ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ: ΟΙ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

του

Απόστολου Αθ. Δασίλα

**Διδακτορική Διατριβή που υποβλήθηκε
στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Πανεπιστημίου Μακεδονίας**

Θεσσαλονίκη, Ιούνιος 2009

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές και αληθινές μου ευχαριστίες σε όλους όσους συνέβαλαν ώστε να συγγραφεί η παρούσα διατριβή. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω την Τριμελή Συμβουλευτική Επιτροπή καθώς και τα μέλη της Επταμελούς Εξεταστικής Επιτροπής αποτελούμενη από τους Καθηγητές κ. Δημήτριο Παπαδόπουλο, κ. Ελευθέριο Σκαλίδη, κ. Ιωάννη Λαζαρίδη, κ. Αθανάσιο Νούλα και τους Αν. Καθηγητές κ. Δημήτριο Γκίνογλου, κ. Ιωάννη Παπαναστασίου και κ. Αχιλλέα Ζαπράνη για την ηθική, ψυχολογική και επιστημονική υποστήριξη που έλαβα καθ' όλη τη διάρκεια της εκπόνησης της διδακτορικής μου διατριβής. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω το Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής για τις διευκολύνσεις που μου παρείχε κατά τη διάρκεια των διδακτορικών μου σπουδών.

Κατά τη διάρκεια της παρούσας ερευνητικής προσπάθειας συνέβαλαν είτε με τις επιστημονικές τους γνώσεις είτε με την ηθική τους συμπαράσταση διάφορα πρόσωπα. Μεταξύ αυτών είναι ο Καθηγητής κ. Νικόλαος Τραυλός, ο Δρ. Αθανάσιος Κουλακιώτης, ο Δρ. Ευάγγελος Κουμανάκος, ο Υπ. Διδάκτορας Θεολόγος Δεργιαδές, ο κ. Νικόλαος Σταμάτης και η κα. Άννα Τουμπέλη.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τις εταιρίες Globalsoft A.E. και Profile A.E. για την παροχή σημαντικών χρηματιστηριακών πληροφοριών.

Τέλος, τα λόγια είναι πολύ φτωχά για να ευχαριστήσω πάνω απ' όλους τους γονείς μου. Θα ήθελα να αφιερώσω την παρούσα διατριβή στους δύο αφανείς ήρωες της ερευνητικής μου προσπάθειας που με στήριξαν όλα αυτά τα χρόνια ηθικά και υλικά, τον πατέρα μου Αθανάσιο Δασίλα και τη μητέρα μου Αρχοντούλα Δασίλα. Χωρίς τη βοήθεια τους δεν θα ήταν δυνατή η συγγραφή της παρούσας διατριβής.

Απόστολος Αθ. Δασίλας

Θεσσαλονίκη, Ιούνιος 2009

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ viii

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ xvi

ΣΥΝΟΨΗ xx

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΘΕΜΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ……. 1
1.1. Περιγραφή Φαινομένου και Ιστορική Αναδρομή…… 1
1.2. Κίνητρο, Ερευνητικά Ερωτήματα, Σκοπός και Διάρθρωση Μελέτης……. 6
1.2.1. Κίνητρο Μελέτης……... 6
1.2.2. Ερευνητικά Ζητήματα…… 7
1.2.3. Σκοπός Μελέτης……. 9
1.2.4. Διάρθρωση Μελέτης…….. 12

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ…… 16
2.1. ΕΠΕΞΗΓΗΜΑΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ 16
2.1.1. Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος…… 16
2.1.1.1. Η Υπόθεση της Επίδρασης της Φορολογίας και η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων……... 17
2.1.1.2. Η Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών……. 21
2.1.1.3. Η Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών……. 27
2.1.1.4. Η Υπόθεση του Εύρους Τιμών Προσφοράς-Ζήτησης……. 28
2.1.2. Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς στις Ανακοινώσεις Διανομής Μερίσματος…… 29
2.1.2.1. Καμία Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης…….. 29
2.1.2.2. Θετική Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης……. 30
2.1.2.3. Αρνητική Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης……. 32
2.1.2.4. Παράγοντες προσδιορισμού της Μερισματικής Πολιτικής……. 33
2.1.3. Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς στις Ανακοινώσεις Μεταβολής του Μερίσματος…… 35
2.1.3.1. Η Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων……. 36
2.1.3.2. Η Υπόθεση της Υπερεπένδυσης…….. 37
2.1.3.3. Η υπόθεση της Πληροφορίας του Κινδύνου…… 38
2.1.3.4. Η Υπόθεση της Ανακατανομής του Πλούτου……... 38
2.1.3.5. Η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων……. 39
2.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ…….. 39
2.2.1. Σύνοψη Εμπειρικών Πορισμάτων Διεθνούς Βιβλιογραφίας την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος…… 40
2.2.1.1. Μελέτες για την Αγορά των ΗΠΑ……... 40
2.2.1.1.1. Η Υπόθεση της Επίδρασης της Φορολογίας…… 41
2.2.1.1.2. Η Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών……. 50

2.2.1.1.3. Η Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών…….. 56
2.2.1.2. Μελέτες για την Αγορά του Καναδά……... 59
2.2.1.3. Μελέτες για την Αγορά της Μεγάλης Βρετανίας…… 64
2.2.1.4. Μελέτες για την Αγορά της Ευρώπης…….. 69
2.2.1.4.1. Γαλλία…….. 69
2.2.1.4.2. Δανία……... 71
2.2.1.4.3. Ισπανία……. 71
2.2.1.4.4. Ιταλία…… 72
2.2.1.4.5. Σουηδία…… 73
2.2.1.4.6. Φινλανδία……. 74
2.2.1.4.7. Διάφορες Ευρωπαϊκές Χώρες…….. 77
2.2.1.5. Μελέτες για τις Αγορές της Ωκεανίας……. 78
2.2.1.5.1. Αυστραλία…… 78
2.2.1.5.2. Νέα Ζηλανδία……... 82
2.2.1.6. Μελέτες για τις Αγορές της Ασίας……... 83
2.2.1.6.1. Ιαπωνία……. 83
2.2.1.6.2. Χονγκ Κονγκ…… 85
2.2.1.6.3. Κίνα…….. 87
2.2.1.6.4. Ταϊλάνδη…….. 87
2.2.1.6.5. Ομάν…….. 88
2.2.1.7. Μελέτες για τις Αγορές της Λατινικής Αμερικής (Βραζιλία)…….. 88
2.2.1.8. Συμπεράσματα…….. 89
2.2.2. Σύνοψη Εμπειρικών Πορισμάτων Διεθνούς Βιβλιογραφίας την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος……..……. 97
2.2.2.1. Ανακοίνωση Διανομής Τακτικού Μερίσματος στις Αγορές των ΗΠΑ….. 97
2.2.2.2. Ανακοίνωση Διανομής Ειδικών και Έκτακτων Μερισμάτων……. 141
2.2.2.3. Ανακοίνωση Διανομής Μερισμάτων και η Αντίδραση των Ανταγωνιστριών Εταιριών……... 143
2.2.2.4. Εμπειρικές Μελέτες για την Ανακοίνωση Διανομής Μερίσματος για τις Αγορές εκτός των ΗΠΑ……... 148
2.2.2.5. Συμπεράσματα……. 154

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ, ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ……... 161
3.1. ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ……... 161
3.1.1. Διάθεση Κερδών των Ανωνύμων Εταιριών……... 161
3.1.2. Περιορισμοί στη Διανομή Κερδών……. 164
3.1.3. Φορολόγηση των Κερδών των Α.Ε., των Μερισμάτων και των Κεφαλαιακών Κερδών……... 165
3.1.4. Αποκοπή του Μερίσματος…….. 166
3.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ…… 166
3.2.1. Υποθέσεις προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος…… 167
3.2.2. Υποθέσεις προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος……. 174
3.3. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ……. 181

3.3.1. Περίοδος Μελέτης την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος..... 181
3.3.2. Περίοδος Μελέτης την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος..... 182
3.3.3. Πηγές Στοιχείων..... 183
3.3.4. Δείγμα την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος..... 185
3.3.5. Δείγμα την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος..... 186
3.4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ..... 191
3.4.1. Μεθοδολογία για την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος..... 191
3.4.1.1. Μέθοδοι Υπολογισμού των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων και του Λόγου ΔΡ/D..... 191
3.4.1.2. Το υπόδειγμα της Αγοράς..... 196
3.4.1.3. Το υπόδειγμα των Προσαρμοσμένων Αποδόσεων με το Δείκτη της Αγοράς..... 199
3.4.1.4. Το Υπόδειγμα των Μέσων Προσαρμοσμένων Αποδόσεων..... 199
3.4.1.5. Στατιστικός Έλεγχος του Λόγου ΔΡ/D και των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων..... 200
3.4.1.6. Μέθοδοι Υπολογισμού του Υπερβάλλοντος Όγκου Συναλλαγών..... 204
3.4.1.7. Το Υπόδειγμα του Μέσου Προσαρμοσμένου Όγκου Συναλλαγών..... 206
3.4.1.8. Στατιστικός Έλεγχος του Υπερβάλλοντος Όγκου Συναλλαγών..... 207
3.4.1.9. Μέθοδος Υπολογισμού των Ίσων Τμημάτων (Quintiles)..... 208
3.4.1.10. Μέθοδος της Διαστρωματικής Παλινδρόμησης..... 210
3.4.2. Μεθοδολογία για την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος..... 212
3.4.2.1. Μέθοδος Υπολογισμού των Ίσων Τμημάτων (Quintiles)..... 216
3.4.2.2. Μέθοδος της Διαστρωματικής Παλινδρόμησης..... 216

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ 218
4.1. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος..... 218
4.1.1. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς και των Λόγων ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος..... 220
4.1.1.1. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004..... 221
4.1.1.2. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου1997-2004..... 224
4.1.1.3. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004..... 225
4.1.1.4. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004..... 226
4.1.1.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004..... 228
4.1.1.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004..... 229
4.1.1.7. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004..... 230
4.1.1.8. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004..... 231

4.1.1.9. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004……. 232
4.1.1.10. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ Χωρισμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 1997-2004…….. 233
4.1.1.11. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών της Περιόδου 1997-2004……... 235
4.1.1.12. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών της Περιόδου 1997-2004……... 237
4.1.2. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς και των Λόγων ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος της Περιόδου 2000-2004……... 239
4.1.2.1. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004……... 239
4.1.2.2. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004……. 241
4.1.2.3. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 243
4.1.2.4. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 2000-2004……. 246
4.1.2.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών της Περιόδου 2000-2004……. 247
4.1.2.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών της Περιόδου 2000-2004……... 249
4.1.3. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων……... 251
4.1.3.1. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004…….. 251
4.1.3.2. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 1997-2004……. 255
4.1.3.3. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Καθαρού και Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004….. 257
4.1.3.4. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 2000-2004……. 261
4.2. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος…… 368
4.2.1. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004……..... 370
4.2.2. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης του Διανομής Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004……... 373
4.2.3. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Μεταβολής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 376

4.2.4. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης Μεταβολής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 383
4.2.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 391
4.2.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 392
4.2.7. Ο Συνολικός και ο Συστηματικός Κίνδυνος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004... 392
4.2.8. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 2000-2004……... 394
4.2.9. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 2000-2004……. 395
4.2.10. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Καθαρού και Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004…….. 396
4.2.11. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 2000-2004……. 398

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΠΕΡΙΛΗΨΗ, ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ, ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ…… 492

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……. 499
-Ελληνική……. 499
-Ξένη…… 501

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1.1. Εξέλιξη Διανεμόμενων Μερισμάτων από τις Εταιρίες του Χ.Α……. 14
Πίνακας 1.2. Καθαρά Κέρδη, Διανεμηθέντα Μερίσματα και Ποσοστό Διανομής Κερδών των Εταιριών του Χ.Α…… 14
Πίνακας 1.3. Μερισματική Απόδοση και Λόγος P/E των Εταιριών του Χ.Α……... 15
Πίνακας 2.1. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στις ΗΠΑ... 91
Πίνακας 2.2. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στον Καναδά……... ……... 92
Πίνακας 2.3. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στη Μεγάλη Βρετανία……... 93
Πίνακας 2.4. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στην Ευρώπη……..... 94
Πίνακας 2.5. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στην Ωκεανία…….. 95
Πίνακας 2.6. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών της Αποκοπής του Μερίσματος στην Ασία…… 96
Πίνακας 2.7. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος στις ΗΠΑ……..... 157
Πίνακας 2.8. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Έκτακτων Μερισμάτων... 158
Πίνακας 2.9. Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος Εκτός ΗΠΑ..……..…….. 160
Πίνακας 3.1. Υποθέσεις Προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος…. 173
Πίνακας 3.2. Υποθέσεις Προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος…… 180
Πίνακας 3.3. Εξέλιξη Διανεμομένων Μερισμάτων των Κοινών Μετοχών του Χ.Α……. 188
Πίνακας 3.4. Διαθέσιμες Ημερομηνίες για τις Ανακοινώσεις Διάφορων Εταιρικών Γεγονότων……..…….. 189
Πίνακας 3.5. Αριθμός Ημερομηνιών Αποκοπής του Μερίσματος ανά Μήνα για την Περίοδο 2000-2004…… 190
Πίνακας 3.6. Αριθμός Ημερομηνιών Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος ανά Μήνα για την Περίοδο 2000-2004……..…… 190
Πίνακας 4.1. Οι Λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004……... 262
Πίνακας 4.2. Ο Λόγος RPR c-c του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004……..… 263
Πίνακας 4.3. Ο Λόγος RPR c-o του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004……. 264
Πίνακας 4.4. Ο Λόγος MARP του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004……... 265
Πίνακας 4.5. Ο Λόγος RPDR c-c του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 266
Πίνακας 4.6. Ο Λόγος RPDR c-o του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 267
Πίνακας 4.7. Ο Λόγος MAPDR του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004…… 268
Πίνακας 4.8. Οι Απροσάρμοστες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής (ARR) του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004…… 269
Πίνακας 4.9. Η Μερισματική Απόδοση (DY) του Συνολικού Δείγματος για τα Έτη 1997 έως 2004…….. ……... 270
Πίνακας 4.10. Σύγκριση των Λόγων ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Δείγματος για τις Περιόδους 1997-2000 και 2001-2004…… 271

Πίνακας 4.11. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…… 272
Πίνακας 4.12. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…….. 273
Πίνακας 4.13. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…… 274
Πίνακας 4.14. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…… 275
Πίνακας 4.15. Οι Λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…….. 276
Πίνακας 4.16. Ο Λόγος RPR c-c του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2000…….. 277
Πίνακας 4.17. Ο Λόγος RPR c-o του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 278
Πίνακας 4.18. Ο Λόγος MARP του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 279
Πίνακας 4.19. Ο Λόγος RPDR c-c του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…… 280
Πίνακας 4.20. Ο Λόγος RPDR c-o του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 281
Πίνακας 4.21. Ο Λόγος MAPDR του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 282
Πίνακας 4.22. Απροσάρμοστες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (ARR) του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004……..... 283
Πίνακας 4.23. Η Μερισματική Απόδοση (DY) του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…… 284
Πίνακας 4.24. Σύγκριση των Λόγων ΔP/D και ΔP/P του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τις Περιόδους 1997-2000 και 2001-2004……..... 285
Πίνακας 4.25. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……. 286
Πίνακας 4.26. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……. 287
Πίνακας 4.27. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……. 288
Πίνακας 4.28. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……..... 289
Πίνακας 4.29. Οι Λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Μεικτού Δείγματος των Εταιριών του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…….. 290
Πίνακας 4.30. Ο Λόγος RPR c-c του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 291
Πίνακας 4.31. Ο Λόγος RPR c-o του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 292
Πίνακας 4.32. Ο Λόγος MARP του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004……... 293
Πίνακας 4.33. Ο Λόγος RPDR c-c του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. …… 294
Πίνακας 4.34. Ο Λόγος RPDR c-o του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…… 295

Πίνακας 4.35. Ο Λόγος MAPDR του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…… 296
Πίνακας 4.36. Απροσάρμοστες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (ARR) του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…….. 297
Πίνακας 4.37. Μερισματική Απόδοση (DY) του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τα Έτη 1997 έως 2004…… 298
Πίνακας 4.38. Σύγκριση των Λόγων ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για τις Περιόδους 1997-2000 και 2001-2004……... 299
Πίνακας 4.39. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……..... 300
Πίνακας 4.40. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…….. 301
Πίνακας 4.41. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…….. 302
Πίνακας 4.42. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……..... 303
Πίνακας 4.43. Οι Λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Διαιρεμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 1997-2004……. 304
Πίνακας 4.44. Οι Λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου Διαιρεμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 1997-2004…… 307
Πίνακας 4.45. Οι Λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Μεικτού Δείγματος των Εταιριών του Χρηματοοικονομικού Κλάδου Διαιρεμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 1997-2004……... 310
Πίνακας 4.46. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004……..... 313
Πίνακας 4.47. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Μεικτού Δείγματος των Εταιριών του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004…… 315
Πίνακας 4.48. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004……... 317
Πίνακας 4.49. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Μεικτού Δείγματος των Εταιριών του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου Χωρισμένο σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004……... 318
Πίνακας 4.50. Οι Λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 319
Πίνακας 4.51. Οι Λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004……... 319
Πίνακας 4.52. Ο Λόγος RPR c-c του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 320
Πίνακας 4.53. Ο Λόγος RPR c-o του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 320
Πίνακας 4.54. Ο Λόγος MARP του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 321
Πίνακας 4.55. Ο Λόγος RPDR c-c του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 321

Πίνακας 4.56. Ο Λόγος RPDR c-o του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…….. ……. 322
Πίνακας 4.57. Ο Λόγος MAPDR του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 322
Πίνακας 4.58. Οι Απροσάρμοστες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (ARR) του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 323
Πίνακας 4.59. Μερισματική Απόδοση (DY) του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για τα Έτη 2000 έως 2004…… 323
Πίνακας 4.60. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……... 324
Πίνακας 4.61. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 325
Πίνακας 4.62. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 326
Πίνακας 4.63. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……... 326
Πίνακας 4.64. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 327
Πίνακας 4.65α. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 328
Πίνακας 4.65β. Μέσος υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 2000-2004……... 329
Πίνακας 4.65γ. Μέσος υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 2000-2004……... 330
Πίνακας 4.66. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004….. 331
Πίνακας 4.67. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 331
Πίνακας 4.68. Οι Λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Καθαρού Δείγματος Διαιρεμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004……. 332
Πίνακας 4.69. Οι Λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Διαιρεμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004……. 335
Πίνακας 4.70. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004……..... 338
Πίνακας 4.71. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004……..... 340
Πίνακας 4.72. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004……... 342
Πίνακας 4.73. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004……... 343
Πίνακας 4.74. Διαστρωματικη Παλινδρόμηση των Μέσων Υπερβάλλουσων Αποδόσεων την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (AR_0) του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997 2004..……... 344

Πίνακας 4.75. Διαστρωματικη Παλινδρόμηση του Μέσου Υπερβάλλοντος Όγκου Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (AR_0) του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004……... 345
Πίνακας 4.76. Διαστρωματικη Παλινδρόμηση των Μέσων Υπερβαλλουσων Αποδόσεων την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (AR_0) του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004……... 346
Πίνακας 4.77. Διαστρωματικη Παλινδρόμηση των Μέσων Υπερβαλλουσων Αποδόσεων την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος (AR_0) του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004..……..…... 347
Πίνακας 4.78. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 400
Πίνακας 4.79. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 401
Πίνακας 4.80. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….…… 402
Πίνακας 4.81. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004……..…… 402
Πίνακας 4.82. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 403
Πίνακας 4.83. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 404
Πίνακας 4.84. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 405
Πίνακας 4.85. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004.. 405
Πίνακας 4.86. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 406
Πίνακας 4.87. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004 407
Πίνακας 4.88. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004…… 408
Πίνακας 4.89. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004…… 409
Πίνακας 4.90. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004…… 410
Πίνακας 4.91. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος την Περίοδο 2000-2004…… 411
Πίνακας 4.92. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……... 412
Πίνακας 4.93. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……. 413
Πίνακας 4.94. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……. 414

Πίνακας 4.95. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004. 415
Πίνακας 4.96. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004…… 415
Πίνακας 4.97. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004…… 416
Πίνακας 4.98. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004…… 416
Πίνακας 4.99. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 417
Πίνακας 4.100. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 417
Πίνακας 4.101. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 418
Πίνακας 4.102. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 418
Πίνακας 4.103. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 419
Πίνακας 4.104. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004.. 420
Πίνακας 4.105. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004…… 421
Πίνακας 4.106. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004…… 422
Πίνακας 4.107. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 423
Πίνακας 4.108. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004…… 424
Πίνακας 4.109. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004.. 425
Πίνακας 4.110. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 426
Πίνακας 4.111. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 427
Πίνακας 4.112. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο

προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 428
Πίνακας 4.113. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 429
Πίνακας 4.114. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% την Περίοδο 2000-2004…….. 429
Πίνακας 4.115. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% την Περίοδο 2000-2004…….. 430
Πίνακας 4.116. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004…… 430
Πίνακας 4.117. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 431
Πίνακας 4.118. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 431
Πίνακας 4.119. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 432
Πίνακας 4.120. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 432
Πίνακας 4.121. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……..... 433
Πίνακας 4.122. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 434
Πίνακας 4.123. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004.. 435
Πίνακας 4.124. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004. 436
Πίνακας 4.125. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……... 437
Πίνακας 4.126. Διαφορά του Συνολικού Κίνδυνου την Περίοδο πριν και μετά την Ανακοίνωση Έναρξης του Μερίσματος……..... 437
Πίνακας 4.127. Διαφορά του Συστηματικού Κίνδυνου την Περίοδο πριν και μετά την Ανακοίνωση Έναρξης του Μερίσματος……. 437
Πίνακας 4.128. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος Χωρισμένο σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004……... 438
Πίνακας 4.129. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένο σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004……... 439
Πίνακας 4.130. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος Χωρισμένο σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004……..... 440

Πίνακας 4.131. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος Χωρισμένο σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004…….. 441
Πίνακας 4.132. Διαστρωματική Παλινδρόμηση των Μέσων Υπερβαλλουσων Αποδόσεων την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 442
Πίνακας 4.133. Διαστρωματική Παλινδρόμηση των Μέσων Υπερβαλλουσων Αποδόσεων την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 443
Πίνακας 5.1. Περίληψη Αποτελεσμάτων από τη Συμπεριφορά της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος…… 498
Πίνακας 5.2. Περίληψη Αποτελεσμάτων από τη Συμπεριφορά της Αγοράς την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος……... 498

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 4.1. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…….. 348
Διάγραμμα 4.2. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004…….. 349
Διάγραμμα 4.3. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004……. 350
Διάγραμμα 4.4. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 1997-2004……. 351
Διάγραμμα 4.5. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997 2004……..... 352
Διάγραμμα 4.6. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…….. 353
Διάγραμμα 4.7. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……... 354
Διάγραμμα 4.8. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…… 355
Διάγραμμα 4.9. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…… 356
Διάγραμμα 4.10. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικό Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…… 357
Διάγραμμα 4.11. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004……... 358
Διάγραμμα 4.12. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου για την Περίοδο 1997-2004…… 359
Διάγραμμα 4.13. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 360
Διάγραμμα 4.14. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004..... 361
Διάγραμμα 4.15. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 362
Διάγραμμα 4.16. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 363
Διάγραμμα 4.17. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 364
Διάγραμμα 4.18. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…… 365
Διάγραμμα 4.19. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής για την Περίοδο 2000-2004……. 366
Διάγραμμα 4.20. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004….. 367
Διάγραμμα 4.21. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 444
Διάγραμμα 4.22. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 445
Διάγραμμα 4.23. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…… 446
Διάγραμμα 4.24. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος του Συνολικού Μεικτού Δείγματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 447

Διάγραμμα 4.25. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 448
Διάγραμμα 4.26. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 449
Διάγραμμα 4.27. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004 450
Διάγραμμα 4.28. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004. 451
Διάγραμμα 4.29. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 452
Διάγραμμα 4.30. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004 453
Διάγραμμα 4.31. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004……. 454
Διάγραμμα 4.32. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως10% για την Περίοδο 2000-2004……... 455
Διάγραμμα 4.33. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004……. 456
Διάγραμμα 4.34. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004……... 457
Διάγραμμα 4.35. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004……. 458
Διάγραμμα 4.36. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004……... 459
Διάγραμμα 4.37. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004……... 460
Διάγραμμα 4.38. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 461
Διάγραμμα 4.39. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερισματος για την Περίοδο 2000-2004……. 462
Διάγραμμα 4.40. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004 463
Διάγραμμα 4.41. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 464
Διάγραμμα 4.42. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 465
Διάγραμμα 4.43. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004…… 466

Διάγραμμα 4.44. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004…… 467
Διάγραμμα 4.45. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004…… 468
Διάγραμμα 4.46. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……... 469
Διάγραμμα 4.47. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004 470
Διάγραμμα 4.48. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……. 471
Διάγραμμα 4.49. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004……... 472
Διάγραμμα 4.50. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 0 έως 10% για την Περίοδο 2000-2004…….. 473
Διάγραμμα 4.51. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004……... 474
Διάγραμμα 4.52. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 10 έως 20% για την Περίοδο 2000-2004…….. 475
Διάγραμμα 4.53. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 476
Διάγραμμα 4.54. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος από 20 έως 30% για την Περίοδο 2000-2004…….. 477
Διάγραμμα 4.55. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004…….. 478
Διάγραμμα 4.56. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος Άνω του 30% για την Περίοδο 2000-2004……..... 479
Διάγραμμα 4.57. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……... 480
Διάγραμμα 4.58. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 481
Διάγραμμα 4.59. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 482
Διάγραμμα 4.60. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μηδενικής Μεταβολής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004……..... 483

Διάγραμμα 4.61. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……... 484
Διάγραμμα 4.62. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……... 485
Διάγραμμα 4.63. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Μείωσης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……... 486
Διάγραμμα 4.64. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Αύξησης του Μερίσματος σε Σχέση με το Ελάχιστο προς Διανομή Πόσο που Ορίζει ο Νόμος για την Περίοδο 2000-2004……... 487
Διάγραμμα 4.65. Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…….. 488
Διάγραμμα 4.66. Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004. 489
Διάγραμμα 4.67. Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004 490
Διάγραμμα 4.68. Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού Δείγματος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004…… 491

ΣΥΝΟΨΗ

Η παρούσα μελέτη ασχολείται με δύο ζητήματα που αφορούν στη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α. Την επίδραση της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος και την επίδραση της ανακοίνωσης της ημέρας διανομής μερίσματος στην τιμή της μετοχής και στον όγκο συναλλαγών.

