεγάλος όποτε η γρήγορη ανάπτυξη απαιτεί σημαντικές παρακρατήσεις, οι εταιρίες πρέπει να δημιουργήσουν τη προσμονή ότι τα κέρδη που παρακρατούνται τώρα θα αποφέρουν προβλέψιμα υψηλότερα μερίσματα στο μέλλον. Κατά συνέπεια η αποτυχία των μετόχων να λάβουν όλα τα τρέχοντα κέρδη θα αποζημιωθεί από την αγοραία ανατίμηση των μετοχών τους, δίδοντας σε αυτούς τη δυνατότητα ρευστοποίησης και την αποκομιδή κεφαλαιακού κέρδους. Πείθοντας την αγορά ότι αυτή αποτελεί μακροχρόνια πολιτική, η εταιρία θα ισχυροποιήσει τη πίστη της αγοράς ότι η μελλοντική αύξηση των κερδών, ανερχόμενη από τη παρούσα παρακράτηση κερδών, θα οδηγήσει σε προβλέψιμη μελλοντική αύξηση στα μερίσματα και κατά συνέπεια θα υπάρξει μια ουσιώδης κεφαλαιοποίηση της μελλοντικής μερισματικής αύξησης.

Οι προτάσεις της προηγούμενης παραγράφου περιγράφονται από τη παρατήρηση ότι ο στόχος της διοίκησης για διασπορά των μετοχών υπονοεί μια πολιτική σταθεροποίησης του μερίσματος. Δηλαδή, μια τάση να μην αυξάνουν το μέρισμα με την αύξηση των κερδών έως ότου η διοίκηση έχει τη σιγουριά ότι ο νέος ρυθμός θα διατηρηθεί. Οι μετοχές μπορούν πιο εύκολα να κατανεμηθούν ανάμεσα σε πολλούς μικρούς κατόχους εφόσον η ανάγκη αυτών των κατόχων για δίκαιο, σταθερό εισόδημα ικανοποιείται. Μια τέτοια σταθερότητα στο εισόδημα σηματοδοτεί μια δίκαιη, σταθερή απόδοση ανά μετοχή ή στη πιο ευνοϊκή περίπτωση μια αύξηση της απόδοσης ανά μετοχή, η οποία δεν θα μειωθεί απότομα ουσιωδώς κάτω από το προηγούμενο επίπεδο με βάση το οποίο πλάνα κατανάλωσης και αποταμίευσης έχουν ρυθμιστεί. Όμως, η δυναμικότητα του στοιχείου της σταθεροποίησης της μερισματικής πολιτικής δεν θα πρέπει να μεγαλοποιείται. Μια σημαντική πλευρά της πολιτικής της σταθεροποίησης είναι ο βαθμός στον οποίο οι προσδοκίες των μετόχων μεταβάλλονται από τις αλλαγές των μερισμάτων. Μεγαλύτερη ελευθερία πράξεων σχετικά με την αλλαγή των μερισμάτων θα επιτευχθεί στο βαθμό που η διοίκηση

μπορεί να επηρεάσει τις προσδοκίες των μετόχων με το να προσδιορίζει ξεκάθαρα μια θετική ή αρνητική αύξηση στα μερίσματα ως χορήγηση ή ακύρωση ενός «επιπρόσθετου» μερίσματος (με τη διανομή «επιπρόσθετου», μη ενσωματωμένου στο τακτικό, μέρισμα κατά τη διάρκεια περιόδων με αυξημένα κέρδη έως ότου η διατήρηση του νέου επιπέδου κερδών να φαίνεται βέβαιη).

Ο στόχος της διοίκησης για διατήρηση της οικονομικής της δυνατότητας ελιγμών, με το να προγραμματίζει ένα επαρκές επίπεδο μελλοντικής ισορροπίας σχετικά με τη ρευστότητα, τοποθετεί τις αποφάσεις της αναφορικά με τη μερισματική πολιτική εντός του περιορισμού της εξίσωσης προϋπολογισμού. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως το ενδιαφέρον για τη κεφαλαιοποίηση των μελλοντικών κερδών έχει ως αποτέλεσμα τα μερίσματα να αποτελούν συνάρτηση των κερδών. Επίσης, και οι αλλαγές στις ροές των αποσβέσεων σε σχέση με τα κέρδη ίσως αναμένονται να επηρεάσουν τα μερίσματα. Όταν η αξία των αποσβέσεων είναι υψηλή σε σχέση με τα κέρδη, τότε η διοίκηση θα είναι λιγότερο πρόθυμη να αυξήσει τους ρυθμούς διαμονής μερισμάτων σε περίπτωση αύξησης των κερδών. Επιπλέον, η αλλαγή στο κεφάλαιο κίνησης αποτελεί οικονομικό παράγοντα που επηρεάζει τα μερίσματα. Μια αύξηση στη δραστηριότητα θα οδηγήσει σε θετική αλλαγή στο κεφάλαιο κίνησης, που σημαίνει απαίτηση καθαρού κεφαλαίου κίνησης έναντι των εισροών και άρα περιορισμό στις αυξήσεις μερισμάτων. Η μείωση των πωλήσεων θα οδηγήσει σε αποδέσμευση πόρων από το κεφάλαιο κίνησης και αυτό επηρεάζει θετικά τα μερίσματα.

Όσον αφορά τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία δεν έχει διαπιστωθεί ότι έχουν προτεραιότητα στις καθαρές εισροές χρηματικών πόρων σε σχέση με τα μερίσματα. Μελέτη σε αυτό το πεδίο υποστηρίζει την υπόθεση ότι κατά τη διάρκεια περιόδων με αυξημένα κέρδη, όταν η οριακή κερδοφορία της κεφαλαιακής δαπάνης είναι, επίσης, πιθανό να αυξηθεί, η έντονη εισροή χρηματικών πόρων χρησιμοποιείται για την αύξηση τόσο των μερισμάτων όσο και των επενδύσεων.

Μια δεύτερη ομάδα περιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής περιλαμβάνει τις οικονομικές προσδοκίες. Άλλαγές στις προσδοκίες σχετικά με τις μελλοντικές εισροές θα επηρεάσουν τις τρέχουσες αποφάσεις μερισματικής πολιτικής. Οπότε, μια αρνητική αλλαγή στις προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη θα οδηγήσει τις εκτιμήσεις της εταιρίας για τη μελλοντική ταμειακή κατάστασή της κάτω από το επιθυμητό επίπεδο και άρα η εταιρία θα ενεργήσει στο παρόν για να το αποκαταστήσει, μερικώς μέσω

περιορισμού των μερισμάτων και μερικώς μέσω μείωσης των επενδύσεων. Μια αύξηση στην αβεβαιότητα των μελλοντικών εκτιμήσεων θα οδηγήσει την εταιρία να λάβει υπόψη της στο προϋπολογισμό της ένα υψηλότερο επίπεδο ταμειακών ροών για τις επόμενες περιόδους με αποτέλεσμα τα μερίσματα να μειωθούν. Μειώσεις στην αβεβαιότητα θα οδηγήσουν στις αντίθετες αλλαγές. Τέλος, όταν η επιχείρηση έχει εκτιμήσει ένα συγκεκριμένο επίπεδο μελλοντικού δανεισμού το οποίο, όμως, τώρα θα πρέπει να μειωθεί εξαιτίας, για παράδειγμα, της αύξησης του περιορισμού πίστωσης από τους δανειστές, τότε η εταιρία θα αρχίσει στο παρόν να μειώνει τα μερίσματα (και τις επενδύσεις) προκειμένου να επαναφέρει τη ρευστότητα στα επιθυμητά επίπεδα.

Ο Darling προκειμένου να ελέγξει τη θεωρία του και εμπειρικά προέβη σε σειρά παλινδρομήσεων, όπου ως εξαρτημένη μεταβλητή ήταν τα τρέχοντα μερίσματα και ως ανεξάρτητες μεταβλητές τα τρέχοντα κέρδη, τα παρελθόντα κέρδη, καθώς οι εταιρίες προτιμούν να ακολουθούν πολιτική σταθεροποίησης των μερισμάτων τους και άρα τείνουν να συνδέονται με τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου όταν καθορίζουν τα τρέχοντα μερίσματα, η ανάκτηση των αποσβέσεων και τέλος η αλλαγή των πωλήσεων, καθώς αποτελεί το πιο καθοριστικό παράγοντα των απαιτήσεων σε κεφάλαιο κίνησης. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές εμφανίζονται να βοηθούν σημαντικά στην ερμηνεία των αποκλίσεων στα μερίσματα. Οι συντελεστές τους σε όλες τις περιπτώσεις ξεπερνούν τρεις φορές τα τυπικά τους σφάλματα. Επίσης, ο προσαρμοσμένος συντελεστής συσχέτισης είναι πολύ υψηλός. Αντικαθιστώντας στη παραπάνω συνάρτηση τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου με τα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου, αν και ο προσαρμοσμένος συντελεστής συσχέτισης είναι κάπως υψηλότερος, δεν είναι ξεκάθαρο ότι αυτή η συνάρτηση είναι καλύτερη. Όλες οι παρατηρήσεις των αποτελεσμάτων του Darling αφήνουν ανοιχτή τη πιθανότητα ότι η συνάρτηση που βασίζεται στα μερίσματα της προηγούμενης περιόδου ίσως είναι χρήσιμη για βραχυχρόνιες προβλέψεις, αλλά, επίσης, προτείνουν ότι η συνάρτηση που περιλαμβάνει τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου προσφέρει πληρέστερη ερμηνεία του επιπέδου των τρεχόντων μερισμάτων.

Εμπειρικής υποστήριξης έτυχαν και οι επιχειρηματικές προσδοκίες για το μέλλον. Η μειωμένη αυτοπεποίθηση οδήγησε τα μερίσματα σε χαμηλά επίπεδα τη περίοδο 1932-33. Οι προσδοκίες για τα κέρδη και τα μερίσματα σταδιακά ανέκαμψαν στο μέγιστο το 1937. Κατά τη διάρκεια της ακόλουθης ανάκαμψης τη περίοδο 1938-

40 τα μερίσματα αυξήθηκαν. Η αβεβαιότητα κατά τη διάρκεια των πολεμικών χρόνων και η άμεση μεταπολεμική περίοδο επαναφοράς σχετίζονται με τα χαμηλά μερίσματα. Η αποκατάσταση της αυτοπεποίθησης το 1946 και 1947, ακολουθήθηκε από άλλη χειροτέρευση στις προσδοκίες για τα κέρδη που οδήγησε στην οικονομική ύφεση του 1949 κατά τη διάρκεια της οποίας επηρεάστηκαν και τα μερίσματα. Η δραματική ανάκαμψη της αυτοπεποίθησης στα τέλη του 1949 και στις αρχές του 1950, σχετίζεται με την έντονη αύξηση των μερισμάτων. Τα υψηλά επίπεδα αυτοπεποίθησης και μερισμάτων συνεχίστηκαν ως το τέλος του 1955, με εξαίρεση την υποχώρηση της περιόδου 1953-54.

Συμπερασματικά, ο Darling έδειξε ότι για το σύνολο των μεγάλων βιομηχανιών τα αθροιστικά μερίσματα τείνουν να μεταβάλλονται άμεσα με τα τρέχοντα και παρελθόντα κέρδη, το ρυθμό ανάκτησης των αποσβέσεων και τις αλλαγές στις προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη. Ενώ τείνουν να μεταβάλλονται αντίστροφα με τις συνεχείς αλλαγές στο επίπεδο των πωλήσεων. Η υπόθεσή του τυγχάνει και θεωρητικής και εμπειρικής υποστήριξης. Σε θεωρητικό επίπεδο η υπόθεσή του απορρέει από δύο βασικές προτάσεις. Η πρώτη αφορά συγκεκριμένους στόχους της διοίκησης και η δεύτερη περιγράφει τους οικονομικούς περιορισμούς ή τους περιορισμούς που θέτει ο προϋπολογισμός σε μια εταιρία. Σε εμπειρικό επίπεδο οι έλεγχοι αποδίδουν συντελεστές για τις ανεξάρτητες μεταβλητές αναμενόμενου πρόσημου και σημαντικού μεγέθους.

2.2.2 Εναλλακτικές Επεξηγηματικές Μεταβλητές Μη Αυτοπαλίνδρομου Χαρακτήρα

Οι Dhrymes και Kurz⁴ στη μελέτη τους για τη μερισματική πολιτική των κοινωφελών εταιριών παροχής ηλεκτρικής ενέργειας αναφέρουν ότι η στατιστική ανάλυση του Lintner είναι βασισμένη σε δεδομένα χρονολογικών σειρών που έχουν αθροιστικό χαρακτήρα. Στο μοντέλο του τα μερίσματα στο χρόνο t ερμηνεύονται από τα μερίσματα στο χρόνο t-1 και τα κέρδη στο χρόνο t. Θεωρούν ότι δεν αποτελεί ικανοποιητική προσέγγιση, εκτός από τη περίπτωση βραχυχρόνιας πρόβλεψης (αθροιστικών μερισμάτων), καθώς αποτυγχάνει να εξηγήσει τις φαινομενικά μεγάλες αποκλίσεις στη μερισματική πολιτική των διαφόρων εταιριών και δεν παρέχει επαρκή

⁴ Dhrymes Phoebus J., and Kurz Mordecai, February 1964, "On the Dividend Policy of Electric Utilities", The Review of Economics and Statistics Vol.46, No.1, pp.76-81.

διασαφήνιση για τα κίνητρα και τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στο ποσό των κερδών που παρακρατούν. Σκοπός της μελέτης τους ήταν να προτείνουν έναν εναλλακτικό τρόπο επισκόπησης των πρακτικών που ακολουθούσαν οι εταιρίες στη διανομή των μερισμάτων τους, ο οποίος τρόπος θα μπορούσε να ερμηνεύει τη παρατηρούμενη ποικιλία των πρακτικών ανάμεσα στις εταιρίες.

Παρατήρησαν ότι δεδομένου ενός επιπέδου κέρδους, οι εταιρίες θα αποφασίσουν πως θα το κατανείμουν αναλογικά ανάμεσα στη διανομή μερισμάτων και τα παρακρατηθέντα κέρδη. Οπότε, οι εταιρίες θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους ότι έχουν να χρηματοδοτήσουν συγκεκριμένα επενδυτικά προγράμματα, ότι η αγορά κεφαλαίου δεν είναι τέλεια και ότι αντιμετωπίζουν πίεση και από τους μετόχους και από τις ρυθμιστικές αρχές. Εν συντομίᾳ προκύπτει ότι στην επίλυση αυτής της απόφασης οι εταιρίες δέχονται τα επενδυτικά τους προγράμματα, τις πωλήσεις, τα καθαρά κέρδη και το μακροπρόθεσμο χρέος όπως δίδονται εξωγενώς. Η μεταβλητή με βάση την οποία αποφασίζουν είναι η διανομή μερισμάτων.

Οι επεξηγηματικές μεταβλητές στις οποίες οι Dhrymes και Kurz κατευθύνουν την ανάλυσή τους χωρίζονται σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεταβλητές εκείνες που αντιπροσωπεύουν την εξέλιξη και τη χρηματοοικονομική δύναμη της εταιρίας, καθώς και τις προσδοκίες της για περαιτέρω ανάπτυξη. Για παράδειγμα, το μέγεθος και η σπουδαιότητα του παρόντος και αναμενόμενου επενδυτικού προγράμματος. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει μεταβλητές οι οποίες δεν αντιπροσωπεύουν τη δυναμική εξέλιξη της εταιρίας, αλλά τη τρέχουσα κατάστασή της. Παραδείγματα αυτής της κατηγορίας αποτελούν το επίπεδο του χρέους της εταιρίας, όπως αυτό μετράται από το μακροπρόθεσμο χρέος της, και η κατάσταση ρευστότητας, όπως αυτή μετράται από τη διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρίας και του βραχυπρόθεσμου παθητικού της. Επιπλέον, ο έλεγχος, ο οποίος αποτελεί μια πραγματικά ταξινομική μεταβλητή που μας δίνει την ικανότητα να διακρίνουμε ανάμεσα στις εταιρίες που ελέγχονται από άλλα συμφέροντα, όπως ίσως οι εταιρίες συμμετοχών ή οι μεγαλύτερες κοινωφελείς εταιρίες παροχής ηλεκτρικής ενέργειας και στις ανεξάρτητες εταιρίες. Τέλος, η μεταβλητότητα του εισοδήματος αποτελεί επεξηγηματική μεταβλητή που εντάσσεται στη δεύτερη κατηγορία. Ως μεταβλητότητα του εισοδήματος θεωρούμε το δείκτη έσοδα από εμπορική και βιομηχανική πελατεία προς έσοδα από τη πώληση ηλεκτρικής ενέργειας. Εισήγαγαν αυτή τη μεταβλητή προκειμένου να εκτιμήσουν την επίδραση του επιχειρηματικού κύκλου στις πρακτικές των κοινωφελών εταιριών

παροχής ηλεκτρικής ενέργειας σχετικά με τη διανομή μερισμάτων, δεδομένου ότι η ελαστικότητα του εισοδήματος από τη βιομηχανική και ιδιωτική ζήτηση για ηλεκτρισμό διαφέρει.

Παρά το γεγονός ότι ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας F δέχεται ότι η σχέση που εκτιμήθηκε είναι σημαντική, η ποιότητα αυτών των εκτιμήσεων δεν είναι πολύ υψηλή εξαιτίας του γεγονότος ότι οι συντελεστές συσχέτισης είναι ομοιόμορφα μικροί. Αν και το μοντέλο τους αποτυγχάνει να ερμηνεύσει ένα πολύ ουσιώδες μέρος των αποκλίσεων των δεικτών διανομής μερίσματος οι Dhrymes και Kurz παραθέτουν τα ακόλουθα πληροφοριακά γεγονότα. Ο συντελεστής των επενδύσεων είναι ομοιόμορφα σημαντικός και αρνητικός. Αυτό σημαίνει ότι ένας υψηλότερος ρυθμός επενδύσεων τείνει γενικότερα να φανερώνει ένα χαμηλότερο δείκτη διανομής, επειδή περισσότερα κέρδη θα παρακρατούνται προκειμένου να χρηματοδοτηθεί το επενδυτικό τους πρόγραμμα. Εφόσον, αυτό αποτελεί ένα γενικό γεγονός εφαρμόσιμο σε όλες τις βιομηχανίες, τότε η υπόθεση του Lintner δεν μπορεί να είναι μια καλή υπόθεση. Τα αποτελέσματά τους φαίνονται να υποδεικνύουν ότι το επενδυτικό πρόγραμμα των εταιριών ίσως αποτελεί ένα πολύ σημαντικό παράγοντα στη μερισματική τους πολιτική. Οι μεταβλητές που μετρούν την επίδραση του μεγέθους είναι ομοιόμορφα σημαντικοί και θετικοί. Οπότε, παρατήρησαν ότι οι μικρές εταιρίες τείνουν να παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους από τις μεγάλες εταιρίες. Μια εξήγηση που δόθηκε σε αυτή τη παρατήρηση είναι ότι το μέγεθος είναι επίσης ένα ενδεικτικό της ευκολίας πρόσβασης στην αγορά κεφαλαίου. Καθώς, γενικά αναμένουμε τις μεγαλύτερες εταιρίες να έχουν πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου πιο εύκολα από τις μικρότερες, τότε τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι οι μικρότερες εταιρίες είναι «υποχρεωμένες» να χρηματοδοτούν το μεγαλύτερο μέρος του επενδυτικού τους προγράμματος με εσωτερικά μέσα. Επιπλέον, υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ότι οι εταιρίες με υψηλότερο λόγο χρέους τείνουν να διανέμουν μικρότερη ποσότητα από τα κέρδη τους. Αυτό, πάλι, αναμένεται σε μια λιγότερο από τέλεια αγορά κεφαλαίου, καθώς οι εταιρίες οι οποίες είναι αρκετά χρεωμένες θα προσπαθήσουν να μειώσουν αυτές τις υποχρεώσεις και να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες μερικώς από τα κέρδη τους και μερικώς επεκτείνοντας τη κεφαλαιακή τους βάση (κοινές μετοχές). Τέλος, τόσο η μεταβλητή της ρευστότητας όσο και η μεταβλητή της μεταβλητότητας του εισοδήματος απορρίφθηκαν. Παρά το γεγονός ότι τα παραπάνω αποτελέσματα είναι πληροφοριακά, η αποτυχία να ερμηνευτεί μεγαλύτερο μέρος των αποκλίσεων στον

δείκτες διανομής ώθησαν τους Dhrymes και Kurz να προχωρήσουν σε τροποποίηση του μοντέλου τους.

Τα αποτελέσματα που προέκυψαν ήταν ότι οι μεταβλητές της ρευστότητας και της μεταβλητότητας του εισοδήματος δεν συνεισφέρουν σημαντικά στην ερμηνεία των πρακτικών μερισματικής πολιτικής των εταιριών. Οι πωλήσεις, οι οποίες μετρούν την ανεξάρτητη επιρροή του μεγέθους είναι πολύ σημαντικές και οι εκτιμήσεις τους υπονοούν ότι οι μικρές εταιρίες τείνουν να πληρώνουν λιγότερα μερίσματα ανά δολάριο των πωλήσεων από τις μεγαλύτερες εταιρίες. Οι μεταβλητές της επένδυσης και του χρέους έχουν και πάλι αρνητικό πρόσημο, αλλά το επίπεδο σημαντικότητας είναι μικρότερο. Η μεταβλητή του ελέγχου έχει και πάλι θετικό πρόσημο και είναι σημαντική σε επίπεδο 5%. Στη προσπάθειά τους να βελτιώσουν τα αποτελέσματά τους, εισήγαγαν κάποιες επιπρόσθετες μεταβλητές οι οποίες σκοπό είχαν να μετρήσουν την επίδραση στη μερισματική πολιτική της διαφοράς στους τόκους του μακροπρόθεσμου χρέους, όπως επίσης κάποιες μεταβλητές οι οποίες σκοπό είχαν να εντοπίζουν την ανομοιογένεια στην αγορά κεφαλαίου. Όμως, δεν αποδείχτηκε ότι αυτές οι μεταβλητές συνεισφέρουν σημαντικά στην ερμηνεία της μερισματικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων.

Συμπερασματικά, οι Dhrymes και Kurz προσπάθησαν στη μελέτη τους να παρουσιάσουν μια εναλλακτική άποψη για τις πρακτικές διανομής των μερισμάτων των κοινωφελών εταιριών παροχής ηλεκτρικής ενέργειας, η οποία δεν στηρίζεται στον αυτοπαλινδρομο χαρακτήρα του μοντέλου που παρουσιάστηκε από το Lintner. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η διανομή μερισμάτων επηρεάζεται σημαντικά από παράγοντες που δεν λαμβάνονται υπόψη στη μελέτη του Lintner. Επιπροσθέτως, αυτοί οι παράγοντες έχουν σημαντικό οικονομικό περιεχόμενο. Συγκεκριμένα, εντόπισαν ότι η κατάσταση της εταιρίας (ελεγχόμενη ή μη) επηρεάζει τη μερισματική της πολιτική, όπως, επίσης, η σχετική σπουδαιότητα του επενδυτικού της προγράμματος, η κατάσταση του χρέους της και το μέγεθός της. Τέλος, θεωρούν ότι είναι πιθανό ένα ουσιώδες μέρος των αποκλίσεων στις πρακτικές διανομής των μερισμάτων των εταιριών να οφείλεται στην αλληλεπίδραση των δυνάμεων που επιδρούν στις εταιρίες από τις τοπικές ρυθμιστικές αρχές από τη μια πλευρά και την αγορά κεφαλαίου από την άλλη.