Όσον αφορά την επίδραση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, η σχετική διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αυτή δεν προσαρμόζονται (πέφτουν) κατά το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων προς εκμετάλλευση από τους επενδυτές. Για την εξήγηση του παραπάνω φαινομένου έχουν διατυπωθεί μέχρι σήμερα τέσσερις διαφορετικές θεωρίες. Αυτές είναι η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970), η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982), η υπόθεση της διακριτότητας των τιμών των μετοχών του Dubofsky (1992) και η υπόθεση του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread) των Frank και Jagganathan (1998).

Στην Ελλάδα, για την εξεταζόμενη περίοδο (2000-2004) τα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται και το βήμα τιμής (tick size) είναι πολύ μικρό σε σχέση με αυτό άλλων χωρών (π.χ. ΗΠΑ). Επιπλέον, η δραστηριοποίηση ειδικών διαπραγματευτών (market makers) είναι σχεδόν μηδαμινή. Συνεπώς, οι υποθέσεις της επίδρασης της φορολογίας, της διακριτότητας των τιμών και του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης δεν θα μπορούσαν να έχουν εμπειρική υποστήριξη στην Ελληνική κεφαλαιαγορά για την εξεταζόμενη περίοδο. Τα αποτελέσματα από τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών αλλά και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συνάδουν με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής δεν πέφτει κατά το ποσό του μερίσματος με αποτέλεσμα να υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετίζονται θετικά με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών όπως προβλέπει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Προς επιβεβαίωση της παραπάνω υπόθεσης, εξετάζεται και η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα δείχνουν πως ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών όπως προβλέπει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

Η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών μελετάται επίσης την ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν πως η ανακοίνωση διανομής μερίσματος αποτελεί καλή είδηση για την αγορά που οδηγεί σε

υπερβάλλουσες αποδόσεις και υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα της ανακοίνωσης και δύο ημέρες γύρω από αυτήν (ημέρες -1 και +1). Με άλλα λόγια η ανακοίνωση διανομής μερίσματος περιέχει σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο για την παρούσα και τη μελλοντική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης που εκπέμπεται προς το επενδυτικό κοινό. Το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων γίνεται ακόμη μεγαλύτερο όταν συνοδεύεται από ταυτόχρονη ανακοίνωση άλλου εταιρικού γεγονότος (π.χ. ανακοίνωση κερδών, διάσπασης μετοχών κα.).

Στη συνέχεια μελετάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση μεταβολής του διανεμηθέντος μερίσματος. Τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά των μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας που υποστηρίζουν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Έτσι, οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος προκαλούν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών, οι ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος προκαλούν αρνητική επίδραση και οι ανακοινώσεις μηδενικής μεταβολής του μερίσματος ουδέτερη επίδραση.

Η περαιτέρω διερεύνηση των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος δείχνουν πως η θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών είναι συνάρτηση του ποσοστού αύξησης του διανεμηθέντος μερίσματος. Όσο μεγαλύτερο είναι το διανεμηθέν μέρισμα, τόσο μεγαλύτερη είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών.

Επιπλέον, εξετάζεται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών, του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου των μετοχών κατόπιν ανακοίνωσης διανομής μερίσματος για πρώτη φορά ή μετά από παύση τριών ετών (εφεξής ανακοίνωση έναρξης μερίσματος). Τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά άλλων μελετών που δείχνουν πως οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος αποτελούν πολύ καλή είδηση για την αγορά, η οποία με τη σειρά της αντιδρά πολύ θετικά. Έτσι, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος. Παρόμοια συμπεριφορά παρουσιάζει και ο όγκος συναλλαγών. Μία άλλη διαπίστωση είναι πώς τόσο ο συνολικός όσο και ο συστηματικός κίνδυνος εμφανίζονται μειωμένοι την περίοδο μετά την ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου που προβλέπει μία μείωση του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου μετά τη διανομή αυξημένου μερίσματος.

Τέλος, διαπιστώνεται πως υπάρχει θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης και μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής

απόδοσης δίνοντας εμπειρική υποστήριξη στην υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στην πρώτη ενότητα του κεφαλαίου αυτού περιγράφεται η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) και γίνεται μια ιστορική αναδρομή αυτής την τελευταία δεκαετία. Στη δεύτερη ενότητα περιγράφονται τα κίνητρα που οδήγησαν στη σύλληψη και συγγραφή της παρούσας μελέτης, τα ερωτήματα που τίθενται προς διερεύνηση, ο σκοπός της μελέτης και, τέλος, η διάρθρωσή της.

1.1. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΚΑΙ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων αποτελούσε και αποτελεί μία από τις σημαντικότερες αποφάσεις που καλείται να πάρει η διοίκηση μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, η μερισματική πολιτική προσδιορίζει την κατανομή των καθαρών κερδών ανάμεσα στους μετόχους της επιχείρησης (μερίσματα) και στην ίδια την επιχείρηση (παρακρατηθέντα κέρδη). Τα μερίσματα αποτελούν το ποσό εκείνο των καθαρών κερδών που διανέμεται στους μετόχους ως αμοιβή για τη συμβολή των τελευταίων στα κεφάλαια της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, τα μερίσματα είναι μια μορφή ανταπόδοσης από την πλευρά της επιχείρησης προς τους επενδυτές για την επένδυση των κεφαλαίων τους στην επιχείρηση και όχι σε άλλες μορφές επένδυσης (π.χ. σε κρατικά χρεόγραφα, αποταμιευτικούς λογαριασμούς τραπεζών). Η ανταπόδοση αυτή από την πλευρά της επιχείρησης προς τους επενδυτές μεταφράζεται σε ποσοστιαία απόδοση με τον υπολογισμό της μερισματικής απόδοσης, δηλαδή, του λόγου του μερίσματος ανά μετοχή προς τη χρηματιστηριακή της τιμή. Από την άλλη πλευρά, τα παρακρατηθέντα κέρδη που μαζί με αυτά των διανεμηθέντων κερδών (μερίσματα) συνιστούν το σύνολο των καθαρών κερδών, αποτελούν μία από τις σημαντικότερες πηγές κεφαλαίων για την εσωτερική χρηματοδότηση[1] και την ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Συγκεκριμένα, είναι το ποσοστό εκείνο των καθαρών κερδών που επανεπενδύονται μέσα στην επιχείρηση για την κάλυψη των αναγκών της.

Η σχέση αυτή μεταξύ διανεμηθέντων και παρακρατηθέντων κερδών αποτελεί ένα από τα πιο ενδιαφέροντα ζητήματα που έχει απασχολήσει και συνεχίζει να απασχολεί την ακαδημαϊκή κοινότητα, αλλά και τη διοίκηση των επιχειρήσεων. Από τη δεκαετία του 1950 που πρωτοεμφανίστηκαν οι πρώτες θεωρίες για την εξήγηση και τον προσδιορισμό της μερισματικής πολιτικής έχουν διατυπωθεί διάφορες θεωρίες και πρακτικές (που σε πολλές περιπτώσεις ήταν αντικρουόμενες) χωρίς όμως να οδηγήσουν σε ομοφωνία μεταξύ των μελών της ακαδημαϊκής και

[1] Εσωτερική χρηματοδότηση είναι η χρηματοδότηση των αναγκών της επιχείρησης που προέρχεται από κεφάλαια της ίδιας της επιχείρησης και όχι από εξωτερικά κεφάλαια όπως είναι, για παράδειγμα, ο τραπεζικός δανεισμός (εξωτερική χρηματοδότηση).

επιχειρηματικής κοινότητας. Τα εμπειρικά αποτελέσματα διαφόρων μελετών, αλλά και η ίδια η οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων ήρθαν να επιβεβαιώσουν την παραπάνω διαφωνία μεταξύ των μελών της ακαδημαϊκής και επιχειρηματικής κοινότητας για την εξεύρεση μιας άριστης μερισματικής πολιτικής για όλες τις επιχειρήσεις. Ο σημαντικότερος λόγος της διαφωνίας προκύπτει από την πολυπλοκότητα των διαφόρων οικονομικών και φορολογικών συστημάτων που εφαρμόζει η κάθε χώρα ξεχωριστά για το πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων της. Επιπλέον, ο διαφορετικός τρόπος λειτουργίας και ανάπτυξης, τα διαφορετικά μεγέθη, τα διαφορετικά χαρακτηριστικά και οι διαφορετικές ανάγκες της κάθε επιχείρησης αποτελούν σημαντικό πρόβλημα στην εξεύρεση μιας άριστης και μοναδικής μερισματικής πολιτικής.

Εμπειρικά[2] έχει διαπιστωθεί πως το ύψος των διανεμηθέντων κερδών (μερισμάτων) επιδρά στην αξία της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερο είναι το διανεμηθέν μέρισμα, τόσο πιο ικανοποιημένοι είναι εκείνοι οι μέτοχοι που επιθυμούν εισόδημα από μερίσματα και τόσο αυξάνεται η ζήτηση της μετοχής από τη συγκεκριμένη κατηγορία μετόχων. Με τη σειρά της, η αυξημένη ζήτηση της μετοχής θα μεταφραστεί σε αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής και συνεπώς σε αύξηση του πλούτου των μετόχων που ήδη έχουν επενδύσει σ' αυτήν την επιχείρηση. Το αντίθετο θα συμβεί στην περίπτωση διανομής μειωμένου μερίσματος ή απόφασης για τη μη διανομή μερίσματος (εφεξής παράλειψη μερίσματος).

Από την άλλη πλευρά, το ύψος των παρακρατηθέντων κερδών προσδιορίζει εξίσου σημαντικά την αξία της επιχείρησης. Η διανομή ενός υψηλού ποσοστού των καθαρών κερδών με τη μορφή μερίσματος θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανεπάρκεια εσωτερικών κεφαλαίων για περαιτέρω επενδύσεις και ανάπτυξη για την επιχείρηση. Η ανεπάρκεια αυτή εσωτερικών κεφαλαίων θα οδηγήσει τη διοίκηση της επιχείρησης στην εξεύρεση εξωτερικής χρηματοδότησης (π.χ. τραπεζικός δανεισμός), η οποία έχει (συνήθως) μεγαλύτερο κόστος και δεσμεύσεις για την επιχείρηση, με αποτέλεσμα να επηρεαστεί αρνητικά η τιμή της μετοχής και η αξία της επιχείρησης. Επιπλέον, η μη πραγματοποίηση επικερδών επενδύσεων λόγω έλλειψης εσωτερικών κεφαλαίων εξαιτίας του υψηλού ποσοστού διανομής των καθαρών κερδών, αλλά και μιας πιθανής απροθυμίας της διοίκησης της επιχείρησης για προσφυγή στην εξωτερική χρηματοδότηση, θα έχει ως συνέπεια τη μειωμένη ανάπτυξη της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα θα είναι η μείωση της τιμής της μετοχής και της αξίας της επιχείρησης που θα οδηγήσει σε μείωση των κεφαλαιακών κερδών (υπεραξιών) των μετόχων και σε δυσαρέσκεια τους. Η δυσαρέσκεια αυτή των μετόχων μπορεί να μετουσιωθεί σε μαζική πώληση των μετοχών της επιχείρησης, με

[2] Βλέπε κεφάλαιο 2 όπου παρουσιάζονται όλες οι μελέτες αναλυτικά.

συνέπεια μεγαλύτερη προσφορά μετοχών και άρα ακόμη πιο χαμηλή τιμή μετοχής. Συνεπώς, η μερισματική πολιτική παίζει σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης.

Έτσι, δημιουργήθηκαν δύο βασικά ερωτήματα στα οποία προσπάθησαν να δώσουν απάντηση πολλοί ακαδημαϊκοί και μη, διατυπώνοντας διάφορες θεωρίες που προσπάθησαν να ερμηνεύσουν τη μερισματική πολιτική των εταιριών, ή όπως είναι διαφορετικά γνωστή από τον Black (1976) «ο Γρίφος της Μερισματικής Πολιτικής» (Dividend Puzzle).

α) Να διανεμηθούν μερίσματα ή όχι;

β) Αν αποφασιστεί η διανομή μερίσματος, ποιο είναι εκείνο το (άριστο) ποσοστό επί των καθαρών κερδών της επιχείρησης που μεγιστοποιεί την τιμή της μετοχής και την αξία της επιχείρησης;

Η τάση για διανομή στους μετόχους ενός σημαντικού ποσοστού των ετήσιων καθαρών κερδών, ακόμη και σε περιόδους που οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σημαντική ανεπάρκεια κεφαλαίων για την ανάληψη επικερδών επενδυτικών σχεδίων, δημιουργεί σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων σε σχέση με άλλες πολιτικές, όπως είναι η επενδυτική πολιτική. Επιπλέον, η επικείμενη φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα και αυτών από υπεραξίες, καθιστά αναγκαία και επίκαιρη την ενασχόληση με τις διάφορες πτυχές της μερισματικής πολιτικής στην Ελληνική πραγματικότητα.

Η μερισματική πολιτική των εταιριών της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς έχει γνωρίσει ελάχιστη εμπειρική έρευνα εξαιτίας των δυσκολιών συλλογής μεγάλου όγκου στοιχείων που απαιτούνται για εκτεταμένες έρευνες, αλλά και εξαιτίας της έλλειψης κάποιου επίσημου ιδιωτικού ή κρατικού φορέα συγκέντρωσης και ταξινόμησης όλων των χρηματιστηριακών πληροφοριών (π.χ. χρηματιστηριακές τιμές, ανακοινώσεις εταιρικών γεγονότων, νόμοι και διατάξεις κα.).

Στην παρούσα μελέτη γίνεται για πρώτη φορά σε επίπεδο διδακτορικής διατριβής μια συστηματική προσπάθεια να εξεταστεί εμπειρικά η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.) και η επίδραση της στην αξία της επιχείρησης, αλλά και στον πλούτο των μετόχων. Για τον σκοπό αυτό, δημιουργήθηκε μια ολοκληρωμένη βάση δεδομένων με βάση τα στοιχεία που αντλήθηκαν από διάφορες πηγές, όπως είναι αυτή του Τμήματος Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α., οι βάσεις δεδομένων των ιδιωτικών εταιριών παροχής χρηματιστηριακών πληροφοριών Effect Finance A.E., Globalsoft A.E. και Profile A.E. καθώς και από προσωπική συλλογή των διαφόρων χρηματιστηριακών πληροφοριών που έρχονται στο φως της δημοσιότητας (π.χ. δελτία τύπου, δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, δημοσιευμένοι νόμοι και από διάφορες άλλες πηγές).

Η παρούσα μελέτη ερευνά δύο ζητήματα που αφορούν στη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Το πρώτο ζήτημα έχει να κάνει με την επίδραση της ημέρας αποκοπής λήψης του δικαιώματος του μερίσματος (εφεξής ημέρα αποκοπής του μερίσματος) στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων. Το δεύτερο ζήτημα έχει να κάνει με την ίδια την ανακοίνωση (αναγγελία) διανομής μερίσματος, η οποία προηγείται χρονικά αυτής της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων.

Στην Ελλάδα η συντριπτική πλειοψηφία[3] των εισηγμένων εταιριών διανέμει μέρισμα μία φορά το χρόνο και αφορά στην προηγούμενη οικονομική χρήση. Για παράδειγμα, διανεμηθέν μέρισμα κατά τη διάρκεια του έτους 2004 αφορά στην οικονομική χρήση του 2003. Από την ανάλυση των συλλεχθέντων πληροφοριών παρατηρείται πως άνω των μισών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α. διανέμουν ετήσιο τακτικό (πρώτο και πρόσθετο) μέρισμα. Συγκεκριμένα, από τον Πίνακα 1.1[4] φαίνεται πως για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004 (οικονομικές χρήσεις 1999-2003), ο αριθμός των εταιριών που διένειμαν τακτικό μέρισμα για το έτος 2000 (χρήση 1999) ήταν ίσος με 256, ενώ για το έτος 2004 ήταν ίσος με 226 σε σύνολο 350 εισηγμένων εταιριών που έφταναν στο τέλος του 2004. Δηλαδή, κατά μέσο όρο το 60-65% των εισηγμένων εταιριών διένειμαν τακτικό μέρισμα για την εξεταζόμενη περίοδο[5]. Από τον Πίνακα 1.2 παρατηρείται πως τα συνολικά διανεμηθέντα μερίσματα του συνόλου των εισηγμένων εταιριών γνώρισαν μια ραγδαία και συνεχή αύξηση από το έτος 1993 (χρήση 1992), όπου είχαν συνολικά διανεμηθεί 353.170.000 Ευρώ έως και το έτος 2000 (χρήση 1999), όπου έφτασαν σε ιστορικά επίπεδα της τάξεως των 2.645.740.000 Ευρώ (αύξηση 650% σε σχέση με το έτος 1993). Από το έτος 2001 (χρήση 2000) τα συνολικά διανεμηθέντα μερίσματα γνώρισαν μια μεγάλη πτώση (-13,4% και -26,5% για τα έτη 2001 και 2002, αντίστοιχα) εξαιτίας και της μεγάλης πτώσης των καθαρών κερδών των εισηγμένων εταιριών (-22,6% και -27,5% για τα έτη 2001 και 2002, αντίστοιχα). Μια πρώτη διαπίστωση είναι ότι ο ρυθμός μείωσης των διανεμηθέντων μερισμάτων δεν ακολούθησε κατά πόδας αυτή των κερδών, κάτι που ίσως οφείλεται στην απροθυμία της διοίκησης των εταιριών[6] να μειώσουν άμεσα και απότομα τα μερίσματα και έτσι να δυσαρεστήσουν τους μετόχους.

[3] Υπάρχει ένας μικρός αριθμός εταιριών, γύρω στις 15 με 20, που διανέμουν δύο φορές το χρόνο μέρισμα, το τακτικό μέρισμα και το προμέρισμα όπου το τακτικό (πρώτο και πρόσθετο) μέρισμα αφορά στην παρελθούσα χρήση, ενώ το προμέρισμα αφορά στην τρέχουσα οικονομική χρήση.

[4] Οι πίνακες σε κάθε κεφάλαιο παραθέτονται στο τέλος του αντίστοιχου κεφαλαίου.

[5] Το ποσοστό αυτό των εισηγμένων εταιριών που διένειμαν ετήσιο τακτικό μέρισμα παρέμεινε σχετικά σταθερό με μικρές διακυμάνσεις και για τα έτη πριν την εξεταζόμενη περίοδο (π.χ. από το 1993 εως το 2004).

[6] Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε τη μελέτη του Lintner (1956) στο κεφάλαιο 2.

Όσον αφορά το ποσοστό διανομής κερδών[7] (payout ratio) παρατηρείται μια σχετικά διαχρονική σταθερότητα που κυμαίνεται μεταξύ 50 με 55% για την περίοδο 1993-2004. Εξαίρεση αποτελούν τα έτη 1996 (χρήση 1995) και 1999 (χρήση 1998) όπου το ποσοστό διανομής κερδών διαμορφώθηκε στο 36,5% και 31,6% αντίστοιχα, παρά την αύξηση των καθαρών κερδών και του ποσού των διανεμηθέντων μερισμάτων σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Μια πρώτη εξήγηση για το χαμηλό ποσοστό διανομής κερδών είναι πως για τα έτη αυτά (1996 και 1999) έγιναν προσπάθειες από την πλευρά της διοίκησης των εταιριών να παρακρατηθεί υψηλό ποσοστό κερδών για τις επενδυτικές ανάγκες των εταιριών με χρήση εσωτερικής χρηματοδότησης. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από το μεγάλο αριθμό ανακοινώσεων επενδύσεων που πραγματοποιήθηκε για τα παραπάνω έτη.

Η μερισματική απόδοση[8] (dividend yield) του συνόλου των εταιριών γνώρισε αρκετές διακυμάνσεις κατά την περίοδο 1993-2004 (Πίνακας 1.3). Συγκεκριμένα, το έτος 1993 (χρήση 1992) η μερισματική απόδοση ήταν στο 2,86% ενώ για τα επόμενα δύο έτη γνώρισε σημαντική αύξηση (3,36% και 4,26% για τα έτη 1994 και 1995 αντίστοιχα). Από το έτος 1996 και μετέπειτα η μερισματική απόδοση γνώρισε σημαντική υποχώρηση φτάνοντας στο 0,67% το έτος 1999 (χρήση 1998). Η πτώση αυτή οφείλεται κυρίως στη μεγάλη άνοδο των τιμών για τα έτη 1996-1999, η οποία υπερίσχυε της αύξησης των διανεμηθέντων μερισμάτων, οδηγώντας τη μερισματική απόδοση σε μειωμένα επίπεδα. Από το έτος 2000 και για τα δύο επόμενα έτη υπήρξε μια αύξηση της μερισματικής απόδοσης (1,96% για το έτος 2000, 2,41% το έτος 2001, 4,2% το έτος 2002), που οφείλονταν κυριολεκτικά στην κατακρήμνιση των χρηματιστηριακών τιμών, η οποία, ωστόσο, ποσοστιαία ήταν πολύ μεγαλύτερη από αυτή των διανεμηθέντων μερισμάτων. Για τα έτη 2003 και 2004 η μερισματική απόδοση σταθεροποιήθηκε κοντά στο 3%, αφού υπήρξε μια σχετική σταθερότητα των χρηματιστηριακών τιμών. Από συγκρίσεις που έγιναν σε σχέση με τα διεθνή χρηματιστήρια άλλων ανεπτυγμένων χωρών διαπιστώθηκε πως η μερισματική απόδοση του Χ.Α. συγκαταλέγονταν μεταξύ αυτών με τις υψηλότερες αποδόσεις (Στεργίου, 2002).

Τέλος, μετά από ενδελεχή έρευνα της μερισματικής πολιτικής των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α., διαπιστώθηκε πως ο κλάδος των Επενδυτικών εταιριών, ο κλάδος των Τραπεζών και αυτός των Βασικών Μετάλλων παραδοσιακά δίνουν τα υψηλότερα μερίσματα, ακολουθούμενες από τις εισηγμένες ΔΕΚΟ όπως είναι ο ΟΤΕ, η ΔΕΗ, τα ΕΛΠΕ και ο ΟΠΑΠ και από μεμονωμένες

[7] Ποσοστό διανομής κερδών είναι το ποσοστό από τα καθαρά κέρδη που διανέμονται σαν μέρισμα. Το αντίθετο του ποσοστού διανομής κερδών είναι το ποσοστό παρακράτησης κερδών και βρίσκεται αφαιρώντας από το 100% το ποσοστό διανομής.