2.2.3 Ο Ρόλος της Ταμειακής Ροής και της Δομής του Φορολογικού Συστήματος

Ο J.Brittain⁵ στη μελέτη του θέλησε να γενικοποιήσει προηγούμενα προτεινόμενα μοντέλα μερισματικής πολιτικής με την εισαγωγή των αποσβέσεων, ατομικών φορολογικών συντελεστών και άλλων πιθανών επεξηγηματικών μεταβλητών. Θεωρεί ότι το μοντέλο του Lintner παρείχε μια εντυπωσιακή ερμηνεία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια των πολεμικών χρόνων και ότι η ίδια συνάρτηση έδρασε αποδοτικά κατά την εφαρμογή της και στη μεταπολεμική περίοδο. Όμως, έχουν διατυπωθεί κάποιες κριτικές όσον αφορά τον αθροιστικό χαρακτήρα του μοντέλου και την αποτυχία του να εξηγήσει το στόχο διανομής αυτό καθαυτό. Ο Brittain με τη μελέτη του θέλησε να δείξει ότι τα αποτελέσματα του Lintner μπορούν να βελτιωθούν σημαντικά λαμβάνοντας υπόψη κάποιες από τις αλλαγές που ανέφερε η Tarshis, συμπεριλαμβανομένου των σημαντικών αλλαγών στη φορολογική δομή.

Στο μοντέλο του Lintner ως τρέχων παράγοντας των μερισμάτων (η πηγή των διαθέσιμων πόρων από την οποία διανέμονται) λαμβάνονται τα καθαρά κέρδη μετά φόρων. Οι εταιρίες από τις οποίες προήλθαν οι συνεντεύξεις ανέφεραν τα καθαρά κέρδη ως το παράγοντα-κλειδί των μερισμάτων και αυτό φαίνεται εύλογο ως μέτρο της ικανότητας των επιχειρήσεων να διανέμουν μερίσματα κατά τη διάρκεια της πολεμικής περιόδου στην οποία ο Lintner εφάρμοσε το μοντέλο. Όμως, από την αρχή του Δεύτερου Παγκοσμίου Πολέμου, με τις αλλαγές στη πολιτική των αποσβέσεων και τη μετέπειτα απελευθέρωση ρυθμίσεων και πρακτικών, οι διανομές των μερισμάτων των επιχειρήσεων βασίζονταν είτε στη συνολική τους ταμειακή ροή, είτε σε κάποια σκέψη που ίσως αυτές να είχαν για τα «πραγματικά» κέρδη.

Ενώ ο δείκτης μέρισμα προς καθαρό κέρδος διπλασιάστηκε μετά το πόλεμο, ο δείκτης μέρισμα προς ταμειακή ροή (μεικτό κέρδος, καθαρό από φόρους, αλλά συμπεριλαμβανομένου των αποσβέσεων) παρέμεινε σταθερό και κοντά στο 30% από το 1941. Η αντίθεση αυτή προκύπτει από την επίδραση των αυξανόμενων αποσβέσεων στα καθαρά κέρδη. Οι αυξήσεις μπορεί να οφείλονται στις μεθόδους επιταχυνόμενης απόσβεσης ή στην αυξημένη ελευθερία της διοίκησης σχετικά με την ωφέλιμη ζωή των περιουσιακών της στοιχείων. Πολλές φορές οι εταιρίες χρησιμοποιούν την επιταχυνόμενη μέθοδο απόσβεσης μόνο για φορολογικούς λόγους ή για να εμφανίζουν αυξημένα κέρδη. Κατά συνέπεια οι παραπάνω ενέργειες

⁵ Brittain John A., May 1964, "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", The American Economic Review, Vol. 54, No 3, Papers and Proceedings of the Seventy-sixth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 272-287.

επηρεάζουν και τις αποφάσεις της επιχείρησης σχετικά με την απόφαση της για τη διανομή μερισμάτων. Επιπλέον, υποδηλώνεται ότι η ταμειακή ροή ίσως επηρεάζει τα μερίσματα περισσότερο από τα καθαρά κέρδη.

Προτού προχωρήσει στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων του σχετικά με τη ταμειακή ροή ως μέτρο της ικανότητας διανομής μερισμάτων ο Brittain πρότεινε τις ακόλουθες υποθέσεις, οι οποίες ίσως εξηγούν οποιαδήποτε παρατηρούμενη τάση των μερισμάτων να ακολουθούν τη ταμειακή ροή. Πρώτον, οι εταιρίες ίσως να θεωρούν τις αποσβέσεις ως μια καθαρά λογιστική χρέωση που δεν επηρεάζει την τρέχουσα ικανότητά τους να προχωρούν σε διανομές. Οι ταμειακές ροές (μετά φόρων) γίνονται τότε μια πηγή χρηματικών πόρων που κατανέμονται ανάμεσα στα μερίσματα και τις παρακρατήσεις δίχως να λαμβάνονται υπόψη οι αποσβέσεις. Δεύτερον, αναγνωρίζοντας τις αποσβέσεις ως κόστος, οι επιχειρήσεις ίσως να θεωρούν τη σταθερότητα ή τη σταθερή αύξηση των μερισμάτων ως πρωταρχική ευθύνη η οποία πρέπει να ικανοποιηθεί πριν από τις κεφαλαιακές απαιτήσεις. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί από την υπόθεση ότι στη πράξη τα μερίσματα έχουν άμεση επίδραση στις τιμές των μετοχών. Αυτό μπορεί με τη σειρά του να οδηγήσει στο καθορισμό των μερισμάτων μέσω της ταμειακής ροής, με οποιοδήποτε πλεόνασμα επενδύσεων πάνω από τις παρακρατήσεις να χρηματοδοτηθεί με την υπερβάλλουσα ρευστότητα ή από εξωτερικούς πόρους. Στη μεταπολεμική περίοδο όπου οι περισσότερες επενδύσεις μπορούσαν να χρηματοδοτηθούν εσωτερικώς, η ύπαρξη μιας τέτοιας πολιτικής θα αποτελούσε έκπληξη. Στη πραγματικότητα ακόμα και αν οι κεφαλαιακές απαιτήσεις πρέπει να έχουν προτεραιότητα, η ίδια σχέση μεταξύ μερισμάτων και ταμειακής ροής θα μπορούσε να υπάρχει εφόσον το απαιτούμενο κεφάλαιο τείνει να είναι ανάλογο της ταμειακής ροής. Τρίτον, με την εισαγωγή κυμαινόμενων ρυθμίσεων απόσβεσης είναι πιθανό ότι οι εταιρίες θα βάσιζαν τα μερίσματά τους στα προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη, χρησιμοποιώντας σταθερούς κανόνες απόσβεσης. Όμως, οι εταιρίες ίσως να επιθυμούν να βασίσουν τα μερίσματά τους στα αληθινά πραγματικά κέρδη, αλλά υποθέτουν ότι ένα καλύτερο μέτρο για αυτή τη μεταβλητή είναι τα μεικτά κέρδη, από τα οποία ένα μικρότερο κλάσμα θα διανεμόταν.

Για τον έλεγχο εναλλακτικών επεξηγηματικών μεταβλητών για το εισόδημα ο Brittain αντικατέστησε τη μεταβλητή που αντιπροσώπευε τα καθαρά κέρδη στο μοντέλο του Lintner με άλλες μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν το εισόδημα, ανάμεσα στις οποίες και η ταμειακή ροή. Το δείγμα του αποτελούνταν από είκοσι-οχτώ ετήσιες παρατηρήσεις για τη περίοδο 1920-60, παραλείποντας τα χρόνια 1936-

38. Στη συνέχεια χώρισε το διάστημα σε δύο διαστήματα αποτελούμενο το καθένα από δεκαεννέα χρόνια. Το διάστημα 1942-1960 περιλαμβάνει τις σημαντικές αλλαγές στις πρακτικές των αποσβέσεων και είναι μια περίοδος γενικά υψηλών ατομικών φορολογικών συντελεστών. Ο διαχωρισμός αυτός επιτρέπει στο ζήτημα των αποσβέσεων να μελετηθεί ελεύθερο από την ενοχλητική επίδραση της έντονης αύξησης στους ατομικούς φορολογικούς συντελεστές, που συνέβη αργότερα. Οι ίδιοι έλεγχοι εφαρμόστηκαν και στη πιο περιορισμένη μεταπολεμική περίοδο 1946-60 ώστε να ελεγχθεί η πιθανότητα ότι η περίοδος 1942-45 ήταν κατά κάποιο τρόπο ιδιαίτερη. Οι διαφορές που προέκυψαν ανάμεσα στους συντελεστές μεταξύ των περιόδων 1942-45 και 1946-60 αποδείχθηκαν ασήμαντες.

Τα αποτελέσματα των σχετικών παλινδρομήσεων παρουσιάζουν τη ταμειακή ροή ως τη καλύτερη επεξηγηματική μεταβλητή, τουλάχιστον για τη περίοδο 1942-60. Οποιαδήποτε από τις εναλλακτικές μεταβλητές για τα καθαρά κέρδη που έλεγχε ο Britain βελτιώνει τη στατιστική ερμηνεία της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων σχετικά με τη μερισματική τους πολιτική κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου των κυμαινόμενων ρυθμίσεων για τις αποσβέσεις. Η αντικατάσταση των καθαρών κερδών από τη ταμειακή ροή οδηγεί στα καλύτερα συμπεράσματα, αυξάνοντας το συντελεστή συσχέτισης. Το συμπέρασμα ότι η σχετικά χαμηλή αποδοτικότητα των καθαρών κερδών οφείλεται στην ιδιαιτερότητα των αποσβέσεων υποστηρίζεται από το γεγονός ότι όταν οι ίδιες εξισώσεις παλινδρόμησης εφαρμόστηκαν στα δεδομένα της περιόδου 1920-41 έδειξαν ότι όλες οι εναλλακτικές μεταβλητές που έλεγχε ο Britain, συμπεριλαμβανομένου των καθαρών κερδών, ήταν εξίσου καλές με τη ταμειακή ροή για τη συγκεκριμένη περίοδο.

Άλλο ζήτημα στην εκτίμηση των διαφόρων μεταβλητών εισοδήματος είναι η καταλληλότητα της προσαρμογής της αποτίμησης των αποθεμάτων. Προτού οι επιχειρήσεις εφαρμόσουν το δείκτη διανομής θα μπορούσαν να προσαρμόζουν τα κέρδη ώστε να λαμβάνουν υπόψη την αλλαγή του κόστους κατά την αντικατάσταση των αποθεμάτων. Τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων πάνω στις μεταβλητές του κέρδους, προσαρμοσμένες για την αποτίμηση των αποθεμάτων, οδηγούν σε συντελεστή συσχέτισης χαμηλότερο από αυτό των μη προσαρμοσμένων κερδών.

Η ανάλυση που έγινε παραπάνω, όσον αφορά τις επεξηγηματικές μεταβλητές, υποστηρίζει το αρχικό σχόλιο της Tarshis για την υπεραπλούστευση του βασικού μοντέλου που περιέχει μόνο τα κέρδη και την υστέρηση των μερισμάτων ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Διαφορετικές σχέσεις φαίνονται να παρουσιάζονται στις

δύο χρονικές περιόδους. Ένα από τα στοιχεία της δομικής αλλαγής είναι το γεγονός ότι η πρώτη περίοδος είναι περίοδος σχετικά χαμηλών φόρων, ενώ το διάστημα 1942-60 χαρακτηρίζεται από γενικά υψηλούς φόρους. Καθώς έχει γίνει ήδη μια προσπάθεια να λάβουμε υπόψη τους φόρους των επιχειρήσεων και τις αποσβέσεις μέσω της χρήσης της μετά φόρου ταμειακής ροής, ο επόμενος παράγοντας μελέτης είναι η δομή των ατομικών φορολογικών συντελεστών.

Συγκεκριμένα ο δείκτης διανομής τείνει να ποικίλει αντίστροφα με τη διαφορετικότητα ανάμεσα στους φορολογικούς συντελεστές στο κοινό εισόδημα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Ο δείκτης διανομής ο οποίος υιοθετείται από τα διοικητικά συμβούλια υπόκεινται σε μία ή περισσότερες από τις παρακάτω επιφροές. Πρώτον, οι πιθανότητες ατομικής φορολογικής αποταμίευσης των κατόχων υψηλού εισοδήματος μπορεί να αναγνωρίζονται και άμεσα να επιδιώκονται από την ομάδα διοικούντων της εταιρίας, η οποία αναζητά να προστατεύσει τους κατόχους, αλλά και τον εαυτό της, από τους φόρους. Δεύτερον, σε ένα πιο σύνθετο επίπεδο, οι εταιρίες ίσως προσπαθούν να μεγιστοποιήσουν τη προεξοφλημένη αξία όλων των μετά φόρων μελλοντικών αποδόσεων και αναγνωρίζουν ότι μια αύξηση στους προσωπικούς φόρους ίσως ελαττώσει το βέλτιστο δείκτη διανομής. Τρίτον, οι προτιμήσεις των μετόχων υψηλού εισοδήματος, όπως αυτές εκφράζονται στην αγορά κεφαλαίου από τη σχετική τους ζήτηση για αξιόγραφα με διαφορετικούς δείκτες διανομής, ίσως ωθούν τα διοικητικά συμβούλια να επιτρέπουν καθυστέρηση στη διανομή όταν οι φορολογικοί συντελεστές αυξάνονται.

Συμπερασματικά εξαιτίας της απελευθέρωσης των ρυθμίσεων και πρακτικών, το μοντέλο της ταμειακής ροής παρέχει τη καλύτερη ερμηνεία των μερισμάτων κατά τη πολεμική περίοδο και μετά. Η εισαγωγή ενός μοντέλου στο οποίο ο στόχος διανομής εξαρτάται από τους ατομικούς φορολογικούς συντελεστές και τη μεταβλητή των αποσβέσεων παρέχει μια ικανοποιητική ερμηνεία των μερισμάτων για όλο το διάστημα 1920-60. Αυτοί οι δύο παράγοντες φαίνονται αρκετοί να εξηγήσουν την έντονη πτώση στο δείκτη διανομής μεταξύ του τέλους του 1920 και της αρχής της μεταπολεμικής περιόδου, αλλά και της ακόλουθης ανάκτησής του. Εάν οι φόροι των επιχειρήσεων λαμβάνονταν, επίσης, υπόψη μέσω της επίδρασής τους στο μετά φόρων εισόδημα, τότε η καθαρή επίδραση της δομής του φορολογικού συστήματος στα μερίσματα εμφανίζεται ουσιώδης. Τέλος, ο Britain καταλήγει λέγοντας ότι τα αποτελέσματά του σχετικά με την επίδραση της φορολογικής δομής είναι πειραματικά, ειδικά αφού έχουν αθροιστικό χαρακτήρα και ότι η μελέτη

μεμονωμένων βιομηχανιών και επιχειρήσεων ίσως οδηγήσει σε ουσιώδεις αποκλίσεις στη συμπεριφορά μεταξύ διαφορετικών τομέων.

2.2.4 Εμπειρική Μελέτη Υποστήριξης του Μοντέλου του Lintner

Σε αντίθεση με τις παραπάνω κριτικές που δέχτηκε το μοντέλο του Lintner οι Fama και Babiak⁶ βρήκαν εμπειρική υποστήριξη στις διαπιστώσεις του Lintner. Στη πορεία της μελέτης τους επεξεργάστηκαν πολλά διαφορετικά μοντέλα μερισματικής πολιτικής χωρίς μεγάλη επιτυχία. Για παράδειγμα, παρελθούσες, τρέχουσες και μελλοντικές μεταβλητές για τις κεφαλαιακές δαπάνες εισήχθησαν ξεχωριστά και σε συνδυασμό ως επεξηγηματικές μεταβλητές. Σε καμία περίπτωση αυτές οι μεταβλητές δεν παρείχαν βελτίωση μεγαλύτερη από 0,02 στη μέση τιμή του προσαρμοσμένου συντελεστή συσχέτισης. Επίσης, δοκίμασαν μοντέλα στα οποία η τρέχουσα αλλαγή των μερισμάτων θεωρήθηκε ως συνάρτηση των τρεχουσών και παρελθουσών αλλαγών στα κέρδη και τα μερίσματα. Με κριτήριο το συντελεστή συσχέτισης κανένα από αυτά δεν ήταν τόσο αποδοτικά όσο το μοντέλο του Lintner.

Οι παλινδρομήσεις στα δεδομένα των εταιριών, οι προσομοιώσεις και οι έλεγχοι προβλεψιμότητας παρείχαν συνεπείς αποδείξεις στα μοντέλα μερισματικής πολιτικής για μεμονωμένες εταιρίες. Οι δύο μεταβλητές στο μοντέλο του Lintner, D_{t-1} και E_t , συμπεριλαμβανομένου του σταθερού όρου, ήταν αποδοτικές σε σχέση με άλλα μοντέλα. Γενικά, όμως, εξαλείφοντας το σταθερό όρο και προσθέτοντας τη μεταβλητή της υστέρησης των κερδών, E_{t-1} , οδηγούμαστε σε μια μικρή βελτίωση στην προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου. Εφαρμόζοντας τα μοντέλα μερισματικής πολιτικής στα δεδομένα των περισσότερων εταιριών κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι το καθαρό εισόδημα φαίνεται να παρέχει ένα καλύτερο μέτρο των κερδών από τη ταμειακή ροή ή το καθαρό εισόδημα και τις αποσβέσεις, συμπεριλαμβανόμενες ως ξεχωριστές μεταβλητές στο μοντέλο.

⁶ Fama Eugene F., and Babiak Harvey, December 1968, "Dividend Policy: An empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association, Vol.63, No.324, pp.1132-1161.

2.3 Η Θεωρία της Μη Σχετικότητας της Μερισματικής Πολιτικής

Σε αντίθεση με όλες τις παραπάνω ερμηνείες της μερισματικής πολιτικής των εταιριών, στο βασικό τους υπόδειγμα οι Miller και Modigliani⁷ έδειξαν ότι κάτω από ένα οικονομικό περιβάλλον στο οποίο δεν υπάρχουν ατέλειες της αγοράς, η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα προέβησαν στις ακόλουθες υποθέσεις σχετικά με τις τέλειες αγορές, την ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών και την απόλυτη βεβαιότητα. Με τον όρο τέλειες αγορές εννοούν ότι κανένας αγοραστής ή πωλητής δεν μπορεί να επηρεάσει τις τιμές στην αγορά, όλοι οι επενδυτές έχουν ίση πρόσβαση σε όλες τις πληροφορίες χωρίς κόστος, δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγής ούτε μεσιτικές αμοιβές στις περιπτώσεις έκδοσης, αγοράς ή πώλησης αξιογράφων και τέλος δεν υπάρχουν φορολογικές διαφορές ούτε ανάμεσα στα διανεμόμενα και αδιανέμητα κέρδη ούτε ανάμεσα στα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Με τον όρο ορθολογική συμπεριφορά εννοούν ότι οι επενδυτές προτιμούν πάντα περισσότερο από λιγότερο πλούτο και είναι αδιάφοροι εάν μια αύξηση στο πλούτο τους παίρνει τη μορφή μετρητών ή αύξησης της αγοραίας αξίας των μετοχών τους. Με τον όρο απόλυτη βεβαιότητα εννοούν την απόλυτη σιγουριά κάθε επενδυτή για το μελλοντικό επενδυτικό του πρόγραμμα και τα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας αυτής της βεβαιότητας δεν υπάρχει ανάγκη διαχωρισμού μεταξύ μετοχών και ομολόγων και στην ανάλυσή τους θεωρούν για ευκολία ως μοναδικό χρηματοοικονομικό εργαλείο τις μετοχές.

Κάτω από τις παραπάνω υποθέσεις η τιμή μιας μετοχής πρέπει να είναι τέτοια ώστε ο ρυθμός απόδοσης (μερίσματα συν κεφαλαιακά κέρδη ανά δολάριο που επενδύεται) κάθε μετοχής να είναι ο ίδιος σε όλη την αγορά σε οποιοδήποτε διάστημα χρόνου. Αυτό σημαίνει ότι αν θέσουμε με $d_j(t)$ τα μερίσματα ανά μετοχή που πληρώνει η επιχείρηση j κατά τη διάρκεια της περιόδου t και με $p_j(t)$ τη τιμή μιας μετοχής της εταιρίας j στην αρχή της περιόδου t , τότε πρέπει να έχουμε:

$$\frac{d_j(t) + p_j(t+1) - p_j(t)}{p_j(t)} = \rho(t) \text{ ανεξάρτητο του } j \quad (1)$$

ή ισοδύναμα,

⁷ Miller Merton H. and Modigliani Franco, October 1961, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol.34, No.4, pp.411-433.

$$p_j(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} [d_j(t) + p_j(t+1)] \quad (2)$$

Οι παραπάνω ισότητες ισχύουν για κάθε j και για όλα τα t . Διαφορετικά, οι κάτοχοι μετοχών χαμηλής απόδοσης (υψηλής τιμής) θα μπορούσαν να αυξήσουν το τελικό τους πλούτο πουλώντας αυτές τις μετοχές και επενδύοντας τα έσοδα σε μετοχές που προσφέρουν υψηλότερο ρυθμό απόδοσης. Αυτή η ενέργεια θα οδηγούσε προς τα κάτω τις τιμές των μετοχών με χαμηλή απόδοση και προς τα πάνω τις τιμές των μετοχών με υψηλή απόδοση έως ότου η διαφορά στους ρυθμούς απόδοσης να εξαλειφθεί.

Προκειμένου να διαπιστώσουν πιο εύκολα την επιρροή της μερισματικής πολιτικής επαναδιατύπωσαν την ισότητα (2) σε όρους αξίας της εταιρίας στο σύνολό της. Εγκαταλείποντας το σύμβολο j , επαναδιατύπωσαν την ισότητα (2) ως

$$V(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} [D(t) + n(t)p(t+1)] = \frac{1}{1+\rho(t)} [D(t) + V(t+1) - m(t+1)p(t+1)], \quad (3)$$

όπου $n(t)$ είναι ο αριθμός μετοχών στην αρχή της περιόδου t , $m(t+1)$ είναι ο αριθμός των νέων μετοχών (εφόσον υπάρχουν) που πωλούνται κατά τη διάρκεια της περιόδου t στη τιμή κλεισίματος $p(t+1)$ έτσι ώστε $n(t+1) = n(t) + m(t+1)$, $V(t) = n(t)p(t)$ είναι η συνολική αξία της εταιρίας και τέλος $D(t) = n(t)d(t)$ είναι τα συνολικά μερίσματα που διανέμονται τη περίοδο t στους κατόχους των μετοχών της αρχής της περιόδου t .

Το πλεονέκτημα της επαναδιατύπωσης της εξίσωσης (2) είναι ότι επικεντρώνεται περισσότερο στις τρεις πιθανές κατευθύνσεις μέσω των οποίων τα μερίσματα ίσως να επηρεάζουν τη τρέχουσα αγοραία αξία της εταιρίας, $V(t)$, ή ισοδύναμα τη τιμή των μεμονωμένων μετοχών, $p(t)$. Τα τρέχοντα μερίσματα θα επηρεάσουν ξεκάθαρα την αξία της εταιρίας, $V(t)$, μέσω του πρώτου όρου στη παρένθεση της ισότητας (3), $D(t)$. Τα τρέχοντα μερίσματα, ίσως επίσης, να επηρεάσουν την αξία της εταιρίας, $V(t)$, έμμεσα μέσω του δεύτερου όρου, $V(t+1)$, δηλαδή τη νέα αγοραία αξία της εταιρίας. Η νέα αξία, $V(t+1)$, πρέπει να εξαρτάται μόνο από τα μελλοντικά και όχι τα παρελθόντα γεγονότα και αυτό θα συνέβαινε μόνο

εάν (α) η νέα αξία της εταιρίας, $V(t+1)$, ήταν συνάρτηση της μελλοντικής μερισματικής πολιτικής και (β) η τρέχουσα διανομή $D(t)$ βοηθούσε στην αποκάλυψη, διαφορετικά μη διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με το ποια θα ήταν η μελλοντική μερισματική πολιτική. Η πρώτη πιθανότητα διευκρινίζει τα γεγονότα ώστε να υποθέσουμε ότι η μελλοντική μερισματική πολιτική της εταιρίας είναι γνωστή και δεδομένη για τη περίοδο $t+1$ και όλες τις ακόλουθες περιόδους και ανεξάρτητη από τη πραγματική απόφαση για τα μερίσματα τη περίοδο t . Τότε η νέα αξία της εταιρίας, $V(t+1)$, θα είναι ανεξάρτητη της τρέχουσας απόφασης για τη διανομή των μερισμάτων, αν και μπορεί να επηρεαστεί από τη διανομή $D(t+1)$ και όλες τις ακόλουθες διανομές. Τελικώς, τα τρέχοντα μερίσματα μπορούν να επηρεάσουν την αξία της εταιρίας, $V(t)$, μέσω του τρίτου όρου της ισότητας (3), $-m(t+1)p(t+1)$, την αξία των νέων μετοχών που πωλούνται κατά τη διάρκεια της περιόδου. Όσο υψηλότερη η διανομή μερισμάτων μιας περιόδου τόσο περισσότερο το νέο κεφάλαιο το οποίο πρέπει να συλλεχθεί από εξωτερικές πηγές ώστε να διατηρηθεί οποιοδήποτε επιθυμητό επίπεδο επένδυσης.

Οπότε, βλέπουμε ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει τη τιμή με δύο αντιτιθέμενους τρόπους, άμεσα μέσω του $D(t)$ και αντίστροφα μέσω του όρου $-m(t+1)p(t+1)$. Σε ένα τέλειο κόσμο οι δύο επιδράσεις της μερισματικής πολιτικής πρέπει πάντα να εξουδετερώνουν η μια την άλλη έτσι ώστε η πολιτική διανομής μερισμάτων που θα ακολουθηθεί τη περίοδο t να μην έχει καμιά επίδραση στη τιμή τη περίοδο t . Αυτό που χρειάζεται μόνο είναι να εκφραστεί ο όρος $m(t+1)p(t+1)$ σε όρους $D(t)$. Συγκεκριμένα, εάν $I(t)$ είναι το δεδομένο επίπεδο επένδυσης της εταιρίας ή η αύξηση στη κατοχή υλικών περιουσιακών στοιχείων τη περίοδο t και εάν $X(t)$ είναι το συνολικό καθαρό κέρδος της εταιρίας για τη περίοδο t , τότε γνωρίζουμε ότι το κεφάλαιο που απαιτείται από εξωτερικές πηγές θα είναι

$$m(t+1)p(t+1) = I(t) - [X(t) - D(t)]. \quad (4)$$

Αντικαθιστώντας τη παράσταση (4) στη (3) ο όρος $D(t)$ διαγράφεται και άρα η αξία της εταιρίας στην αρχή της περιόδου t θα είναι:



$$V(t) = n(t)p(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} [X(t) - I(t) + V(t+1)] \quad (5)$$

Καθώς ο όρος $D(t)$ δεν εμφανίζεται άμεσα και οι όροι $X(t)$, $I(t)$, $V(t+1)$ και $\rho(t)$ είναι όλοι ανεξάρτητοι του $D(t)$ (είτε από τη φύση τους, είτε από υπόθεση), τότε η τρέχουσα αξία της εταιρίας πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τη τρέχουσα απόφαση για τη διανομή των μερισμάτων.

Έχοντας αποδείξει ότι η τρέχουσα αξία της εταιρίας, $V(t)$, δεν επηρεάζεται από τη τρέχουσα απόφαση για τη διανομή των μερισμάτων είναι εύκολο να δειχθεί στη συνέχεια ότι η τρέχουσα αξία της εταιρίας πρέπει, επίσης, να είναι ανεπηρέαστη από οποιαδήποτε μελλοντική απόφαση για τη διανομή των μερισμάτων. Τέτοιες μελλοντικές αποφάσεις μπορούν να επηρεάσουν τον όρο $V(t)$, μόνο μέσω της επίδρασής τους στον όρο $V(t+1)$. Όμως, επαναλαμβάνοντας τη παραπάνω λογική ο όρος $V(t+1)$ και κατά συνέπεια ο όρος $V(t)$ είναι ανεξάρτητοι από τη μερισματική πολιτική της περιόδου $t+1$, ο όρος $V(t+2)$ και κατά συνέπεια οι όροι $V(t+1)$ και $V(t)$ είναι ανεξάρτητοι από τη μερισματική πολιτική της περιόδου $t+2$ και ούτω καθεξής.

Συμπερασματικά, δεδομένης της επενδυτικής πολιτικής της εταιρίας, η μερισματική πολιτική που επιλέγει να ακολουθήσει δεν επηρεάζει ούτε τη τρέχουσα τιμή των μετοχών της, ούτε τη συνολική απόδοση των μετόχων της. Όπως πολλές άλλες προτάσεις στα οικονομικά, η μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής είναι φανερή αν σκεφτούμε ότι είναι απλώς ένα παραπάνω παράδειγμα της γενικής αρχής ότι δεν υπάρχουν «οικονομικές αυταπάτες» σε ένα ορθολογικό και τέλειο οικονομικό περιβάλλον. Οι αξίες καθορίζονται μόνο από πραγματικές αιτίες, στη περίπτωση μας τη δύναμη του κέρδους των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας και την επενδυτική της πολιτική, και όχι από το πώς οι καρποί της δύναμης του κέρδους διανέμονται.

Περνώντας από τον ιδανικό κόσμο της βεβαιότητας στο κόσμο της αβεβαιότητας οι όροι στη παρένθεση της ισότητας (3), δεν μπορούν πλέον να θεωρηθούν ως δεδομένοι αριθμοί, αλλά πρέπει να αναγνωριστούν ως τυχαίες μεταβλητές από τη πλευρά του επενδυτή στην αρχή της περιόδου t . Ούτε είναι ξεκάθαρο τι ερμηνεία μπορεί να δοθεί στο παράγοντα προεξόφλησης $1/[1+\rho(t)]$, καθώς το ποσό που πρόκειται να προεξοφληθεί δεν είναι μια δεδομένη απόδοση,

αλλά στο καλύτερο μόνο μια κατανομή πιθανότητας πιθανών αποδόσεων. Επομένως, ο παράγοντας προεξόφλησης των αναμενόμενων αξιών δεν είναι ο ίδιος για δύο, αυθαίρετα, επιλεγόμενες εταιρίες και οι αναμενόμενες αξίες θα είναι διαφορετικές για διαφορετικούς επενδυτές.

Όμως, οι Miller και Modigliani έδειξαν ότι το συμπέρασμά τους αναφορικά με τη μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής δεν χρειάζεται να τροποποιηθεί απλώς εξαιτίας της παρουσίας της αβεβαιότητας σχετικά με τη μελλοντική πορεία των κερδών, των επενδύσεων ή των μερισμάτων. Προκειμένου να αποδείξουν ότι η αβεβαιότητα σχετικά με αυτά τα στοιχεία δεν αλλάζει κάτι σημαντικό θεώρησαν μια περίπτωση στην οποία οι παρόντες επενδυτές πιστεύουν ότι οι μελλοντικές ροές των συνολικών κερδών και η συνολική επένδυση, ανεξάρτητα από τις πραγματικές αξίες, θα είναι ίδιες σε διαφορετικές χρονικές στιγμές για δύο εταιρίες, 1 και 2. Υπέθεσαν περαιτέρω ότι το ίδιο θεωρείται αληθινό για τις μελλοντικές συνολικές διανομές μερισμάτων από τη περίοδο 1 και ακόλουθα. Οπότε ο μόνος τρόπος που οι δύο εταιρίες διαφέρουν είναι πιθανώς στο αναμενόμενο μέρισμα της τρέχουσας περιόδου (περίοδος μηδέν). Σε όρους συμβόλων υποθέτουμε ότι:

$$\tilde{X}_1(t) = \tilde{X}_2(t) \quad t = 0 \dots \infty$$

$$\tilde{I}_1(t) = \tilde{I}_2(t) \quad t = 0 \dots \infty$$

$$\tilde{D}_1(t) = \tilde{D}_2(t) \quad t = 1 \dots \infty$$

όπου στη συγκεκριμένη περίπτωση οι μεταβλητές δεν θεωρούνται από την τρέχουσα περίοδο ως γνωστοί αριθμοί, αλλά ως αριθμοί που θα προκύψουν στο μέλλον από τις κατάλληλες κατανομές πιθανοτήτων. Το ερώτημα που προκύπτει είναι ποια θα είναι η απόδοση, $\tilde{R}_1(0)$ στους παρόντες επενδυτές στην εταιρία 1 κατά τη διάρκεια της τρέχουσας περιόδου. Η απάντηση στο ερώτημα θα είναι ξεκάθαρα:

$$\tilde{R}_1(0) = \tilde{D}_1(0) + \tilde{V}_1(1) - \tilde{m}_1(1)\tilde{p}_1(1) \quad (6)$$

Αλλά η σχέση μεταξύ του όρου $\tilde{D}_1(0)$ και του όρου $\tilde{m}_1(1)\tilde{p}_1(1)$ δίνεται από την ισότητα (4) η οποία είναι απλώς μια λογιστική ταυτότητα και άρα μπορεί να γραφθεί ως:

$$\tilde{m}_1(1)\tilde{p}_1(1) = \tilde{I}_1(0) - [\tilde{X}_1(0) - \tilde{D}_1(0)] \quad (7)$$

και αντικαθιστώντας στην ισότητα (6) έχουμε για την εταιρία 1

$$\tilde{R}_1(0) = \tilde{X}_1(0) - \tilde{I}_1(0) + \tilde{V}_1(1). \quad (8)$$

Με ακριβώς την ίδια διαδικασία έχουμε μια ισοδύναμη παράσταση για τον όρο $\tilde{R}_2(0)$.

Προκειμένου να συγκρίνουν τους όρους $\tilde{R}_1(0)$ και $\tilde{R}_2(0)$ σημειώνουν πρώτα ότι, από υπόθεση, $\tilde{X}_1(0) = \tilde{X}_2(0)$ και $\tilde{I}_1(0) = \tilde{I}_2(0)$. Επιπλέον, με συμμετρική αγοραία ορθολογικότητα οι τελικές αξίες $\tilde{V}_i(1)$ εξαρτώνται μόνο από τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη, επενδύσεις και μερίσματα από τη περίοδο 1 και μετά. Και αυτά, από υπόθεση, είναι ίδια για τις δύο εταιρίες. Επομένως, η συμμετρική ορθολογικότητα υπονοεί ότι κάθε επενδυτής πρέπει να αναμένει $\tilde{V}_1(1) = \tilde{V}_2(1)$ και κατά συνέπεια $\tilde{R}_1(0) = \tilde{R}_2(0)$. Όμως, εάν η απόδοση στους επενδυτές είναι η ίδια και στις δύο περιπτώσεις η ορθολογικότητα αξιώνει ότι οι δύο εταιρίες απαιτούν την ίδια τρέχουσα αξία έτσι ώστε ο όρος $V_i(0)$ να είναι ίσος με τον όρο $V_2(0)$, ανεξαρτήτως οποιασδήποτε διαφοράς στις διανομές μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου 0. Στη συνέχεια υποθέτουν ότι τα μερίσματα διαφέρουν όχι μόνο τη περίοδο 0, αλλά και τη περίοδο 1, αλλά ακόμα παραμένει η υπόθεση της ισότητας $\tilde{X}_i(t)$ και $\tilde{I}_i(t)$ σε όλες τις περιόδους και της ισότητας $\tilde{D}_i(t)$ τη περίοδο 2 και μετά. Ξεκάθαρα η μόνη διαφορά στα μερίσματα της περιόδου 1 μπορεί να επηρεάσει το $\tilde{R}_i(0)$ και κατά συνέπεια το $V_i(0)$ μέσω του $\tilde{V}_i(1)$. Όμως, από την υπόθεση της αγοραίας ορθολογικότητας, οι παρόντες επενδυτές γνωρίζουν από την αρχή της περιόδου 1 ότι οι εν συνεχείᾳ επενδυτές θα αποτιμήσουν ορθολογικά τις δύο εταιρίες και άρα έχει αποδειχθεί ότι οι διαφορές στο τρέχων μέρισμα δεν επηρεάζει τη τρέχουσα αξία. Οπότε $\tilde{V}_1(1) = \tilde{V}_2(1)$ και κατά συνέπεια $V_1(0) = V_2(0)$, ανεξαρτήτως οποιασδήποτε πιθανής διαφοράς στις διανομές μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1. Επεκτείνοντας τη λογική στους όρους $\tilde{V}_i(2)$, $\tilde{V}_i(3)$ και ούτω καθεξής, η τρέχουσα αποτίμηση παραμένει ανεπηρέαστη από τις διαφορές στις διανομές των μερισμάτων

σε οποιαδήποτε μελλοντική περίοδο και άρα η μερισματική πολιτική είναι μη σχετική στο καθορισμό των αγοραίων τιμών, δεδομένης της επενδυτικής πολιτικής.

2.4 Εμπειρικός Έλεγχος του Υποδείγματος Lintner για τις Μεγαλύτερες Εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

2.4.1 Μοντέλο και Δεδομένα

Η διαδικασία που εφαρμόστηκε προκειμένου να εξετάσουμε εμπειρικά το υπόδειγμα προσαρμογής των μερισμάτων του Lintner είναι η ακόλουθη. Το μοντέλο του Lintner δίνεται από την παρακάτω εξίσωση

$$DIV_t - DIV_{t-1} \equiv \Delta DIV_t = \rho(\pi^* EARN_t - DIV_{t-1})^8 \quad (9)$$

όπου π είναι ο μακροπρόθεσμος στόχος διανομής της εταιρίας και ρ είναι ο συντελεστής της ταχύτητας προσαρμογής. Διαιρώντας τη παραπάνω εξίσωση με DIV_{t-1} και αναδιατυπώνοντας την προκύπτει η εξίσωση

$$\frac{DIV_t - DIV_{t-1}}{DIV_{t-1}} = -\rho + \rho \frac{\pi^* EARN_t}{DIV_{t-1}} \quad (10)$$

Κατά τον ίδιο τρόπο η παραπάνω εξίσωση για μια μεμονωμένη εταιρία μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$DPS_t / DPS_{t-1} = (1 - \rho) + \rho * \pi (EPS_t / DPS_{t-1}) \quad (11)$$

Η εξίσωση (11) έχει τη μορφή εξίσωσης παλινδρόμησης, όπου η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι DPS_t / DPS_{t-1} , η κάθετη διατομή της εξίσωσης παλινδρόμησης είναι $1 - \rho$, η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι EPS_t / DPS_{t-1} και ο συντελεστής της κλίσης της εξίσωσης παλινδρόμησης είναι $\rho * \pi$. Αυτή η μορφή εξίσωσης παλινδρόμησης του μοντέλου του Lintner χρησιμοποιήθηκε στη εμπειρική ανάλυση που ακολουθεί. Οι

⁸ Ogden Joseph P., Jen Frank C., O'Connor Phili, 2003, "Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies", Prentice-Hall, Chapter 14, pp.461-501.

εκτιμήσεις για τα ρ και π του πίνακα των αποτελεσμάτων προκύπτουν από τις εκτιμήσεις της κάθετης διατομής και του συντελεστή κλίσης της εξίσωσης παλινδρόμησης μέσω της επίλυσης συστήματος δύο εξισώσεων.

Για το εμπειρικό έλεγχο του μοντέλου του Lintner χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που αφορούν τα μερίσματα ανά μετοχή και τα κέρδη ανά μετοχή των μεγαλύτερων εταιριών της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη περίοδο 1988-2003 και που προέρχονται από την ηλεκτρονική βάση δεδομένων Datastream. Καταρχήν, ο εμπειρικός έλεγχος έγινε για τις μεγαλύτερες εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης των δεκαπέντε μελών-κρατών λόγω μη διαθέσιμων στοιχείων στη βάση δεδομένων για τα υπόλοιπα δέκα κράτη-μέλη. Η επιλογή των μεγαλύτερων εταιριών έγινε με βάση τη χρηματιστηριακή τους αξία στις 08/06/2005, ενώ η επιλογή του δείγματος εταιριών από κάθε χώρα βασίστηκε στο 2% του συνόλου των εταιριών κάθε χώρας, για τις οποίες εταιρίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία στην ηλεκτρονική βάση δεδομένων Datastream. Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν υπήρχαν για τις εταιρίες διαθέσιμα στοιχεία για όλη τη περίοδο 1988-2003, τότε στο δείγμα συμπεριλαμβανόταν η αμέσως επόμενη εταιρία με βάση τη χρηματιστηριακή της αξία, η οποία πληρούσε τις προϋποθέσεις. Η ίδια διαδικασία ακολουθήθηκε και για τις εταιρίες που δεν διένειμαν μέρισμα σε κάποιο έτος της περιόδου 1988-2003. Στο δείγμα εταιριών κάθε χώρας συμπεριλαμβάνονται εταιρίες από διαφορετικούς κλάδους. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι δεν συμπεριλαμβάνονται εταιρίες από το Λουξεμβούργο λόγω έλλειψης διαθέσιμων στοιχείων που να καλύπτουν τη περίοδο 1988-2003.

Για κάθε εταιρία εκτιμήθηκαν οι παράμετροι του μοντέλου π και ρ , χρησιμοποιώντας τη εξίσωση παλινδρόμησης (11) και ετήσια στοιχεία για τις χρονιές από το 1987 έως και το 2003. Η επεξεργασία των δεδομένων, η δημιουργία των μεταβλητών και οι παλινδρομήσεις έγιναν στο πρόγραμμα επεξεργασίας λογιστικών φύλλων Microsoft Excel.

2.4.2. Αποτελέσματα

Πίνακας 1 : Εκτιμήσεις του Μοντέλου του Lintner για τις Μεγαλύτερες Εταιρίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Το Μοντέλο				
$DPS_t / DPS_{t-1} = (1 - \rho) + \rho * \pi (EPS_t / DPS_{t-1}) + e_t$				
Όνομα Εταιρίας	Εκτιμήσεις*	Μέσος Όρος Πραγματικού Δείκτη Διανομής	Προσαρμοσμένο R ²	
ΑΓΓΛΙΑ	ρ	π		
Bp Plc	0,09	1,18	0,64	10%
Royal Bank	-0,07	-0,47	0,82	35%
Shell Transport	-0,05	-0,28	2,25	-5%
Barclays Plc	0,57	0,72	0,54	17%
Lloyds Tsb Group Plc	-0,14	-0,07	0,51	-1%
Tesco Plc	0,04	1,51	0,40	65%
Diageo Plc	0,05	1,39	1,13	37%
British American Tob	0,17	0,89	0,80	40%
Bt Group Plc	0,24	0,65	0,44	98%
Rio Tinto Plc	0,10	0,89	0,63	69%
Unilever Plc	1,25	0,70	0,74	55%
Bg Group Plc	0,05	0,95	0,54	2%
Aviva Plc	0,02	2,52	3,58	22%
Standard Chartered	0,11	0,71	0,36	58%
Reckitt Benckiser	0,01	2,50	0,14	44%
Prudential Plc	0,02	3,09	0,85	10%
Cadbury Schweppes	-0,05	-0,27	0,45	-4%
Bae Systems	-0,08	-0,46	-1,64	42%
Gus Plc	0,01	5,58	0,51	47%
Allied Domecq Plc	0,16	0,59	0,96	21%
Wolseley Plc	0,53	0,52	0,51	39%
Associated British	0,20	0,41	0,33	28%
Kingfisher Plc	0,02	2,24	0,38	51%
Reuters Group Plc	0,04	1,49	0,68	47%
Pearson Plc	-0,02	-3,17	0,55	1%
Boc Group Plc (The)	0,34	0,62	0,65	62%
Smith & Nephew Plc	-0,06	0,32	0,38	-5%
Smiths Industries	-0,03	-0,73	0,42	42%
Rolls-Royce	0,09	0,73	0,70	23%
Sainsbury J Plc	0,06	1,10	0,56	81%
British Land Company	-0,04	-0,58	0,57	29%
Hilton Group Plc	0,01	5,64	7,10	14%
Scottish & Newcastle	0,05	1,23	0,67	16%

Πίνακας 1 (συνέχεια)

Όνομα Εταιρίας	Εκτιμήσεις*		Μέσος Όρος Πραγματικού Δείκτη Διανομής	Προσαρμοσμένο R ²
	ρ	π		
Boots Group Plc	-0,04	-0,59	1,07	34%
Hanson Plc	0,40	0,46	0,44	12%
Cable & Wireless	-0,04	-0,34	0,29	64%
Imperial Chemical	0,14	0,47	0,77	7%
Alliance Unichem Plc	0,30	0,41	0,37	27%
Dixons Group Plc	-0,10	-0,12	0,29	27%
Rentokil Initial Plc	1,15	-0,13	0,28	92%
ΑΥΣΤΡΙΑ				
Wienerberger Ag	0,03	1,45	0,13	24%
Generali Holding Vie	-0,05	-0,32	0,33	-2%
Uniqा Versicherungen	0,13	1,16	1,13	56%
ΒΕΛΓΙΟ				
Kbc Bank	0,21	0,53	0,39	67%
Electrabel Sa	-0,04	0,10	0,84	-4%
Solvay Sa	0,05	1,06	0,38	31%
Ucb Sa	0,29	0,45	0,34	59%
ΓΑΛΛΙΑ				
Total Sa	0,06	1,15	0,46	35%
Aventis	-0,15	-0,09	0,04	-5%
Bnp Paribas	0,68	0,30	0,30	81%
L'oreal Sa	-0,07	-0,35	0,26	8%
Axa	0,96	0,34	0,45	76%
Lvmh Moet-Hennessy	0,25	0,87	2,81	1%
Carrefour Sa	0,22	0,45	0,32	29%
Suez	-0,03	-0,96	0,37	25%
Groupe Danone Sa	-0,01	-1,92	0,43	31%
Saint Gobain	0,08	0,50	0,33	21%
L'air Liquide Sa	0,13	0,57	0,37	2%
Lafarge Sa	0,02	1,76	0,37	42%
Bouygues Sa	0,43	0,59	0,41	95%
Pernod Ricard Sa	0,11	0,68	0,39	9%
Accor Sa	0,08	0,89	0,50	69%
Safran	-0,16	0,05	0,11	-5%
Essilor Internationa	0,09	0,60	0,32	54%
Casino Guichard Perr	0,47	0,55	0,54	52%
Dassault Aviation Sa	1,05	0,25	0,26	74%
ΓΕΡΜΑΝΙΑ				
Siemens Ag	0,05	0,80	0,38	57%
Allianz Ag	-0,05	-0,18	0,25	4%

Πίνακας 1 (συνέχεια)