[8] Η μερισματική απόδοση ορίζεται ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή προς την χρηματιστηριακή τιμή, ή διαφορετικά διατυπωμένη, ο λόγος της απόδοσης του μερίσματος μιας μετοχής προς την τιμή της.

ιδιωτικές εταιρίες όπως είναι η INTRACOM, η HYATT, η Παπαστράτος, το Αλλουμίνιο Ελλάδος κα.

1.2. ΚΙΝΗΤΡΟ, ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ, ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ

1.2.1. Κίνητρο Μελέτης

Κίνητρο για την εκπόνηση της παρούσας μελέτης αποτέλεσε η ανάγκη συστηματικής διερεύνησης της μερισματικής πολιτικής των εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α. και η επίδραση αυτής στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων. Συγκεκριμένα, στην παρούσα μελέτη διερευνάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος (ex-dividend date). Στη συνέχεια, διερευνάται η επίδραση που έχει η ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος (dividend announcement date), κατόπιν συνεδρίασης και σχετικής αποφάσεως του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α., στην τιμή της μετοχής και στον όγκο συναλλαγών. Η επίδραση των παραπάνω ημερομηνιών στην τιμή των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών διερευνάται στο σύνολο των εισηγμένων εταιριών στο τέλος του 2004[9] και αφορά μόνο κοινές μετοχές και όχι προνομιούχες. Ακόμη, διερευνάται η ύπαρξη κάποιας συστηματικής σχέσης μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβαλλουσών αποδόσεων και μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών. Επίσης, διερευνάται η ύπαρξη κάποιας συστηματικής σχέσης μεταξύ κόστους συναλλαγών και υπερβαλλουσών αποδόσεων και κόστους συναλλαγών και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών. Τέλος, διερευνώνται οι παράγοντες που πιθανόν να επηρεάζουν τις μεταβολές των αποδόσεων και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει σημαντικός αριθμός μελετών που ασχολούνται με τα παραπάνω ζητήματα χωρίς, ωστόσο, να καταλήγουν σε ένα και μοναδικό συμπέρασμα. Ο διαφορετικός τρόπος διανομής και φορολόγησης των μερισμάτων στην Ελλάδα[10] από αυτόν των άλλων χωρών καθιστά την εξέταση των παραπάνω ζητημάτων μερισματικής πολιτικής πολύ ενδιαφέρουσα, τόσο για την Ελληνική ακαδημαϊκή κοινότητα και τους επαγγελματίες, όσο και για τη διεθνή ακαδημαϊκή κοινότητα, καθώς η Ελλάδα αποτελεί, τουλάχιστον μέχρι σήμερα, μία μοναδική περίπτωση Ευρωπαϊκής χώρας όπου δεν φορολογούνται τα μερίσματα[11]. Οι

[9] Ημερομηνίες και χρηματιστηριακές πληροφορίες (π.χ. τιμές, όγκος συναλλαγών) για εταιρίες οι οποίες τελούσαν υπό αναστολή ή είχαν διαγραφεί τα προηγούμενα έτη δεν ήταν δυνατό να συλλεχθούν και κατόπιν τούτου δεν εξετάστηκε για τις εταιρίες αυτές η επίδραση της ημέρας ανακοίνωσης διανομής και της ημέρας αποκοπής του μερίσματος στην τιμή της μετοχής και στον όγκο συναλλαγών.

[10] Βλέπε άρθρο του Λ. Στεργίου στο οικονομικό ένθετο της Καθημερινής (11/9/05).

[11] Από 1/1/09 επιβάλλεται φόρος 10% επί των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη.

ιδιορρυθμίες της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς λήφθηκαν υπόψη από την παρούσα μελέτη και πιστεύουμε ότι τα αποτελέσματά της αποτελούν πραγματική συμβολή στη σχετική βιβλιογραφία.

Ένα δεύτερο κίνητρο για τη συγγραφή της παρούσας μελέτης αποτέλεσε η ανάγκη δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης βάσης χρηματιστηριακών δεδομένων για το σύνολο των εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α., λόγω σχετικής έλλειψης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η βάση αυτή θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για περαιτέρω έρευνα διαφόρων ζητημάτων[12] που άπτονται της Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων (Corporate Finance), αλλά και από ανθρώπους της αγοράς (π.χ. χρηματοοικονομικοί αναλυτές, χρηματοοικονομικά στελέχη εταιριών) που θα επιθυμούσαν να κατέχουν ολοκληρωμένη και συστηματική πληροφόρηση για την οικονομική κατάσταση του συνόλου των εισηγμένων εταιριών την τελευταία δεκαετία.

1.2.2. Ερευνητικά Ζητήματα

Τα ερευνητικά ζητήματα που τέθηκαν στην παρούσα μελέτη προέκυψαν από την εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Αρχικά εξετάζεται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ειδικότερα αναλύονται:

α) Κατά πόσο οι επενδυτές μπορούν να αποκομίσουν υπερβάλλουσες αποδόσεις (υπεραποδόσεις) από την αγοραπωλησία κοινών μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α. την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν. Για το λόγο αυτό, υπολογίζεται ο λόγος[13] μεταβολής της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα αποκοπής (cum-dividend date) την ημέρα αποκοπής (ex-dividend date) προς το διανεμόμενο μέρισμα ανά μετοχή (γνωστός και ως λόγος ΔP/D). Η μεταβολή της τιμής της μετοχής από την προηγούμενη ημέρα, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος υπολογίζεται με έξι διαφορετικούς τρόπους όπως προτείνει η διεθνής βιβλιογραφία. Επιπρόσθετα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις που τυχόν δημιουργούνται την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και για 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20), υπολογίζονται με τέσσερις διαφορετικούς τρόπους.

β) Για την καλύτερη εξέταση της επίδρασης της ημέρας αποκοπής του μερίσματος στην αξία της επιχείρησης, μελετάται και η αντίδραση του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής, επίσης για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από αυτήν (-20, +20).

[12] Για παράδειγμα, η μελέτη άλλων σημαντικών ανακοινώσεων όπως είναι αυτής της ανακοίνωσης κερδών, της διάσπασης και σύμπτυξης μετοχών, των εξαγορών και συγχωνεύσεων, της επαναγοράς μετοχών, της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου της αποκοπής μετοχικού κεφαλαίου κα.

[13] Για περισσότερες λεπτομέρειες για τον υπολογισμό και την έννοια του λόγου μεταβολής της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα αποκοπής στην ημέρα αποκοπής προς το διανεμόμενο μέρισμα ανά μετοχή (Drop-off ratio), βλέπε τα Κεφάλαια 2 και 4.

γ) Ένα άλλο ζήτημα που απασχόλησε την παρούσα μελέτη ήταν η ύπαρξη συστηματικής σχέσης μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβαλλουσών αποδόσεων και μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών, όπως έχει διαπιστωθεί σε πολλές κεφαλαιαγορές. Η ύπαρξη των παραπάνω συστηματικών σχέσεων θα επιβεβαίωνε τη δημιουργία επενδυτικών ομάδων[14] (dividend clienteles) που δραστηριοποιούνται στην αγορά μετοχών ανάλογα με τις προτιμήσεις τους προς τα εισοδήματα από μερίσματα.

δ) Τέλος, η παρούσα μελέτη διερευνά τους παράγοντες που ερμηνεύουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η παραπάνω διερεύνηση αποτελεί και ένα τρόπο για να ελεγχθούν εμπειρικά οι υπάρχουσες θεωρίες που ερμηνεύουν την πιθανή αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Πέρα από τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η παρούσα μελέτη εξετάζει και τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Ειδικότερα αναλύονται:

α) Κατά πόσο υπάρχει θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Συγκεκριμένα, εξετάζεται η αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) της εταιρίας με θέμα την πρόταση διανομής τακτικού μερίσματος. Η παραπάνω πληροφορία έρχεται στο φως της δημοσιότητας είτε την ίδια ημέρα της συνεδρίασης του Δ.Σ. μέσω του διαδυκτίου[15], είτε την επόμενη εργάσιμη ημέρα δημοσιευμένη στον ημερήσιο Ελληνικό τύπο. Για τον παραπάνω λόγο, η ανακοίνωση διανομής μερίσματος εξετάζεται για μία περίοδο τριών ημερών[16] (t= -1, 0, +1), όπως άλλωστε γίνεται και στις περισσότερες μελέτες της σχετικής βιβλιογραφίας.

β) Ένα άλλο ζήτημα που διερευνάται είναι ο βαθμός αποτελεσματικότητας (efficiency) της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς στην ανακοίνωση εταιρικών γεγονότων, όπως είναι αυτή της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Ειδικότερα, εξετάζεται εάν η τυχόν αντίδραση της αγοράς περιορίζεται την περίοδο ανακοίνωσης (t= -1, 0, +1) και κατά συνέπεια η αγορά αντιδρά άμεσα και αποτελεσματικά στην ανακοίνωση μιας νέας και σημαντικής εταιρικής πληροφορίας (αποτελεσματική αγορά), ή υπάρχει καθυστερημένη αντίδραση (μη αποτελεσματική αγορά). Επιπλέον, εξετάζεται εάν υπάρχει διαρροή της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος προς κάποιους επενδυτές οι οποίοι κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση, με αποτέλεσμα να υπάρχει πρώιμη

[14] Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε το Κεφάλαιο 2.

[15] Αποστολή Δελτίου Τύπου της εταιρίας στο διαδυκτιακό τόπο του Χ.Α. μέσω του συστήματος αμφίδρομης επικοινωνίας «Ερμής». Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε Κεφάλαιο 3.

[16] Η περίοδος τριών ημερών ορίζεται ως περίοδος ανακοίνωσης.

αντίδραση της αγοράς (μέτρια μορφή αποτελεσματικής αγοράς). Για τη διερεύνηση της αποτελεσματικότητας της αγοράς, εξετάζονται οι υπερβάλλουσες και οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για μια περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-20, +20).

γ) Η ιδιομορφία της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όπου η διανομή τακτικού μερίσματος προσδιορίζεται εκ του νόμου, καθιστά ενδιαφέρουσα την εξέταση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος. Ειδικότερα, εξετάζεται κατά πόσο η αντίδραση των τιμών των μετοχών μεταβάλλεται ανάλογα με το διανεμόμενο ποσό, τόσο σε σύγκριση με το ποσό της προηγούμενης περιόδου, όσο και με αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο νόμος 2190/1920 «Περί Ανωνύμων Εταιριών». Για το σκοπό αυτό ερευνάται η αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος (dividend increases) σε σύγκριση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης χρήσης της τάξεως του 0-10%, του 10-20%, του 20-30% και σε αυξήσεις μεγαλύτερες του 30%. Επιπλέον, εξετάζεται κατό πόσο η αντίδραση των τιμών των μετοχών κινείται προς την αντίθετη κατεύθυνση (αρνητική αντίδραση) στην ανακοίνωση διανομής μειωμένου μερίσματος (dividend decreases) σε σχέση με αυτό της προηγούμενης χρήσης, ή στην ίδια κατεύθυνση στην περίπτωση της ανακοίνωσης διανομής ίδιου μερίσματος (no dividend change) σε σχέση με αυτό της προηγούμενης χρήσης. Τέλος, εξετάζεται κατά πόσο η αντίδραση των τιμών των μετοχών διαφέρει στην περίπτωση ανακοίνωσης διαφορετικού διανεμόμενου ποσού απ' αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο νόμος 2190/1920.

δ) Ένα άλλο ζήτημα που απασχόλησε την παρούσα μελέτη είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών, του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου (συντελεστής βήτα) στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος για πρώτη φορά στην εταιρική ιστορία μιας εταιρίας ή στην επαναδιανομή μερίσματος μετά από παύση αρκετών ετών (dividend initiation). Ως μέτρο σύγκρισης, χρησιμοποιήθηκε η αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών που είχαν υιοθετήσει μια πολυετή μερισματική πολιτική.

ε) Τα παραπάνω τέσσερα ερωτήματα εξετάστηκαν, επίσης, με τη μελέτη της αντίδρασης του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος.

1.2.3. Σκοπός Μελέτης

Ο σκοπός της παρούσας μελέτης είναι διττός. Από τη μία πλευρά να καταγραφεί η αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η έρευνα των πιθανών αιτιών αυτών των μεταβολών. Από την άλλη πλευρά να

καταγραφεί η αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος και η έρευνα των πιθανών αιτιών αυτών των μεταβολών.

Αρχικά τέθηκαν δύο στόχοι:

α) Η συστηματική παρουσίαση της διαδικασίας διανομής μερίσματος των εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.

β) Η συνέχιση και ο εμπλουτισμός του έργου άλλων ερευνητών.

Αυτό που επιχειρείται στην παρούσα μελέτη είναι μία λεπτομερής εμπειρική ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος. Ειδικότερα αναλύονται:

α) Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των κοινών μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος και για 40 ημέρες γύρω από αυτήν.

β) Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών των κοινών μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος[17] και για 40 ημέρες γύρω από αυτήν.

γ) Ο έλεγχος υποθέσεων που βασίζονται στις υπάρχουσες θεωρίες και οι οποίες προβλέπουν τις πιθανές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών όταν αποκόπτεται το δικαίωμα λήψης του μερίσματος.

δ) Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των κοινών μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του τακτικού μερίσματος και για 40 ημέρες γύρω από αυτήν.

ε) Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών των κοινών μετοχών των εταιριών που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. κατά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του τακτικού μερίσματος και για 40 ημέρες γύρω από αυτήν.

στ) Οι παράγοντες που ερμηνεύουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής του τακτικού μερίσματος.

ζ) Ο έλεγχος υποθέσεων που βασίζονται στις υπάρχουσες θεωρίες και οι οποίες προβλέπουν τις πιθανές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών όταν ανακοινώνεται διανομή τακτικού μερίσματος.

Τα θέματα αυτά μας οδήγησαν στα ακόλουθα συγκεκριμένα ερευνητικά ερωτήματα:

α) Ποια είναι η αντίδραση της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος;

β) Ποια είναι η αντίδραση της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος;

[17] Από εδώ και στο εξής θα αναφέρεται ως ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

γ) Εάν η αντίδραση της αγοράς είναι άμεση και αποτελεσματική;

δ) Ποιοι είναι οι παράγοντες που οδηγούν στη συγκεκριμένη αντίδραση της αγοράς;

Οι απαντήσεις στα παραπάνω ερωτήματα θα βοηθήσουν στην κατανόηση:

α) Των πιθανών αιτιών των μεταβολών των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

β) Των πιθανών αιτιών των μεταβολών των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος, καθώς επίσης και σε μεταβολές του διανεμηθέντος ποσού (αυξήσεις και μειώσεις μερισμάτων).

γ) Του είδους των πληροφοριών που ενδεχομένως μεταδίδονται στους επενδυτές με τις ανακοινώσεις μεταβολής του διανεμηθέντος μερίσματος.

δ) Της σύνδεσης των χρηματοοικονομικών αποφάσεων της επιχείρησης με τις αντιδράσεις της αγοράς.

Η πρωτοτυπία της παρούσας μελέτης έγκειται αρχικά στο γεγονός πως για πρώτη φορά γίνεται μία εμπειρική μελέτη για την καταγραφή των αντιδράσεων όχι μόνο των τιμών των μετοχών, αλλά και του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις διανομής τακτικού μερίσματος και αποκοπής αυτού. Δεύτερον, ο τρόπος προσέγγισης των παραπάνω ζητημάτων λόγω της ιδιομορφίας της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς σε σχέση με αυτές άλλων χωρών[18]. Τρίτον, για πρώτη φορά μελετώνται πιθανές αιτίες για την εξήγηση της συμπεριφοράς της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος και την ημέρα αποκοπής του, που καμία προηγούμενη μελέτη δεν έχει ερευνήσει.

Τα αποτελέσματα[19] που προκύπτουν από την παρούσα μελέτη θα μπορούσαν να φανούν χρήσιμα τόσο για τους ακαδημαϊκούς και σπουδαστές της χρηματοοικονομικής, όσο και για τους επενδυτές, τα οικονομικά στελέχη (διοίκηση) και τους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, παρέχονται χρήσιμες πληροφορίες για τον τρόπο διανομής μερίσματος από τις εισηγμένες εταιρίες στο Χ.Α., τις πιθανές αντιδράσεις που προκαλούνται στην αγορά και τις πιθανές ερμηνείες αυτών. Ο τρόπος προσέγγισης και η ακολουθούμενη μεθοδολογία για την εξέταση των παραπάνω, καθώς επίσης και η αξιοποίηση της βάσης δεδομένων που δημιουργήθηκε για τη συγγραφή της παρούσας μελέτης θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τους ακαδημαϊκούς και τους σπουδαστές της χρηματοοικονομικής για περαιτέρω έρευνα. Από την άλλη πλευρά, δίδονται χρήσιμες πληροφορίες προς τους επενδυτές για πιθανή εκμετάλλευση υπερβαλλουσών

[18] Για παράδειγμα, δεν υπάρχουν φόροι στα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη και η διανομή τακτικού μερίσματος γίνεται υπό συγκεκριμένες διατάξεις που ορίζει ο νόμος 2190/1920. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε Κεφάλαιο 3.

[19] Τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης εξαρτώνται από τα συγκεκριμένα στοιχεία, τη μεθοδολογία και την εξεταζόμενη περίοδο.

αποδόσεων κατόπιν συστηματικής δραστηριοποίησης τους κοντά στις ημέρες ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος και αποκοπής αυτού. Τέλος, τα αποτελέσματα της μελέτης θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν από τη διοίκηση και την ιδιοκτησία των επιχειρήσεων που διερευνούν τρόπους μεγιστοποίησης της αξίας των εταιριών τους.

1.2.4. Διάρθρωση Μελέτης

Η μελέτη αποτελείται από έξι Κεφάλαια: Στο Κεφάλαιο 2 περιγράφονται οι επεξηγηματικές θεωρίες για τη συμπεριφορά της αγοράς στις ανακοινώσεις που αφορούν στη μερισματική πολιτική. Πρώτα, παρουσιάζονται όλες οι μέχρι σήμερα γνωστές θεωρίες που εξηγούν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ειδικότερα, περιγράφονται: α) η Υπόθεση της Επίδρασης της Φορολογίας, β) η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων, γ) η Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών, δ) η Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών και ε) η Υπόθεση του Εύρους Τιμών Προσφοράς-Ζήτησης. Ακολουθεί η παρουσίαση των θεωριών που εξηγούν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, αλλά και μεταβολής αυτού. Ειδικότερα, για την ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος περιγράφονται: α) η Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων, β) η Υπόθεση της Υπερεπένδυσης, γ) η Υπόθεση της Πληροφορίας του Κινδύνου, δ) η Υπόθεση της Ανακατανομής του Πλούτου και ε) η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων. Το Κεφάλαιο 2 περιλαμβάνει, επίσης, τη σύνοψη των πορισμάτων της διεθνούς βιβλιογραφίας, πρώτα για τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και έπειτα για τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης διανομής (και μεταβολής) μερίσματος.

Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται όλοι οι σχετικοί νόμοι και διατάξεις που αφορούν στη διάθεση κερδών των Ανωνύμων Εταιριών και στη φορολόγηση των κερδών, των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Επιπλέον, διατυπώνονται οι υποθέσεις προς έλεγχο για την εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος. Ακολουθεί η περιγραφή των δεδομένων και των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο των υποθέσεων προς εξέταση, καθώς και ο τρόπος επιλογής του τελικού δείγματος και τα συγκεντρωτικά στατιστικά στοιχεία των επιχειρήσεων που συμμετέχουν στο τελικό δείγμα. Το Κεφάλαιο 3 κλείνει με την περιγραφή της μεθοδολογίας που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων, του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και των διαστρωματικών παλινδρομήσεων.

Στο Κεφάλαιο 4 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα από τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την ημέρα ανακοίνωσης

διανομήστου μερίσματος. Πραγματοποιείται διαχωρισμός των δειγμάτων σε υποσύνολα ανάλογα με την εξεταζόμενη περίοδο και ανάλογα με την κατηγορία των εταιριών που συμμετέχουν στα διάφορα υποσύνολα. Τέλος, μέσω των διαστρωματικών παλινδρομήσεων διατυπώνονται οι αιτίες που προκαλούν την αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος.

Τέλος, στο Κεφάλαιο 5 συνοψίζονται τα κύρια συμπεράσματα της παρούσας μελέτης και διατυπώνονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1Α

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.1. ΕΞΕΛΙΞΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΤΟΥ Χ.Α.

ΕΤΟΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.	ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ	ΔΕΝ ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ	% ΠΟΥ ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ
1987	82	59	23	71,95
1988	82	56	26	68,29
1989	86	61	25	70,93
1990	114	88	26	77,19
1991	126	95	31	75,40
1992	130	96	34	73,85
1993	147	107	40	72,79
1994	190	153	37	80,53
1995	213	173	40	81,22
1996	223	180	43	80,72
1997	230	190	40	82,61
1998	252	207	45	82,14
1999	299	251	48	83,95
2000	333	256	77	76,88
2001	337	238	99	71,00
2002	342	224	118	65,00
2003	347	212	135	61,00
2004	350	226	124	65,00
2005	322	220	102	68,32
2006	309	188	121	60,84
2007	321	173	148	53,89

Πηγή: Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α

.ΠΙΝΑΚΑΣ 1.2. ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ, ΔΙΑΝΕΜΗΘΕΝΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.

	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		ΔΙΑΝΕΜΗΘΕΝΤΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ		ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΚΕΡΔΩΝ
ΕΤΟΣ	ΠΟΣΟ (Εκατ. Ευρώ)	ΜΕΤΑΒΟΛΗ (%)	ΠΟΣΟ (Εκατ. Ευρώ)	ΜΕΤΑΒΟΛΗ (%)	(%)
1991	694,20	-	374,14	-	53,9
1992	528,61	-23,9	261,62	-30,1	49,5
1993	913,42	72,8	353,17	35,0	38,7
1994	1.019,07	11,6	503,03	42,4	49,4
1995	1.072,4	5,2	568,24	13,0	53,0
1996	2.008,38	87,4	733,38	29,1	36,5
1997	2.144,61	6,8	1.010,38	37,8	47,1
1998	2.640,20	23,1	1.316,33	30,3	49,9
1999	6.109,47	131,4	1.931,19	46,7	31,6
2000	5.580,00	-9,0	2.645,74	37,0	47,6
2001	4.299,98	-22,6	2.290,40	-13,4	53,3
2002	3.117,67	-27,5	1.682,46	-26,5	54,0
2003	4.036,50	29,5	2.000,11	18,9	49,6
2004	4.539,40	12,5	2.200,00	10,0	48,5
2005	6.280,90	38,4	3.100,00	40,9	49,4
2006	8.144,70	29,7	4.200,00	35,5	51,6
2007	11.318,60	39,0	5.100,00	21,4	45,1

Πηγή: Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α

ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΛΟΓΟΣ Ρ/Ε ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ Χ.Α..

ΕΤΟΣ	Ρ/Ε	ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ %
1980	9,17	-
1981	8,54	8,22
1982	11,88	8,16
1983	5,57	8,26
1984	4,17	11,34
1985	5,07	10,99
1986	4,63	7,72
1987	12,55	3,54
1988	10,30	4,83
1989	9,77	4,23
1990	15,62	2,38
1991	9,95	3,98
1992	11,36	6,24
1993	10,02	2,86
1994	10,30	3,36
1995	11,02	4,26
1996	12,02	3,26
1997	13,43	2,55
1998	25,39	1,51
1999	39,92	0,67
2000	26,99	1,96
2001	19,40	2,41
2002	29,59	4,12
2003	33,83	2,94
2004	14,00	3,80
2005	18,96	3,87
2006	22,56	3,90
2007	9,70	3,42

Πηγή: Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Το κεφάλαιο αυτό χωρίζεται σε δύο ενότητες. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζονται οι θεωρίες που εξηγούν τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Στη δεύτερη ενότητα παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες και τα πορίσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας.