Όνομα Εταιρίας	Εκτιμήσεις*		Μέσος Όρος Πραγματικού Δείκτη Διανομής	Προσαρμοσμένο R^2
	ρ	π		
Deutsche Bank Ag	-0,01	-4,31	0,69	17%
Basf Ag	0,02	1,80	0,53	8%
Rwe Ag	-0,08	-0,01	0,62	-7%
Bayer Ag	0,30	0,54	0,44	60%
Volkswagen Ag	-0,14	-0,06	0,37	-3%
Schering Ag	0,06	1,00	0,40	-2%
Beiersdorf Ag	0,25	0,51	0,39	32%
Linde Ag	0,13	0,64	0,52	45%
Vattenfall Europe Ag	-0,05	-0,11	0,66	-5%
Altana Ag	-0,13	-0,01	0,46	-7%
Henkel Kgaa	0,03	1,21	0,36	10%
Celesio Ag	-0,11	0,01	0,35	-7%
Ergo-Versicherung	-0,02	-0,49	0,13	16%
Man Ag	0,33	0,59	0,52	14%
Allianz Lebensvers.	-0,16	-0,10	0,64	-7%
Wella Ag	0,43	0,31	0,31	4%
Amb Generali	-0,01	-1,70	0,37	39%
Suedzucker Ag	0,50	0,50	0,46	7%
Lechwerke Ag	-0,02	-4,69	0,77	-4%
Hochtief	0,21	0,80	0,75	14%
Ikb Bank	0,69	0,77	0,76	40%
ΔΑΝΙΑ				
Danske Bank A/S	0,03	2,26	0,31	24%
Novo Nordisk A/S	-0,18	0,00	0,20	-7%
Carlsberg A/S	0,25	0,26	0,23	31%
Nesa A/S	-0,06	0,05	0,37	-2%
ΕΛΛΑΣ				
Alpha Bank A.E.	0,47	1,00	1,02	19%
Emporiki Bank of Gr	-0,01	-3,94	-0,05	32%
Titan Cement Co.	1,00	0,38	0,38	66%
Bank Of Greece Sa	0,10	0,17	0,17	12%
Metka Sa	0,96	0,47	0,46	80%
Delta Holding Sa	0,75	0,37	0,44	48%
Karelia Tobacco Co.	0,61	0,47	0,46	64%
ΙΡΛΑΝΔΙΑ				
Allied Irish Banks	0,02	3,34	0,44	20%
ΙΣΠΑΝΙΑ				
Santander Central	0,30	0,62	0,50	53%
Repsol-Ypf, Sa	0,42	0,44	0,39	44%

Πίνακας 1 (συνέχεια)

Όνομα Εταιρίας	Εκτιμήσεις*		Μέσος Όρος Πραγματικού Δείκτη Διανομής	Προσαρμοσμένο R^2
	ρ	π		
Iberdrola Sa	0,07	1,16	0,73	41%
ΙΤΑΛΙΑ				
Autostrade Spa	0,40	0,93	0,85	64%
Mediobanca Spa	0,09	0,65	0,48	10%
Banca Fideuram Spa	0,24	0,85	0,84	44%
Banca Pop. D'emilia	-0,02	-1,83	0,47	-6%
Fondiaria - Sai Spa	0,61	0,35	0,38	63%
Italcementi Spa	0,06	0,99	0,93	42%
ΚΑΤΩ ΧΩΡΕΣ				
Abn Amro Holding	0,37	0,56	0,51	59%
Unilever N.V.	0,02	2,99	0,53	35%
Aegon N.V.	0,71	0,47	0,46	63%
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ				
Salvador Caetano Sa	0,30	0,34	0,36	33%
Banco Bpi, S.A.	0,35	0,41	0,35	60%
ΣΟΥΗΔΙΑ				
Hennes & Mauritz Ab	0,07	1,67	0,38	6%
Sandvik Ab	0,02	4,06	0,52	32%
Electrolux Ab	0,19	0,56	0,84	81%
Atlas Copco Ab	-0,08	-0,42	0,36	3%
Investor Ab	0,14	0,82	0,10	47%
Skanska Ab	0,01	10,88	3,98	31%
Industrivarden Ab	-0,04	-1,06	0,60	7%
Ssab Svenskt Stal Ab	0,11	0,83	0,43	91%
ΦΙΛΑΝΔΙΑ				
Nokia Oyj	0,16	0,91	0,36	79%
Stora Enso Oyj	0,03	1,89	0,38	60%
Kone Oyj	-0,12	-0,23	0,61	-3%
ΔΙΑΜΕΣΟΙ	0,06	0,53	0,45	31%

*Οι εκτιμήσεις προκύπτουν από τις παλινδρομήσεις των δεδομένων της εκάστοτε εταιρίας και μέσω της λύσης συστήματος δύο εξισώσεων

2.4.3 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Αν και η περίοδος που εξετάστηκε είναι μικρή, μια πρώτη αίσθηση που αποκομίζουμε από τα αποτελέσματα του Πίνακα 1 είναι ότι η διάμεσος των

εκτιμήσεων για τη ταχύτητα προσαρμογής, ρ , είναι μόνο 0,06, αν και οι εκτιμήσεις κυμαίνονται από -0,18 για την εταιρία Novo Nordisk στο 1,25 για την εταιρία Unilever. Η διάμεσος των εκτιμήσεων για το στόχο διανομής, π , είναι μόνο 0,53, αν και οι εκτιμήσεις κυμαίνονται από -4,69 για την εταιρία Lechwerke στα 10,88 για την εταιρία Skanska. Όμως, αξίζει να σημειωθεί ότι η παραπάνω διάμεσος είναι κοντά στη διάμεσο των μέσων όρων των πραγματικών δεικτών διανομής για αυτές τις εταιρίες που ισούται με 0,45. Συγκρίνοντας τις παραπάνω τιμές για τις διάμεσους των εκτιμήσεων των παραμέτρων ρ και π με τις αντίστοιχες που προέκυψαν από την έρευνα που διεξήγαγαν οι Ogden, Frank και O'Connor (2003) στις αμερικάνικες εταιρίες που περιλαμβάνονταν στο Dow Jones Industrial Average (DJIA) προκύπτει ότι οι διάμεσοι των εκτιμήσεων του στόχου διανομής, π , διαφέρουν ελάχιστα (0,51 για τις αμερικάνικες εταιρίες), ενώ οι διάμεσοι των εκτιμήσεων της ταχύτητας προσαρμογής, ρ , ταυτίζονται (0,06). Επιπλέον, αυτό το οποίο μπορούμε να αποκομίσουμε από τον Πίνακα 1 είναι ότι οι εταιρίες των οποίων οι εκτιμήσεις για το δείκτη διανομής, π , είναι μεγαλύτερες της μονάδος, έχουν αρκετά μικρό ρυθμό ταχύτητας προσαρμογής των μερισμάτων τους. Αυτό σημαίνει ότι αν και έχουν υψηλό στόχο διανομής των μερισμάτων τους, η ταχύτητα με την οποία κινούνται προς αυτό το στόχο είναι ιδιαίτερα μικρή και άρα τα μερίσματά τους προσαρμόζονται πολύ αργά στον επιθυμητό στόχο διανομής.

Προκειμένου να προβούμε σε κάποιες περαιτέρω συγκρίσεις των αποτελεσμάτων υπολογίζουμε το μέσο όρο όλων των εταιριών κάθε χώρας τόσο για τις εκτιμήσεις της ταχύτητας προσαρμογής όσο και για τις εκτιμήσεις του στόχου διανομής και στη συνέχεια ταξινομούμε τις χώρες με βάση τους παραπάνω μέσους όρους κατά φθίνονσα σειρά. Την ίδια διαδικασία ακολουθούμε και για τη σύγκριση των κλάδων των εταιριών. Συγκεκριμένα διακρίνουμε τις εταιρίες σε τέσσερις κλάδους (το χρηματοπιστωτικό, των βιομηχανιών, των υπηρεσιών και του λιανικού εμπορίου) και προχωρούμε στον υπολογισμό των μέσων όρων των παραπάνω εκτιμήσεων. Αντίστοιχα πράττουμε και για τη σύγκριση των χωρών του Βορρά και του Νότου. Τα αποτελέσματα της παραπάνω διαδικασίας απεικονίζονται στους ακόλουθους πίνακες:



Πίνακας 2 : Ταξινόμηση των Αποτελεσμάτων ανά Χώρα

Πίνακας 2α		Πίνακας 2β	
Χώρες	Μέσος Όρος Εκτίμησης ρ*	Χώρες	Μέσος Όρος Εκτίμησης π**
Ελλάδα	0,55	Ιρλανδία	3,34
Κάτω Χώρες	0,37	Σουηδία	2,17
Πορτογαλία	0,33	Κάτω Χώρες	1,34
Ισπανία	0,26	Φλανδία	0,86
Ιταλία	0,23	Αγγλία	0,81
Γαλλία	0,22	Αυστρία	0,76
Αγγλία	0,14	Ισπανία	0,74
Βέλγιο	0,13	Δανία	0,64
Γερμανία	0,10	Βέλγιο	0,54
Σουηδία	0,05	Πορτογαλία	0,38
Αυστρία	0,04	Γαλλία	0,33
Φιλανδία	0,02	Ιταλία	0,32
Ιρλανδία	0,02	Γερμανία	-0,09
Δανία	0,01	Ελλάδα	-0,15

*Μέσος όρος των εκτιμήσεων ρ όλων των εταιριών της εκάστοτε χώρας

** Μέσος όρος των εκτιμήσεων π όλων των εταιριών της εκάστοτε χώρας

Πίνακας 3 : Γεωγραφική Ταξινόμηση των Αποτελεσμάτων

Πίνακας 3α		Πίνακας 3β	
	Μέσος Όρος Εκτίμησης ρ*		Μέσος Όρος Εκτίμησης π**
Νότος	0,28	Βορράς	0,72
Βορράς	0,11	Νότος	0,31

*Μέσος όρος των εκτιμήσεων ρ όλων των εταιριών της εκάστοτε γεωγραφικής περιοχής

** Μέσος όρος των εκτιμήσεων π όλων των εταιριών της εκάστοτε γεωγραφικής περιοχής

Πίνακας 4 : Ταξινόμηση των Αποτελεσμάτων ανά Κλάδο

Πίνακας 4α		Πίνακας 4β	
Κλάδος	Μέσος Όρος Εκτίμησης ρ*	Κλάδος	Μέσος Όρος Εκτίμησης π**
Χρηματοπιστωτικός	0,21	Λιανικού Εμπορίου	1,30
Βιομηχανιών	0,16	Βιομηχανιών	0,83
Υπηρεσιών	0,13	Χρηματοπιστωτικός	0,23
Λιανικού Εμπορίου	0,09	Υπηρεσιών	0,04

*Μέσος όρος των εκτιμήσεων ρ όλων των εταιριών του εκάστοτε κλάδου

** Μέσος όρος των εκτιμήσεων π όλων των εταιριών του εκάστοτε κλάδου

Στο Πίνακα 2α παρατηρούμε ότι η Ελλάδα είναι η χώρα με την υψηλότερη ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων της (0,55), ενώ η ταχύτητα προσαρμογής της Δανίας είναι μόλις 0,01. Αυτό σημαίνει ότι η Δανία είναι η πιο συντηρητική χώρα όσον αφορά τη ταχύτητα με την οποία προσαρμόζει τα μερίσματα της προς τον επιθυμητό στόχο διανομής, σε αντίθεση με την Ελλάδα. Ενδεχομένως οι εταιρίες της Ελλάδος στην προσπάθειά τους να αναπτύξουν περαιτέρω τις δραστηριότητές τους επικεντρώνουν το ενδιαφέρον στην επικοινωνία με τους μετόχους τους και άρα στη γρήγορη προσαρμογή των μερισμάτων τους. Αντιθέτως, στο Πίνακα 2β παρατηρούμε ότι η Ελλάδα έχει το χαμηλότερο μέσο όρο των εκτιμήσεων του στόχου διανομής (-0,15) με αποτέλεσμα να αντισταθμίζεται η μεγάλη σχετικά ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων της. Δηλαδή, ενώ προσαρμόζει τα μερίσματα της γρήγορα σε σχέση με τις άλλες χώρες, δεν διανέμει πολλά από τα κέρδη της στους μετόχους. Παρόμοια, η Ιρλανδία ενώ έχει τον υψηλότερο στόχο διανομής (3,34), ενώ παράλληλα έχει και από τους χαμηλότερους μέσους όρους των εκτιμήσεων για τη ταχύτητα προσαρμογής, μόλις 0,02. Το ίδιο ισχύει και με τις Φιλανδία, Σουηδία και Δανία. Εξαίρεση αποτελούν οι Κάτω Χώρες οι οποίες έχουν από τις υψηλότερες τιμές τόσο για τη ταχύτητα προσαρμογής, ρ, όσο και για το στόχο διανομής, π.

Στο Πίνακα 3 παρατηρούμε ότι οι χώρες του Βορρά είναι πιο συντηρητικές όσον αφορά τη ταχύτητα προσαρμογής, σε σχέση με τις χώρες του Νότου. Η παρατήρηση αυτή προκύπτει, όπως είδαμε, και από το Πίνακα 2α. Αντίθετα, οι χώρες του Βορρά έχουν υψηλότερο στόχο διανομής, κάτι το οποίο μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι χώρες του Βορρά αποτελούνται από πιο ώριμες εταιρίες οι οποίες διανέμουν μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους από τις πιο μικρές εταιρίες, οι οποίες επικεντρώνονται περισσότερο στην εκμετάλλευση των επενδυτικών τους ευκαιριών.

Οι Πίνακες 4α και 4β απεικονίζουν τη κατάταξη τεσσάρων κλάδων με βάση τη ταχύτητα προσαρμογής και το στόχο διανομής, αντίστοιχα. Παρατηρούμε ότι ο κλάδος των βιομηχανιών, αν και δεν έχει το μεγαλύτερο στόχο διανομής, διανέμει μεγάλο ποσοστό των κερδών στους μετόχους, αλλά με μια σχετικά μικρή ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων. Όμως, ο κλάδος του λιανικού εμπορίου αν και έχει τη μεγαλύτερη τιμή όσον αφορά το στόχο διανομής, έχει μια ιδιαίτερα πολύ χαμηλή ταχύτητα προσαρμογής. Ο κλάδος των υπηρεσιών εμφανίζεται συντηρητικός τόσο στη ταχύτητα προσαρμογής των μερισμάτων, όσο και στο ποσοστό των κερδών του που διανέμει ως μέρισμα, αλλά και ο χρηματοπιστωτικός κλάδος παρουσιάζει μικρά ποσοστά και στις δύο παραμέτρους μερισματικής πολιτικής. Οπότε συμπερασματικά

Θα λέγαμε ότι οι βιομηχανικές εταιρίες ενδιαφέρονται περισσότερο στη προσέλκυση των επενδυτών μέσω της μερισματικής τους πολιτικής από τις λοιπές εταιρίες.



3. ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΣΧΕΤΙΚΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

3.1 Η Τάση Μείωσης των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων και οι Αιτίες της

Η μερισματική πολιτική αποτελεί για πολλά χρόνια ένα αίνιγμα. Καθώς τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη, η κοινή παραδοχή είναι ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο πολύτιμα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αυτό το πλαίσιο οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα μειονεκτούν σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους καθώς έχουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου από τις εταιρίες που δεν διανέμουν. Το γεγονός, λοιπόν, που πολλές εταιρίες διανέμουν μερίσματα είναι δύσκολο να εξηγηθεί. Το 2001 οι Fama και French⁹ μελέτησαν το ρυθμό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα κατά τη περίοδο 1926-99, με ιδιαίτερο ενδιαφέρον την περίοδο μετά το 1972 όπου τα στοιχεία καλύπτουν τις εταιρίες των NYSE, AMEX και NASDAQ. Το ποσοστό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα μειώθηκε έντονα μετά το 1978. Το 1973, το 52,8% των δημόσιων διαπραγματευόμενων μη χρηματοοικονομικών και μη κοινωφελών εταιριών διένειμαν μερίσματα. Το ποσοστό όσων διένειμαν μερίσματα αυξάνει στο μέγιστο 66,5% το 1978. Στη συνέχεια μειώνεται έντονα. Το 1999, μόνο το 20,8% των εταιριών διανέμουν μερίσματα. Τρία ερωτήματα προκύπτουν από τη πτώση μετά το 1978 του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. (α) Ποια είναι τα χαρακτηριστικά αυτών που διανέμουν μερίσματα; (β) Η μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται στη μείωση της κυριαρχίας αυτών των χαρακτηριστικών μεταξύ των δημόσια διαπραγματευόμενων εταιριών, ή (γ) είναι λιγότερο πιθανό για τις εταιρίες με αυτά τα χαρακτηριστικά να διανέμουν μερίσματα;

Χρησιμοποιώντας παλινδρομήσεις και άλλα στατιστικά αποτελέσματα εξέτασαν τα χαρακτηριστικά όσων διένειμαν μερίσματα. Όλες οι προσεγγίσεις τους υποδήλωσαν ότι τρία χαρακτηριστικά επηρεάζουν την απόφαση των εταιριών να διανείμουν μερίσματα. Η κερδοφορία, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος. Οι μεγαλύτερες εταιρίες και οι πιο κερδοφόρες είναι πιο πιθανό να διανέμουν μερίσματα. Η διανομή μερισμάτων είναι λιγότερο πιθανή για τις εταιρίες με τις περισσότερες επενδύσεις.

⁹ Fama Eugene F. and French Kenneth R., April 2001, "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?", Journal of Financial Economics, Vol.60, Issue 1, pp.3-43

Τα στατιστικά αποτελέσματα παρέχουν λεπτομέρειες για τη φύση των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν και των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Οι εταιρίες που διένειμαν στο παρελθόν τείνουν να είναι σε δύσκολη οικονομική θέση. Έχουν χαμηλά κέρδη και λίγες επενδύσεις. Οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα είναι πιο κερδοφόρες από τις προηγούμενες και έχουν μεγάλες ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι, με τη σειρά τους, πιο κερδοφόρες από τις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Άλλα οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα επενδύουν με μεγαλύτερο ρυθμό, προχωρούν σε περισσότερες επενδύσεις έρευνας και ανάπτυξης και έχουν υψηλότερο δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική αξία από τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα. Τέλος, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι δέκα φορές μεγαλύτερες από αυτές που δεν διανέμουν.

Η μείωση μετά το 1978 στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται μερικώς στην αυξημένη κλίση των δημοσίως διαπραγματευόμενων εταιριών προς τα χαρακτηριστικά των εταιριών που δεν έχουν ποτέ διανείμει μερίσματα, δηλαδή στα χαμηλά κέρδη, τις ισχυρές επενδύσεις και το μικρό μέγεθος. Αυτή η κλίση στο πληθυσμό των εταιριών προωθείται από μια έκρηξη στις νέες εισηγμένες εταιρίες και από την αλλαγή στη φύση των νέων εταιριών. Ο αριθμός των δημόσιων διαπραγματευόμενων μη χρηματοοικονομικών και μη κοινωφελών εταιριών αυξήθηκε από 3.638 το 1978 σε 5.670 το 1997, πριν μειωθεί σε 5.113 το 1999. Οι νέες εισηγμένες εταιρίες τείνουν να είναι μικρές με αξιοσημείωτες επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό που άλλαξε μετά το 1978 είναι η κερδοφορία τους. Πριν το 1978 οι νέες εισηγμένες εταιρίες ήταν πιο κερδοφόρες και από τις εποχιακές εταιρίες. Τη περίοδο 1973-77, τα κέρδη των νέων εισηγμένων ήταν κατά μέσο όρο 17,79% της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, έναντι 13,68% για όλες τις εταιρίες. Η κερδοφορία των νέων εισηγμένων εταιριών μειώνεται κατά τη διάρκεια των επόμενων είκοσι χρόνων. Τα κέρδη τους τη περίοδο 1993-98 είναι κατά μέσο όρο 2,07% της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, έναντι 11,26% για όλες τις εταιρίες.

Η μείωση της κερδοφορίας των νέων εισηγμένων εταιριών συνοδεύεται από τη μείωση στο ποσοστό των νέων εισηγμένων εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1973-77, το ένα-τρίτο των νέων εισηγμένων εταιριών διανέμουν μερίσματα. Το 1999, μόνο το 3,7% των νέων εισηγμένων εταιριών διανέμουν μερίσματα. Η μεγάλη αύξηση στον αριθμό και η αλλαγή της φύσης των

νέων εισηγμένων εταιριών οδήγησε σε αύξηση των μικρών εταιριών, με χαμηλή κερδοφορία αλλά μεγάλες επενδύσεις, που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Αυτές οι εταιρίες είναι ένας μεγάλος παράγοντας στη μείωση του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Είναι, ίσως, φανερό ότι οι επενδυτές έχουν γίνει πιο πρόθυμοι στο να κρατούν μετοχές μικρών, σχετικά μη κερδοφόρων, αναπτυσσόμενων εταιριών. Όμως η κλίση του πληθυσμού των διαπραγματευόμενων εταιριών προς αυτές τις εταιρίες είναι η μισή πλευρά της ιστορίας σχετικά με τη μείωση των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Το πιο αξιοσημείωτο εύρημα της μελέτης είναι ότι οι εταιρίες διανέμουν όλο και λιγότερο μερίσματα, ανεξαρτήτως των χαρακτηριστικών τους. Δεδομένου των χαρακτηριστικών των εταιριών, η μείωση στη πιθανότητα των εταιριών να διανέμουν μερίσματα χαρακτηρίστηκε ως χαμηλότερη τάση να διανέμουν και αποδόθηκε στο γεγονός ότι τα αντιλαμβανόμενα οφέλη των μερισμάτων (όποια κι αν είναι αυτά) έχουν μειωθεί με τα χρόνια.

Χρησιμοποίησαν δύο προσεγγίσεις για να ποσοτικοποιήσουν πως τα χαρακτηριστικά των εταιριών και η τάση τους να διανέμουν μερίσματα συνδυάζονται στο να οδηγήσουν στη μείωση του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Η μια προσέγγιση ήταν μέσω παλινδρομήσεων. Στην άλλη χρησιμοποίησαν τη σχετική συχνότητα αυτών που διανέμουν μερίσματα στα χαρτοφυλάκια που σχηματίζονται με βάση τη κερδοφορία, τις επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος. Και οι δύο προσεγγίσεις υποδηλώνουν ότι η χαμηλότερη τάση διανομής είναι τουλάχιστον τόσο σημαντική όσο τα χαρακτηριστικά στην ερμηνεία της μείωσης του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Η χαμηλότερη τάση διανομής είναι γενική. Για παράδειγμα το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα στις εταιρίες με θετικά κέρδη μειώθηκε μετά το 1978. Άλλα το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα στις εταιρίες με αρνητικά κέρδη μειώθηκε, επίσης. Οι μικρές εταιρίες είναι λιγότερο πιθανό να διανέμουν μερίσματα μετά το 1978, αλλά επίσης λίγες είναι οι περιπτώσεις εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα και στις μεγαλύτερες εταιρίες. Εταιρίες με πολλές επενδυτικές ευκαιρίες είναι λιγότερο πιθανό να διανέμουν μερίσματα μετά το 1978, αλλά τα μερίσματα γίνονται ολοένα και λιγότερο πιθανά ανάμεσα και στις εταιρίες με λιγότερες επενδύσεις.

Η επίδραση της αλλαγής των χαρακτηριστικών και της τάσης διανομής ποικίλουν ανάμεσα στις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα. Τα χαρακτηριστικά όσων

διανέμουν μερίσματα (μεγάλες, κερδοφόρες εταιρίες) δεν άλλαξαν πολύ μετά το 1978, απλά αυτές οι εταιρίες έγιναν λίγο πιο πιθανές στο να σταματήσουν να διανέμουν. Η αλλαγή των χαρακτηριστικών και η χαμηλότερη τάση διανομής επηρέασαν πιο ξεκάθαρα τις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής όσων εταιριών διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν και όσων δεν διένειμαν ποτέ. Για παράδειγμα, μετά το 1978, η χαμηλότερη κερδοφορία και οι άφθονες ευκαιρίες ανάπτυξης οδήγησαν σε πολύ χαμηλότερους αναμενόμενους ρυθμούς έναρξης διανομής μερισμάτων από τις εταιρίες που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα. Άλλα ελέγχοντας τα χαρακτηριστικά, οι εταιρίες που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα, επίσης, ξεκινούν τη διανομή σε χαμηλότερους ρυθμούς μετά το 1978 και για όσες διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν είναι λιγότερο πιθανό να ξαναρχίσουν τη διανομή.

3.1.1 Διαχρονική Εξέταση της Τάσης Διανομής Μερισμάτων

Ο στόχος των Fama και French είναι να εξηγήσουν τη μείωση μετά το 1978 όσων εταιριών διανέμουν μερίσματα μεταξύ των εταιριών του NYSE, AMEX και NASDAQ. Ξεκίνησαν εξετάζοντας τη συμπεριφορά των μερισμάτων για τη περίοδο 1926-99. Από τους ελέγχους τους εξαίρεσαν τις κοινωφελείς εταιρίες ώστε να αποφύγουν τη κριτική ότι η μερισματική τους πολιτική είναι υποπροϊόν ρυθμίσεων. Επίσης, εξαίρεσαν από το δείγμα τους και τις χρηματοοικονομικές εταιρίες.

Η αναλογία των μη χρηματοοικονομικών και μη κοινωφελών εταιριών του NYSE που διένειμαν μερίσματα μειώθηκε στο μισό κατά τη διάρκεια των πρώτων χρόνων της μεγάλης οικονομικής ύφεσης, από 66,9% το 1930 στο 33,6% το 1933. Στη συνέχεια το ποσοστό αυξήθηκε. Για κάθε χρόνο από το 1943 ως το 1962 περισσότερες από το 82% των εταιριών του NYSE διένειμαν μερίσματα. Περισσότερες από το 90% διανέμουν μερίσματα το 1951 και 1952. Με την προσθήκη των εταιριών του AMEX το 1963, η αναλογία όσων διανέμουν μερίσματα μειώνεται στο 69,3%. Η προσθήκη των εταιριών του NASDAQ το 1973 μειώνει το ποσοστό στο 52,8%, από 59,8% το 1972. Στη συνέχεια αυξάνεται στο 66,5% το 1978, δηλαδή στο μέγιστο για τη περίοδο μετά το 1972 συμπεριλαμβανομένου των εταιριών των NYSE, AMEX και NASDAQ. Το ποσοστό μειώνεται απότομα μετά το 1978 στο 30,3% για το 1987. Στη συνέχεια μειώνεται λιγότερο έντονα. Το 1999, μόνο το 20,8% των εταιριών διανέμουν μερίσματα.

Τόσο ο αριθμητής (ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα), όσο και ο παρανομαστής (ο συνολικός αριθμός των εταιριών του δείγματος) συνεισφέρουν στη μείωση μετά το 1978 στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Η μεγάλη αύξηση στην είσοδο νέων εισηγμένων εταιριών επεκτείνει το δείγμα κατά 40%, από 3.638 εταιρίες το 1978 στις 5.113 το 1999. Το πιο ενδιαφέρον είναι ότι ο πληθυσμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα συρρικνώνεται περισσότερο από 50% μετά το 1978. Υπάρχουν 2.419 εταιρίες που διανέμουν μερίσματα το 1978, αλλά μόνο 1.182 το 1991 και 1.063 το 1999. Η μείωση στον αριθμό όσων διανέμουν μερίσματα σημαίνει ότι όσες εταιρίες προστίθενται στο δείγμα και διανέμουν μερίσματα αποτυγχάνουν να αναπληρώσουν τη μείωση. Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα χάνονται όταν οι εταιρίες σταματούν τη διανομή ή εξαφανίζονται από το δείγμα είτε λόγω συγχωνεύσεων, είτε λόγω διαγραφής τους.

Ο ρυθμός στον οποίο οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα χάνονται από το δείγμα (εξαιτίας διακοπής διανομής μερισμάτων, συγχωνεύσεων ή διαγραφής) αυξάνεται από 6,8% ανά χρόνο τη περίοδο 1963-77 στο 9,8% τη περίοδο 1978-99. Το μεγαλύτερο μέρος της μείωσης οφείλεται στις συγχωνεύσεις. Δεν υπάρχει σταθερή τάση στο ρυθμό με τον οποίο οι εταιρίες σταματούν τη διανομή μερισμάτων. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-99, κατά μέσο όρο 5% των εταιριών σταματούν τη διανομή κάθε χρόνο. Το ποσοστό αυτό είναι μεγαλύτερο σε σχέση με τη περίοδο 1963-77 που ήταν 3,5% ανά χρόνο, αλλά χαμηλότερο από το ρυθμό της περιόδου 1927-62 που ήταν 5,4% ανά χρόνο. Αντίθετα, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα συγχωνεύονται σε άλλες με ρυθμό 3,9% ανά χρόνο. Ο ρυθμός αυτός είναι ο μεγαλύτερος από τους ρυθμούς των περιόδων 1927-62 (0,6% ανά χρόνο) και 1963-77 (2,7% ανά χρόνο). Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα διαγράφονται με ρυθμό 0,9% ανά χρόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-99, σε αντίθεση με ρυθμό 0,3% τη περίοδο 1927-62 και 0,8% τη περίοδο 1963-77.

Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα εξαφανίζονται με υψηλότερο ρυθμό κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-98, αλλά ο πιο σημαντικός παράγοντας στη μείωση του αριθμού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα είναι η αποτυχία των νέων εταιριών που διανέμουν μερίσματα να αναπληρώσουν την απώλεια. Οι εταιρίες που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν επανέλαβαν τη διανομή με ένα μέσο ρυθμό 11,8% ανά χρόνο κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-77. Στη συνέχεια ο ρυθμός αυτός μειώνεται στο 6,2% ανά χρόνο τη περίοδο 1978-99 και στο 2,5% το 1999. Οι νέες εγγραφές αυξήθηκαν σημαντικά μετά το 1978, αλλά η αναλογία των εταιριών

που διανέμουν μερίσματα τη χρονιά των εγγραφών μειώνεται από 50,8% τη περίοδο 1963-77 στο 9% τη περίοδο 1978-99 και μόνο 3,7% το 1999. Οι νέες εγγραφές είναι από εταιρίες που αποφεύγουν τη διανομή μερισμάτων. Ο ρυθμός έναρξης διανομής μερισμάτων από τις εταιρίες που δεν είχαν διανείμει ποτέ μερίσματα μειώνεται από το 7,1% ανά χρόνο τη περίοδο 1963-77 στο 1,8% τη περίοδο 1978-99 και στο 0,7% το 1999.

Αν και οι συγχωνεύσεις συνεισφέρουν στη μείωση του αριθμού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, δεν είναι ο μοναδικός παράγοντας. Κατά τη διάρκεια της κρίσιμης περιόδου 1978-99, όσες εταιρίες δεν διένειμαν μερίσματα συγχωνεύτηκαν σε άλλες εταιρίες περίπου με τον ίδιο ρυθμό (3,8% ανά χρόνο) που συγχωνεύτηκαν και οι εταιρίες που διένειμαν μερίσματα (3,9% ανά χρόνο), με αποτέλεσμα οι συγχωνεύσεις να έχουν μικρή επίδραση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Οι εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα διαγράφονται με υψηλότερο ρυθμό (6,3% ανά χρόνο τη περίοδο 1978-99) από τις εταιρίες που διανέμουν (0,9% ανά χρόνο). Οπότε οι διαγραφές μειώνουν τον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, αλλά στη πραγματικότητα αυξάνουν το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

3.1.2 Τα Χαρακτηριστικά των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων

Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά των εταιριών που διανέμουν μερίσματα τα στατιστικά αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα διαφέρουν από εκείνες που δεν διανέμουν ως προς τη κερδοφορία τους, τις επενδυτικές τους ευκαιρίες και το μέγεθος τους. Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι πιο κερδοφόρες. Για όλη τη περίοδο 1963-98 ο δείκτης των αθροιστικών κερδών προ τόκων προς το συνολικό ενεργητικό, E_t/A_t , υπολογίζεται κατά μέσο όρο στο 7,82% ανά χρόνο για όσες εταιρίες διένειμαν μερίσματα, έναντι 5,37% για όσες δεν διένειμαν. Ανάμεσα σε αυτές που δεν διένειμαν ο δείκτης E_t/A_t είναι κατά μέσο όρο 4,54% ανά χρόνο για αυτές που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν. Το ποσοστό αυτό είναι χαμηλότερο από το ποσοστό των εταιριών που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα (6,11% ανά χρόνο), το οποίο με τη σειρά του είναι χαμηλότερο από το ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα (7,82% ανά χρόνο).

Τα κέρδη προ τόκων, E_t , είναι η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, αλλά τα κέρδη προ διάθεση, Y_t , είναι πιο σχετικά με την απόφαση της εταιρίας να διανείμει μερίσματα. Το χάσμα ανάμεσα στη κερδοφορία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα και όσων δεν διανέμουν είναι μεγαλύτερο όταν η κερδοφορία μετράται μέσω του δείκτη συνολικά κέρδη διανεμόμενα στους μετόχους προς συνολικά λογιστικά ίδια κεφάλαια, Y_t/BE_t . Για τη περίοδο 1963-98, ο δείκτης Y_t/BE_t υπολογίζεται κατά μέσο όρο σε 12,75% για τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, έναντι 6,15% για όσες δεν διανέμουν. Ανάμεσα σε όσες δεν διανέμουν ο δείκτης Y_t/BE_t ισούται κατά μέσο όρο με 7,94% για τις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα και μόνο 3,18% για αυτές που διένειμαν στο παρελθόν.

Η χαμηλή κερδοφορία είναι πιο συνηθισμένη στο δεύτερο μισό της περιόδου 1963-98. Τουλάχιστον 20% των εταιριών είχαν αρνητικά κέρδη προ τόκων μετά το 1984. Τα τελευταία τρία χρόνια, 1996-98, τα αρνητικά κέρδη προ τόκων επηρέασαν περισσότερες από το 30% των εταιριών. Πολλές από τις εταιρίες που είναι μη κερδοφόρες είναι οι νέες εταιρίες. Μέχρι το 1978, περισσότερες από το 90% των νέων εταιριών του δείγματος είναι κερδοφόρες. Στη συνέχεια η μείωση στο ποσοστό είναι σημαντική. Το 1998 μόνο το 51,5% των νέων εταιριών έχουν θετικά κέρδη προς διάθεση στους κοινούς μετόχους. Πριν το 1982 η κερδοφορία των νέων εταιριών μειώνεται. Η χειροτέρευση λαμβάνει χώρα καθώς ο αριθμός των νέων εταιριών αυξάνεται σημαντικά και συγκεκριμένα εκείνων των νέων εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα. Από τη περίοδο 1993-98 τα διανεμόμενα κέρδη προς τους κοινούς μετόχους των νέων εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα ισούνται κατά μέσο όρο μόνο με 0,27% της λογιστικής αξία των ιδίων κεφαλαίων, έναντι του 11,26% όλων των εταιριών.

Μετά το 1977 περισσότερες από το 85% των νέων εταιριών διαπραγματεύονται στο NASDAQ. Ήα μπορούσε να ειπωθεί ότι η μείωση στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα είναι φαινόμενο του NASDAQ. Όμως, στη πραγματικότητα και ο NYSE, και ο AMEX και ο NASDAQ συνεισφέρουν στην αύξηση των μη κερδοφόρων νέων εταιριών. Ανάμεσα στις εταιρίες που αρχίζουν να διαπραγματεύονται μεταξύ του 1978 και του 1998, 10,7% των νέων εταιριών του NYSE, 29% των νέων εταιριών του AMEX και 23,6% των νέων εταιριών του NASDAQ έχουν αρνητικά κέρδη προς διάθεση στους κοινούς μετόχους. Επιπλέον, το ποσοστό των εταιριών του NYSE που διανέμουν μερίσματα μειώνεται

από 88,6% το 1979 στο 52% το 1999. Τα ποσοστά των εταιριών του AMEX και NASDAQ που διανέμουν μερίσματα μειώνονται από 63,4% και 54,1% το 1978 και 1977 στα 16,9% και 8,6% το 1999. Οπότε αν και η μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα συμπίπτει με την αύξηση των νέων, μη επικερδών εταιριών στο NASDAQ, δεν περιορίζεται σε αυτόν.

Οι επενδυτικές ευκαιρίες, όπως και η κερδοφορία, διαφέρουν μεταξύ των εταιριών. Οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα έχουν τις καλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης. Τα περιουσιακά τους στοιχεία έχουν τους μεγαλύτερους ρυθμούς ανάπτυξης τη περίοδο 1963-98 (16,50% ανά χρόνο) από τα περιουσιακά στοιχεία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα (8,78%) ή όσων διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν (4,67%). Ο δείκτης συνολική χρηματιστηριακή αξία προς συνολική λογιστική αξία του ενεργητικού, V_t/A_t , είναι επίσης μεγαλύτερος για τις εταιρίες που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα (1,64) από τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα (1,39) ή όσων διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν (1,10). Τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης των εταιριών που δεν διένειμαν ποτέ μερίσματα ισούνται κατά μέσο όρο με 2,76% του ενεργητικού τους, έναντι του 1,61% των εταιριών που διανέμουν μερίσματα και του 1,03% των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν. Οπότε αν και οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα φαίνονται λιγότερο κερδοφόρες από εκείνες που διανέμουν μερίσματα, έχουν καλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης. Αντίθετα, όσες διένειμαν στο παρελθόν έχουν και χαμηλή κερδοφορία, αλλά και πενιχρές επενδυτικές ευκαιρίες.

Όσον αφορά τις νέες εταιρίες, εκείνες που διανέμουν μερίσματα επενδύουν με μεγαλύτερο ρυθμό κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-98 (13,42% ανά χρόνο) από όλες τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα (8,78%). Ακόμα μεγαλύτερη είναι η διαφορά μεταξύ των ρυθμών ανάπτυξης του ενεργητικού των νέων εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα και όλων των εταιριών που δεν διανέμουν. Τη περίοδο 1963-98 ο ρυθμός ανάπτυξης κατά μέσο όρο των νέων εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα είναι 30,28% ανά χρόνο, που είναι σχεδόν το διπλάσιο του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης, 16,5%, όλων των εταιριών που δεν έχουν ποτέ διανείμει μερίσματα. Ομοίως, ο δείκτης V_t/A_t είναι υψηλότερος για τις νέες εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα σε σχέση με όλες τις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Άρα, αν και οι νέες εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα υποφέρουν από χαμηλή κερδοφορία, έχουν άφθονες επενδυτικές ευκαιρίες.

Αναφορικά με το τρίτο χαρακτηριστικό που είναι το μέγεθος, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι πολύ μεγαλύτερες από εκείνες που δεν διανέμουν. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-67, το ενεργητικό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα ήταν κατά μέσο όρο οχτώ φορές μεγαλύτερο από εκείνο των εταιριών που δεν διένειμαν. Στην ομάδα των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα, το μέγεθος των εταιριών που διένειμαν στο παρελθόν είναι τρεις φορές μεγαλύτερο από εκείνο των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Με τη πάροδο του χρόνου καθώς το μέγεθος του δείγματος μεγαλώνει και ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μειώνεται, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα γίνονται ακόμα πιο μεγάλες σε σχέση με αυτές που δεν διανέμουν. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1993-98, το ενεργητικό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα είναι κατά μέσο όρο μεγαλύτερο από δεκατρείς φορές το ενεργητικού των εταιριών που δεν διανέμουν.

Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα είναι πιο κερδοφόρες και οι εταιρίες που δεν διανέμουν αντλούν το μεγαλύτερο μέρος της χρηματιστηριακής τους αξίας από την αναμενόμενη ανάπτυξη, ώστε το μερίδιο στα συνολικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν μερίσματα να είναι ακόμα μεγαλύτερο από το μερίδιό τους στο ενεργητικό και τις χρηματιστηριακές αξίες. Κατά τη διάρκεια κάθε μιας τετράχρονης ή πεντάχρονης περιόδου από το 1973 έως το 1992, οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα ευθύνονται για το 97% των κερδών των κοινών μετόχων. Τη περίοδο 1993-98, το 23,6% των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ευθύνεται για το υπόλοιπο του 8,3% των συνολικών κερδών.

Συμπερασματικά τα αποτελέσματα της μελέτης υποδηλώνουν ότι η κερδοφορία, οι επενδυτικές ευκαιρίες και το μέγεθος είναι παράγοντες στην απόφαση των εταιριών σχετικά με τη μερισματική τους πολιτική. Οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα τείνουν να είναι μεγάλες, κερδοφόρες εταιρίες με κέρδη όμοια των επενδυτικών τους ευκαιριών. Οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα είναι μικρότερες και φαίνεται να είναι λιγότερο κερδοφόρες από τις προηγούμενες, αλλά έχουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες (υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στο ενεργητικό, υψηλότερο δείκτη V/A) και οι επενδυτικές τους δαπάνες είναι πολύ μεγαλύτερες από τα κέρδη τους. Τα χαρακτηριστικά των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν είναι χαμηλά κέρδη και λίγες επενδύσεις.

Η σταθερή μείωση μετά το 1978 στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται μερικώς στην αυξανόμενη κλίση του πληθυσμού των δημοσίων

διαπραγματευόμενων εταιριών προς τα χαρακτηριστικά των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Η πηγή αυτής της κλίσης είναι οι νέες εγγραφές εταιριών. Μετά το 1977 υπήρξε μια απότομη αύξηση των νέων εταιριών, οι οποίες όμως διέφεραν από τις νέες εταιρίες των παλαιότερων χρόνων. Κατά τη διάρκεια των χρόνων της περιόδου 1963-98, οι νέες εταιρίες τείνουν να είναι μικρές, κερδοφόρες εταιρίες με άφθονες επενδύσεις. Μετά το 1977, οι νέες εταιρίες συνεχίζουν να είναι μικρές και να αναπτύσσονται γρήγορα, αλλά η κερδοφορία τους χειροτερεύει και οι νέες εταιρίες που διανέμουν μερίσματα γίνονται όλο και πιο σπάνιες. Η νέα γενιά νέων εταιριών αποτελείται από μικρές εταιρίες με χαμηλά κέρδη και ισχυρές επενδυτικές ευκαιρίες, χαρακτηριστικά των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα.

3.1.3 Περιορισμένη Τάση Διανομής Μερισμάτων στο Σύνολο των Εταιριών

Όπως, αναφέρθηκε παραπάνω η απότομη αύξηση στην είσοδο νέων εταιριών τις δεκαετίες 1980 και 1990 και η αλλαγή στη φύση των νέων εταιριών, προκάλεσε το πληθυσμό των δημοσίως διαπραγματευόμενων εταιριών να κλίνουν προς τα χαρακτηριστικά (μικρό μέγεθος, χαμηλή κερδοφορία και ισχυρές επενδύσεις) των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Όμως, η μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται και αλλού. Το πιο ενδιαφέρον είναι ότι, δεδομένων των χαρακτηριστικών τους, οι εταιρίες όλο και λιγότερο διανέμουν μερίσματα.

Εάν η μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα οφείλεται εξ ολοκλήρου στην αλλαγή των χαρακτηριστικών των εταιριών, τότε για τις εταιρίες με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά πρέπει να είναι τόσο πιθανό να διανέμουν μερίσματα στο παρόν όσο ήταν στο παρελθόν. Αυτό, όμως, δεν συμβαίνει. Το 1978 το 72,4% των εταιριών με θετικά κέρδη διανεμόμενα προς τους κοινούς μετόχους, διανέμουν μερίσματα. Το 1998 το 30% των κερδοφόρων εταιριών διανέμουν μερίσματα, λιγότερο από το μισό του ποσοστού του 1978. Η αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ανάμεσα στις εταιρίες με κέρδη προ τόκων μεγαλύτερα από τις επενδυτικές δαπάνες, $E_i > dA_i$, μειώνεται από 68,4% το 1978 στο 32,4% το 1998. Τα αποτελέσματα αυτά υποδηλώνουν ότι η διανομή μερισμάτων έχει γίνει λιγότερο πιθανή ανάμεσα στις εταιρίες με τα χαρακτηριστικά (θετικά κέρδη και

κέρδη που υπερβαίνουν τις δαπάνες) των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Αλλά οι μη κερδοφόρες εταιρίες και οι εταιρίες με επενδυτικές δαπάνες που υπερβαίνουν τα κέρδη επίσης γίνονται όλο και λιγότερο πιθανές να διανέμουν μερίσματα. Για τις εταιρίες με $E_r < dA_r$, η αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μειώνεται από 68,6% το 1978 στο 15,6% το 1998. Η διανομή μερισμάτων μεταξύ των μη κερδοφόρων εταιριών δεν συνηθίζεται, αλλά και για αυτές τις εταιρίες η διανομή μερισμάτων είναι λιγότερο πιθανή τις δεκαετίες 1980 και 1990. Πριν το 1983 περίπου το 20% των εταιριών με αρνητικά κέρδη διανεμόμενα προς τους κοινούς μετόχους διένειμαν μερίσματα. Το 1998, μόνο το 7,2% των μη κερδοφόρων εταιριών διένειμαν μερίσματα. Εν συντομίᾳ, τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι εταιρίες όλο και λιγότερο διανέμουν μερίσματα, ανεξαρτήτως των χαρακτηριστικών τους.

Η απότομη αύξηση στις μη κερδοφόρες νέες εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα προκάλεσε τη συνολική κερδοφορία των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα να μειωθεί τις δεκαετίες 1980 και 1990. Όμως, αυτή η μείωση στη συνολική κερδοφορία αποκρύπτει το γεγονός ότι ένα αυξανόμενο ποσοστό των εταιριών με θετικά κέρδη, εταιριών που στο παρελθόν θα διένειμαν μερίσματα, δεν επιλέγει τη διανομή. Παρομοίως, για τις εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα η διαφορά της συνολικής επένδυσης από τα συνολικά κέρδη γίνεται μεγαλύτερη τις τελευταίες δεκαετίες του δείγματος. Όμως ένα αυξανόμενο ποσοστό των εταιριών με κέρδη που υπερβαίνουν τις επενδύσεις, εταιριών που στο παρελθόν θα διένειμαν μερίσματα, τώρα δεν διανέμουν μερίσματα. Εν συντομίᾳ, η απότομη αύξηση στις νέες μη κερδοφόρες εταιρίες με επενδυτικές δαπάνες που υπερβαίνουν κατά πολύ τα κέρδη οδηγούν τα συνολικά χαρακτηριστικά των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα να καλύψουν τις αποδείξεις σχετικά με τη γενικότερη μείωση στη τάση των εταιριών να διανέμουν μερίσματα.

3.1.4 Οι Επιδράσεις της Αλλαγής των Χαρακτηριστικών και της Περιορισμένης Τάσης Διανομής Μερισμάτων

Προκειμένου να ποσοτικοποιήσουν τις επιδράσεις της αλλαγής των χαρακτηριστικών και της τάσης διανομής μερισμάτων στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ακολούθησαν την ακόλουθη προσέγγιση. Αρχικά εκτίμησαν τις πιθανότητες οι εταιρίες με δεδομένα χαρακτηριστικά (μέγεθος, κερδοφορία και

επενδυτικές ευκαιρίες) να διανέμουν μερίσματα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-77, δηλαδή την δεκαπενταετή περίοδο που προηγείται του 1978 που αποτελεί τη χρονιά με το μέγιστο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Στη συνέχεια εφάρμοσαν τις πιθανότητες από τη περίοδο βάσης 1963-77 στο δείγμα των χαρακτηριστικών των εταιριών που παρατηρήθηκαν τα επόμενα χρόνια ώστε να εκτιμήσουν το αναμενόμενο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα για κάθε χρονιά μετά το 1977. Καθώς οι πιθανότητες που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά είναι σταθερές στις τιμές της περιόδου βάσης, απόκλιση στο αναμενόμενο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μετά το 1977 οφείλεται στην αλλαγή των χαρακτηριστικών των εταιριών του δείγματος. Ακόλουθα, χρησιμοποίησαν τη διαφορά μεταξύ του αναμενόμενου ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα για κάθε χρόνο (που υπολογίστηκε χρησιμοποιώντας τις πιθανότητες της περιόδου βάσης) και του πραγματικού ποσοστού για να μετρήσουν την αλλαγή στη τάση των εταιριών να διανέμουν μερίσματα. Μια μείωση στη τάση των εταιριών να διανέμουν μερίσματα υπονοεί μια θετική διαφορά μεταξύ των αναμενόμενων και πραγματικών ποσοστών των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Τόσο τα αποτελέσματα που προέκυψαν χρησιμοποιώντας ως περίοδο βάσης τη περίοδο 1963-77, όσο και τα αποτελέσματα που προέκυψαν χρησιμοποιώντας ως περίοδο βάσης τη περίοδο 1973-77 (τη πρώτη πενταετή περίοδο που περιλάμβανε εταιρίες και του NYSE, και του AMEX και του NASDAQ) ήταν παρόμοια.