2.1 ΕΠΕΞΗΓΗΜΑΤΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

2.1.1.Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος

Σε μια Βαλρανσιανή κεφαλαιαγορά (Walransian market) που επικρατούν τέλειες συνθήκες, χωρίς κόστος συναλλαγών και φόρους επί των εισοδημάτων από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος (εφεξής ημέρα αποκοπής του μερίσματος) μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Η εργασία των Campbell και Beranek (1955) ήρθε να αντιστρέψει την άποψη αυτή. Πιο συγκεκριμένα, οι Campbell και Beranek διεξήγαγαν δύο έρευνες, χρησιμοποιώντας για την πρώτη στοιχεία από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) για την περίοδο 1949-1950 και για τη δεύτερη στοιχεία από τους τελευταίους τρεις μήνες του 1953. Στην πρώτη έρευνα, όλες οι μεταβολές των τιμών των μετοχών υπολογίσθηκαν βάσει την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας της αποκοπής (cum-dividend day) και την τιμή ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στην δεύτερη έρευνα, οι μεταβολές των τιμών των μετοχών μετρήθηκαν με δύο τρόπους: α) μεταξύ της τιμής ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την τιμή κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα και β) μεταξύ των μέσων όρων των ανώτατων και κατώτατων τιμών των δύο ημερών. Και στις δύο έρευνες οι μεταβολές των τιμών δεν προσαρμόστηκαν σύμφωνα με τις μεταβολές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Τα αποτελέσματα των δύο ερευνών έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνονται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Συγκεκριμένα, η πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα της αποκοπής έφτανε, κατά μέσο όρο, το 90% του ποσού του μερίσματος.

Οι Durand και May (1960) εξέτασαν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής του οργανισμού τηλεπικοινωνιών των ΗΠΑ (AT&T) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1948-1959. Η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος υπολογίσθηκε ως η διαφορά της τιμής κλεισίματος την ημέρα αποκοπής και της τιμής κλεισίματος την προηγούμενη αυτής. Οι Durand και May (1960) διαπίστωσαν ότι η τιμή της

μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είχε μειωθεί κατά $2,16, ή περίπου 4 τοις εκατό λιγότερο από το μέρισμα των $2,25. Το αποτέλεσμα αυτό οδήγησε τους Durand και May (1960) να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι ένας επενδυτής θα μπορούσε να αποκομίσει κέρδη από την μετοχή της AT&T αγοράζοντας την μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλώντας την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Από τότε, πολυάριθμες μελέτες και διάφορα υποδείγματα έχουν αναπτυχθεί προκειμένου να εξηγήσουν αυτήν την απροσδόκητα μικρότερη μείωση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Κάποιες μελέτες απέδωσαν αυτήν τη μείωση των τιμών των μετοχών στην επίδραση της φορολογίας [Elton και Gruber, (1970)] και ιδιαίτερα, στη διαφορετική φορολογική μεταχείριση του εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με το εισόδημα από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες). Άλλες μελέτες απέδωσαν το φαινόμενο αυτό της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στην αλλαγή του κώδικα φορολογίας, ή στους παράγοντες μικροδομής της αγοράς (microstructure factors) όπως είναι το κόστος συναλλαγών [Kalay, (1982)], η επίδραση του μεγέθους της βάσης τιμής (tick size effect) [Bali και Hite, (1998)] και το εύρος τιμών προσφοράς και ζήτησης (bid-ask spread) [Frank και Jagannathan, (1998)].

Παρακάτω αναφέρονται οι τέσσερις θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί μέχρι σήμερα για την εξήγηση του φαινομένου της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (the ex-dividend day stock price phenomenon).

2.1.1.1. Η Υπόθεση της Επίδρασης της Φορολογίας και η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων (the Tax-effect Hypothesis and the Dividend tax Clientele Hypothesis)

Μια από τις πιο γνωστές μελέτες για την εξήγηση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι αυτή των Elton και Gruber (1970). Οι Elton και Gruber προσπάθησαν να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με τη χρήση των οριακών φορολογικών συντελεστών που αντιμετώπιζαν οι επενδυτές τη χρονική στιγμή της αποκοπής του μερίσματος. Η υπόθεση αυτή των Elton και Gruber (1970) έμεινε γνωστή ως η «υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας».

Για την ανάπτυξη του υποδείγματος τους, οι Elton και Gruber υπέθεσαν τα παρακάτω:

α) Οι επενδυτές είναι ουδέτεροι προς τον κίνδυνο.

β) Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγών.

γ) Δεν υπάρχουν περιορισμοί στις ανοικτές (ακάλυπτες) πωλήσεις (short selling).

δ) Δεν υπάρχουν επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (short-term traders).

ε) Όλοι οι επενδυτές επιθυμούν να μεγιστοποιήσουν τον μετά φόρων πλούτο τους.

στ) Όλοι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν τους ίδιους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος.

ι) Ο συντελεστής φόρου εισοδήματος από μερίσματα διαφέρει από αυτόν από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες).

Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, οι Elton και Gruber (1970) υποστήριξαν πως ένας επενδυτής που έχει αποφασίσει να πουλήσει τις μετοχές του γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, για λόγους ανεξάρτητους από το ποσό του μερίσματος, αντιμετωπίζει το δίλημμα αν θα πρέπει να το κάνει την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (cum-dividend day) ή την ημέρα αποκοπής (ex-dividend day). Εάν αποφασίσει να πουλήσει την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, θα λάβει το ποσό που αναλογεί στην τιμή την ημέρα αυτή (P_c), όμως, θα χάσει το δικαίωμα να λάβει το ποσό του μερίσματος. Στην περίπτωση αυτή, θα πληρώσει ένα φόρο (t_g) για το τυχόν κεφαλαιακό κέρδος που θα προκύψει από τη διαφορά της τιμής που έλαβε την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) από την αρχική τιμή που αγόρασε τη μετοχή (P_o). Εάν αποφασίσει να πουλήσει την ημέρα της αποκοπής, θα λάβει το ποσό που αναλογεί στην τιμή την ημέρα αυτή (P_e), όπως επίσης και το ποσό του μερίσματος που του αναλογεί (D). Στην περίπτωση αυτή, θα πληρώσει ένα φόρο (t_g) για το τυχόν κεφαλαιακό κέρδος που θα προκύψει από τη διαφορά της τιμής που έλαβε την ημέρα της αποκοπής (P_e) από την αρχική τιμή που αγόρασε τη μετοχή (P_o). Επίσης, θα πληρώσει και φόρο (t_d) για το μέρισμα που θα εισπράξει.

Σε κατάσταση ισορροπίας, οι τιμές των μετοχών καθορίζονται με τέτοιο τρόπο, ώστε ο οριακός επενδυτής να είναι αδιάφορος στο δίλημμα να πουλήσει την προηγουμένη ή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στην κατάσταση ισορροπίας αυτή, τα κέρδη μετά φόρων του επενδυτή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής θα πρέπει να είναι ίσα με τα κέρδη μετά φόρων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η παραπάνω κατάσταση ισορροπίας εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$P_c - (P_c - P_o)\, t_g = P_e - (P_e - P_o)\, t_g + D\,(1 - t_d) \qquad (2.1)$$

όπου:

P_c = η τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος

P_o = η αρχική τιμή αγοράς της μετοχής

P_e = η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

t_g = ο συντελεστής φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών

t_d = ο συντελεστής φόρου επί του μερισματικού εισοδήματος

D = το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος

$P_c - (P_c - P_o)\, t_g$ = καθαρές εισροές από την πώληση της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος

$P_e - (P_e - P_o)\, t_g + D\,(1 - t_d)$ = καθαρές εισροές από την πώληση της μετοχής την

ημέρα αποκοπής του μερίσματος

Αντιστρέφοντας την Εξίσωση (2.1) λαμβάνουμε τη σχέση:

$$\frac{P_c - P_e}{D} = \frac{1 - t_d}{1 - t_g} \tag{2.2}$$

Οι Elton και Gruber (1970) υποστήριξαν ότι για να είναι ένας επενδυτής αδιάφορος στην απόφαση να πουλήσει την προηγούμενη ημέρα ή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, θα πρέπει οι οριακοί φορολογικοί συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη να αντανακλώνται (ίσοι) στο λόγο[20] $P_c - P_e /$ D (ή ΔP/D), γνωστός και ως λόγος πτώσης των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα της αποκοπής ως ποσοστό του διανεμηθέντος μερίσματος. Ο λόγος $\frac{1 - t_d}{1 - t_g}$ μπορεί να θεωρηθεί ως ο οριακός ρυθμός αντικατάστασης εισοδήματος από μερίσματα και εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη (marginal rate of substitution between dividend income and capital gains income).

Οι Elton και Gruber (1970) διέτειναν ότι εάν υπάρχουν πολλοί τέτοιοι επενδυτές στην αγορά που αντιμετωπίζουν διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές και καθορίζουν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, σε κατάσταση ισορροπίας, ο λόγος ΔP/D θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για την εξεύρεση των συντελεστών φόρου των εισοδημάτων από μερίσματα και από υπεραξίες του οριακού επενδυτή.

Οι Elton και Gruber (1970) επιβεβαίωσαν τις υποθέσεις του υποδείγματος τους, χρησιμοποιώντας στοιχεία από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) κατά τη διάρκεια της περιόδου 1966-1967. Υπολόγισαν την ποσοστιαία πτώση των τιμών από την προηγούμενη στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα (ΔP/D) χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος για την ημέρα αποκοπής και την προηγούμενη ημέρα αυτής. Παρατήρησαν ότι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώθηκαν κατά ένα ποσό μικρότερο από το διανεμηθέν μέρισμα και απέδωσαν το φαινόμενο αυτό στη διαφορετική (επαχθέστερη) φορολογική μεταχείριση του εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με αυτό από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες). Πιο συγκεκριμένα, υποστήριξαν πως τα εισοδήματα από μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο φορολογικό συντελεστή από ότι τα εισοδήματα από υπεραξίες για τους αμερικανούς επενδυτές. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι αμερικανοί επενδυτές να εκτιμούν την αξία ενός δολαρίου από μερίσματα

[20] Αυτός ο λόγος είναι γνωστός και ως ασφάλιστρο τιμών μεταξύ της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα της αποκοπής.

λιγότερο απ' ότι την αξία ενός δολαρίου από υπεραξίες, προκαλώντας τους μια αρνητική προδιάθεση (αποστροφή) για τα εισοδήματα των πρώτων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Elton και Gruber (1970) επιβεβαίωσαν, επιπλέον, τη «θεωρία του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων[21]» των Modigliani και Miller (1961). Ειδικότερα, οι επενδυτές που ανήκαν στις υψηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούσαν να επενδύσουν τα χρήματα τους σε μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές που ανήκαν στις χαμηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούσαν να επενδύσουν τα χρήματα τους σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Με άλλα λόγια, υπήρξε μια θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε ως «η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων» (dividend tax clientele hypothesis).

Από το υπόδειγμα των Elton και Gruber (1970) μπορούμε να εξάγουμε τη σχέση που συνδέει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις (AR) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ex-day abnormal returns) και της μερισματικής απόδοσης (dividend yield). Η σχέση αυτή προκύπτει από την εξίσωση (1) ως εξής:

$$\mathrm{AR} = \frac{P_e + D - P_c}{P} = \frac{t - t_d}{1 - t_g} * \frac{D}{P_c} = \frac{D}{P_c} * [1 - \frac{1 - t_d}{1 - t_g}]] \qquad (2.3)$$

όπου,

P_c = η τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος

P_o = η αρχική τιμή αγοράς της μετοχής

P_e = η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

t_g = ο συντελεστής φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών

t_d = ο συντελεστής φόρου επί του μερισματικού εισοδήματος

D = το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος

D/P_c = η μερισματική απόδοση.

Συνδυάζοντας τις σχέσεις (2.2) και (2.3), μπορούν να γίνουν οι ακόλουθες προβλέψεις σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος:

α) Για ίσους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη (t_g=t_d) συμπεριλαμβανόμενου και των ιδρυμάτων που απαλλάσσονται κάθε φόρου (tax-exempt institutions), η πτώση των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα ως την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα είναι ίση με το διανεμηθέν μέρισμα. Με άλλα λόγια, ο λόγος ΔP/D θα είναι ίσος με τη μονάδα (ΔP/D=1) και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του

[21] Η θεωρία του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων των Modigliani και Miller (1961) αναπτύχθηκε και αυτή σε ένα περιβάλλον διαφορετικής φορολογικής μεταχείρισης των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών.

μερίσματος θα είναι ίσες με μηδέν (AR=0). Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής θα είναι αδιάφορος στο δίλημμα να λάβει εισοδήματα από μερίσματα ή από υπεραξίες.

β) Για υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με αυτούς από κεφαλαιακά κέρδη ($t_g<t_d$), ο λόγος ΔP/D θα είναι μικρότερος της μονάδας (ΔP/D<1), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα είναι θετικές και θα υπάρχει θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μερισματικής απόδοσης. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής θα προτιμά να λάβει εισόδημα από υπεραξίες παρά από μερίσματα.

γ) Για υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη σε σχέση με αυτούς από μερίσματα ($t_g>t_d$), ο λόγος ΔP/D θα είναι μεγαλύτερος της μονάδας (ΔP/D>1), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα είναι αρνητικές και θα υπάρχει αρνητική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μερισματικής απόδοσης. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής θα προτιμά να λάβει εισόδημα από μερίσματα παρά από υπεραξίες.

Παρόμοια επιχειρήματα επικρατούν στην περίπτωση που ο οριακός επενδυτής θελήσει να πουλήσει γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Και στην περίπτωση της πώλησης και σε αυτήν της αγοράς, ο οριακός επενδυτής θα πρέπει να είναι αδιάφορος για τη χρονική στιγμή που θα ενεργήσει (πουλήσει ή αγοράσει) για να επιτευχθεί ισορροπία.

2.1.1.2. Η Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών (the Short-term Trading Hypothesis)

Η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) αμφισβητήθηκε έντονα από τους Kalay (1982) και Miller και Scholes (1982) οι οποίοι υποστήριξαν πως η ανάλυση των Elton και Gruber (1970) αγνόησε την ύπαρξη επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (the short-term investors) και τα ιδρύματα με πλήρη φοροαπαλλαγή (tax-exempt institutions). Πιο συγκεκριμένα, ο Kalay (1982) παρουσίασε μία εναλλακτική υπόθεση που έμεινε γνωστή ως «η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών» (the short-term trading hypothesis). Ο Kalay (1982) αμφισβήτησε την υπόθεση των Elton και Gruber (1970), οι οποίοι υποστήριξαν ότι οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (long-term investors) καθορίζουν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής. Ο Kalay (1982), από την πλευρά του, υποστήριξε πως και η ύπαρξη επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (short-term investors) μπορεί να παίξει εξίσου σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επισήμανε πως στην περίπτωση που ο λόγος ΔP/D διαφέρει σημαντικά από τη μονάδα, οι επενδυτές με χαμηλό κόστος συναλλαγών (όπως είναι οι επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης) θα εκμεταλλευτούν τις τυχόν κερδοσκοπικές ευκαιρίες

που θα παρουσιαστούν. Στην περίπτωση αυτή, ο λόγος ΔP/D (κατ' επέκταση και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις) θα αντικατοπτρίζει το κόστος συναλλαγών των οριακών επενδυτών και οι τυχόν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα εξαλειφτούν από τη δραστηριότητα των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης.

Η θεωρία του Kalay (1982) βασίστηκε στην υπόθεση ότι κάποιοι επενδυτές διενεργούν χρηματιστηριακές συναλλαγές γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για λόγους φορολογικούς. Πιο συγκεκριμένα, ο Kalay (1982) υποστήριξε πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δεν καθορίζονται αποκλειστικά από τις δραστηριότητες των επενδυτών με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (long-term investors), οι οποίοι αντιμετωπίζουν υψηλότερο συντελεστή φορολόγησης για εισοδήματα από μερίσματα σε σχέση με αυτά από κεφαλαιακά κέρδη. Αντίθετα, υποστήριξε πως οι τιμές των μετοχών μπορούν να καθοριστούν και από τη δραστηριότητα των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης[22] (short-term investors), γνωστοί και ως κερδοσκόποι (arbitrageurs). Τα χαρακτηριστικά των κερδοσκόπων είναι ότι αντιμετωπίζουν ίδιους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη (t_g=t_d) συμπεριλαμβανομένου και των ιδρυμάτων που αντιμετωπίζουν μηδενικούς συντελεστές φορολογίας και ιδιαίτερα χαμηλό κόστος συναλλαγών. Οι επενδυτές αυτοί είναι αδιάφοροι στο δίλημμα εισόδημα από μερίσματα ή από υπεραξίες. Εάν η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής είναι μικρότερη από το διανεμηθέν μέρισμα, ο κερδοσκόπος θα μπορούσε να αγοράσει τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και να την πουλήσει την ημέρα αποκοπής (buy cum-dividend and sell ex-dividend strategy), παρακρατώντας με αυτόν τον τρόπο το διανεμηθέν μέρισμα (στρατηγική της παρακράτησης του μερίσματος- dividend capture strategy). Η στρατηγική αυτή θα είναι επικερδής για τον κερδοσκόπο, όσο το άθροισμα του διανεμηθέντος μερίσματος και της ωφέλειας που προκύπτει από τη μικρότερη φορολόγηση του εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη σε σχέση με αυτό από μερίσματα υπερβαίνει το κόστος συναλλαγών της παραπάνω στρατηγικής.

Αλγεβρικά, η σχέση αυτή είναι ίση με:

$$(1-t_o)[D-(P_c-P_e)-aP]>0 \qquad (2.4)$$

όπου,

$P = (P_c - P_e)/2$,

a = προσδοκώμενο κόστος συναλλαγών της στρατηγικής παρακράτησης του μερίσματος (αγορά την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πώληση την ημέρα αποκοπής). a είναι το ελάχιστο

[22] Οι επενδυτές αυτοί αντιμετωπίζουν ίδιους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Οι επενδυτές αυτοί είναι οι επαγγελματίες της αγοράς όπως οι έμποροι χρεογράφων, οι χρηματιστές, και ορισμένα (ευαγή) ιδρύματα που απαλλάσσονται κάθε φόρου.

δυνατό κόστος συναλλαγών του τελευταίου εν δυνάμει κερδοσκόπου και όχι το ελάχιστο δυνατό κόστος συναλλαγών, γενικά.

t_o = συντελεστής φορολόγησης του κανονικού εισοδήματος (συμπεριλαμβανομένου και του εισοδήματος από μερίσματα).

Στην περίπτωση που η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μεγαλύτερη από το διανεμηθέν μέρισμα, ο κερδοσκόπος θα μπορούσε να πουλήσει τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και να την αγοράσει την ημέρα αποκοπής. Η στρατηγική αυτή αλγεβρικά είναι ίση:

$$(1- t_o) [P_c - P_e - D - a P] >0 \quad (2.5)$$

Κέρδος (υπερβάλλουσες αποδόσεις) μπορεί να πραγματοποιηθεί μόνο στην περίπτωση που οι κερδοσκόποι δεν δραστηριοποιούνται για να το εξαλείψουν. Την περίπτωση αυτή, ο Kalay (1982) την έθεσε αλγεβρικά με την παρακάτω σχέση:

$$1-\frac{aP}{D} \le \frac{P_c - P_e}{D} \le 1+\frac{aP}{D} \quad (2.6)$$

Η σχέση αυτή δείχνει τα όρια για τη μη πραγματοποίηση κέρδους από την πλευρά των κερδοσκόπων (όρια ευκαιριών μηδενικού κέρδους -bounds of no-profit opportunities). Επιπλέον, η σχέση αυτή υπονοεί ότι όσο μεγαλύτερη η μερισματική απόδοση (D/P) της μετοχής τόσο η πτώση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πρέπει να πλησιάζει το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος για να αποτρέπει τους κερδοσκόπους να πραγματοποιούν κέρδη. Η σχέση αυτή είναι σύμφωνη με τα εμπειρικά ευρήματα των Elton και Gruber (1970) και την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, όμως ο Kalay (1982) απέδωσε τη σχέση αυτή στη δραστηριότητα των κερδοσκόπων και όχι στην ύπαρξη των φόρων.

Επιπλέον, εάν το κόστος συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ίσο με μηδέν ($a = 0$), ο λόγος ΔP/D θα πρέπει να είναι ίσος με τη μονάδα (ΔP/D=1). Ενώ εάν το κόστος συναλλαγών είναι μεγαλύτερο από μηδέν ($a>0$), ο λόγος ΔP/D μπορεί να αποκλίνει γύρω από τη μονάδα, χωρίς να προκαλούνται επενδυτικές ευκαιρίες για τους κερδοσκόπους, υπό την προϋπόθεση ότι η απόκλιση παραμένει μέσα στα όρια ευκαιριών μηδενικού κέρδους. Εάν το κόστος συναλλαγών είναι απαγορευτικά υψηλό, αυτό θα αποτρέψει τους κερδοσκόπους να δραστηριοποιηθούν γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και ο λόγος $\frac{P_c - P_e}{D}$ θα αντανακλά το φορολογικό συντελεστή του οριακού μακροπρόθεσμου επενδυτή

Σύμφωνα με τον Kalay (1982), το κόστος συναλλαγών μπορεί να εκφραστεί και ως εξής:

$$a_i = \overline{(D/P)}_i \,/\left|1-\overline{[(P_c - P_e)/D]}_i\right| \quad (2.7)$$

όπου, i αντιπροσωπεύει την ομάδα μερισματικής απόδοσης και η μπάρα σημαίνει μέσος όρος.

Μία ακόμη συνέπεια της θεωρίας του Kalay (1982) είναι ότι οι οριακοί συντελεστές φόρου δεν μπορούν να εξαχθούν από το λόγο ΔP/D εάν ο λόγος βρίσκεται έξω από τα όρια ευκαιριών μηδενικού κέρδους. Επίσης, ακόμη και εάν ο λόγος ΔP/D βρισκόταν εντός των ορίων ευκαιριών μηδενικού κέρδους, οι οριακοί συντελεστές φόρου δεν θα μπορούσαν να εξαχθούν, λόγω της δραστηριοποίησης των κερδοσκόπων.

Τέλος, ο Kalay (1982) υποστήριξε πως η κυριότερη συνέπεια της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών είναι ότι, ουσιαστικά, ο λόγος ΔP/D δεν θα πρέπει να αποκλίνει σημαντικά από τη μονάδα, εξαιτίας της δυνατότητας των κερδοσκόπων να εκμεταλλεύονται τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες που εμφανίζονται την ημέρα αποκοπής.

Με νέο άρθρο τους, οι Elton, Gruber και Rentzler (1984) αμφισβήτησαν την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982) διατείνοντας ότι ο τελευταίος υποτίμησε το μέγεθος του κόστους συναλλαγών που αντιμετώπιζαν οι κερδοσκόποι. Πιο συγκεκριμένα, οι Elton, Gruber και Rentzler (1984) υποστήριξαν πως ο Kalay (1982) παρέλειψε να συνεκτιμήσει στο κόστος συναλλαγών των κερδοσκόπων και διάφορα άλλα κόστη όπως είναι οι φόροι μεταφοράς, δαπάνες εκκαθάρισης, έξοδα εγγραφής και το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης (transfer taxes, clearance costs, registration fees and bid-ask spreads) που θα μπορούσαν να αποτρέψουν ακόμη και τους κερδοσκόπους με το χαμηλότερο δυνατό συνολικό κόστος συναλλαγών να καθορίσουν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Σε απάντηση των ισχυρισμών των Elton, Gruber και Rentzler (1984), ο Kalay (1984) με ένα νέο άρθρο παραδέχθηκε ότι η εκτίμηση του για το κόστος συναλλαγών ήταν πράγματι χαμηλότερο από το πραγματικό, αλλά επέμεινε στην αρχική άποψή του ότι ακόμα και έτσι, υπήρχαν επενδυτικές ευκαιρίες κέρδους για τους κερδοσκόπους.

Μια συμπληρωματική μελέτη για την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών ήταν αυτή των Lakonishok και Vermaelen (1986), οι οποίοι εξέτασαν την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (abnormal volume) κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υποστήριξαν πως η εξέταση μόνο των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δεν ήταν ικανή να διακρίνει τις υποθέσεις της θεωρίας των Elton και Gruber (1970) από αυτή του Kalay (1982). Πιο συγκεκριμένα, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως θα πρέπει κάποιος να παρατηρήσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και πέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων με στόχο την παρακράτηση του μερίσματος θα έχει σαν συνέπεια οι τιμές των μετοχών να αυξηθούν λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αφού θα υπάρξει αγοραστικό ενδιαφέρον από πλευρά τους (buying pressure), και οι τιμές να πέσουν τις επόμενες

ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αφού θα υπάρξούν μαζικές πωλήσεις (selling pressure). Επιπλέον, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως οι κερδοσκόποι δραστηριοποιούνται σε μετοχές που παρουσιάζουν μεγάλη μερισματική απόδοση και μικρό κόστος συναλλαγών. Ωστόσο, ένα υψηλό κόστος συναλλαγών αποτρέπει τους κερδοσκόπους από το να εξαλείψουν τις τυχόν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος[23], με αποτέλεσμα οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να συσχετίζονται θετικά με το ύψος του κόστους συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση.

Ωστόσο, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως η εξέταση της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών (trading volume) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα οδηγούσε σε πιο ασφαλή συμπεράσματα για την επίδραση της φορολογίας και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών απ' ότι η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών. Πιο συγκεκριμένα, υποστήριξαν πως μία πιθανή δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος λόγω των χαμηλών φορολογικών συντελεστών που αντιμετωπίζουν στα εισοδήματα τους από μερίσματα σε σχέση με αυτά από κεφαλαιακά κέρδη, θα έχει ως συνέπεια την αύξηση του όγκου των συναλλαγών λίγες ημέρες πριν και λίγες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αντίθετα με την περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υπέθεσαν πως ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο του κόστους συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση και το ποσό του μερίσματος.

Στο υπόδειγμα τους οι Elton και Gruber (1970) έδειξαν ότι οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης είναι επενδυτές με ουδετερότητα στον κίνδυνο (risk-neutral long-term investors) που συναλλάσσονται (αγοράζουν ή πουλούν) για λόγους ανεξάρτητους του ποσού του μερίσματος, αλλά βάσει της ιδανικής κατ' αυτούς χρονικής στιγμής. Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) προέβλεψαν πως για αυτούς τους επενδυτές δεν θα υπάρξει συστηματικά υπερβάλλων όγκος συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Προηγουμένως, οι Green (1980) και Grundy (1985), αναπτύσσοντας τα μοντέλα «επιτάχυνσης ή επιβράδυνσης του κόστους» (costly acceleration or delay models), ισχυρίστηκαν ότι μπορεί να υπάρξει θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αρνητικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τις υπόλοιπες ημέρες. Για παράδειγμα, ανέφεραν ότι η διαδικασία επιτάχυνσης ή επιβράδυνσης μιας συναλλαγής για φορολογικούς λόγους κοστίζει. Το αποτέλεσμα είναι οι

[23] Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) ισχυρίστηκαν πως στην περίπτωση που ο επενδυτής ήταν μία εταιρία (taxable corporation), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα συσχετίζονται αρνητικά με τη μερισματική απόδοση.

επενδυτές στην υψηλή φορολογική κλίμακα που επιθυμούν να επισπεύσουν την πώληση μιας μετοχής να το υλοποιούν την τελευταία ημέρα που η μετοχή διαπραγματεύεται με το δικαίωμα λήψης του μερίσματος, ενώ οι επενδυτές στη χαμηλή φορολογική κλίμακα που επιθυμούν να καθυστερήσουν την αγορά μιας μετοχής να το υλοποιούν την πρώτη ημέρα που η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς το δικαίωμα λήψης του μερίσματος. Σε αυτήν την περίπτωση, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως ο θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα αντισταθμίζονταν από τον αρνητικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών τις υπόλοιπες ημέρες. Ακόμη, προέβλεψαν πως οι τυχόν διακυμάνσεις του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα ήταν συνάρτηση του κόστους συναλλαγών και όχι της ύπαρξης πελατειών συναρτήσει των φόρων.

Ωστόσο, οι προβλέψεις των Lakonishok και Vermaelen (1986) για τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής για τους κερδοσκόπους ήταν διαφορετικές. Πιο συγκεκριμένα, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) διέτειναν πως για τις εταιρίες που λαμβάνουν μέρισμα από επενδύσεις σε άλλες εταιρίες και έχουν υψηλότερο συντελεστή φορολόγησης για τα εισοδήματα από μερίσματα σε σχέση με αυτά από υπεραξίες, η στρατηγική παρακράτησης του μερίσματος (αγορά την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πώληση την ημέρα αποκοπής) θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του όγκου συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Παρόμοια πρόβλεψη πραγματοποίησαν και στην περίπτωση των μεμονωμένων κερδοσκόπων που αντιμετωπίζουν τους ίδιους φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη, όπως είναι οι επαγγελματίες της αγοράς (π.χ χρηματιστές, έμποροι χρεογράφων). Εάν το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος είναι μεγαλύτερο από την κεφαλαιακή ζημιά, οι επαγγελματίες της αγοράς προβαίνουν σε αγορά την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε πώληση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ενώ αν το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος είναι μικρότερο από την κεφαλαιακή ζημιά, οι επαγγελματίες της αγοράς προβαίνουν σε πώληση την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε αγορά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Και στις δύο περιπτώσεις ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Συνοψίζοντας τις υποθέσεις της θεωρίας των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υπέθεσαν πως ο υπερβάλλων όγκος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να συσχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο του κόστους συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση και το ποσό του μερίσματος. Αντίθετα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να συσχετίζονται θετικά με το κόστος συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση. Αργότερα και άλλοι ερευνητές διατύπωσαν και έλεγξαν

παρόμοιες υποθέσεις, όπως οι Karpoff και Walkling (1988), Michaely και Vila (1996) και Koski και Scruggs (1998).

2.1.1.3. Η Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών (the Price discreteness Hypothesis)

Ο Dubofsky (1992) προσέφερε μια άλλη εξήγηση για το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής, τελείως διαφορετική από αυτή των υποθέσεων της επίδρασης της φορολογίας και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Η εξήγηση που έδωσε ο Dubofsky βασίστηκε στις «ανωμαλίες» που προκαλεί η μικροδομή της αγοράς (market microstructure impediments). Σύμφωνα με τον Dubofsky (1992), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι αποτέλεσμα της διακριτότητας των τιμών των μετοχών. Οι τιμές των μετοχών έχουν ως βήμα τιμής, δηλαδή, ελάχιστη δυνατή μεταβολή (tick size) ίσο με το 1/8 του δολαρίου (0,0125 δολάρια). Αντίθετα, το ποσό του μερίσματος είναι συνεχής μεταβλητή, δηλαδή, μεταβάλλεται και σε μικρότερες τιμές από το 1/8 του δολαρίου. Όταν το διανεμηθέν ποσό δεν είναι πολλαπλάσιο του 1/8 του δολαρίου, έχει σαν αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών[24] να μην προσαρμόζονται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος και να υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής. Συγκεκριμένα, υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής στην περίπτωση που το διανεμηθέν μέρισμα είναι μεγαλύτερο από 0,0125 δολάρια ανά μετοχή. Η απόδοση για μία μετοχή που διανέμει μέρισμα λιγότερο ή ακριβώς ίσο με το πολλαπλάσιο του 1/8 θα υπερβαίνει την απόδοση για μία μετοχή που διανέμει μέρισμα μεγαλύτερο από το πολλαπλάσιο του 1/8. Τέλος, υπάρχουν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στην περίπτωση που το διανεμηθέν μέρισμα είναι μικρότερο από 0,0125 δολάρια ανά μετοχή.

Ο Dubofsky (1992) χρησιμοποίησε ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX που πραγματοποιούσαν διανομή μερισμάτων τοις μετρητοίς (cash dividends) καθώς επίσης και σε μορφή μετοχών (stock dividends) για την περίοδο από τις 2 Ιουλίου 1962 έως τις 31 Δεκεμβρίου 1987, προκειμένου να εξετάσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής. Ο Dubofsky (1992) χρησιμοποίησε δύο τρόπους για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Πρώτα υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις ως τη διαφορά των αποδόσεων των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του μέσου όρου των 60 ημερών γύρω από την ημέρα αυτή. Επίσης, υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις ως τη διαφορά των αποδόσεων των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του ισοσταθμικού δείκτη της αγοράς (CRSP) την ημέρα αποκοπής.

[24] Στην περίπτωση που η μεταβολή των τιμών των μετοχών δεν είναι πολλαπλάσιο του 1/8 του δολαρίου, τότε οι τιμές στρογγυλοποιούνται προς τα κάτω, δηλαδή, στο ακριβώς χαμηλότερο βήμα τιμής.

Τα αποτελέσματα της μελέτης του Dubofsky (1992) υποστήριξαν την υπόθεση της διακριτότητας των τιμών των μετοχών. Συγκεκριμένα, υπήρξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις εταιρίες που διένειμαν μερίσματα ίσα με 0,125, 0,25, 0,375, και 0,50 δολάρια ανά μετοχή σε σχέση με τις εταιρίες που διένειμαν μεγαλύτερα μερίσματα. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις εταιρίες που διένειμαν πολύ μικρά μερίσματα, μικρότερα από 0,06 δολάρια ανά μετοχή, ήταν χαμηλές για τις μετοχές του NYSE και αρνητικές για τις μετοχές του AMEX.

2.1.1.4. Η Υπόθεση του Εύρους Τιμών Προσφοράς-Ζήτησης (the Bid-Ask Spread Hypothesis)

Οι Frank και Jagannathan (1998) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την αγορά του Χονγκ Κονγκ, όπου ούτε τα εισοδήματα από μερίσματα ούτε από κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν για την εξεταζόμενη περίοδο (1980-1993). Οι Frank και Jagannathan (1998) βρήκαν ότι για την περίοδο 1980-1993, οι τιμές των μετοχών, κατά μέσον όρο, έπεφταν λιγότερο από το ποσό του μερίσματος (περίπου στο μισό) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Προκειμένου να εξηγήσουν την πτώση αυτή των τιμών, οι Frank και Jagannathan (1998) μελέτησαν τις ατέλειες της (μικρο)δομής (microstructure) του χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ. Ειδικότερα, οι Frank και Jagannathan (1998) υποστήριξαν ότι η απροσδόκητη αυτή πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής ήταν αποτέλεσμα της δραστηριοποίησης των ειδικών διαπραγματευτών (market makers) στην αγορά και της συνακόλουθης ύπαρξης εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης. Σύμφωνα με τους Frank και Jagannathan (1998), επενδυτές αποφασισμένοι να αγοράσουν μία μετοχή, για διάφορους λόγους (π.χ. αδυνατούν να παραλάβουν το μέρισμα λόγω έλλειψης χρόνου), προσπαθούν να καθυστερήσουν την αγορά της μετοχής και τελικά την αγοράζουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αντί την προηγούμενη ημέρα (την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή ζήτησης – ask price). Αντίστοιχα, κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να πουλήσουν μία μετοχή προτιμούν να το επισπεύσουν πουλώντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, αντί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή προσφοράς – bid price). Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί κατά ένα (μικρό) ποσό περισσότερο από αυτό που θα αναμενόταν. Αυτή η αύξηση είναι συνάρτηση του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης και του ρόλου των επενδυτών.

2.1.2. Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς στις Ανακοινώσεις Διανομής Μερίσματος

Η τάση για διανομή στους μετόχους ενός σημαντικού τμήματος των ετήσιων κερδών με τη μορφή μερισμάτων, ακόμη και σε περιόδους που οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν έλλειψη κεφαλαίων για την ανάληψη επικερδών επενδυτικών σχεδίων, προκαλεί σημαντικά ερωτήματα σχετικά με τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Το πρώτο ερώτημα που εγείρεται είναι κατά πόσο η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από τη μερισματική της πολιτική. Δηλαδή, κατά πόσο οι επιχειρήσεις που διανέμουν υψηλά μερίσματα αξιολογούνται από τους επενδυτές διαφορετικά (λιγότερο ή περισσότερο) από εκείνες τις επιχειρήσεις που διανέμουν χαμηλότερα μερίσματα. Ένα άλλο ερώτημα που απασχολεί επενδύτες, ιδιοκτήτες επιχειρήσεων και ακαδημαϊκούς είναι οι παράγοντες που προσδιορίζουν (επηρεάζουν) τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Στο πρώτο ερώτημα προσπάθησαν κάποιες μελέτες να ρίξουν φως οδηγούμενες όμως σε αντικρουόμενες απόψεις. Συνοπτικά, οι επιδράσεις που αναφέρθηκαν είναι τρεις: καμία επίδραση, θετική επίδραση και αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης.

2.1.2.1. Καμία Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης.

Οι Miller και Modigliani (1961) επέδειξαν πως σε ένα περιβάλλον που επικρατούν συνθήκες τέλειων κεφαλαιαγορών, δηλαδή, απόλυτη βεβαιότητα, ελεύθερη και ομοιόμορφη πρόσβαση στις απαραίτητες πληροφορίες, μηδενικά έξοδα συναλλαγών, ίδιοι φορολογικοί συντελεστές για μερισματική απόδοση και υπεραξία, πολλοί επενδυτές με ομοιογενείς προσδοκίες κ.λ.π η μερισματική πολιτική μιας εταιρίας δεν επηρεάζει την αξία της. Ο βασικός συλλογισμός της θεωρίας των Miller και Modigliani (1961) είναι πως η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται αποκλειστικά από το σύνολο των διαθέσιμων επενδυτικών της επιλογών (σχεδίων). Δεδομένου ότι οι επενδυτικές επιλογές είναι σταθερές και ανεξάρτητες από τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης, τότε υπό καθεστώς τέλειας κεφαλαιαγοράς, η μερισματική πολιτική της επιχείρησης θα επηρεάσει μόνο το ποσό του κεφαλαίου που πρέπει να αντληθεί από την κεφαλαιαγορά για τη χρηματοδότηση των νέων επενδυτικών επιλογών. Συνεπώς, οι λειτουργικές ταμειακές ροές της επιχείρησης δεν επηρεάζονται από τη μερισματική πολιτική. Έτσι, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική της επιχείρησης, αφού τα απαιτούμενα κεφάλαια μπορούν να εξασφαλιστούν με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της έκδοσης νέων μετοχών. Η υπόθεση αυτή έμεινε γνωστή ως «η υπόθεση της ουδετερότητας των μερισμάτων» (Dividend irrelevance hypothesis).

Συμπερασματικά, υπό συνθήκες τέλειας κεφαλαιαγοράς, οι μέτοχοι δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν κάποιο τίμημα σε αντάλλαγμα κάποιας ευνοϊκής μερισματικής πολιτικής.

Ωστόσο, το παραπάνω θεωρητικό συμπέρασμα των Miller και Modigliani (1961) δημιούργησε έντονες συζητήσεις στην ακαδημαϊκή κοινότητα που αποτυπώθηκε με δύο εκ διαμέτρου αντίθετες απόψεις σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης. Η πρώτη άποψη υποστήριζε πως η μερισματική πολιτική επηρεάζει θετικά την αξία της επιχείρησης, ενώ η δεύτερη, η μερισματική πολιτική επηρεάζει αρνητικά την αξία της επιχείρησης.

2.1.2.2. Θετική Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης.

Ο κύριος εκφραστής αυτής της άποψης είναι ο Gordon (1959 και 1963), του οποίου το επιχείρημα μπορεί να διατυπωθεί με το γνωμικό «κάλιο πέντε και στο χέρι, παρά δέκα και καρτέρι» (bird-in-the-hand hypothesis). Με άλλα λόγια, το επιχείρημα του Gordon βασίζεται στην άποψη ότι οι επενδυτές δείχνουν αποστροφή προς τον κίνδυνο και άρα προτιμούν κάτι το οποίο είναι σίγουρο από κάτι αβέβαιο, ή προτιμούν να λάβουν όσο λιγότερο κίνδυνο γίνεται αντί για περισσότερο. Συγκεκριμένα, η θεωρία αυτή ισχυρίζεται πως τα μελλοντικά μερίσματα που θα διανεμηθούν εάν αναπτυχθεί η επιχείρηση, παρακρατώντας τα καθαρά της κέρδη, έχουν μεγαλύτερο βαθμό κινδύνου από ότι τα τρέχοντα μερίσματα. Έτσι λοιπόν, οι επενδυτές προτιμούν το σίγουρο, τρέχον μέρισμα, από ένα πιθανό και ίσως μεγαλύτερο μελλοντικό μέρισμα. Συνεπώς, η καταβολή ή όχι του μερίσματος έχει σπουδαία σημασία για την αξία της επιχείρησης, καθώς οι επενδυτές αξιολογούν περισσότερο την τωρινή, χειροπιαστή μερισματική απόδοση που έχουν από την επένδυση τους, απ' ότι αξιολογούν την πιθανή απόδοση υπεραξίας που ίσως θα έχουν αν αναπτυχθεί η επιχείρηση με την παρακράτηση των κερδών της.

Βέβαια, μια προσεκτικότερη διερεύνηση του παραπάνω επιχειρήματος αποδεικνύει πως το επιχείρημα του Gordon είναι εσφαλμένο γιατί ουσιαστικά αναφέρεται σε αλλαγή των επενδυτικών ευκαιριών και όχι της μερισματικής πολιτικής [Brennan (1971)]. Πράγματι, αν οι επενδυτικές ευκαιρίες υπάρχουν σήμερα, τότε η επιχείρηση μπορεί να τις αναλάβει αμέσως, ακόμη και εάν αποφασίσει να διανείμει όλα τα κέρδη στους μετόχους υπό τη μορφή μερίσματος και να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια με την έκδοση νέων μετοχών. Επειδή η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τις διαθέσιμες επενδυτικές της επιλογές, η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από τον τρόπο χρηματοδότησης (παρακρατηθέντα κέρδη έναντι έκδοσης νέων μετοχών) των επιλογών της. Επομένως, το κεφαλαιακό κέρδος (υπεραξία) έχει ενσωματωθεί στην αξία της μετοχής, ανεξάρτητα εάν η εταιρία θα παρακρατήσει τα κέρδη (και συνεπώς θα διανείμει χαμηλά μερίσματα) για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών της επιλογών. Ο μέτοχος, συνεπώς, δεν πρέπει να περιμένει για την απολαβή του κεφαλαιακού κέρδους. Το κεφαλαιακό κέρδος είναι ενσωματωμένο στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και ο μέτοχος

μπορεί να την εισπράξει σε μετρητά, ισοδύναμα με το μέρισμα, με μία απλή πώληση του αντίστοιχου αριθμού μετοχών. Συνεπώς, ο κίνδυνος απολαβής του κεφαλαιακού κέρδους είναι ακριβώς ο ίδιος με τον κίνδυνο απολαβής του μερίσματος.

Ένα άλλο επιχείρημα υπέρ της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης έχει να κάνει με την ύπαρξη επενδυτικών ομάδων που λειτουργούν ως πελατείες (clienteles) όπου κάποιες προτιμούν υψηλό εισόδημα από μερίσματα και άλλες χαμηλό. Η ύπαρξη επενδυτικών ομάδων διαπιστώθηκε πρώτα από τους Miller και Modigliani (1961) και έπειτα αναπτύχθηκε και εξετάστηκε εμπειρικά από τους Elton και Gruber (1970) και Pettit (1977). Πιο συγκεκριμένα, ιδρύματα και καταπιστεύματα (institutions and endowments) καθώς επίσης και άλλοι θεσμικοί επενδυτές περιορίζονται είτε από θεσμικά πλαίσια (κυρίως στις ΗΠΑ), είτε από συνήθεις επιχειρηματικές πρακτικές στην τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές που προσφέρουν υψηλά μερίσματα. Επίσης, αρκετοί επενδυτές (συνήθως μεγάλης ηλικίας) προτιμούν υψηλά μερίσματα για τη συμπλήρωση του διαθέσιμου εισοδήματος τους. Συνεπώς, οι επενδυτές θα ήταν διατεθειμένοι να πληρώσουν μεγαλύτερο τίμημα για μετοχές με υψηλά μερίσματα σε σχέση με μετοχές με χαμηλά μερίσματα. Οι σχετικές εμπειρικές μελέτες στις ΗΠΑ και στον Καναδά υποστηρίζουν αυτό το επιχείρημα [βλέπε Long (1978) και Bailey (1988), αντίστοιχα].

Ωστόσο, και αυτό το επιχείρημα έχει τον αντίλογο του. Εάν οι επενδυτές μετατοπίζονται στη μερισματική ομάδα που τους ταιριάζει, όπως ισχυρίζονται οι Miller και Modigliani (1961), τότε προκαλείται ισορροπία στην κεφαλαιαγορά και η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων αφήνει αδιάφορους τους επενδυτές, αφού αυτοί που προτιμούν υψηλά μερίσματα θα επενδύουν πάντοτε στις αντίστοιχες μετοχές και ανάλογα θα πράττουν οι επενδυτές που προτιμούν χαμηλά μερίσματα (προφανώς για φορολογικούς λόγους).

Ένα τρίτο επιχείρημα υπέρ της θετικής επίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης σχετίζεται με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (information content of dividends or information signaling). Η θεωρία αυτή πρωτοδιατυπώθηκε άτυπα από τους Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969), ενώ αργότερα ο Bhattacharya (1979 και 1980), Miller και Scholes (1982), John και Williams (1985), Miller και Rock (1985), Ambarish, John και Williams (1987) και Williams (1988) ανέπτυξαν μια ολοκληρωμένη μορφή αυτής της θεωρίας. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι κεφαλαιαγορές αντιμετωπίζουν με σκεπτικισμό τις ανακοινώσεις των εταιριών σχετικά με την οικονομική τους πορεία και αναζητούν μηχανισμούς να διαχωρίσουν τις εταιρικές ανακοινώσεις σε αληθείς και σε μη αληθείς. Ένας αποτελεσματικός τρόπος εκπομπής αξιόπιστης εταιρικής πληροφόρησης είναι η μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα, τόσο το ύψος του μερίσματος όσο και η μεταβολή του ποσοστού διανομής τους

αποτελούν στοιχεία τα οποία ενημερώνουν την αγορά, ή την προειδοποιούν για το επίπεδο και την τάξη κινδύνου στην οποία ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση, για την κατάσταση της εταιρίας, για τον κύκλο εργασιών της, για την αποδοτικότητά της, και επομένως και για την ροή των αποδόσεων της. Έτσι, λοιπόν, έχοντας αυτά τα ενημερωτικά στοιχεία οι επενδυτές και η αγορά διαμορφώνουν ανάλογα τη ζήτηση για τη μετοχή της εταιρίας και από τις δυνάμεις της ζήτησης και της προσφοράς προσδιορίζεται η τιμή της. Επομένως, μια αύξηση των μερισμάτων μεταφράζεται από την αγορά σαν θετικό σήμα προειδοποίησης. Υπονοείται ότι μια αύξηση των μερισμάτων οφείλεται σε αύξηση των καθαρών κερδών και της ρευστότητας της επιχείρησης, άρα πρόκειται για μια υγιή επιχείρηση η οποία προοδεύει, συνεπώς αυξάνεται η ζήτησή της από τους επενδυτές και η τιμή της πιέζεται και μετακινείται προς τα επάνω. Επίσης, οι επενδυτές θεωρούν ότι οι διευθυντές της επιχείρησης έχουν εσωτερική και ορθότερη πληροφόρηση για την μέχρι στιγμής πορεία και εξέλιξη της εταιρίας, επομένως, μια ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων λαμβάνεται σαν μια έμμεση προεξαγγελία της διοίκησης όσον αφορά τις προσδοκίες της σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη της εταιρίας. Άρα, μια τέτοια ανακοίνωση δεν ενημερώνει το επενδυτικό κοινό μόνο για την παρούσα κατάσταση της επιχείρησης, αλλά και για την μελλοντική της θέση, επομένως αυξάνει την τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση την αξία της επιχείρησης. Μια ανακοίνωση για το αντίθετο, δηλαδή, μία μείωση ή διακοπή (παύση) διανομής μερίσματος, θα εκληφθεί ως αρνητικό μήνυμα για τη θέση και το μέλλον της επιχείρησης και θα οδηγήσει σε μείωση της τιμής της μετοχής της, κάτι που κάθε διοίκηση θέλει να αποφύγει. Με άλλα λόγια, επειδή η αύξηση του μερίσματος θα αποβεί μελλοντικά οδυνηρή για μια επιχείρηση που προβαίνει σε μια τέτοια κίνηση χωρίς να διαθέτει τη σχετική οικονομική ευρωστία, η αύξηση του μερίσματος εκλαμβάνεται σαν σημάδι επερχόμενης οικονομικής ευρωστίας, δηλαδή, η αύξηση εκπέμπει το σήμα πως η επιχείρηση είναι υγιής και αναμένεται να παραμείνει υγιής και στο μέλλον.

Οι Miller και Modigliani (1961) παραδέχονται πως η αύξηση του μερίσματος επηρεάζει θετικά την αξία της επιχείρησης μέσω της αύξησης της τιμής της μετοχής της επιχείρησης, αλλά ισχυρίζονται πως η επίδραση στην τιμή της μετοχής δεν προκαλείται από τη μερισματική πολιτική αυτή καθεαυτή. Αντιθέτως, η μεταβολή των μερισμάτων προαναγγέλλει την αλλαγή (ευνοϊκή ή δυσμενή) των μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών που με τη σειρά της, απολύτως λογικά, επηρεάζει την τιμή της μετοχής.

2.1.2.3. Αρνητική Επίδραση στην Αξία της Επιχείρησης.