Στις παλινδρομήσεις που ακολούθησαν χρησιμοποίησαν το μέγεθος, τη κερδοφορία και δύο μέτρα επενδυτικών ευκαιριών (V_t/A_t και dA_t/A_t) ώστε να ερμηνεύσουν τη πιθανότητα διανομής μερισμάτων. Καθώς χρησιμοποίησαν την ίδια μέση συνάρτηση παλινδρόμησης της περιόδου 1963-77 για να εκτιμήσουν το αναμενόμενο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα για το καθένα από τα επόμενα χρόνια, οι αλλαγές στο αναμενόμενο ποσοστό μετά το 1977 οφείλονται στην αλλαγή των χαρακτηριστικών του δείγματος. Όταν η μέση συνάρτηση παλινδρόμησης για τη περίοδο 1963-77 εφαρμόζεται στο δείγμα των χαρακτηριστικών των εταιριών του δείγματος για το 1978, η αναμενόμενη αναλογία όσων διανέμουν μερίσματα είναι 70%. Η αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα για τη περίοδο 1963-77 είναι 68,5%. Οπότε περίπου τα χαρακτηριστικά των εταιριών του 1978 είναι παρόμοια με εκείνα της περιόδου βάσης. Η αναμενόμενη

αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μειώνεται μετά το 1978, φθάνοντας στο 44,6% το 1998. Η μείωση των 25,4 ποσοστιαίων μονάδων στην αναμενόμενη αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, από 70% το 1978 στο 44,6% το 1998, είναι μια εκτίμηση της επίδρασης της αλλαγής των χαρακτηριστικών στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Το πραγματικό ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα σε ένα συγκεκριμένο χρόνο της περιόδου 1978-98 είναι, επίσης, το αναμενόμενο ποσοστό το οποίο θα προερχόταν μέσω της εκτίμησης της παλινδρόμησης εκείνης της χρονιάς στο δείγμα των εταιριών. Οπότε, συγκρίνοντας το πραγματικό ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα ενός χρόνου και το αναμενόμενο ποσοστό που προέρχεται από τη συνάρτηση παλινδρόμησης τη περιόδου βάσης 1963-77, μπορούμε να συμπεράνουμε την επίδραση των αλλαγών στη συνάρτηση παλινδρόμησης ή ισοδύναμα τις αλλαγές στη τάση διανομής μερισμάτων. Το 1978, το πραγματικό ποσοστό των εταιριών διανομής μερισμάτων ήταν μόλις 1,5 ποσοστιαίες μονάδες κάτω από το αναμενόμενο. Έκτοτε η διαφορά ανάμεσα στο πραγματικό και το αναμενόμενο ποσοστό μεγαλώνει. Το 1998, όπου η συνάρτηση παλινδρόμησης για τη περίοδο 1963-77 προβλέπει ότι 44,6% των εταιριών διανέμουν μερίσματα, μόνο το 21,3% διανέμουν στη πραγματικότητα. Η διαφορά των 23,3 ποσοστιαίων μονάδων μεταξύ των αναμενόμενων και των πραγματικών ποσοστών για το 1998 εκτιμά τη μείωση στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα εξαιτίας του περιορισμού της τάσης διανομής μερισμάτων.

Αφαιρώντας από τις παλινδρομήσεις της περιόδου βάσης 1963-77 τον όρο V_t/A_t , ως μέτρο των επενδυτικών ευκαιριών, η αλλαγή των χαρακτηριστικών συνεισφέρει λιγότερο στη μείωση του ποσοστού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Η αναμενόμενη αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα τώρα μειώνεται από 66,9% το 1978 στο 52,1% το 1998. Αυτή η μείωση των 14,8 ποσοστιαίων μονάδων (εξαιτίας της αλλαγής των χαρακτηριστικών) συγκρίνεται με την εκτιμώμενη μείωση των 25,4 ποσοστιαίων μονάδων που προέρχεται από τη χρήση τόσο του όρου V_t/A_t όσου και του όρου dA_t/A_t ως μέτρα επενδυτικών ευκαιριών. Αντιστρόφως, παραλείποντας τον όρο V_t/A_t από τις παλινδρομήσεις της περιόδου βάσης, η μειωμένη τάση διανομής μερισμάτων θεωρείται πιο σημαντικός παράγοντας στην ερμηνεία της μείωσης του ποσοστού των εταιριών διανομής μερισμάτων. Το 1978 και 1979, το πραγματικό ποσοστό των εταιριών διανομής

μερισμάτων είναι ελαφρώς υψηλότερο από το αναμενόμενο ποσοστό. Έκτοτε, το αναμενόμενο ποσοστό υπερβαίνει το πραγματικό, ολοένα και πιο πολύ. Η τελική (1998) μείωση στην αναλογία των εταιριών διανομής μερισμάτων εξαιτίας της περιορισμένης τάσης διανομής, 30,8%, είναι κατά 7,5 ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερη από την εκτίμηση (23,3%) που προκύπτει όταν ο όρος V_t/A_t περιλαμβάνεται στις παλινδρομήσεις της περιόδου βάσης. Το πιο σημαντικό σημείο είναι ότι συμπεριλαμβανομένου ή μη του όρου V_t/A_t , η προσέγγιση των παλινδρομήσεων αποκαλύπτει ένα, ενδεχομένως, διαφωτιστικό φαινόμενο-τη μειωμένη τάση των εταιριών να διανέμουν μερίσματα, δεδομένου των χαρακτηριστικών τους.

3.1.5 Εξέταση της Τάσης Διανομής Μερισμάτων Τριών Διαφορετικών Κατηγοριών Εταιριών

Στη συνέχεια της μελέτης τους, οι Fama και French εκτίμησαν ξεχωριστές παλινδρομήσεις για τις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, για εκείνες που διένειμαν στο παρελθόν και για εκείνες που δεν έχουν διανείμει ποτέ. Οι παλινδρομήσεις για τις τρεις ομάδες εταιριών συμβάλλουν στην ερμηνεία της διαφορετικότητας των επιδράσεων της αλλαγής των χαρακτηριστικών και της τάσης διανομής μερισμάτων ανάμεσα στις παραπάνω ομάδες εταιριών. Η αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα το χρόνο $t-1$ και που αναμένεται να συνεχίσουν την διανομή το χρόνο t , μειώνεται από 97,9% το 1978 μόνο σε 97% το 1998. Οπότε, τα χαρακτηριστικά των εταιριών που διανέμουν μερίσματα δεν αλλάζουν πολύ με το πέρασμα του χρόνου. Σε όλα, εκτός από ένα, τα χρόνια της περιόδου 1978-98, το πραγματικό ποσοστό όσων εταιριών συνεχίζουν να διανέμουν μερίσματα υπολείπεται του αναμενόμενου. Άλλα οι ετήσιες διαφορές (η επίδραση της περιορισμένης τάσης διανομής) είναι κατά μέσο όρο μόνο 1,2% για τη περίοδο 1978-98. Ωστόσο, αυτή η μικρή μείωση στη τάση διανομής έχει σημαντική αθροιστική επίδραση στον πληθυσμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Οι ετήσιες διαφορές της περιόδου 1978-98 μεταξύ των αναμενόμενων και των πραγματικών ποσοστών των εταιριών που διανέμουν μερίσματα αφορούν περίπου απώλεια 320 εταιριών που διανέμουν μερίσματα εξαιτίας της περιορισμένης τάσης διανομής μερισμάτων.

Η αλλαγή των χαρακτηριστικών και η περιορισμένη τάση διανομής έχουν μεγαλύτερες επιδράσεις στις αποφάσεις μερισματικής πολιτική των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν. Όταν οι μέσοι όροι των συντελεστών των παλινδρομήσεων της περιόδου 1963-77 για τις εταιρίες που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν εφαρμόζονται για τα επόμενα χρόνια στο δείγμα των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν, η αναμενόμενη αναλογία εκείνων των εταιριών που ξεκινούν πάλι τη διανομή μειώνεται (εξαιτίας των χαρακτηριστικών) από 17,4% το 1978 στο 9,9% το 1998. Δεδομένων των χαρακτηριστικών, η τάση των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν να ξεκινήσουν ξανά τη διανομή είναι, επίσης, χαμηλότερη από το 1978. Η διαφορά μεταξύ των αναμενόμενων και των πραγματικών ποσοστών επανάληψης διανομής είναι θετική μετά το 1979 και η μέση διαφορά για τη περίοδο 1978-98 είναι 3,1 ποσοστιαίες μονάδες. Το 1998, 9,9% των εταιριών που διένειμαν μερίσματα στο παρελθόν αναμένονται να ξεκινήσουν τη διανομή, αλλά μόνο 4% (λιγότερο από το μισό του αναμενόμενου) ξεκινούν στη πραγματικότητα.

Η αλλαγή των χαρακτηριστικών και η περιορισμένη τάση διανομής έχουν, επίσης, σημαντικές επιδράσεις και στις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα. Οι αλλαγές στα χαρακτηριστικά προκαλούν την αναμενόμενη αναλογία των εταιριών που ξεκινούν τη διανομή ανάμεσα στις εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα, να μειωθεί από 11,3% το 1978 στο 5,2% το 1998. Οι σταθερές θετικές διαφορές μεταξύ των αναμενόμενων και των πραγματικών ποσοστών των εταιριών που ξεκινούν τη διανομή μερισμάτων μετά το 1978 υποδηλώνουν ότι ελέγχοντας τα χαρακτηριστικά, είναι λιγότερο πιθανό οι εταιρίες που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα να ξεκινήσουν τη διανομή. Για τη περίοδο 1978-98, η διαφορά υπολογίζεται κατά μέσο όρο στις 3,8 ποσοστιαίες μονάδες (6,8% το αναμενόμενο ποσοστό, έναντι 3% του πραγματικού). Το 1998, 5,2% των εταιριών που δεν έχουν διανείμει ποτέ μερίσματα, αναμένεται να ξεκινήσει τη διανομή, αλλά τελικά στη πραγματικότητα μόνο το 0,8% (λιγότερο από ένα-έκτο του αναμενόμενου ποσοστού) ξεκινά τη διανομή. Τα παραπάνω αποτελούν ισχυρές αποδείξεις της μειωμένης τάσης των εταιριών να ξεκινήσουν τη διανομή μερισμάτων.

Τέλος, οι αποδείξεις σχετικά με το γεγονός ότι, ανεξαρτήτως των χαρακτηριστικών, είναι λιγότερο πιθανή η διανομή μερισμάτων από τις εταιρίες υποδηλώνουν ότι οφέλη των μερισμάτων που δεν είναι άμεσα αντιληπτά έχουν μειωθεί. Μερικές (αλλά σίγουρα όχι όλες) από τις πιθανότητες είναι: (α) χαμηλότερα

κόστη συναλλαγών για πώληση μετοχών για καταναλωτικούς σκοπούς, μερικώς εξαιτίας της αυξανόμενης τάσης διακράτησης μετοχών αμοιβαίων κεφαλαίων ανοιχτού τύπου, (β) μεγαλύτερες διακρατήσεις δικαιωμάτων μετοχών (options) από τα στελέχη της διοίκησης που προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισμάτων και (γ) καλύτερες διαδικασίες εταιρικής διακυβέρνησης (για παράδειγμα πιο διαδεδομένη χρήση των δικαιωμάτων μετοχών) που ελαττώνουν τα οφέλη των μερισμάτων στον έλεγχο των προβλημάτων εντολέα-εντολοδόχου μεταξύ των μετόχων και των στελεχών της διοίκησης.

3.2 Η Τάση Συγκέντρωσης των Μερισμάτων και των Κερδών

Αν και οι Fama και French προσεκτικά δηλώνουν ότι τα αποτελέσματά τους δείχνουν μια μείωση στον αριθμό και στο ποσοστό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, οι αποδείξεις τους συχνά ερμηνεύονται ως ενδεικτικό ότι τα μερίσματα εξαφανίζονται. Μάλιστα η τελευταία άποψη φαίνεται περισσότερο από εύλογη, δεδομένου του εντυπωσιακού γεγονότος ότι ο αριθμός των βιομηχανιών που διανέμουν μερίσματα έχει μειωθεί κατά τουλάχιστον χίλιες εταιρίες τα τελευταία 20-25 χρόνια.

Αν και οι αποδείξεις των DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D.¹⁰ επιβεβαιώνουν το ριζικό μετασχηματισμό στις επιχειρηματικές πρακτικές μερισματικής πολιτικής κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες, δεν υποδεικνύουν ότι τα μερίσματα εξαφανίζονται. Αντιθέτως, τα μερίσματα που διανεμήθηκαν από τις βιομηχανικές εταιρίες στη πραγματικότητα αυξήθηκαν κατά τη περίοδο 1978-2000, τόσο σε ονομαστικούς όσο και σε πραγματικούς όρους (κατά 224,6% και 22,7% αντίστοιχα για το δείγμα τους). Το ερώτημα, λοιπόν, που τίθεται είναι γιατί τα συνολικά πραγματικά μερίσματα αυξήθηκαν παρά την πάνω από 50% μείωση στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Η απάντηση είναι διπλή: (α) η μεγάλη μείωση στις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα συνέβη σχεδόν εξολοκλήρου ανάμεσα στις εταιρίες που διένειμαν πολύ μικρά μερίσματα, με την απώλεια των μερισμάτων αυτών των εταιριών να έχει μόνο μια μικρή επίδραση στη συνολική διανομή μερισμάτων και (β) τα μερίσματα ταυτοχρόνως αυξήθηκαν σημαντικά

¹⁰ DeAngelo Harry, DeAngelo Linda και Skinner Douglas J., June 2004, "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings", Journal of Financial Economics, Vol.72, Issue 3, pp.425-456.

ανάμεσα στις μεγαλύτερες εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, αντανακλώντας μια χαρακτηριστική αύξηση στα πραγματικά κέρδη. Εν συντομίᾳ, η αύξηση στα πραγματικά μερίσματα που διανέμονται από τις εταιρίες που είναι στη κορυφή της διανομής μερισμάτων καλύπτουν τη μείωση των μερισμάτων που σχετίζεται με την απώλεια πολλών μικρών εταιριών που διανέμουν μερίσματα και βρίσκονται στο πάτο των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Αυτές οι προσωρινές αλλαγές αντανακλούν την υψηλή και αυξανόμενη συγκέντρωση των μερισμάτων. Για παράδειγμα, οι 25 μεγαλύτερες εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, όλες εκ των οποίων είναι για πολλά χρόνια εδραιωμένες εταιρίες, συνολικά παρείχαν πάνω από το μισό (54,9%) των συνολικών βιομηχανικών μερισμάτων το 2000. Επιπλέον, τα κέρδη που αποτελούν τη βάση αυτών των υψηλών διανομών μερισμάτων έχουν από μόνα τους υψηλή συγκέντρωση. Τα συνολικά κέρδη των 25 μεγαλύτερων εταιριών που διανέμουν μερίσματα αποτελούν το 51,4% των συνολικών βιομηχανικών κερδών το 2000 και σε πραγματικούς όρους είναι περισσότερο από το διπλάσιο του επιπέδου τους κατά το 1978. Τα μερίσματα που διανεμήθηκαν από αυτές τις 25 εταιρίες το 2000 υπερβαίνουν το επίπεδο του 1978 κατά 9,2 δισεκατομμύρια δολάρια σε πραγματικούς όρους (24,3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2000), μια αύξηση που είναι μεγαλύτερη από τη συνολική πραγματική αύξηση των 7,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων για όλες τις βιομηχανικές εταιρίες.

Αλλαγές στη διαστρωματική κατανομή των κερδών, ιδιαίτερα ανάμεσα στις εταιρίες στη κορυφή των εταιριών διανομής μερισμάτων, είναι ο βασικός λόγος γιατί τα πραγματικά μερίσματα με τη μορφή δολαρίων που διανέμονται από τις βιομηχανικές εταιρίες έχουν αυξηθεί ακόμα και εάν, όπως οι Fama και French συμπεραίνουν, οι βιομηχανικές εταιρίες τώρα επιδεικνύουν μειωμένη τάση διανομής μερισμάτων. Βρέθηκε ότι 100% των εταιριών με τουλάχιστον 1 δισεκατομμύριο δολάρια σε πραγματικά κέρδη διένειμαν μερίσματα το 1978, ενώ 85,7% των εταιριών διανέμουν μερίσματα το 2000, κάτι το οποίο είναι σύμφωνο με τη μειωμένη τάση διανομής των Fama και French. Όμως, αν και μικρότερη αναλογία των εταιριών με υψηλά πραγματικά κέρδη διανέμουν τώρα μερίσματα, οι εταιρίες που βρίσκονται στη κορυφή με βάση τα κέρδη των συνεχίζουν να επιδεικνύουν μια πολύ ισχυρή τάση διανομής. Και καθώς οι εταιρίες που βρίσκονται στη κορυφή τώρα παρουσιάζουν πολύ περισσότερα πραγματικά κέρδη, καθαρά αυτή η ομάδα επιδεικνύει μια μεγάλη αύξηση στα πραγματικά μερίσματα ακόμα και εάν λίγες εταιρίες με πολύ υψηλά κέρδη, κυρίως εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, κινούνται αργά προς την έναρξη

διανομής μερισμάτων. Το τελικό αποτέλεσμα είναι ότι τα αθροιστικά μερίσματα που διανεμήθηκαν από τις βιομηχανικές εταιρίες αυξήθηκαν τη περίοδο 1978-2000 παρά τη μειωμένη τάση διανομής μερισμάτων.

3.2.1 Η Αύξηση των Αθροιστικών Μερισμάτων

Μια από τις κριτικές που δέχτηκαν οι Fama και French είναι ότι ο πληθυσμός των εταιριών δεν περιορίζεται στις δημόσια διαπραγματευόμενες βιομηχανίες, καθώς, επίσης, περιλαμβάνει ιδιωτικές εταιρίες και δημόσια διαπραγματευόμενες χρηματοοικονομικές και κοινωφελείς εταιρίες. Όμως, οι DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D. έδειξαν ότι τα αθροιστικά μερίσματα αυξήθηκαν, επίσης, και για τις δημόσια διαπραγματευόμενες βιομηχανίες. Οπότε το ερώτημα που τίθεται στη μελέτη τους είναι γιατί τα αθροιστικά μερίσματα έχουν αυξήσει παρά τη ριζική μείωση στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Ακολουθώντας τους Fama και French το δείγμα των DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D. περιλαμβάνε μη χρηματοοικονομικές και μη κοινωφελείς εταιρίες, περιορίζοντας και αυτοί τη προσοχή τους στις εταιρίες του NYSE, του AMEX και του NASDAQ. Το δείγμα τους διαφέρει ελαφρώς από των Fama και French επειδή έθεσαν διαφορετικές απαιτήσεις στη διαθεσιμότητα συγκεκριμένων στοιχείων. Επίσης, εξέτασαν τις τάσεις κατά τη περίοδο 1978-2000, έναντι της περιόδου 1978-1998 των Fama και French.

Μερικά από τα αποτελέσματα της μελέτης τους υποδεικνύουν ότι: (α) τα αθροιστικά μερίσματα αυξάνονται σταδιακά όλη τη διάρκεια της περιόδου 1950-2000, συμπεριλαμβανομένου της υποπεριόδου 1978-2000, (β) η μακροπρόθεσμη αύξηση στα αθροιστικά μερίσματα αντανακλά την υποκείμενη αύξηση στα κέρδη, αν και όπως αναμενόταν, τα μερίσματα αυξάνονται πιο ομαλά από τα κέρδη, (γ) οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα ευθύνονται για ένα μεγάλο μέρος των βιομηχανικών κερδών σε όλα τα χρόνια και (δ) οι αθροιστικές ζημιές αυξήθηκαν έντονα από το 1978 ως τα πρώτα χρόνια της δεκαετίας του 1990, φθάνοντας στα μεγάλα επίπεδα του τέλους της δεκαετίας του 1990.

Τα αθροιστικά ονομαστικά μερίσματα αυξήθηκαν κατά 224,6% για τις βιομηχανικές εταιρίες του δείγματος, δηλαδή από 31,3 δισεκατομμύρια δολάρια το 1978 σε 101,6 δισεκατομμύρια δολάρια το 2000, ενώ τα αθροιστικά πραγματικά μερίσματα αυξήθηκαν κατά 22,7%, στα 38,4 δισεκατομμύρια δολάρια. Η μέση

πραγματική διανομή μερισμάτων (ανά εταιρία που διένειμε μερίσματα) αυξήθηκε από 14,4 εκατομμύρια δολάρια το 1978 στα 41,4 εκατομμύρια δολάρια το 2000. Οι εταιρίες του NYSE ευθύνονται για το 66% των εταιριών που διανέμουν μερίσματα και για το 97,4% των αθροιστικών μερισμάτων το 2000, από 45% και 94,7% αντίστοιχα το 1978. Το γεγονός ότι οι εταιρίες του NYSE διανέμουν τη συντριπτική πλειοψηφία των βιομηχανικών μερισμάτων απεικονίζει τις τάσεις για παλαιότερες και πιο σταθερές εταιρίες (και κατά συνέπεια εταιρίες που διανέμουν μερίσματα) να διαπραγματεύονται στο NYSE, ενώ νέες και αναπτυσσόμενες εταιρίες (και κατά συνέπεια εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα) να διαπραγματεύονται στο NASDAQ.

3.2.2 Η Αύξηση της Συγκέντρωσης των Μερισμάτων και των Κερδών

Γενικά ένας σχετικά μικρός αριθμός εταιριών διανέμει τη συντριπτική πλειοψηφία των αθροιστικών βιομηχανικών μερισμάτων και αυτή η συγκέντρωση έχει αυξηθεί σημαντικά κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Για παράδειγμα, το 2000, οι κορυφαίες 100 εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, διένειμαν το 81,8% των μερισμάτων από 67,3% το 1978. Τα 31,5 δισεκατομμύρια δολάρια σε πραγματικά μερίσματα που διανεμήθηκαν από τις κορυφαίες 100 εταιρίες που διανέμουν μερίσματα υπερβαίνουν τα 31,3 δισεκατομμύρια δολάρια που διανεμήθηκαν το 1978 από όλες τις 2.176 εταιρίες που διένειμαν μερίσματα. Για τις 100 κορυφαίες εταιρίες, τα μερίσματα αυξήθηκαν κατά 10,4 δισεκατομμύρια δολάρια, ή περισσότερο από το τριπλάσιο των 3,3 δισεκατομμυρίων δολαρίων της μείωσης των μερισμάτων για όλες τις υπόλοιπες εταιρίες κάτω από τις 100 κορυφαίες. Καθώς ουσιαστικά, όλη η αυξανόμενη μερισματική συγκέντρωση οφείλεται στις 100 ή 200 κορυφαίες εταιρίες διανομής μερισμάτων, αυτή η αύξηση στη συγκέντρωση δεν είναι προφανώς ένα τεχνούργημα της μείωσης στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

Ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα πάνω από 100 δισεκατομμύρια δολάρια, αυξήθηκε κατά 34 εταιρίες τη περίοδο 1978-2000, μια αύξηση μερισμάτων της τάξεως των 12,6 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Κατά την ίδια περίοδο ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν λιγότερα από 100 δισεκατομμύρια δολάρια μειώθηκε κατά 1.280 εταιρίες και αυτή η μείωση γίνεται ορατή πρωταρχικά στις δύο μικρότερες κατηγορίες εταιριών διανομής μερισμάτων, με τη καθαρή

μείωση των 1.069 εταιριών, που αφορά εταιρίες που διανέμουν λιγότερο από 5 εκατομμύρια δολάρια το χρόνο, να ευθύνονται για το 85,8% της συνολικής καθαρής μείωσης των 1.246 εταιριών. Και ενώ η μείωση των μικρών εταιριών κατά 1.069 εταιρίες είναι μεγάλος αριθμός, η απώλεια σε μερίσματα που ισούται με 1,1 δισεκατομμύρια δολάρια είναι μικρή σε σχέση με την αύξηση των μερισμάτων από την αύξηση των εταιριών κατά 34 εταιρίες.