Πρώτος ο Brennan (1970) ανέπτυξε ένα θεωρητικό υπόδειγμα που έδειχνε την αρνητική επίδραση των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησης. Το βασικό επιχείρημα του έχει να κάνει με

τη φορολογική μεταχείριση των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες). Εάν τα μερίσματα φορολογούνται ως εισόδημα, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με χαμηλότερους συντελεστές σε σχέση με το εισόδημα, τα μερίσματα έχουν ένα φορολογικό μειονέκτημα έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Συνεπώς, οι εταιρίες που διανέμουν υψηλά μερίσματα αποτιμώνται λιγότερο σε σχέση με αυτές που διανέμουν χαμηλά μερίσματα. Ένα άλλο επιχείρημα που διατυπώνεται για την αρνητική επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης έχει να κάνει με το κόστος που συνεπάγεται η άντληση νέων κεφαλαίων λόγω της διανομής υψηλών μερισμάτων. Οι υπέρμαχοι αυτού του επιχειρήματος υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα πρέπει να περιοριστούν τουλάχιστον στο ποσό εκείνο που δεν καθιστά αναγκαία την προσφυγή στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Την αρνητική σχέση μεταξύ μερισμάτων και εταιρικών αξιών την αμφισβήτησαν εμπειρικά οι μελέτες των Elton και Gruber (1970), Miller Scholes (1982), Barclay (1987) κα. που αφορούσαν στη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το γεγονός ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται λιγότερο από το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος εξασθενεί το επιχείρημα σύμφωνα με το οποίο η φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων καθορίζει τη σχέση ανάμεσα στη αξία της επιχείρησης και τα μερίσματα. Αντιθέτως, το παραπάνω επιχείρημα στρέφει τη βιβλιογραφία σε αναζήτηση άλλων παραγόντων που εξηγούν τη μερισματική πολιτική.

2.1.2.4. Παράγοντες προσδιορισμού της Μερισματικής Πολιτικής

Η διεθνής βιβλιογραφία αναφορικά με τους παράγοντες που προσδιορίζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων έχει καταλήξει σε κάποια συμπεράσματα. Πρώτος ο Lintner (1956) εισήγαγε ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο η μεταβολή των μερισμάτων προσδιορίζεται ως εξής:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (r_i E_{it} - D_{it-1}) + u_{it} \quad (2.8)$$

όπου,

ΔD_{it} = η μεταβολή του μερίσματος από την περίοδο t-1 μέχρι την t.

c_i = η ταχύτητα προσαρμογής της εταιρίας i.

r_i = ποσοστό διανομής- στόχος.

E_{it} = τα κέρδη μετά φόρων την περίοδο t.

u_{it} = ο διαταρακτικός όρος.

Ο Lintner (1956) υποστήριξε πως οι παράγοντες που προσδιορίζουν το ποσοστό διανομής και την ταχύτητα προσαρμογής στο ποσοστό αυτό είναι κυρίως οι προοπτικές ανάπτυξης της εταιρίας, οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και οι εσωτερικές

χρηματοροές. Ο Lintner (1956), επίσης, υποστήριξε ότι τα μερίσματα πολλές φορές όχι μόνο δεν καθορίζονται από τις επενδύσεις που θα αναλάβει η επιχείρηση, αλλά τις επηρεάζουν, γεγονός που αποδεικνύει τη σημαντικότητα της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, ο Fama (1974) διαφώνησε με την παραπάνω υπόθεση και μέσω της έρευνας του υποστήριξε ότι η μερισματική πολιτική και οι επενδυτικές αποφάσεις δεν αλληλοεπηρεάζονται, μιας και οι τελευταίες υλοποιούνται κυρίως με τη βοήθεια της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Η μελέτη του Rozeff (1982) ανέπτυξε ένα υπόδειγμα (που επαληθεύτηκε από τον ίδιο εμπειρικά) που εκφράζεται ως εξής:

DIVIDEND PAYOUT = f (g, a, Risk) (2.9)

όπου,

DIVIDEND PAYOUT = το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών μετά φόρων,

g = μετρά τις αναπτυξιακές προοπτικές της επιχείρησης,

a = το ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών και συμβολίζει το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost) που υπάρχει εκεί που υφίσταται διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διευθυντικής διαχείρισης,

Risk = μετρά τη μεταβλητότητα των λειτουργικών κερδών της επιχείρησης.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως α) οι επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης διανέμουν μικρό ποσοστό των κερδών τους. Η εξήγηση που δόθηκε για την αρνητική σχέση μεταξύ του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών και των αναπτυξιακών προοπτικών των επιχειρήσεων έχει να κάνει με το γεγονός πως αυτές οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν σημαντική ανάγκη εύρεσης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των νέων επενδυτικών τους σχεδίων και έτσι προτιμούν να χρησιμοποιήσουν τα παρακρατηθέντα κέρδη, διανέμοντας μικρά μερίσματα και να μην στραφούν στην έκδοση νέων μετοχών. β) Οι επιχειρήσεις με σημαντικό κόστος αντιπροσώπευσης, δηλαδή με χαμηλό ποσοστό μετοχικής ιδιοκτησίας των διευθυντικών στελεχών, διανέμουν υψηλά ποσοστά των κερδών τους. Η εξήγηση αυτής της σχέσης έχει να κάνει με την ύπαρξη σημαντικού κόστους αντιπροσώπευσης που καθιστά ωφέλιμη για τους μετόχους τη συχνή προσφυγή των διευθυντικών στελεχών στην κεφαλαιαγορά για την άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων με τελικό στόχο τον καλύτερο έλεγχο των διευθυντικών στελεχών και τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης. γ) Οι επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο, δηλαδή μεγάλη μεταβλητότητα των λειτουργικών τους κερδών, διανέμουν μικρά μερίσματα για να μην βρεθούν σε αδυναμία χρηματοδότησης των επενδυτικών τους σχεδίων σε περίπτωση απρόβλεπτων ευνοϊκών εξελίξεων.

Οι Baker, Farrelly και Edelman (1985), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 318 εταιριών, προσπάθησαν να προσδιορίσουν τους παράγοντες που διαμορφώνουν τη μερισματική πολιτική.

Τα συμπεράσματα τους επιβεβαίωναν αυτά του Lintner (1956), όπως και οι μελέτες των Britain (1964 και 1966), Fama και Babiak (1968). Δηλαδή, ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια τον πλούτο των μετόχων.

Ο Deshmuckh (1995) προσπάθησε να προσδιορίσει εμπειρικά την ιδανική μερισματική πολιτική κάθε επιχείρησης. Το υπόδειγμα του αποτελούνταν από μια συνάρτηση η οποία είχε ως ανεξάρτητες μεταβλητές το κόστος ασύμμετρης πληροφόρησης και το κόστος αντιπροσώπευσης. Συγκεκριμένα:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 (AGCOST)_i + \beta_2 (COSTINFO)_i + u_i \quad (2.10)$$

όπου,

Y_i = η ιδανική μερισματική πολιτική για την εταιρία i

AGCOST = το κόστος αντιπροσώπευσης

COSTINFO = το κόστος ασύμμετρης πληροφόρησης

u_{it} = ο διαταρακτικός όρος

Τα αποτελέσματα του υποδείγματος έδειξαν ότι τα μερίσματα συσχετίζονται θετικά με τις χρηματοροοές της επιχείρησης καθώς επίσης και με τον αριθμό των αναλυτών, ενώ συσχετίζονται αρνητικά με τις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης και με το ποσό που πρέπει να αντληθεί με νέα έκδοση μετοχών. Ωστόσο τα μερίσματα δεν συσχετίζονται καθόλου με το ποσοστό κατοχής μετοχών από τους διοικούντες της επιχείρησης, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τον εποπτικό ρόλο των μερισμάτων στην προσπάθεια επίλυσης του προβλήματος του κόστους αντιπροσώπευσης. Επιπλέον, ο Deshmuckh (1995) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρίες με χαμηλά επίπεδα ανάπτυξης διανείμουν μεγάλα μερίσματα, πιθανόν λόγω έλλειψης επενδυτικών ευκαιριών.

Άλλες μελέτες, όπως αυτή του Damodaran (2002), αναφέρουν την ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών και στον δείκτη κεφαλαιουχικών επενδύσεων προς τα συνολικά στοιχεία του ενεργητικού. Επίσης, αναφέρουν την ύπαρξη θετικής σχέσης ανάμεσα στο ποσοστό των διανεμόμενων κερδών και το μέγεθος της εταιρείας, καθώς επίσης και με το ποσοστό δανειακής επιβάρυνσης.

2.1.3. Θεωρίες για τη Συμπεριφορά της Αγοράς στις Ανακοινώσεις Μεταβολής του Μερίσματος

Μέχρι σήμερα, οι ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων έχουν συνδεθεί θετικά ή αρνητικά με τις μεταβολές στις τιμές των τιμών των μετοχών (αντίδραση της αγοράς) και των εταιρικών κερδών. Πέντε πιθανές υποθέσεις έχουν διατυπωθεί για να εξηγήσουν την παραπάνω σχέση: α) η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων ή η υπόθεση της

προεξαγγελίας των ταμειακών ροών (the information content of dividends hypothesis or the cash flow signaling hypothesis), β) η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών ή η υπόθεση της υπερεπένδυσης (the free cash flow hypothesis or the overinvestment hypothesis), γ) η υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου και μια προέκταση αυτής, η υπόθεση της ωριμότητας (the risk information hypothesis and an extension of this, the maturity hypothesis), δ) η υπόθεση της ανακατανομής του πλούτου (the wealth redistribution hypothesis), και ε) η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (the dividend clientele hypothesis).

Παρακάτω παρουσιάζονται οι πέντε υποθέσεις ξεχωριστά.

2.1.3.1. Η Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων (The Information Content of Dividends Hypothesis)

Ο Lintner (1956) ήταν ο πρώτος ο οποίος εξέτασε τη σχέση μεταξύ των ανακοινώσεων μεταβολής των μερισμάτων και αυτών των εταιρικών κερδών και έθεσε τις βάσεις για την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Ο Lintner (1956) υποστήριξε ότι οι μεταβολές (αύξηση ή μείωση) μερισμάτων ακολουθούν αυτές των κερδών και οι εταιρίες αυξάνουν τα μερίσματα τους μόνο όταν η διοίκηση της θεωρεί ότι τα κέρδη της εταιρίας αυξήθηκαν μόνιμα και όχι προσωρινά. Λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ των διοικούντων της εταιρίας και των επενδυτών (οι διοικούντες έχουν ορθότερη και μεγαλύτερη πληροφόρηση για τις προοπτικές της εταιρίας από ότι οι επενδυτές) οι μεταβολές στο ύψος ή στο ποσοστό των διανεμηθέντων μερισμάτων (μεταβολές μερισμάτων εφεξής) εκλαμβάνονται από την αγορά ως σημαντικές πληροφορίες για τη μελλοντική πορεία της εταιρίας. Η διοίκηση της εταιρίας είναι πρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα μόνο στην περίπτωση που τα κέρδη της εταιρίας αναμένονται να αυξηθούν μόνιμα στο μέλλον, ενώ είναι απρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα στην περίπτωση προσωρινής αύξησης των κερδών, δεδομένου πως θα αναγκαστεί στο μέλλον να τα προσαρμόσει (μειώσει) σε προηγούμενα επίπεδα ή ακόμα και σε χαμηλότερα επίπεδα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές και κατ' επέκταση η αγορά εκλαμβάνουν την αύξηση των μερισμάτων ως θετικό σημάδι για τη μελλοντική πορεία της εταιρίας, ενώ μία μείωση των μερισμάτων εκλαμβάνεται ως αρνητικό σημάδι. Το θετικό σημάδι που εκπέμπεται από την αύξηση των μερισμάτων μεταφράζεται σε αύξηση των τιμών των μετοχών της εταιρίας, ενώ αντίθετα, η μείωση των μερισμάτων οδηγεί σε πτώση των τιμών των μετοχών.

Ωστόσο, εκείνοι που διατύπωσαν μια πληρέστερη υπόθεση για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων ήταν Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969), ο Ross (1977), ο Bhattacharya (1979 και 1980), οι Miller και Scholes (1982), οι John και Williams (1985), οι Miller και Rock (1985), Ambarish, John και Williams (1987 και ο Williams (1988).

2.1.3.2. Η Υπόθεση της Υπερεπένδυσης (Overinvestment Hypothesis)

Ο Jensen (1986) επέκτεινε την εργασία των Berle και Means (1932) για το διαχωρισμό της μετοχικής ιδιοκτησίας από τη διοίκηση (έλεγχος) υποστηρίζοντας ότι μια εταιρία με σημαντικές διαθέσιμες (ελεύθερες) ταμειακές ροές έχει μια τάση να τις διοχετεύει σε επενδύσεις που παρουσιάζουν αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Η διαδικασία αυτή έμεινε γνωστή ως υπερεπένδυση (overinvestment). Εάν η διοίκηση της εταιρίας αυξήσει το ποσοστό των διανεμόμενων μερισμάτων, τότε η εταιρία αναγκαστικά θα έχει λιγότερα διαθέσιμα κεφάλαια για υπερεπένδυση με αποτέλεσμα να υπάρξει μια αύξηση στην αξία της εταιρίας. Από την άλλη, μία μείωση του ποσοστού των διανεμόμενων μερισμάτων θα οδηγήσει στην αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων για υπερεπένδυση με τελικό αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας της εταιρίας.

Οι Lang και Litzenberger (1989) ήταν οι πρώτοι που ανέπτυξαν την υπόθεση της υπερεπένδυσης (μια επέκταση της υπόθεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen) προκειμένου να εξηγήσουν τις επιπτώσεις από τις μεταβολές των μερισμάτων. Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, οι απροσδόκητες (μη αναμενόμενες) ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων των εταιριών που υπερεπενδύουν (αποδοχή επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία) εκπέμπουν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια μιας εταιρίας. Μια αύξηση των μερισμάτων σημάνει στην αγορά ότι η εταιρία θα επενδύσει λιγότερο στο μέλλον. Το γεγονός αυτό θεωρείται καλή είδηση, επειδή η εταιρία αναμένεται να προβεί σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Αντίθετα, μια μείωση των μερισμάτων θεωρείται κακή είδηση, επειδή η εταιρία αναμένεται να προβεί σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία.

Οι Lang και Litzenberger (1989) χρησιμοποίησαν το λόγο Q[25] του Tobin για να διακρίνουν τις εταιρίες που υπερεπενδύουν (overinvestors) από αυτές που δεν υπερεπενδύουν (value-maximizing investors). Οι εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) θεωρούνται εταιρίες που υπερεπενδύουν και αυτές με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1) εταιρίες που δεν υπερεπενδύουν. Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, μόνο οι εταιρίες με λόγο Q<1 αναμένονται να εμφανίσουν υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες με λόγο Q<1 που προβαίνουν σε αυξήσεις μερισμάτων, εμφανίζουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (λόγω της μείωσης των διαθέσιμων ταμειακών ροών για τη χρηματοδότηση επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία), ενώ οι

[25]Ο λόγος Q του Tobin ορίζεται ως η αγοραία αξία μιας εταιρίας προς την αξία αντικατάστασής (Tobin's Q is defined as the ratio of the market value of a firm to its replacement value).

εταιρίες με λόγο Q<1 που προβαίνουν σε μειώσεις μερισμάτων, εμφανίζουν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης. Επίσης, σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων είναι συμμετρική (ίδια) με αυτής της μείωσης των μερισμάτων. Αντίθετα, η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων προβλέπει μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μείωσης των μερισμάτων απ' ότι στην ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων. Τέλος, η υπόθεση της υπερεπένδυσης προβλέπει μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων για τις εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) απ' ότι για τις εταιρίες με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1).

2.1.3.3. Η υπόθεση της Πληροφορίας του Κινδύνου (The Risk Information Hypothesis)

Οι Dyl και Weigand (1998) πρωτοδιατύπωσαν την υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου, σύμφωνα με την οποία η απόφαση της διοίκησης μιας εταιρίας να ξεκινήσει για πρώτη φορά στην εταιρική της ιστορία να διανείμει μέρισμα (έναρξη εφεξής-dividend initiation) ή να αυξήσει το τρέχον μέρισμα σε σχέση με πέρυσι παρέχει στην αγορά σημαντική πληροφόρηση για τον κίνδυνο της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου προβλέπει ότι ο κίνδυνος της εταιρίας θα είναι χαμηλότερος (υψηλότερος) μετά την έναρξη ή την αύξηση (παράλειψη ή μείωση) διανομής μερίσματος. Αυτή η μείωση του εταιρικού κινδύνου που παρατηρείται μετά από την έναρξη ή αύξηση διανομής μερίσματος προκύπτει από τη μείωση της αστάθειας των εταιρικών κερδών και την εξάλειψη εκπλήξεων. Με τη σειρά της, αυτή η μείωση της αστάθειας των κερδών εκπηγάζει από την απροθυμία της διοίκησης της εταιρίας να περικόψει τα μερίσματα στην περίπτωση που οι αυξήσεις των κερδών είναι προσωρινές. Συνέπεια των παραπάνω είναι η θετική (αρνητική) αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αύξησης ή έναρξης (μείωσης ή παράλειψης) μερίσματος.

2.1.3.4. Η Υπόθεση της Ανακατανομής του Πλούτου (The Wealth Redistribution Hypothesis)

Μια εναλλακτική εξήγηση για τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων είναι η υπόθεση της ανακατανομής του πλούτου που διατυπώθηκε από τους Hadjinikolaou και Kalay (1984). Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, οι απροσδόκητες αυξήσεις μερισμάτων ανακατανέμουν τον πλούτο από τους κατόχους ομολόγων (bondholders) στους μετόχους (shareholders), εάν οι αυξήσεις χρηματοδοτούνται με την αύξηση του χρέους (έκδοση νέων χρεογράφων) ή με τη μείωση των δαπανών επένδυσης (investment outlays). Κατά συνέπεια, η θετική (αρνητική) αντίδραση της αγοράς στις αυξήσεις (μειώσεις) των

μερισμάτων στον πλούτο των μετόχων μπορεί τουλάχιστον να εξηγηθεί μερικώς από τις απώλειες (κέρδη) των κατόχων ομολόγων.

2.1.3.5. Η Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων (The Dividend Clientele Hypothesis)

Η ύπαρξη επενδυτικών ομάδων (clienteles) διαπιστώθηκε πρώτα από τους Miller και Modigliani (1961) και έπειτα αναπτύχθηκε και εξετάστηκε εμπειρικά από τους Elton και Gruber (1970) και Pettit (1977). Πιο συγκεκριμένα, ιδρύματα και καταπιστεύματα (institutions and endowments) καθώς επίσης και άλλοι θεσμικοί επενδυτές περιορίζονται είτε από θεσμικά πλαίσια (κυρίως στις ΗΠΑ), είτε από συνήθεις επιχειρηματικές πρακτικές στην τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε μετοχές που προσφέρουν υψηλά μερίσματα. Επίσης, αρκετοί επενδυτές (συνήθως μεγάλης ηλικίας) προτιμούν υψηλά μερίσματα για τη συμπλήρωση του διαθέσιμου εισοδήματος τους. Σύμφωνα με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, η αντίδραση των τιμών των μετοχών στις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων την ημέρα της ανακοίνωσης θα σχετίζονται με τις προτιμήσεις του οριακού επενδυτή της κάθε εταιρίας. Εάν οι εταιρίες με υψηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων προσελκύουν επενδυτές με προτίμηση στα υψηλά μερίσματα, τότε οι αυξήσεις των μερισμάτων θα αποτελέσουν καλύτερη είδηση για τις εταιρίες με υψηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων απ' ότι για τις εταιρίες με χαμηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων. Αντίθετα, μια μείωση των μερισμάτων θα προκαλέσει μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών για τις εταιρίες με χαμηλά ποσοστά διανομής μερισμάτων, αφού οι επενδυτές σε αυτήν την κατηγορία εταιριών προτιμούν μικρά μερίσματα.

2.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ

Η ενότητα αυτή χωρίζεται σε δύο υποενότητες. Στην πρώτη υποενότητα παρουσιάζονται οι μελέτες που εξετάζουν τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στις ΗΠΑ, στον Καναδά, στη Μεγάλη Βρετανία και στον υπόλοιπο κόσμο. Η δεύτερη υποενότητα περιέχει τις μελέτες που εξηγούν την αντίδραση της αγοράς και των εταιρικών κερδών στις ανακοινώσεις διανομής και μεταβολής των μερισμάτων στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη.

Στο τέλος του κεφαλαίου ακολουθούν πίνακες όπου συνοψίζονται τα αποτελέσματα της κάθε μελέτης. Για κάθε μελέτη, αναφέρονται οι συγγραφείς και το έτος διεξαγωγής της μελέτης (σε παρένθεση μετά το όνομα του συγγραφέα), η εξεταζόμενη περίοδος και συνοπτικά τα εμπειρικά αποτελέσματά της.

2.2.1 Σύνοψη Εμπειρικών Πορισμάτων Διεθνούς Βιβλιογραφίας την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος

Στην υποενότητα αυτή παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν διεθνώς για την εξήγηση του φαινομένου της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Κάποιες μελέτες, εκτός από την επίδραση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών, έλεγξαν και την επίδραση στον όγκο συναλλαγών. Οι εμπειρικές μελέτες παρουσιάζονται συνοπτικά για κάθε χώρα ξεχωριστά. Συγκεκριμένα, παραθέτονται τα εμπειρικά συμπεράσματα μελετών για τις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ, του Καναδά, της Μεγάλης Βρετανίας, διαφόρων Ευρωπαϊκών χωρών, της Ασίας και της Ωκεανίας. Για όλες τις χώρες οι μελέτες παρουσιάζονται κατά χρονολογική σειρά από την παλαιότερη προς την νεότερη. Για τις μελέτες που αφορούν στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ και αποτελούν τη μερίδα του λέοντος της διεθνούς βιβλιογραφίας, οι μελέτες χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες όσες είναι και ο αριθμός των θεωριών που προσπάθησαν να εξηγήσουν το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.2.1.1. Μελέτες για την Αγορά των ΗΠΑ

Πριν από την εργασία των Campbell και Beranek (1955), οι επενδυτές και οι ειδικοί της αγοράς υπέθεταν ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Η εργασία των Campbell και Beranek (1955) ήρθε να αντιστρέψει την άποψη αυτή. Πιο συγκεκριμένα, οι Campbell και Beranek (1955) διεξήγαγαν δύο έρευνες, χρησιμοποιώντας για την πρώτη στοιχεία από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) για την περίοδο 1949-1950 και για τη δεύτερη στοιχεία από τους τελευταίους τρεις μήνες του 1953. Στην πρώτη έρευνα, όλες οι μεταβολές των τιμών των μετοχών υπολογίσθηκαν με βάση την τιμή κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την τιμή ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στην δεύτερη έρευνα, οι μεταβολές των τιμών των μετοχών μετρήθηκαν με δύο τρόπους: α) μεταξύ της τιμής ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την τιμή κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα και β) μεταξύ των μέσων όρων των ανώτατων και κατώτατων τιμών των δύο ημερών. Και στις δύο έρευνες οι μεταβολές των τιμών δεν προσαρμόστηκαν για τις μεταβολές του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Και οι δύο έρευνες έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνονται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος, δηλαδή η πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής έφτανε, κατά μέσο όρο, το 90% του ποσού του μερίσματος.

Οι Durand και May (1960) εξέτασαν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής του οργανισμού τηλεπικοινωνιών των ΗΠΑ (AT&T) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την

περίοδο 1948-1959. Η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος υπολογίσθηκε ως η διαφορά της τιμής κλεισίματος την ημέρα αποκοπής και της τιμής κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα αυτής. Οι Durand και May (1960) διαπίστωσαν ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είχε μειωθεί κατά $2,16, ή περίπου 4 τοις εκατό λιγότερο από το μέρισμα των $2,25. Το αποτέλεσμα αυτό οδήγησε τους Durand και May (1960) να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι ένας επενδυτής θα μπορούσε να αποκομίσει κέρδη από την μετοχή της AT&T αγοράζοντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλώντας την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Από τότε, πολυάριθμες μελέτες και διάφορα μοντέλα έχουν αναπτυχθεί προκειμένου να εξηγήσουν αυτήν την απροσδόκητα μικρότερη μείωση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Κάποιες μελέτες απέδωσαν αυτήν τη μείωση των τιμών των μετοχών στην επίδραση της φορολογίας [Elton και Gruber, (1970)] και ιδιαίτερα, στη διαφορετική φορολογική μεταχείριση του εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με αυτό από κεφαλαιακά κέρδη. Άλλες μελέτες απέδωσαν το φαινόμενο αυτό της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στην αλλαγή του κώδικα φορολογίας, ή στους παράγοντες μικροδομής της αγοράς (microstructure factors) όπως είναι το κόστος συναλλαγών [Kalay, (1982)], η επίδραση του μεγέθους της βάσης τιμής [Bali και Hite, (1998)] και το εύρος τιμών προσφοράς και ζήτησης [Frank και Jagannathan, (1998)].