Εν συντομία, οι κορυφαίες κατηγορίες εταιριών που διανέμουν μερίσματα τώρα περιέχουν περισσότερες εταιρίες και αυτές οι εταιρίες τώρα διανέμουν σημαντικά υψηλότερα συνολικά μερίσματα, ενώ οι κατώτερες κατηγορίες εταιριών τώρα περιλαμβάνουν πολύ λιγότερες εταιρίες και αυτές οι εταιρίες τώρα διανέμουν μετρίως χαμηλότερα συνολικά μερίσματα. Το καθαρό αποτέλεσμα είναι μια μεγάλη μείωση στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, συνοδευόμενη από μια αύξηση στα αθροιστικά μερίσματα, η οποία αντανακλά το γεγονός ότι οι κορυφαίες εταιρίες κυριαρχούν, ενώ οι κατώτερες εταιρίες έχουν μικρή επίδραση στην αθροιστική παροχή μερισμάτων.

Η διαπίστωση του Lintner ότι οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής των εταιριών εξαρτώνται από τα κέρδη, υποδηλώνει ότι η υψηλή μερισματική συγκέντρωση που παρατηρήθηκε στη μελέτη των DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D ίσως είναι αποτέλεσμα της υψηλής συγκέντρωσης των κερδών. Τα αποτελέσματα της μελέτης τους υποστηρίζουν αυτή την υπόθεση, υποδηλώνοντας ότι (α) τα κέρδη του 1978 παρουσιάζουν υψηλή συγκέντρωση και τα κέρδη του 2000 σημαντικά υψηλότερη, (β) η διαστρωματική κατανομή των κερδών του 2000 κυριαρχείται από εταιρίες στα άκρα, (γ) 28 εταιρίες με πραγματικά μερίσματα άνω του ενός δισεκατομμυρίων δολαρίων ευθύνονται για τη πλειοψηφία των αθροιστικών κερδών του 2000, (δ) αυτές οι 28 εταιρίες με τα μεγαλύτερα κέρδη διένειμαν 50,1% των αθροιστικών μερισμάτων το 2000, αν και 14,3% είναι εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα, (ε) τα αθροιστικά κέρδη του 2000 υπερβαίνουν εκείνα του 1978, με το μεγαλύτερο μέρος της αύξησης να προέρχεται από εταιρίες της κορυφής της κατανομής των κερδών και (στ) για τις εταιρίες διανομής μερισμάτων, ο τυπικός δείκτης διανομής άλλαξε λίγο τις τελευταίες δύο δεκαετίες.

Όπως τα μερίσματα, έτσι και τα κέρδη παρουσιάζουν υψηλή συγκέντρωση το 1978 και η σημαντική επιπρόσθετη συγκέντρωση των κερδών συνέβη ανάμεσα στις εταιρίες διανομής μερισμάτων κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Το 1978, οι 100 κορυφαίες εταιρίες διανομής μερισμάτων ευθύνονται για το 57,5% των κερδών όλων

των εταιριών διανομής μερισμάτων, ενώ συνολικά οι 200 κορυφαίες εταιρίες ευθύνονται για το 71%. Τα αντίστοιχα στοιχεία του 2000 είναι 74% και 86%. Από το 1978 στο 2000, τα συνολικά πραγματικά κέρδη των μεγαλύτερων 100 εταιριών που διανέμουν μερίσματα αυξήθηκαν σημαντικά, από 47,5 δισεκατομμύρια δολάρια στα 80,2 δισεκατομμύρια δολάρια. Το καθαρό αποτέλεσμα είναι 31% αύξηση στα πραγματικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, από 82,7 δισεκατομμύρια δολάρια το 1978 στα 108,3 δισεκατομμύρια δολάρια το 2000.

Τα κέρδη τόσο στο 1978 όσο και στο 2000 παρουσιάζουν συγκέντρωση ανάμεσα σε σχετικά λίγες εταιρίες στη κορυφή της κατανομής και τέτοια συγκέντρωση είναι σημαντικά μεγαλύτερη το 2000 από ότι ήταν το 1978. Τα αθροιστικά πραγματικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν μερίσματα σε συνδυασμό με εκείνα των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα αυξήθηκαν από 85 δισεκατομμύρια δολάρια το 1978 στα 97,8 δισεκατομμύρια δολάρια το 2000. Οι αθροιστικές αυξήσεις προέρχονται από τις εταιρίες της κορυφής της κατανομής κερδών, ιδιαίτερα τις εταιρίες με κέρδη ίσα ή μεγαλύτερα από 500 δισεκατομμύρια δολάρια, οι οποίες έδειξαν μια συνολική αύξηση 55,1 δισεκατομμύρια δολάρια στα κέρδη ενός χρόνου τη περίοδο 1978-2000. Αυτές οι αυξήσεις στις κορυφαίες εταιρίες υπερβαίνουν κατά πολύ τη καθαρή αθροιστική αύξηση στα πραγματικά κέρδη για όλες τις βιομηχανίες σαν σύνολο και αποτελούν περισσότερο από τα τρία-τέταρτα της μεγάλης αύξησης των συνολικών κερδών ανάμεσα στις εταιρίες με θετικά κέρδη.

Η κατανομή των κερδών του 2000 παρουσιάζει συγκέντρωση τόσο στη κορυφή όσο και στο κάτω μέρος, με το 44,7% των εταιριών να καταγράφουν ζημιές. Εντυπωσιακό είναι ότι η ποσότητα δολαρίων που συγκεντρώνεται στα άκρα είναι αρκετά μεγάλη και σχεδόν της ίδιας τάξης μεγέθους, αν και προέρχεται από ένα ριζικά διαφορετικό αριθμό εταιριών. Οι 28 εταιρίες της κορυφής είχαν κέρδη 64,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ενώ οι 2.144 εταιρίες στο κάτω μέρος της κατανομής είχαν ζημιές της τάξεως των 55 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Αυτή η ζημιά των 55 δισεκατομμυρίων δολαρίων υπερβαίνει κατά πολύ τη συνολική απώλεια του 1,1 δισεκατομμυρίου δολαρίων από 306 εταιρίες το 1978.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τεκμηριώνουν την ύπαρξη ισχυρής θετικής σχέσης ανάμεσα στο επίπεδο των κερδών και την αναλογία των εταιριών που διανέμουν μερίσματα και δείχνουν, επίσης, ότι η σχέση το 2000 ήταν ασθενέστερη από ότι ήταν το 1978. Για παράδειγμα, μόνο το 2,3% των εταιριών με κέρδη ίσα ή μεγαλύτερα των 100 εκατομμυρίων δολαρίων απέτυχαν να διανείμουν μερίσματα το

1978 σε σύγκριση με το 28,1% το 2000. Το γεγονός ότι μια μικρότερη αναλογία εταιριών με δεδομένο επίπεδο πραγματικών κερδών διένειμε μερίσματα το 2000 από ότι το 1978 είναι σύμφωνο με το συμπέρασμα των Fama και French ότι οι βιομηχανικές εταιρίες τώρα παρουσιάζουν μικρότερη τάση διανομής μερισμάτων. Το 2000, ένας αριθμός εταιριών με μεγάλα θετικά κέρδη απέτυχε να διανείμει μερίσματα, ενώ καμία εταιρία με ισοδύναμα μεγάλα κέρδη δεν απέτυχε το 1978.

Παρά αυτή τη μειωμένη τάση διανομής μερισμάτων τα αθροιστικά πραγματικά μερίσματα αυξήθηκαν κατά 7,1 δισεκατομμύρια δολάρια από το 1978 στο 2000. Διάφοροι παράγοντες είναι από κοινού υπεύθυνοι. Βασικά τα αθροιστικά πραγματικά μερίσματα αυξήθηκαν από το 1978 στο 2000 και ενώ τα κέρδη παρουσιάζαν συγκέντρωση το 1978, η συγκέντρωση ήταν μεγαλύτερη το 2000. Κατά δεύτερον, αν και το ποσοστό των εταιριών με κέρδη ίσα ή μεγαλύτερα του 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων που διένειμαν μερίσματα μειώθηκε από 100% το 1978 στο 85,7% το 2000, το ποσοστό παραμένει υψηλό και τα κέρδη αυτών των εταιριών αυξήθηκαν σημαντικά από 20,8 δισεκατομμύρια δολάρια το 1978 σε 55,7 δισεκατομμύρια δολάρια το 2000. Σημαντικό είναι ότι τα μερίσματα αυτής της ομάδας αυξήθηκαν κατά 8,9 δισεκατομμύρια δολάρια, παρά τη μείωση των εταιριών διανομής μερισμάτων, και το ποσό αυτό υπερβαίνει τη συνολική αύξηση των 7,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων στα αθροιστικά μερίσματα από το 1978 στο 2000. Εν συντομίᾳ η σημαντική αύξηση στα πραγματικά κέρδη στη κορυφή της κατανομής, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη ισχυρή τάση διανομής μερισμάτων από τις κορυφαίες εταιρίες με βάση τα κέρδη, είναι αρκετά στο να οδηγήσουν σε αθροιστική αύξηση των μερισμάτων παρά τη μεγάλη μείωση στον αριθμό των μικρών εταιριών που διανέμουν μερίσματα και τη μέτρια αύξηση στον αριθμό των εταιριών με πολύ μεγάλα κέρδη που αποτυγχάνουν να διανείμουν μερίσματα.

3.2.3 Η Σταθερότητα των Δεικτών Διανομής Μερισμάτων

Ο όρος μειωμένη τάση διανομής φαίνεται να υπονοεί ότι οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα τώρα διανέμουν μια μικρότερη αναλογία των κερδών τους από ότι συνήθιζαν. Το ότι έχει υπάρξει μειωμένη τάση διανομής με αυτή την έννοια είναι ξεκάθαρο από τους δείκτες διανομής που παραμένουν σχεδόν σταθεροί. Ο δείκτης των αθροιστικών μερισμάτων προς τα αθροιστικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν

μερίσματα σε συνδυασμό με τα κέρδη των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα, αυξήθηκε ελαφρώς και όταν τα κέρδη του τρέχοντος χρόνου χρησιμοποιούνται στο παρανομαστή (από 36,9% στα 39,3%) και όταν χρησιμοποιείται ο μέσος όρος των κερδών πέντε χρόνων (από 41,7% στα 42%). Γενικώς, οι δείκτες διανομής επιδεικνύουν μικρή αλλαγή κατά τα τελευταία δύο χρόνια, με μερικούς από τους δείκτες να παρουσιάζουν μικρές αυξήσεις και άλλους μικρές μειώσεις. Ο δείκτης των αθροιστικών μερισμάτων προς τα συνολικά κέρδη των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μειώθηκε κατά 2,4%, από 37,9% το 1978 στα 35,5% το 2000, βασιζόμενος στα κέρδη ενός χρόνου, ενώ βασιζόμενος στο μέσο όρο των κερδών πέντε χρόνων μειώθηκε κατά 0,1%, από 42,5% στα 42,4%. Ο μέσος δείκτης διανομής, βασιζόμενος στα κέρδη ενός χρόνου, αυξήθηκε κατά 2,2%, από 26,2% στα 28,4%, ενώ βασιζόμενος στο μέσο όρο των κερδών πέντε χρόνων μειώθηκε κατά 0,7%, από 31,1% στα 30,4%. Εν συντομίᾳ, παρατηρήθηκαν ελάχιστες ενδείξεις σημαντικής αλλαγής (προς τα πάνω ή προς τα κάτω) κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες στους δείκτες διανομής των εταιριών που διανέμουν μερίσματα.

3.2.4 Η Ταυτότητα των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων

Αναφορικά με τη ταυτότητα των εταιριών που διένειμαν τα μεγαλύτερα μερίσματα κατά το 2000, προκύπτει ότι είναι καλά εδραιωμένες εταιρίες, όπως η Exxon Mobil και η General Electric. Οι 25 κορυφαίες εταιρίες διανομής μερισμάτων διένειμαν 54,9% των αθροιστικών βιομηχανικών κερδών το 2000 και η αύξηση των 9,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων στα πραγματικά μερίσματα κατά τη περίοδο 1978-2000 υπερβαίνει σημαντικά την αθροιστική αύξηση των 7,1 δισεκατομμυρίων δολαρίων για όλες τις βιομηχανικές εταιρίες συνολικά. Η κυριαρχία τους στα αθροιστικά μερίσματα αντανακλά τα 50,3 δισεκατομμύρια δολάρια στα πραγματικά κέρδη των 25 αυτών εταιριών, που αντιστοιχούν στα 51,4% των αθροιστικών βιομηχανικών κερδών και αντιπροσωπεύει μια αύξηση της τάξεως των 26,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων από το 1978 στο 2000. Δεκαεννέα από τις κορυφαίες 25 εταιρίες διανομής μερισμάτων είχαν πραγματικά κέρδη ενός δισεκατομμυρίου δολαρίων ή και παραπάνω το 2000 και οι αυξήσεις των πραγματικών κερδών των τριών μόνο κορυφαίων εταιριών ισούνται συνολικά με 9,7 δισεκατομμύρια δολάρια κατά τη περίοδο 1978-2000. Εν συντομίᾳ, οι παλαιότερες εταιρίες ευθύνονται και για

πάνω από το μισό των βιομηχανικών κερδών και κυριαρχούν στη διανομή μερισμάτων.

Ενώ η συγκέντρωση των κερδών είναι εντυπωσιακή ανάμεσα στις εταιρίες που διανέμουν μερίσματα, είναι, επίσης, πολύ υψηλή και ανάμεσα στις εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα. Τέσσερις από τις εταιρίες που δεν διένειμαν μερίσματα παρουσίασαν πραγματικά κέρδη πάνω από ένα δισεκατομμύριο δολάρια το 2000 και αυτές οι εταιρίες από μόνες τους ευθύνονται για το 20,6% όλων των θετικών κερδών των εταιριών που δεν διένειμαν μερίσματα. Οι κορυφαίες 10 και οι κορυφαίες 25 των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα ευθύνονται για το 31% και το 43,2% αυτών των κερδών αντίστοιχα και μόνο 39 από τις εταιρίες που δεν διανέμουν μερίσματα ευθύνονται για τη πλειοψηφία (50,1%). Οι εταιρίες υψηλής τεχνολογίας είναι εκείνες που κυριαρχούν στα κέρδη των εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα.

Οι αποφάσεις αυτών των εταιριών να απέχουν από τη διανομή μερισμάτων αντανακλούν περισσότερο τις υψηλές τους προοπτικές ανάπτυξης, παρά τη μειωμένη τάση διανομής μερισμάτων και καθώς οι προοπτικές ανάπτυξης τους μειώνονται, είναι πιο πιθανό να υπόκεινται σε πίεση διανομής μερισμάτων. Για παράδειγμα, η Microsoft, που θεωρείται αρχηγός στις εταιρίες τεχνολογίας, ανακοίνωσε σχέδια διανομής τακτικού μερίσματος, ενώ η Qualcomm και η Fedex έχουν ήδη ξεκινήσει τη διανομή μερισμάτων, με αποτέλεσμα τρεις από τις κορυφαίες εταιρίες που δεν διένειμαν μερίσματα, θα μπορούσαν τώρα να θεωρηθούν ως εταιρίες διανομής μερισμάτων.

3.2.5 Ανακεφαλαίωση και Συμπεράσματα

Συμπερασματικά τα αποτελέσματα της μελέτης των DeAngelo H., DeAngelo L. και Skinner D υποδηλώνουν ότι τα μερίσματα των βιομηχανικών κερδών παρουσιάζουν υψηλή συγκέντρωση και ότι η συγκέντρωση αυτή έχει αυξηθεί κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Ενώ πολύ λιγότερες εταιρίες διένειμαν μερίσματα το 2000 από ότι το 1978, τα αθροιστικά μερίσματα αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Ο συνδυασμός του μειωμένου αριθμού των εταιριών που διανέμουν μερίσματα και των αυξημένων αθροιστικών μερισμάτων αντανακλούν υψηλή και αυξημένη συγκέντρωση κερδών. Το 2000 οι περισσότερες εταιρίες με πολύ υψηλά κέρδη διένειμαν μερίσματα και τα αυξημένα πραγματικά κέρδη των μεγαλύτερων

εταιριών διανομής μερισμάτων ευθύνονται για την αθροιστική αύξηση στα μερίσματα και την ακόλουθη αύξηση στη συγκέντρωση των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-2000. Το 2000 σχεδόν μισές από τις βιομηχανικές εταιρίες κατέγραψαν ζημιές και όπως θα περίμενε κανείς, λίγες από αυτές τις εταιρίες διανέμουν μερίσματα. Η μείωση κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα συνέβη κυρίως ανάμεσα σε εταιρίες που προηγουμένως διένειμαν πολύ μικρά πραγματικά μερίσματα και αυτό οφείλεται κυρίως στις εξαγορές και κατά δεύτερον στην οικονομική ύφεση. Για παράδειγμα, το 57,4% των εταιριών που διένειμαν μερίσματα το 1978 στη συνέχεια διαγράφτηκαν λόγω εξαγοράς. Επίσης, παρατηρήθηκε ότι οι δείκτες διανομής των εταιριών που διανέμουν μερίσματα παρουσίασαν μικρή αλλαγή κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-2000.

Τα παραπάνω αποτελέσματα συλλογικά υποδηλώνουν ότι η μείωση στον αριθμό των εταιριών που διανέμουν μερίσματα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1978-2000 δεν αποδίδεται σε παράγοντες που πιέζουν τα μερίσματα ή τους δείκτες διανομής προς τα κάτω. Για παράδειγμα, οι αλλαγές στο νόμο για τη φορολόγηση του εισοδήματος δεν μπορεί να αποτελούν πιθανή εξήγηση της μείωσης των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, καθώς οποιαδήποτε αύξηση στο φόρο μερισμάτων θα οδηγούσε τόσες περισσότερες εταιρίες να διανείμουν μηδέν μερίσματα όσες θα έπρεπε να οδηγήσει να μειώσουν σημαντικά τους δείκτες διανομής τους, αλλά τέτοια μείωση δεν παρατηρήθηκε. Η απόφαση των εταιριών υψηλής τεχνολογικής ανάπτυξης με σημαντικά κέρδη να απέχουν από τη διανομή μερισμάτων αντανακλά τις συγκεκριμένες επενδυτικές ευκαιρίες των βιομηχανιών παρά οικονομικούς παράγοντες που μειώσαν τα κίνητρα όλων των εταιριών να διανείμουν μερίσματα.

Επίσης, τα αποτελέσματα της μελέτης τους αναφορικά με τη συγκέντρωση των μερισμάτων γεννούν αμφιβολίες για την εμπειρική σημαντικότητα της λειτουργίας των μερισμάτων ως μηχανισμού προσέλκυσης επενδυτών ειδικής κατηγορίας και της λειτουργίας των μερισμάτων ως μηχανισμού προειδοποίησης. Οι θεωρίες της λειτουργίας των μερισμάτων ως μηχανισμό προσέλκυσης επενδυτών ειδικής κατηγορίας αποδίδουν ετερογένεια στις μερισματικές πολιτικές σχετικά με τις απαιτήσεις διαφορετικών επενδυτών που για φορολογικούς λόγους ή λόγους συμπεριφοράς προτιμούν είτε να κρατούν είτε να αποφεύγουν μετοχές εταιριών που διανέμουν μερίσματα. Ανάμεσα στις εταιρίες που δεν διένειμαν μερίσματα το 2000, η πλειοψηφία των εταιριών έχει κατά μέσο όρο αρνητικά κέρδη τη περίοδο 1996-2000,

πολλές εταιρίες είναι νέες, αναπτυσσόμενες εταιρίες και πολλές ανήκουν στο τομέα τεχνολογίας. Ακόμα και εάν κάποιοι επενδυτές μπορούσαν να δημιουργήσουν καλά διαφοροποιημένα και χωρίς μερίσματα χαρτοφυλάκια από τις παραπάνω εταιρίες, είναι αμφισβητήσιμο εάν οι συνολικές απαιτήσεις όλων επενδυτών που αναζητούν τέτοια χαρτοφυλάκια θα μπορούσαν να ικανοποιηθούν, δεδομένης της σημαντικής συγκέντρωσης των μερισμάτων που χαρακτηρίζει τη σημερινή αγορά μετοχών.

Εάν η απαίτηση ικανοποίησης ετερογενών επενδυτών ήταν πραγματικά παράγοντας πρώτης προτεραιότητας της μερισματικής πολιτικής, θα αναμέναμε να παρατηρήσουμε μια σημαντική ετερογένεια μερισμάτων ανάμεσα στις εξέχουσες εταιρίες των οποίων τα αξιόγραφα είναι σημαντικά συστατικά καλά διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Όσο οι επενδυτές υψηλής φορολογικής κλίμακας επιθυμούν να επενδύουν σημαντικά ποσά πλούτου, θα παρατηρούμε μια σημαντικά μεγάλη ομάδα εξεχόντων εταιριών που δεν διανέμουν μερίσματα και αυτές οι εταιρίες θα είναι κατανεμημένες δια μέσου ενός μεγάλου εύρους βιομηχανιών. Και εντός μιας οποιασδήποτε βιομηχανίας θα παρατηρείται ένα μείγμα μεγάλων εταιριών που διανέμουν μερίσματα και εταιριών που δεν διανέμουν. Όμως, αντιθέτως, αυτό που παρατηρείται είναι: (α) λίγες εταιρίες με πολύ υψηλά κέρδη να αποτυγχάνουν να διανέμουν μερίσματα, (β) αυτές οι εταιρίες είναι κυρίως συγκεντρωμένες σε ένα περιορισμένο τομέα βιομηχανίας (το τομέα τεχνολογίας) και (γ) πολύ μεγάλες εταιρίες σε άλλες βιομηχανίες τείνουν να διανέμουν μερίσματα. Το γεγονός ότι η αγορά δεν παρέχει ευρύ φάσμα μερισματικής ετερογένειας εντός των βιομηχανιών, υποδηλώνει ότι η πίεση ικανοποίησης ετερογενών επενδυτών είναι στο καλύτερο ένας παράγοντας δεύτερης προτεραιότητας στις αποφάσεις μερισματικής πολιτικής. Φαίνεται ότι η πίεση των επενδυτών έχει σημαντική επίδραση μόνο σε ασυνήθιστες περιστάσεις, όπως για παράδειγμα, όταν ο χειρισμός των προτιμήσεων των μετόχων διαμορφώνει μια δεδομένη μερισματική πολιτική.