Παρακάτω αναφέρονται οι κυριότερες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν για την αγορά των ΗΠΑ. Οι μελέτες αυτές παρουσιάζονται κατά χρονολογική σειρά από τις παλιότερες στις νεότερες και είναι ομαδοποιημένες κατά θεωρία επεξήγησης του φαινομένου της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.2.1.1.1. Η Υπόθεση της Επίδρασης της Φορολογίας

Οι Elton και Gruber (1970) χρησιμοποίησαν στοιχεία κατά τη διάρκεια της περιόδου 1966-1967 και υπολόγισαν την ποσοστιαία πτώση των τιμών από την προηγούμενη στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα (ΔP/D) χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος για την ημέρα αποκοπής και την προηγούμενη ημέρα αυτής. Επιπλέον, προσάρμοσαν τον παραπάνω λόγο ΔP/D με τις μεταβολές του δείκτη της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, πολλαπλασίασαν την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με το λόγο του δείκτη της αγοράς την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής με αυτόν την ημέρα αποκοπής. Παρατήρησαν ότι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώθηκαν κατά ένα ποσό μικρότερο από το διανεμηθέν μέρισμα και απέδωσαν το φαινόμενο αυτό στην διαφορετική φορολογική μεταχείριση του εισοδήματος από μερίσματα σε σχέση με

αυτό από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες). Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Elton και Gruber (1970) επιβεβαίωναν, επιπλέον, τη «θεωρία του πελατειακού φαινομένου» των Modigliani και Miller (1961). Ειδικότερα, οι επενδυτές που ανήκαν στις υψηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούσαν να επενδύσουν τα χρήματα τους σε μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές που ανήκαν στις χαμηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούσαν να επενδύσουν τα χρήματα τους σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Με άλλα λόγια, υπήρξε μια θετική (αρνητική) σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D (υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής) και της μερισματικής απόδοσης. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε ως «η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων» (dividend tax clientele hypothesis).

Ο Green (1980) χρησιμοποίησε 29 επιχειρήσεις του δείκτη Dow-Jones από τον Ιούλιο του 1962 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1977 προκειμένου να επανεξετάσει την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας και την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Για το σκοπό του, ο Green (1980) ανέπτυξε ένα μοντέλο, το οποίο έλαβε υπόψη το κόστος της καθυστέρησης και επιτάχυνσης (the cost of delay and acceleration) των τιμών των μετοχών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τελικά, τα αποτελέσματα του Green (1980) επιβεβαίωσαν την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, αλλά όχι όμως και την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Πιο συγκεκριμένα, υποστήριξε πως οι πραγματικοί φορολογικοί συντελεστές των επενδυτών δεν θα μπορούσαν να υπολογιστούν ακριβώς χρησιμοποιώντας το λόγο ΔP/D όπως είχαν διατυπώσει οι Elton και Gruber (1970).

Οι Eades, Hess και Kim (1984) εξέτασαν το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος φορολογήσιμων και μη φορολογήσιμων διανομών κερδών στους μετόχους (taxable and non-taxable distributions). Το δείγμα των φορολογήσιμων διανομών αποτελούνταν από κοινές και προνομιούχες μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (NYSE) για τη διάρκεια της περιόδου 1962 ως 1980. Το δείγμα περιλάμβανε περισσότερες από 83.000 (φορολογήσιμες) διανομές μερισμάτων και αφορούσε 4.471 ημέρες αποκοπής. Όσον αφορά τις μη φορολογήσιμες διανομές, υπήρξαν βασικά δύο τύποι μη φορολογήσιμων διανομών: α) μερίσματα με τη μορφή μετοχών (stock dividends) και διασπάσεις μετοχών (stock splits) και β) διάφορες άλλες μη φορολογήσιμες διανομές μετρητών (other non-taxable distributions). Για την εξέταση των υποθέσεων τους, οι Eades, Hess και Kim (1984) δεν χρησιμοποίησαν τον κλασσικό λόγο ΔP/D, επειδή διαπίστωσαν ότι ο λόγος αυτός παρουσίαζε προβλήματα ανεξαρτησίας (independence) και ετεροσκεδαστικότητας (heteroskedasticity). Αντ' αυτού, υπολόγισαν τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις (standardized excess returns-SERs), οι οποίες δεν παρουσίασαν τα ανωτέρω προβλήματα. Οι τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν ως η διαφορά της απόδοσης την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από

τη μέση απόδοση της μετοχής 30 ημέρες πριν και 30 ημέρες (-30, +30) μετά την ημέρα αποκοπής, εκτός της ημέρας αποκοπής και διαιρέθηκαν δια την τυπική απόκλιση της μετοχής την ημέρα αποκοπής. Για τον υπολογισμό των αποδόσεων, χρησιμοποιήθηκαν τιμές κλεισίματος και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν.

Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δεν μπορούσαν να εξηγηθούν αποκλειστικά από την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Πιο συγκεκριμένα, τα αποτελέσματά για τις φορολογήσιμες κοινές μετοχές, οι θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν συμβατές με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Οι αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το δείγμα των φορολογήσιμων προνομιούχων μετοχών φαινόταν να ενισχύει περισσότερο την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Όσον αφορά το δείγμα των μη φορολογήσιμων διανομών, τα αποτελέσματα ήταν ενδιαφέροντα. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μερισμάτων με τη μορφή μετοχών και των διασπάσεων μετοχών ήταν σημαντικά θετικές, ενώ οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των άλλων μη φορολογήσιμων διανομών ήταν αρνητικές. Εκ των πραγμάτων, τα δύο αυτά αποτελέσματα δεν ήταν σύμφωνα ούτε με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, ούτε με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, αφήνοντας το θέμα ανοικτό για περαιτέρω διερεύνηση.

Ο Barclay (1987) εξέτασε τη συμπεριφορά των τιμών των κοινών μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν από τη θέσπιση του ομοσπονδιακού φόρου εισοδήματος του 1913. Ο Barclay (1987) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 146 εισηγμένων εταιριών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) μεταξύ 1900 και 1910. Επιπλέον, για λόγους σύγκρισης, ο Barclay (1987) δημιούργησε ένα δεύτερο δείγμα εισηγμένων εταιρειών του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης μεταξύ 1962 και 1985, μετά, δηλαδή, από την εισαγωγή του ομοσπονδιακού φόρου εισοδήματος. Για τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D και των υπερβαλλουσών αποδόσεων, χρησιμοποιήθηκαν τιμές κλεισίματος προσαρμοσμένες με τις μεταβολές της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα της μελέτης ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Οι τιμές των μετοχών μειωνόταν ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής κατά την πρώτη διάρκεια της έρευνας, δηλαδή, πριν την επιβολή του ομοσπονδιακού φόρου εισοδήματος. Όσον αφορά τη μετά φόρου περίοδο, υπήρξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις που οδήγησαν τον Barclay (1987) να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι οι υψηλότεροι φόροι στα εισοδήματα από μερίσματα σε σχέση με αυτά από υπεραξίες επηρέασε τις επενδυτικές επιλογές των μεμονωμένων επενδυτών, δείχνοντας μια προτίμηση στα εισοδήματα από υπεραξίες.

Ο Stickel (1991) χρησιμοποίησε ένα δείγμα 554 μη μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών (non-convertible preferred stocks) που διαπραγματεύονταν στο NYSE και στο AMEX για την περίοδο από τις 15 Δεκεμβρίου 1972 έως τις 15 Δεκεμβρίου 1980, προκειμένου να εξετάσει την ύπαρξη τυχόν υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (abnormal trading volume) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ορίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματοποιούμενων αποδόσεων και προσδοκώμενων αποδόσεων, όπου οι προσδοκώμενες αποδόσεις υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα της αγοράς (market model) των Brown και Warner (1985). Από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποκλείστηκαν εκείνα τα οικονομικά γεγονότα που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις τιμές των μετοχών, όπως είναι οι μεταβολές επιτοκίου. Τα εμπειρικά αποτελέσματά έδειξαν ότι, κατά μέσον όρο, οι μη μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές είχαν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις όπως επίσης και σημαντικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Συγκεκριμένα, για τις λιγότερο ρευστοποιήσιμες (less liquid) προνομιούχες μετοχές με υψηλό κόστος συναλλαγών, υπήρξαν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, ενώ ο όγκος συναλλαγών ήταν στατιστικά μη σημαντικός. Το αποτέλεσμα αυτό υπονοούσε ότι οι μακροπρόθεσμοι μεμονωμένοι επενδυτές καθόριζαν τις τιμές των λιγότερο ρευστοποιήσιμων μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ύπαρξη της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας). Το υψηλό κόστος συναλλαγών απέτρεπε τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές από το να εξαλείψουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για τις περισσότερο ρευστοποιήσιμες (more liquid) προνομιούχες μετοχές με χαμηλό κόστος συναλλαγών, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν ίσες με μηδέν, ενώ αντίθετα υπήρξε στατιστικά σημαντικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την προηγούμενη ημέρα αυτής. Τα αποτελέσματα αυτά αποδείκνυαν ότι οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές καθόριζαν τις τιμές αυτών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μέσω της στρατηγικής παρακράτησης του μερίσματος (dividend capture strategy).

Η μελέτη των Lamdin και Hiemstra (1993) διερεύνησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά την ισχύ της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 (Tax Reform Act of 1986-TRA86) κατά τη διάρκεια της περιόδου 1982-1991. Η φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 ουσιαστικά επέφερε σύγκλιση των φορολογικών συντελεστών των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη για τους περισσότερους φορολογούμενους επενδυτές. Επομένως, σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, ο λόγος ΔP/D (οι υπερβάλλουσες αποδόσεις) θα έπρεπε να αυξανόταν (μειωνόταν) μετά την επιβολή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986. Οι Lamdin και Hiemstra (1993) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D και τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα

αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος προσαρμοσμένες με το δείκτη CRSP. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος οι τιμές των μετοχών έπεφταν, κατά μέσον όρο, λιγότερο από το ποσό του μερίσματος πριν και μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986. Όμως, για την περίοδο 1982-1986 (πριν την επιβολή της μεταρρύθμισης), ο λόγος ΔP/D ήταν 0,885, ενώ για την περίοδο 1987-1991 (μετά την επιβολή της μεταρρύθμισης) αυξήθηκε σε 0,918. Τα αποτελέσματα αυτά ξεκάθαρα επιβεβαίωναν την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας.

Οι Fedenia και Grammatikos (1993) ενσωμάτωσαν στη μελέτη τους την επίδραση του κινδύνου στη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 16.544 διανομές μερισμάτων των εταιρειών του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1975-1985. Από αυτό το δείγμα, οι Fedenia και Grammatikos (1993) διαμόρφωσαν ένα χαρτοφυλάκιο από μετοχές που είχαν κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος και δύο υπο-χαρτοφυλάκια μετοχών αποτελούμενα από μετοχές με υψηλή και χαμηλή μερισματική απόδοση, αντίστοιχα. Υπολόγισαν την επίδραση των ασφαλίστρων φόρου και κινδύνου (risk and tax premia) στην απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των τριών παραγόντων (three factors model). Οι μελέτες των Elton και Gruber (1970) και Kalay (1982) απέδωσαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και της μερισματικής απόδοσης στην ύπαρξη των φορολογικών ασφαλίστρων (υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας) ή στην επίδραση του κόστους συναλλαγών (υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών). Οι Fedenia και Grammatikos (1993) υποστήριξαν πως αυτή η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μπορεί να προκληθεί, εν μέρει, και από την ύπαρξη των ασφαλίστρων κινδύνου. Οι Fedenia και Grammatikos (1993) βρήκαν στη μελέτη τους ότι και τα ασφάλιστρα κινδύνου και φόρου επηρέαζαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με διαφορετικό τρόπο για τις μετοχές με υψηλή και χαμηλή μερισματική απόδοση, αντίστοιχα. Πιο συγκεκριμένα, για τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετιζόντουσαν θετικά με το ασφάλιστρο του μη συστηματικού κινδύνου (positive unsystematic risk premium), επηρεάζοντας τη συμπεριφορά των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (short-term traders). Αντίθετα, οι μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση επηρεαζόντουσαν από τους επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (long-term traders) που επιθυμούσαν ένα ασφάλιστρο φόρου για την υψηλότερη φορολόγηση των μερισματικών τους εισοδημάτων σε σχέση με τις υπεραξίες.

Ο Han (1994) εξέτασε κατά πόσο η φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 (TRA86) άσκησε επίδραση στη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η

περίοδος μελέτης του Han (1994) ήταν από το 1983 ως το 1990. Υιοθετώντας την προσέγγιση των Eades, Hess και Kim (1984), ο Han (1994) έλυσε το πρόβλημα της ανεξαρτησίας και της ετεροσκεδαστικότητας υπολογίζοντας τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις (SERs) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αντίθετα με τις προηγούμενες μελέτες οι οποίες χρησιμοποιούσαν δεδομένα από εταιρίες του NYSE και του AMEX, ο Han (1994) χρησιμοποίησε δεδομένα από εταιρίες του NYSE, του AMEX καθώς επίσης και του NASDAQ. Διαπίστωσε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις του NASDAQ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώθηκαν σημαντικά μετά την επιβολή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 (από 0,5035% την περίοδο 1983-1986 σε 0,3379% την περίοδο 1987-1990) και αυτή η μείωση ήταν σύμφωνη με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Ωστόσο, τα αποτελέσματα ήταν διαφορετικά για τις μετοχές των εταιριών του NYSE και του AMEX. Συγκεκριμένα, η διαφορά των τυποποιημένων υπερβαλλουσών αποδόσεων πριν και μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Κατά συνέπεια, οι τιμές των μετοχών των εταιριών του NYSE και του AMEX καθορίζονταν κυρίως από τις συναλλαγές των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (short-term traders).

Οι Michaely και Vila (1995), χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εταιριών εισηγμένων στο NYSE και στο AMEX οι οποίες διένειμαν μέρισμα για την περίοδο 1984-1986, προσπάθησαν να εξηγήσουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών και των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στα πλαίσια ενός υποδείγματος ισορροπίας (equilibrium model) με επενδυτές που αντιμετώπιζαν διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές (ετερογένεια ή διαφοροποίηση των φορολογικών συντελεστών). Οι Michaely και Vila (1995) έδειξαν ότι ο λόγος ΔP/D ήταν συνισταμένη δύο μεταβλητών: του μέσου σχετικού φορολογικού συντελεστή μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών ανάμεσα στους χρηματομεσίτες σταθμισμένου ως προς την ανοχή κινδύνου του κάθε χρηματομεσίτη και του συνολικού κινδύνου της οικονομίας σε σχέση με τη συνολική δυνατότητα της οικονομίας να αντέχει στον κίνδυνο. Οι Michaely και Vila (1995) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985). Οι Michaely και Vila (1995) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ακόμη και σε έναν κόσμο χωρίς κόστος συναλλαγών, ο λόγος ΔP/D είναι δυνατόν να μην είναι ίσος με τη μονάδα εξαιτίας της επίδρασης της φορολογίας. Όσον αφορά τον όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, βρέθηκε να συσχετίζεται θετικά με την ετερογένεια των φορολογικών συντελεστών ανάμεσα στους διάφορους επενδυτές καθώς και με το μέγεθος των διανεμηθέντων μερισμάτων και αρνητικά με τον κίνδυνο. Δηλαδή, όσο αυξανόταν η διακύμανση των μετοχών, τόσο μειωνόταν ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Wu και Hsu (1996) εξέτασαν τον αντίκτυπο της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 (TRA 86) στον όγκο συναλλαγών και στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Χρησιμοποίησαν ένα δείγμα εταιρειών του NYSE και του AMEX που διένειμαν μέρισμα για την περίοδο από τις 1 Σεπτεμβρίου 1984 έως τις 31 Δεκεμβρίου 1990. Για να εξετάσουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου των συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι Wu και Hsu (1996) υιοθέτησαν το υπόδειγμα ισορροπίας των Michaely και Vila (1995). Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστήριξαν τη σημασία των φόρων στην απόφαση των εταιρειών να διανείμουν μέρισμα. Συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε μία αύξηση του λόγου ΔP/D και μια πτώση στον όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής μετά την ισχύ της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986.

Οι Michaely και Vila (1996) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα εταιρειών του NYSE και του AMEX που διένειμαν μέρισμα για την περίοδο 1963-1991 για να εξετάσουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών σε σχέση με τη διαφορετική φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών διαφόρων ομάδων επενδυτών (ετερογένεια των φορολογικών συντελεστών- investors' tax heterogeneity), του κινδύνου και του κόστους συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υπολόγισαν τον υπερβάλλοντα όγκο (abnormal volume-AV), τον σωρευτικό υπερβάλλοντα όγκο (cumulative abnormal volume-CAV) και τον σταθμισμένο σωρευτικό υπερβάλλοντα όγκο (weighted cumulative abnormal volume-WCAV) για μια περίοδο έντεκα ημερών (-5, + 5) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο μέσος όγκος συναλλαγών υπολογίστηκε για τις ημέρες –45 έως –6 και + 6 + 45. Οι Michaely και Vila (1996) διαπίστωσαν ότι: (α) ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετιζόταν θετικά με τη μερισματική απόδοση, δηλαδή ο υπερβάλλων όγκος ήταν πολύ μεγαλύτερος για τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση απ' ότι για τις μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση. (β) Οι μετοχές με υψηλό κόστος συναλλαγών (μετρούμενο από το εύρος τιμής προσφοράς-ζήτησης -bid-ask spread) παρουσίαζαν (πέντε φορές) χαμηλότερο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών απ' ότι οι μετοχές με χαμηλό κόστος συναλλαγών. (γ) Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετιζόταν αρνητικά με τον κίνδυνο (συστηματικό και μη συστηματικό), με την επίδραση του μη συστηματικού κινδύνου να έχει αυξηθεί μετά το 1975, όταν και το κόστος συναλλαγών μειώθηκε. (δ) Ο όγκος συναλλαγών είχε αυξηθεί για τις μετοχές που είχαν εισάγει δικαιώματα προαίρεσης (options) στο χρηματιστήριο παραγώγων. (ε) Τέλος, ο όγκος συναλλαγών αυξανόταν με το βαθμό διαφοροποίησης των φορολογικών συντελεστών των επενδυτών και ειδικότερα για τις μετοχές που παρουσίαζαν υψηλή μερισματική πολιτική.

Οι Bhardwaj και Brooks (1999) επανεξέτασαν την επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στο λόγο ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το δείγμα

περιελάμβανε μετοχές των εταιριών του NYSE και η εξεταζόμενη περίοδος ήταν από το 1986 ως το 1989. Για τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D, οι τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προσαρμόστηκαν με τις μεταβολές του δείκτη S&P 500. Επιπλέον, για την καλύτερη διερεύνησης της επίδρασης της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στο λόγο ΔP/D, οι Bhardwaj και Brooks (1999) ομαδοποίησαν το δείγμα τους σε δεκατημόρια (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική τους απόδοση, αλλά και σύμφωνα με το λόγο του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης προς το ποσό του μερίσματος (bid-ask spread-to-dividend ratio-SDR). Τα αποτελέσματα υποστήριξαν σαφώς την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας[26], ενώ ήταν αντίθετα με τα αποτελέσματα του Michaely (1991), ο οποίος, σύμφωνα με τους Bhardwaj και Brooks (1999), χρησιμοποίησε στο δείγμα του ένα μικρό αριθμό ακραίων (outliers) παρατηρήσεων που τον οδήγησαν σε διαφορετικά αποτελέσματα σχετικά με την επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Graham, Michaely και Roberts (2003) μελέτησαν το λόγο ΔP/D, την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το δείγμα περιελάμβανε εταιρίες του NYSE και η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε το μεταβατικό στάδιο τιμολόγησης των τιμών των μετοχών όπου το βήμα τιμής από 1/8 του δολαρίου (1 Ιανουαρίου 1996 έως τις 6 Μαΐου 1997) έγινε αρχικά 1/16 του δολαρίου (24 Ιουνίου 1997 έως τις 26 Αυγούστου 2000) μέχρι τη δεκαδική περίοδο τιμολόγησης[27] (decimal pricing era). Τα αποτελέσματα έδειξαν μία αύξηση (μείωση) των υπερβαλλουσών αποδόσεων (του λόγου ΔP/D) την περίοδο που το βήμα τιμής ήταν ίσο με 1/16 του δολαρίου και τη δεκαδική περίοδο τιμολόγησης σε σχέση με την περίοδο που το βήμα τιμής ήταν ίσο με 1/8 του δολαρίου. Τα αποτελέσματα αυτά αμφισβητούσαν τις υποθέσεις των θεωριών του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης και διακριτότητας των τιμών (bid-ask spread and price discreteness hypotheses). Τέλος, αντίθετα με τις υποθέσεις των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών και του εύρους τιμών προσφοράζήτησης οι οποίες υποστήριζαν πως ο όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος του μερίσματος και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών και το επίπεδο κινδύνου, οι Graham, Michaely και Roberts (2003) βρήκαν αποτελέσματα σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας.

Οι Callaghan και Barry (2003) ερεύνησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών των Αμερικανικών πιστοποιητικών κατάθεσης μετοχών (American Depository Receipts -ADRs) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 1.043 μερισμάτων κατά τη διάρκεια

[26] Τα αποτελέσματα ήταν επίσης σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (short-term trading hypothesis) για τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλό κόστος συναλλαγών.
[27] Από 29 Ιανουαρίου 2001 έως τις 31 Δεκεμβρίου 2001

της περιόδου 1988-1995. Τα ADRs είναι ξένοι τίτλοι εισηγμένοι στα αμερικανικά χρηματιστήρια. Για τον αμερικανό επενδυτή, τα μερίσματα από τα ADRs υπόκεινται σε (διπλή) φορολόγηση με βάση την αμερικανική φορολογία, όπως επίσης με βάση τη φορολογία της χώρας προέλευσης του τίτλου. Αντίθετα, οι υπεραξίες υπόκεινται σε φορολόγηση μόνο βάσει της αμερικανικής φορολογίας. Δηλαδή, όλοι οι αμερικανοί επενδυτές που επενδύουν σε ADRs υπόκεινται στην ίδια φορολογική μεταχείριση από τις χώρες προέλευσης των ADRs, χωρίς διάκριση. Έτσι τα ADRs είναι τίτλοι με ένα σχετικό φορολογικό μειονέκτημα για όλους τους αμερικανούς επενδυτές, ακόμη και για τα ιδρύματα που απολαμβάνουν φοροαπαλλαγές (tax-exempt institutions). Το γεγονός αυτό ενισχύει την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Οι Callaghan και Barry (2003) εξέτασαν την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, χρησιμοποιώντας παραμετρικές και μη παραμετρικές προσεγγίσεις για τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D και των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Οι τελευταίες υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς έντεκα ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5, +5), αφού πρώτα επιλύθηκε το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας. Επίσης, οι Callaghan και Barry (2003) μελέτησαν τον όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Τα αποτελέσματα έδειξαν μια πτώση των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος που κυμαίνονταν μεταξύ 55 και 75 τοις εκατό σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα. Οι Callaghan και Barry (2003) απέδωσαν το αποτέλεσμα αυτό στη διπλή φορολόγηση των μερισματικών εισοδημάτων των ADRs. Ωστόσο, δεν παρατηρήθηκε η θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης, όπως προβλέπει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Τέλος, υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών που κυμαίνετο μεταξύ 130 και 300 τοις εκατό του κανονικού όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την προηγουμένη ημέρα αυτής. Συνολικά, τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970).

Dhalival και Zhen Li (2006) μελέτησαν την επίδραση της μερισματικής απόδοσης και του ποσοστού κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές στον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο από το 1989 έως το 1998. Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης, οι Dhalival και Zhen Li (2006) βρήκαν πως ο υπερβάλλων όγκος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και θετικά έως ένα σημείο με το ποσοστό κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές. Από το σημείο αυτό και μετά, η σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και ποσοστού κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές γίνεται

αρνητική. Τα αποτελέσματα αυτά, σύμφωνα με τους Dhalival και Zhen Li (2006), επιβεβαίωναν την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας.