Τα αποτελέσματα ότι τα μερίσματα παρουσιάζουν υψηλή συγκέντρωση ανάμεσα σε ένα μικρό αριθμό εταιριών με σημαντικά κέρδη, επίσης, υποκινεί υποψίες για το εάν η λειτουργία των μερισμάτων ως προειδοποιητικός μηχανισμός αποτελεί παράγοντα πρώτης προτεραιότητας της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων. Εάν τα στελέχη της διοίκησης χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να επικοινωνούν με τους μετόχους, τότε ο προειδοποιητικός μηχανισμός των μερισμάτων πρέπει να λειτουργεί πρωταρχικώς σε μικρές, σχετικά άγνωστες εταιρίες με περιορισμένη πρόσβαση στον οικονομικό τύπο, τις χρηματιστηριακές αναλύσεις

και άλλα συμβατικά μέσα παροχής πληροφοριών. Όμως η πλειοψηφία των μερισμάτων διανέμεται από εξέχουσες εταιρίες όπως η Exxon Mobil και η General Electric που απολαμβάνουν μεγάλη κάλυψη από αναλυτές και δημοσιογράφους, δηλαδή ακριβώς οι εταιρίες, τα διοικητικά στελέχη των οποίων έχουν μικρή ανάγκη να χρησιμοποιούν τις χρηματοοικονομικές τους αποφάσεις για να επικοινωνούν με τους επενδυτές. Το ερώτημα που τίθεται είναι τι μέρος από τα αθροιστικά μερίσματα μπορεί να υποκινηθεί από τη λειτουργία των μερισμάτων ως προειδοποιητικός μηχανισμός όταν 92% των βιομηχανικών μερισμάτων διανέμεται από τις 200 κορυφαίες εταιρίες διανομής μερισμάτων. Ενώ είναι πιθανό ότι η υποκίνηση του προειδοποιητικού αυτού μηχανισμού, ίσως, να είναι σημαντική για ορισμένες εξέχουσες εταιρίες διανομής μερισμάτων, είναι δύσκολος ο οραματισμός αληθοφανών σεναρίων στα οποία ένα σημαντικό μέρος των αθροιστικών μερισμάτων αντανακλά κίνητρα προειδοποίησης.

Οι αποδείξεις για το υψηλό και αυξανόμενο επίπεδο μερισματικής συγκέντρωσης προστίθενται στα αποτελέσματα της εμπειρικής μελέτης που τεκμηριώνουν μεγάλες αλλαγές στις επιχειρησιακές πρακτικές διανομής κατά τα τελευταία 25-50 χρόνια. Παλαιότερες μελέτες έχουν προσδιορίσει έναν αριθμό άλλων σημαντικών τάσεων, συμπεριλαμβανομένου (α) μιας αξιοπρόσεκτης μείωσης τη δεκαετία του 1970 στην ενασθησία των μερισμάτων στα κέρδη, όπως αποδείχτηκε από τη μείωση του συντελεστή του ρυθμού προσαρμογής στο μοντέλο του Lintner σε συνδυασμό με τη σταθερότητα στο στόχο διανομής μερισμάτων από τα τέλη της δεκαετίας του 1940 έως τουλάχιστον τα μέσα της δεκαετίας του 1980, (β) της πραγματικής εξαφάνισης επιπρόσθετων μερισμάτων τα πρόσφατα χρόνια, παρά την εξέχουσα θέση τους τη δεκαετία του 1950 και νωρίτερα, (γ) μιας μείωσης στη τάση διανομής μερισμάτων των εταιριών κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών του εικοστού αιώνα, (δ) της εμφάνισης των επαναγορών μετοχών ως μια δημοφιλή τεχνική διανομής μερισμάτων τη δεκαετία του 1960 και στις αρχές της δεκαετίας του 1970 και (ε) της μεγάλης αύξησης στη δραστηριότητα των επαναγορών στα μέσα της δεκαετίας του 1980.

Τέλος, τα αποτελέσματα της μελέτης αποκαλύπτουν ότι οι δημοσίως διαπραγματευόμενες βιομηχανικές εταιρίες αποτελούνται από δύο ομάδες εταιριών αναφορικά με τα κέρδη τους. Η πρώτη περιλαμβάνει λίγες εταιρίες με πολύ υψηλά κέρδη, οι περισσότερες από τις οποίες διανέμουν μερίσματα και τα μερίσματα αυτών των εταιριών συλλογικά κυριαρχούν στην αθροιστική παροχή μερισμάτων. Η

δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει πολλές εταιρίες οι οποίες, μεμονωμένα ή από κοινού, έχουν μέτρια κέρδη και οι οποίες συλλογικά συνεισφέρουν λίγο στην αθροιστική παροχή μερισμάτων. Η διαφορετική συμπεριφορά της πρώτης και δεύτερης ομάδας εταιριών εξηγεί γιατί τα αθροιστικά μερίσματα αυξήθηκαν, καθώς ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα μειώθηκε κατά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Ο παραπάνω διαχωρισμός των εταιριών είναι πιθανώς το χαρακτηριστικό που καθορίζει τη διανομή μερισμάτων των βιομηχανικών επιχειρήσεων.

3.3 Οι Τάσεις «Εμφάνισης» και «Εξαφάνισης» των Μερισμάτων

Οι Baker M. και Wurgler J.¹¹ ακολουθώντας τη μεθοδολογία και τα δεδομένα της μελέτης των Fama και French κατέληξαν στις ακόλουθες τέσσερις τάσεις: (α) μια αύξηση στη τάση διανομής των μερισμάτων από το 1963 μέχρι και τη περίοδο 1966-68, (β) μια μείωση από τη περίοδο 1967-69 μέχρι και τη περίοδο 1972-74, (γ) μια αύξηση από τη περίοδο 1973-75 μέχρι το 1977 και (δ) μια μείωση από το 1978 και πέρα. Κάθε τάση περιλαμβάνει εκατοντάδες αν όχι χιλιάδες εταιρίες. Κατά συνέπεια ενώ η τελευταία μείωση έχει δικαιολογημένα λάβει τη πιο πολύ προσοχή, τα μερίσματα έχουν κατά κάποιο βαθμό «εμφανιστεί» και «εξαφανιστεί» κατά περιόδους στο παρελθόν.

Τα αποτελέσματα της μελέτης τους τεκμηριώνουν ότι οι τέσσερις ιστορικές τάσεις στη διανομή των μερισμάτων συμπίπτουν περίπου με τις τέσσερις διακυμάνσεις στα κίνητρα τα οποία υποκινούν τα διοικητικά στελέχη να προσπαθούν να ικανοποιούν τις απαιτήσεις των επενδυτών για μερίσματα μέσω της διανομής μερισμάτων όταν οι επενδυτές αποτιμούν τις μετοχές των εταιριών που διανέμουν μερίσματα με μια επιπλέον απόδοση και μέσω της μη διανομής μερισμάτων όταν αυτή η επιπλέον απόδοση είναι αρνητική (catering incentives). Συγκεκριμένα, προκύπτουν τα έξής: (α) Η επιπλέον απόδοση προλέγει μια αυξημένη τάση διανομής μεταξύ του 1963 και του 1967 (που σημαίνει ότι λαμβάνει θετικές τιμές μεταξύ του 1962 και του 1966) και πράγματι η τάση διανομής αυξάνεται μεταξύ του 1963 και του 1966 ή του 1968. (β) Η επιπλέον απόδοση στη συνέχεια γίνεται αρνητική με αποτέλεσμα να προμηνύει μειωμένη τάση διανομής από το 1968 μέχρι το 1970. Αυτή

¹¹ Baker Malcolm and Wurgler Jeffrey, September 2003, "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives", National Bureau of Economic Research, Working Paper 9995.

η προβλεπόμενη αλλαγή, επίσης, παρατηρείται στα δεδομένα. (γ) Η επιπλέον απόδοση αναστρέφει πρόσημο ξανά στις αρχές της δεκαετίες του 1970, αναμένοντας μια αύξηση στη τάση διανομής από το 1971 μέχρι το 1978. Όμως, σε κάποιες χρονιές δεν υπάρχει πλήρης συμφωνία. Η τάση διανομής δεν αρχίζει να αυξάνεται στη πραγματικότητα μέχρι το 1973. Στη συνέχεια, βέβαια, αυξάνεται μέχρι το 1977. Κατά συνέπεια αν και εν τέλει η δεύτερη «εμφάνιση» των μερισμάτων συνέβη, προβλέφτηκε λίγα χρόνια νωρίτερα. Τέλος, η επιπλέον απόδοση απέφερε πιο εντυπωσιακά αποτελέσματα στο να προβλέψει τη (δ) «εξαφάνιση» των μερισμάτων μετά το 1977. Η επιπλέον απόδοση μειώνεται έντονα αυτή τη περίοδο και γίνεται από θετική αρνητική ακριβώς το 1978. Επιπλέον, παραμένει αρνητική έως το τέλος των δεδομένων της μελέτης, με αποτέλεσμα αυτό να προλέγει όχι μόνο το ξεκίνημα, αλλά τη συνεχόμενη πτώση στη τάση διανομής μερισμάτων σε όλη αυτή τη μεγάλη διάρκεια.

Εν συντομίᾳ οι κυκλικές κινήσεις της επιπλέον απόδοσης των μερισμάτων αντιστοιχούν στενά με τις τέσσερις παρατηρούμενες τάσεις στη διανομή των μερισμάτων. Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν υπήρξε περίπτωση κατά την οποία αλλαγές στη τάση διανομής να προηγούνται των αλλαγών στην επιπλέον απόδοση. Συμπερασματικά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι τα κίνητρα παροχής στους επενδυτές ότι επιθυμούν, ίσως, έχουν σημαντική επίδραση στη τάση διανομής μερισμάτων.

3.4 Η Αναλογία των Εταιριών Διανομής Μερισμάτων στην Αγγλία και τη Γερμανία

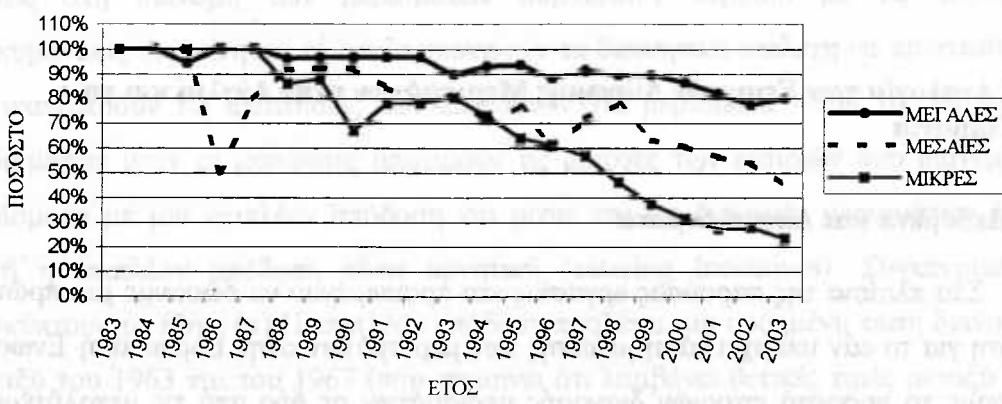
3.4.1 Δεδομένα και Αποτελέσματα

Στα πλαίσια της παρούσας εργασίας και προκειμένου να δώσουμε μια πρώτη αίσθηση για το εάν υπάρχει τάση μείωσης των μερισμάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση εξετάσαμε το ποσοστό εταιριών διανομής μερισμάτων σε δύο από τις μεγαλύτερες αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, την Αγγλία και τη Γερμανία. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν αφορούν τα μερίσματα ανά μετοχή των εταιριών της Αγγλίας και της Γερμανίας για τη περίοδο 1983-2003 και που προέρχονται από τη ηλεκτρονική βάση δεδομένων Datastream. Η επιλογή του μεγέθους του δείγματος εταιριών από κάθε χώρα βασίστηκε στο 6% του συνόλου των εταιριών κάθε χώρας, για τις οποίες

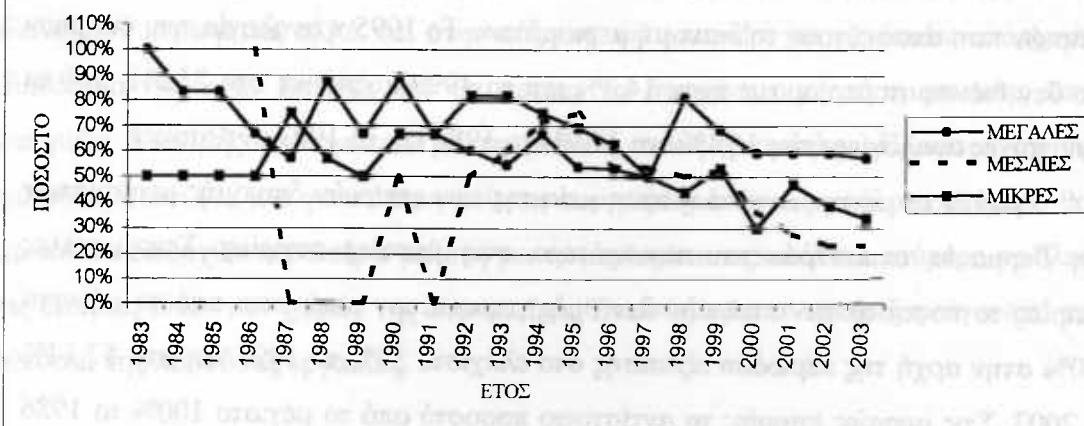
εταιρίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία στη παραπάνω βάση. Η επιλογή των συγκεκριμένων εταιριών που εξετάστηκαν από κάθε χώρα έγινε τυχαία με βάση τη γεννήτρια τυχαίων αριθμών, εργαλείο ανάλυσης δεδομένων του προγράμματος επεξεργασίας λογιστικών φύλλων Microsoft Excel. Η κατανομή που επιλέχτηκε ήταν η ομοιόμορφη κατανομή και το πλήθος των τυχαίων αριθμών ήταν 120 εταιρίες για την Αγγλία και 69 εταιρίες για την Γερμανία.

Στη συνέχεια διαχωρίσαμε τις παραπάνω εταιρίες κάθε χώρας σε τρεις κατηγορίες (τις μεγάλες, τις μεσαίες και τις μικρές) ανάλογα με τη χρηματιστηριακή τους αξία στις 08/06/2005 προκειμένου να εξεταστεί όχι μόνο εάν υπήρξε τάση μείωσης στη διανομή μερισμάτων, αλλά και σε ποιες εταιρίες επικεντρώνεται. Κάθε κατηγορία περιλαμβάνει τον ίδιο αριθμό εταιριών. Τα διαγράμματα που ακολουθούν απεικονίζουν τα αποτελέσματα. Συγκεκριμένα σε κάθε έτος της περιόδου 1983-2003 απεικονίζεται το ποσοστό των εταιριών που διένειμαν μερίσματα από το σύνολο των εταιριών για τις οποίες υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία. Για παράδειγμα, για τη Γερμανία δεν υπήρχαν διαθέσιμα στοιχεία τα έτη 1983-1985 για καμία από τις εταιρίες που χαρακτηρίστηκαν ως μεσαίες.

Διάγραμμα 1: Ποσοστό Αγγλικών Εταιριών Διανομής Μερισμάτων



Διάγραμμα 2 : Ποσοστό Γερμανικών Εταιριών Διανομής Μερισμάτων



3.4.2 Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Μια πρώτη αίσθηση που αποκομίζουμε παρατηρώντας τα διαγράμματα είναι ότι υπάρχει τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων κατά τα τελευταία χρόνια τόσο στην Αγγλία όσο και στη Γερμανία. Μάλιστα η τάση μείωσης δεν επικεντρώνεται μόνο στις μικρές εταιρίες αλλά είναι γενικότερη. Συγκεκριμένα στην Αγγλία παρατηρούμε ότι η τάση μείωσης είναι ιδιαίτερα έντονη στις μικρές εταιρίες. Το ποσοστό διανομής μερισμάτων από το μέγιστο 100% τα πρώτα χρόνια της περιόδου εξέτασης μειώνεται στο ελάχιστο 23,08% το 2003. Τα αντίστοιχα ποσοστά για τις μεσαίες εταιρίες είναι 100% και 45%, ενώ για τις μεγάλες εταιρίες είναι 100% και 79,49%. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει τάση μείωσης τόσο στις μικρές εταιρίες όσο και στις μεγαλύτερες, απλώς η μείωση στις τελευταίες δεν είναι εξίσου σημαντική με την αντίστοιχη μείωση στις μικρότερες. Ενδεχομένως η παραπάνω παρατήρηση να είναι σύμφωνη με την άποψη ότι τα ζητήματα εντολέα-εντολοδόχου και της λειτουργίας των μερισμάτων ως προειδοποιητικό μηχανισμό της πορείας της εταιρίας να είναι πιο σημαντικά για τις μεγαλύτερες εταιρίες και κατά συνέπεια η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων να μην είναι τόσο σημαντική για αυτές τις εταιρίες. Η παρατήρηση που προκύπτει από το διάγραμμα για τις εταιρίες της Αγγλίας σχετικά με τη τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων είναι



σύμφωνη και με τα αποτελέσματα μελέτης των Benito A. και Young Garry¹² σχετικά με τη αποφυγή ή περικοπή διανομής μερισμάτων των εταιριών της Μεγάλης Βρετανίας. Συγκεκριμένα παρατήρησαν μια αύξηση από το 1995 στην αναλογία των εταιριών που αποφεύγουν τη διανομή μερισμάτων. Το 1995 η αναλογία των εταιριών που δεν διένειμαν μερίσματα ήταν 14,3% και το 1999 αυξήθηκε στο 25,2%, ενώ οι αντίστοιχες αναλογίες ήταν 16,1% και 17,9% το 1982 και το 1992 αντίστοιχα.

Αντίθετα με την Αγγλία η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στη Γερμανία επικεντρώνεται περισσότερο στις μεσαίες εταιρίες. Στις μεγάλες εταιρίες το ποσοστό των εταιριών διανομής μερισμάτων μειώνεται από το μέγιστο 100% στην αρχή της περιόδου εξέτασης στο ελάχιστο 50% το 1997 και στο 57,14% το 2003. Στις μεσαίες εταιρίες το αντίστοιχο ποσοστό από το μέγιστο 100% το 1986 μειώνεται στο 22,73% το 2003, ενώ για τις μικρές κυμαίνεται από το μέγιστο 81,81% το 1992 και το 1993 στο ελάχιστο 29,41% το 2000 και στο 33,33% το 2003. Η παρατήρηση ότι η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων είναι πιο έντονη στις μεσαίες παρά στις μικρές εταιρίες ίσως μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι τα στελέχη της διοίκησης των μικρών εταιριών χρησιμοποιούν τα μερίσματα ως μέσο επικοινωνίας με τους μετόχους ώστε να μπορέσουν να καλύψουν τη περιορισμένη πρόσβαση στον οικονομικό τύπο και τις χρηματιστηριακές αναλύσεις και κατά συνέπεια να γίνουν πιο ευρέως γνωστές.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα που προκύπτουν από τα διαγράμματα με τα αποτελέσματα της μελέτης των Fama και French (2001) για τις αμερικανικές εταιρίες των NYSE, AMEX και NASDAQ, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων στην Αγγλία και τη Γερμανία τα τελευταία χρόνια συμπίπτει με τη τάση μείωσης που παρατηρείται στην Αμερικανική αγορά. Συγκεκριμένα το πρότυπο της τάσης μείωσης των εταιριών της Αγγλίας ταυτίζεται με το αντίστοιχο πρότυπο των εταιριών των NYSE, AMEX και NASDAQ, καθώς και στις δύο περιπτώσεις η τάση μείωσης είναι πιο έντονη στις μικρές εταιρίες, στη συνέχεια στις μεσαίες εταιρίες και ακόλουθα στις μεγαλύτερες.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι στη μείωση στα ποσοστά διανομής των εταιριών και των τριών κατηγοριών έχει συνεισφέρει τόσο ο αριθμητής, δηλαδή ο αριθμός των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, όσο και ο παρανομαστής, δηλαδή, ο

¹² Benito Andrew και Garry Young, December 2003, "Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Dividend Cuts by UK Firms", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 65, Issue 5, pp 531-555.

συνολικός αριθμός των εταιριών για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία κάθε φορά που υπολογίζεται το ποσοστό κάθε έτους. Αυτό σημαίνει ότι η τάση μείωσης των τελευταίων χρόνων δεν οφείλεται αποκλειστικά στη μείωση των εταιριών που διανέμουν μερίσματα, αλλά και στην αύξηση των εταιριών για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία. Επίσης, δεν θα πρέπει να συγχέουμε τη τάση μείωσης των εταιριών διανομής μερισμάτων με τη μείωση των μερισμάτων ως απόλυτο νούμερο θα πρέπει να διεξαχθεί περαιτέρω μελέτη για τα μερίσματα ως απόλυτο νούμερο σε όλες τις εταιρίες όλων των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, κάτι το οποίο ξεφεύγει από τα πλαίσια της παρούσας εργασίας.

Sharing Paul W., June 1997, "The Influence of Expectations and Incentives on Dividend Policy", *The Financial Review*, Germany, Vol. 32, No. 3, pp. 209-224.

Thomachová, Miroslava, Miroslav Šálek and Michael Drapal, 2004, "Are dividends important? Empirical evidence and the determinants of dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Issue 2, pp. 425-456.

Timmins, Christopher J. and Mark MacKay, February 1994, "On the Dividend Policy of Electric Utilities", *The Journal of Economics and Statistics*, Vol. 112, No. 1, pp. 76-88.

West, Eugene F. and Robert Nau, December 1969, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 64, No. 328, pp. 1132-1151.

Yama-Ueda, E. and Daniel Frazee, II, April 2001, "Unpacking Methods: Changes in firm characteristics of labor propensity to pay", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, Issue 1, pp. 1-43.

Zabel, John, May 1956, "Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 97-113.

Müller Martin H. and Nagelmann Bruno, October 1991, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, Vol. 64, No. 4, pp. 411-433.

Odean, Joseph P., Jon Frank C., O'Connor Paul, 2001, "Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies", Prentice-Hall, Chapter 14, pp. 461-501.

απόλυτης ανεργίας στην οποία πάντα παρατηθεί το μέτρο της απόδοσης της οικονομίας στην αύξηση της απασχόλησης. Η αύξηση της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία δεν είναι αποτέλεσμα της αύξησης της απόδοσης της οικονομίας, αλλά της αύξησης της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία. Η αύξηση της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία δεν είναι αποτέλεσμα της αύξησης της απόδοσης της οικονομίας, αλλά της αύξησης της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία.

Η αύξηση της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία δεν είναι αποτέλεσμα της αύξησης της απόδοσης της οικονομίας, αλλά της αύξησης της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία. Η αύξηση της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία δεν είναι αποτέλεσμα της αύξησης της απόδοσης της οικονομίας, αλλά της αύξησης της απόδοσης της απασχόλησης στην απόλυτη ανεργία.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Baker Malcolm and Wurgler Jeffrey, September 2003, "Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives", National Bureau of Economic Research, Working Paper 9995.
- Benito Andrew και Garry Young, December 2003, "Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Dividend Cuts by UK Firms", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol. 65, Issue 5, pp 531-555.
- Brittain John A., May 1964, "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", The American Economic Review, Vol. 54, No 3, Papers and Proceedings of the Seventy-sixth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 272-287.
- Darling Paul G., June 1957, "The Influence of Expectations and Liquidity on Dividend Policy", The Journal of Political Economy, Vol.65, No.3, pp.209-224.
- DeAngelo Harry, DeAngelo Linda και Skinner Douglas J., June 2004, "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings", Journal of Financial Economics, Vol.72, Issue 3, pp.425-456.
- Dhrymes Phoebus J., and Kurz Mordecai, February 1964, "On the Dividend Policy of Electric Utilities", The Review of Economics and Statistics Vol.46, No.1, pp.76-81.
- Fama Eugene F., and Babiak Harvey, December 1968, "Dividend Policy: An empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association, Vol.63, No.324, pp.1132-1161.
- Fama Eugene F. and French Kenneth R., April 2001, "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or Lower propensity to pay?", Journal of Financial Economics, Vol.60, Issue 1, pp.3-43.
- Lintner John, May 1956, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", The American Economic Review, Vol. 46, No 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 97-113.
- Miller Merton H. and Modigliani Franco, October 1961, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol.34, No.4, pp.411-433.
- Ogden Joseph P., Jen Frank C., O'Connor Phili, 2003, "Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies", Prentice-Hall, Chapter 14, pp.461-501.

Tarshis Lorie, May 1956, "Discussion of J.Lintner distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", The American Economic Review, Vol. 46, No 2, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 118.

Dwped





ATHENS UNIVERSITY OF ECONOMICS & BUSINESS
• ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