2.2.1.1.2. Η Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών

Ο Kalay (1982) αμφισβήτησε τα αποτελέσματα των Elton και Gruber (1970) οι οποίοι υποστήριξαν ότι μπορούν να προβλεφθούν οι οριακοί συντελεστές φόρου των επενδυτών (marginal tax rates of stockholders) από τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα 2.540 μερισμάτων που διανεμήθηκαν από τις εταιρίες του NYSE για την περίοδο από τις 1 Απριλίου του 1966 έως τις 31 Μαρτίου του 1967. Αντίθετα από τους Elton και Gruber (1970) οι οποίοι χρησιμοποίησαν τιμές κλεισίματος για να υπολογίσουν τις τιμές την προηγουμένη και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ο Kalay (1982) χρησιμοποίησε τιμές κλεισίματος την προηγουμένη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επιπλέον, προσάρμοσε τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με τις μεταβολές της αγοράς (του γενικού δείκτη του NYSE), χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985). Ο Kalay (1982) κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι οριακοί συντελεστές φόρου των επενδυτών δεν μπορούσαν να προβλεφθούν από τη διερεύνηση του λόγου ΔP/D, εάν τα όρια του λόγου ήταν έξω από τα όρια ευκαιριών μηδενικού κέρδους (if the ratio ΔP/D was outside the no-profit opportunities bounds). Επίσης, τόνισε πως οι οριακοί συντελεστές φόρου των επενδυτών δεν θα μπορούσαν να προκύψουν από την εκτίμηση του λόγου ΔP/D, ακόμα κι αν ο λόγος ΔP/D ήταν μέσα στα όρια των κερδοσκοπικών ευκαιριών, εξαιτίας της παρουσίας των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα επένδυσης (κερδοσκόπους εφεξής) οι οποίοι με τη δραστηριότητα τους εξαλείφουν κάθε ευκαιρία κέρδους που μπορεί να εμφανιστεί (short-term profit elimination). Τέλος, ο Kalay (1982) υποστήριξε ότι όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση των μετοχών, τόσο ο λόγος ΔP/D προσεγγίζει τη μονάδα, δηλαδή, οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος τείνουν να προσαρμόζονται κατά το διανεμηθέν ποσό προκειμένου να αποτραπεί η αποκομιδή κέρδους από τους κερδοσκόπους. Με άλλα λόγια, ο Kalay (1982), υποστήριξε πως η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων ήταν απότοκος της δραστηριότητας των κερδοσκόπων και όχι της επίδρασης της φορολογίας όπως υποστήριξαν νωρίτερα οι Elton και Gruber (1970).

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) εξέτασαν την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υποστήριξαν πως η εξέταση μόνο των υπερβαλλουσών αποδόσεων δεν ήταν ικανή να διακρίνει τις υποθέσεις της θεωρίας των Elton και Gruber (1970) από αυτές της θεωρίας του Kalay (1982). Πιο συγκεκριμένα, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως πιθανή δραστηριοποίηση

των κερδοσκόπων την ημέρα αποκοπής με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος λόγω των χαμηλών φορολογικών συντελεστών που αντιμετώπιζαν στα εισοδήματα τους από μερίσματα σε σχέση με αυτά από κεφαλαιακά κέρδη, θα είχε σαν συνέπεια την αύξηση του όγκου συναλλαγών λίγες ημέρες πριν και λίγες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, υπέθεσαν πως ο υπερβάλλων αυτός όγκος συναλλαγών θα συσχετιζόταν αρνητικά με το επίπεδο του κόστους συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση. Το δείγμα τους αποτελούνταν από διανομές μερισμάτων τοις μετρητοίς (φορολογήσιμες διανομές) καθώς επίσης και από διανομές μερισμάτων με τη μορφή μετοχών και διασπάσεις μετοχών (μη φορολογήσιμες διανομές). Η εξεταζόμενη περίοδος ήταν από το 1970 έως το 1981 και αφορούσε ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX. Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) χρησιμοποίησαν δύο μεθόδους για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων και του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η πρώτη μέθοδος ήταν η μέθοδος του χρονικού γεγονότος (event time method) των Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969), και η δεύτερη μέθοδος ήταν η μέθοδος του ημερολογιακού χρόνου[28] (calendar time method) των Jaffe (1974) και Mandelker (1974).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, για τις φορολογήσιμες διανομές, ο όγκος συναλλαγών όντως αυξήθηκε σημαντικά πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Αυτή η αύξηση ήταν εμφανέστερη για τις μετοχές που παρουσίαζαν υψηλή μερισματική απόδοση, είχαν έντονη συναλλακτική δραστηριότητα και κατά την περίοδο όπου το κόστος συναλλαγών ήταν μικρότερο, όπως συνέβη μετά το Μάιο του 1975 όπου το κόστος συναλλαγών (χρηματιστηριακές προμήθειες) έγινε διαπραγματεύσιμο (negotiable brokerage commissions). Επιπλέον, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσίασαν αύξηση τις ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μείωση τις ημέρες μετά από αυτήν. Αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας, αλλά σύμφωνες με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρουσίασαν θετική συσχέτιση με τη μερισματική απόδοση. Όσον αφορά τις μη φορολογήσιμες διανομές, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) βρήκαν θετικές σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις ημέρες –5 έως + 2 ίσες με 2.38%, αλλά αρνητικό σωρευτικό υπερβάλλων όγκο συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Karpoff και Walkling (1988) εξέτασαν τη σχέση μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του κόστους συναλλαγών για όλες τις

[28] Η διαφορά της μεθόδου ημερολογιακού χρόνου από αυτή της χρονικού γεγονότος είναι ότι στην πρώτη οι εταιρείες που έχουν κοινή ημέρα αποκοπής καταχωρούνται σε ένα χαρτοφυλάκιο και υπολογίζονται ως μία παρατήρηση και έτσι αποφεύγεται το πρόβλημα του φαινομένου χρονικής συσσώρευσης (time clustering).

εταιρίες του NYSE που διένειμαν μέρισμα την περίοδο 1964-1985. Σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982), για τις μετοχές που είναι στο στόχαστρο των κερδοσκόπων, πρέπει να υπάρχει μια θετική (αρνητική) σχέση μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων (του λόγου ΔP/D) και του κόστους συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αφού μία μείωση του κόστους συναλλαγών διευκολύνει τους κερδοσκόπους στην αποκόμιση κερδών από περισσότερες μετοχές. Οι Karpoff και Walkling (1988) υπολόγισαν με τέσσερις διαφορετικούς τρόπους το κόστος συναλλαγών: α) με τον αντίστροφο του λόγου της τιμής της μετοχής στα τέλη του προηγούμενου μήνα πριν τον μήνα αποκοπής του μερίσματος (inverse of the price of the stock, measured at the end of the month prior to the ex-dividend month), β) με την αγοραία αξία της μετοχής (the market value of the firm's common stock), γ) με το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης (the bid-ask spread) και δ) με την τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής (the standard deviation of the stock returns). Χρησιμοποιήθηκαν εβδομαδιαία στοιχεία για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων με βάση το υπόδειγμα του ενός παράγοντα:

$$R_{jw} = a_{jq} + \beta_{jq}R_{mw} + v_{jt,}\ w = t-53,\ldots,t-2. \qquad (2.11)$$

Οι Karpoff και Walkling (1988) διαπίστωσαν ότι οι συναλλαγές των κερδοσκόπων είχαν επιπτώσεις στις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και ειδικότερα στις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλό κόστος συναλλαγών (μετά την είσοδο των διαπραγματεύσιμων προμηθειών του Μάιου του 1975). Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, δηλαδή, τα οφέλη (κέρδη) των κερδοσκόπων αυξανόταν με το μέγεθος του μερίσματος και μειωνόταν με το μέγεθος του κόστους συναλλαγών.

Ο σκοπός της μελέτης του Grammatikos (1989) ήταν διττός. Πρώτος στόχος του ήταν να εξετάσει τις επιπτώσεις της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1984[29] (1984 TRA) στις δραστηριότητες των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης και ο δεύτερος στόχος του ήταν να επανεξετάσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με αναφορά στο επίπεδο κινδύνου που αντιμετώπιζαν πια οι παραπάνω επενδυτές ως αποτέλεσμα της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1984. Σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, η μεταρρύθμιση θα αποθάρρυνε τη

[29]Ο κυριότερος σκοπός της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1984 ήταν να αυξηθεί ο κίνδυνος ή/και να μειωθεί η απόδοση του μερίσματος στις συναλλαγές των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με το νέο φορολογικό κώδικα, η ελάχιστη περίοδος παρακράτησης της μετοχής για το δικαίωμα στην απαλλαγή από φόρο του 85% του εισοδήματος από μερίσματα επεκτάθηκε από 16 στις 46 ημέρες.

δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων με αποτέλεσμα την πτώση του λόγου ΔP/D και την αύξηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Το δείγμα αποτελούνταν από μετοχές του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1975-1985. Για να ερευνήσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ο Grammatikos (1989) υπολόγισε τον κλασσικό λόγο ΔP/D, τον προσαρμοσμένο λόγο ΔP/D με το δείκτη της αγοράς ($\frac{P_c - P_e/(1+R_m)}{D}$), τις μέσες προσαρμοσμένες αποδόσεις ($R_i - \overline{R_i}$) (mean-adjusted returns) και τις προσαρμοσμένες αποδόσεις με το δείκτη της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($R_i - R_m$) (market-adjusted returns).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι ο λόγος ΔP/D (ο προσαρμοσμένος λόγος ΔP/D) από 0,877 (0,937) πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση μειώθηκε σε 0,796 (0,779) μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1984. Η πτώση αυτή επηρέασε περισσότερο τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Τέλος, οι μέσες προσαρμοσμένες υπερβάλλουσες αποδόσεις (οι προσαρμοσμένες με το δείκτη της αγοράς υπερβάλλουσες αποδόσεις) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αυξήθηκαν από 0,082% (0,023%) σε 0,157% (0,252%) μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1984.

Ο Michaely (1991) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά από την ισχύ της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986[30]. Το δείγμα της μελέτης του περιλάμβανε στοιχεία για όλες τις εταιρίες του NYSE που διένειμαν μέρισμα κατά τη διάρκεια της περιόδου 1986-1989. Για την επίλυση του προβλήματος της ετεροσκεδαστηκότητας, ο Michaely (1991) προσάρμοσε το λόγο ΔP/D με τις μεταβολές του δείκτη της αγοράς, υπολογίζοντας την απόδοση του είτε με το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων, είτε με υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985). Σύμφωνα με τη υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, ο λόγος ΔP/D θα πρέπει να αυξηθεί μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 ως αποτέλεσμα της εξάλειψης της διαφοράς στους φορολογικούς συντελεστές του εισοδήματος από μερίσματα και υπεραξίες των μεμονωμένων επενδυτών. Τα αποτελέσματα, όμως, έδειξαν ότι ο λόγος ΔP/D παρέμεινε σταθερός και μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 και μάλιστα ήταν ίσος με τη μονάδα και στις δύο περιόδους, απορρίπτοντας τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Αντίθετα, ο Michaely (1991) υποστήριξε πως η δραστηριότητα των κερδοσκόπων είναι αυτή που καθορίζει

[30] Για τους εταιρικούς επενδυτές, η φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 (TRA86) είχε σαν αποτέλεσμα να μειώσει το πόσο της φοροαπαλλαγής των εισοδημάτων από μερίσματα από 85% το 1986 σε 80% το 1987 και σε 70% σε 1988. Επίσης, ο φορολογικός συντελεστής των εταιρειών μειώθηκε από 46% το 1986 σε 40% το 1987 και 34% σε 1988, με αποτέλεσμα, οι φορολογικοί συντελεστές των εισοδημάτων από μερίσματα και υπεραξίες να οι ίδιοι για μια μεγάλη κατηγορία επενδυτών, όπως είναι αυτή των εταιρειών.

τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξαλείφοντας οποιαδήποτε εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων.

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από 28 δημόσιες εταιρίες κοινής ωφέλειας (public utilities) και 636 εταιρείες του NYSE για τα (μεμονωμένα) έτη 1984 και 1988 και υιοθετώντας μη παραμετρική προσέγγιση, οι Hearth and Rimbley (1993) εξέτασάν την επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στο λόγο ΔP/D και επιβεβαίωσαν τα αποτελέσματα του Michaely (1991) για τη μη υποστήριξη της επίδρασης της φορολογίας στον καθορισμό του λόγου ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επίσης, αντίθετα με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και μερισματικής απόδοσης) οι Hearth and Rimbley (1993) δεν βρήκαν καμία συστηματική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης.

Οι Bowers και Fehrs (1995) εξέτασαν την επίδραση της ανακοίνωσης (αναγγελίας) διανομής μερίσματος καθώς επίσης και την επίδραση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών για ένα δείγμα εταιριών του NYSE για την περίοδο από την 1η Ιουλίου 1976 έως την 1η Φεβρουαρίου 1987. Οι Bowers και Fehrs (1995) υπολόγισαν τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) με βάση το υπόδειγμα της αγοράς και το σωρευτικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών (ln[CAR]) με βάση τη προσέγγιση των Ajinkya and Jain (1989) για διάφορες περιόδους από την ημέρα ανακοίνωσης (αναγγελίας) διανομής μερίσματος έως την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι η ύπαρξη θετικών υπερβαλλουσών αποδόσεων και θετικού υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών διατηρούνταν για όλο το διάστημα από την ημέρα αναγγελίας έως την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις και ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών ήταν θετικά συσχετισμένοι με τη μερισματική απόδοση και αντίστροφα συσχετισμένοι με τη διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαίωναν τη δραστηριότητα των κερδοσκόπων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Έτσι, οι κερδοσκόποι αγόραζαν μετοχές αρκετό καιρό πριν την ημέρα αποκοπής με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος και έπειτα πουλούσαν τις μετοχές την ημέρα αποκοπής (στρατηγική της παρακράτησης του μερίσματος), ωθώντας προς τα πάνω τον όγκο συναλλαγών και την τιμή της μετοχής για ένα διάστημα πριν την ημέρα αποκοπής (effects of dividend buying pressure).

Ο Siddiqi (1997) εξέτασε επίσης την επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 (TRA 86) στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το δείγμα του αποτελούνταν από μετοχές των εταιριών του NYSE που διένειμαν μέρισμα για την περίοδο 1987-1988. Ο Siddiqi (1997) υποστήριξε πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του

μερίσματος καθορίζονται από διαφορετικές ομάδες επενδυτών, με αποτέλεσμα η επίδραση της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 να είναι διαφορετική για κάθε ομάδα. Πιο συγκεκριμένα, υπέθεσε πως για τους επενδυτές με μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (long-term traders) οι αποδόσεις των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα είναι μικρότερες μετά την ισχύ της μεταρρύθμισης, ενώ για τους κερδοσκόπους οι αποδόσεις θα είναι μεγαλύτερες. Επακόλουθο της μείωσης του μέγιστου εταιρικού φορολογικού συντελεστή εισοδήματος και της εξάλειψης της φορολογικής απαλλαγής κάποιων εταιριών που προέβλεπε η μεταρρύθμιση, θα ήταν η μείωση της μερισματικής απόδοσης των εταιριών των ΗΠΑ, με τελικό αποτέλεσμα την αύξηση των αποδόσεων αυτών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μετά την εφαρμογή της μεταρρύθμισης. Επιπλέον, ο Siddiqi (1997) υποστήριξε ότι οι μετοχές με χαμηλό κόστος συναλλαγών και χαμηλό κίνδυνο ήταν πάντοτε υποψήφιοι στόχοι για τους κερδοσκόπους και κατά συνέπεια η μεταρρύθμιση θα επέφερε μια αύξηση των αποδόσεων για αυτήν την κατηγορία. Τα αποτελέσματα, εν μέρει, υποστήριξαν τις παραπάνω υποθέσεις. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες για τις μετοχές που είχαν μικρό κόστος συναλλαγών και χαμηλό μη συστηματικό κίνδυνο (το αντίθετο συνέβαινε για τις μετοχές με υψηλό μη συστηματικό κίνδυνο), ενώ για τις μετοχές με υψηλό κόστος συναλλαγών τα αποτελέσματα δεν ήταν ξεκάθαρα.

Οι Koski και Scruggs (1998) ανέλυσαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, χρησιμοποιώντας στοιχεία από 144 εταιρίες του NYSE για την περίοδο από τον Νοέμβριο του 1990 μέχρι τον Ιανουάριο του 1991. Στόχος των Koski και Scruggs (1998) ήταν να διακρίνουν τη βραχυχρόνια εμπορική δραστηριότητα των επαγγελματιών της αγοράς (π.χ. χρηματιστές, έμποροι χρεογράφων) από αυτή των (φορολογήσιμων) εταιριών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι πρώτοι αντιμετώπιζαν τους ίδιους φορολογικούς συντελεστές για τα εισοδήματα τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη και, γενικά, χαμηλό κόστος συναλλαγών, ενώ οι δεύτεροι αντιμετώπιζαν χαμηλότερους φορολογικούς συντελεστές για τα εισοδήματα τους από μερίσματα σε σχέση με αυτά από κεφαλαιακά κέρδη, με συνέπεια να υπάρχει μια θετική προδιάθεση από πλευράς τους για την παρακράτηση των μερισμάτων. Εάν το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος είναι μεγαλύτερο από την κεφαλαιακή ζημιά, οι επαγγελματίες της αγοράς προβαίνουν σε αγορά την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε πώληση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (long-position dividend capture), ενώ αν το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος είναι μικρότερο από την κεφαλαιακή ζημιά, οι επαγγελματίες της αγοράς προβαίνουν σε πώληση την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε αγορά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (short-position dividend capture). Αντίθετα, οι εταιρίες, λόγω και της προδιάθεσης για την παρακράτηση του μερίσματος, προβαίνουν πάντοτε σε αγορά την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε πώληση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Koski και Scruggs (1998) βρήκαν στατιστικά σημαντικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος λόγω της δραστηριοποίησης των επαγγελματιών της αγοράς γύρω από τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλό κόστος συναλλαγών (μετρούμενο από το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης). Αποτέλεσμα ήταν οι επαγγελματίες της αγοράς να προβαίνουν σε πώληση των μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και σε αγορά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Koski και Scruggs (1998) βρήκαν επίσης (λιγότερο στατιστικά σημαντικό) υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών και για τις εταιρίες που επιδίωκαν την παρακράτηση του μερίσματος, αλλά όχι όμως και την παρουσία πελατειών κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) εξέτασαν τη διαχρονική συμπεριφορά των τιμών των μετοχών με υψηλή μερισματική απόδοση που ήταν στόχος των κερδοσκόπων κατά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ειδικότερα, επανεξέτασαν και επέκτειναν τα αποτελέσματα των Eades, Hess και Kim (1994) για ένα δείγμα εταιρειών του NYSE που διένειμαν μέρισμα από τις 7 Ιουλίου 1962 έως τις 31 Δεκεμβρίου 1994, χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία. Οι Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) διαπίστωσαν ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών με υψηλή μερισματική απόδοση ήταν, κατά μέσον όρο, θετικές πριν από τον Μάιο του 1975 (περίοδος σταθερών χρηματιστηριακών προμηθειών), ενώ ήταν αρνητικές για τα έτη μετά την εισαγωγή των διαπραγματεύσιμων προμηθειών (negotiable commissions) (Μάιος του 1975), όπως προέβλεπε η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Επίσης, διαπίστωσαν ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών ήταν αρνητικές (θετικές) όταν το κόστος συναλλαγών και ο κίνδυνος ήταν μικρότεροι (μεγαλύτεροι). Με άλλα λόγια, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών ήταν αρνητικές όταν το φορολογικό πλεονέκτημα των εισοδημάτων από μερίσματα ήταν μεγαλύτερο και θετικές όταν οι μετοχές είχαν μικρή μερισματική απόδοση και λιγότερη ρευστότητα, με αποτέλεσμα να αποθαρρύνουν τους κερδοσκόπους να δραστηριοποιηθούν.

2.2.1.1.3. Η Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών (the Price discreteness Hypothesis)

Ο Dubofsky (1992) χρησιμοποίησε ένα δείγμα εταιριών εισηγμένων στο NYSE και στο AMEX που διένειμαν μέρισμα τοις μετρητοίς (cash dividend) καθώς και μέρισμα με τη μορφή μετοχών (stock dividend) για την περίοδο από τις 2 Ιουλίου 1962 έως τις 31 Δεκεμβρίου 1987 προκειμένου να εξετάσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο Dubofsky (1992) χρησιμοποίησε δύο τρόπους για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Πρώτα υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις ως τη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του μέσου όρου των 60 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής.

Επίσης, υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις ως τη διαφορά μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του ισοσταθμικού (equally-weighted) δείκτη της αγοράς (CRSP) την ημέρα αποκοπής. Τα αποτελέσματα της μελέτης του Dubofsky (1992) υποστήριξαν την υπόθεση της διακριτότητας των τιμών των μετοχών. Υπήρξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις μετοχές που διένειμαν μερίσματα ίσα με 0,125, 0,25, 0,375, και 0,50 δολάρια απ' ό,τι οι μετοχές με μερίσματα μεγαλύτερα από τα ποσά αυτά. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις μετοχές που διένειμαν πολύ μικρά μερίσματα, μικρότερα από 0,06 δολάρια ανά μετοχή, ήταν χαμηλές για τις μετοχές του NYSE και αρνητικές για τις μετοχές του AMEX.

Οι Bali και Hite (1998) εξήγησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στηριζόμενοι στην υπόθεση της διακριτότητας των τιμών των μετοχών. Η μελέτη τους αφορούσε εταιρίες εισηγμένες στο NYSE και AMEX που διένειμαν μερίσματα τοις μετρητοίς καθώς και μη φορολογήσιμες διανομές (όπως μερίσματα με τη μορφή μετοχών και διασπάσεις μετοχών) για την περίοδο από τις 2 Ιουλίου του 1962 έως τις 31 Δεκεμβρίου του 1994. Σύμφωνα με τους Bali και Hite (1998), επειδή οι τιμές των μετοχών έχουν ως βήμα τιμής (ελάχιστη δυνατή μεταβολή) το 1/8 του δολαρίου (0,125 δολάρια), ενώ τα μερίσματα μπορούν να μεταβάλλονται σε μικρότερες τιμές, όταν το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος δεν είναι πολλαπλάσιο του 1/8 του δολαρίου, τότε θα κείτεται (βρίσκεται) μεταξύ δύο διαδοχικών βημάτων τιμής. Στην περίπτωση αυτή, η αγορά επιθυμεί να γίνει στρογγυλοποίηση είτε προς τα πάνω στο ακριβώς από πάνω βήμα τιμής, είτε προς τα κάτω στο ακριβώς από κάτω βήμα τιμής ή τέλος στο πλησιέστερο βήμα τιμής. Όμως, κανείς επενδυτής δεν θα επιθυμούσε να πληρώσει μία τιμή μεγαλύτερη από αυτή του μερίσματος και συνεπώς, η στρογγυλοποίηση θα γίνεται εκ των πραγμάτων πάντα προς τα κάτω. Οι Bali και Hite (1998) παρατήρησαν πως η «διακριτότητα» των τιμών παίζει λιγότερο σημαντικό ρόλο όσο το ποσό του μερίσματος αυξάνεται και συνεπώς, ο λόγος ΔP/D θα πρέπει να πλησιάζει όλο και περισσότερο τη μονάδα. Τέλος, προέβλεψαν πως η πτώση των τιμών από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής θα πρέπει να είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος, αλλά μεγαλύτερη ή ίση του μερίσματος μείον ένα.

Τα αποτελέσματα δικαίωσαν τις προβλέψεις των Bali και Hite (1998). Για τις εταιρίες που διένειμαν μέρισμα τοις μετρητοίς ο λόγος ΔP/D ήταν ίσος με 0,7656, ενώ για τις εταιρίες που διένειμαν μέρισμα με τη μορφή μετοχών και προέβησαν σε διασπάσεις μετοχών ο λόγος ΔP/D ήταν ίσος με 0,8626. Οι Bali και Hite (1998) απέδωσαν τη διαφορά στους δύο λόγους στο γεγονός ότι το διανεμηθέν ποσό στην δεύτερη περίπτωση ήταν μεγαλύτερο και η «διακριτότητα» έπαιζε λιγότερο σημαντικό ρόλο. Τέλος, οι Bali και Hite (1998) διαπίστωσαν πως η υπόθεση της

επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) δεν ήταν αποκλειστικά αντικρουόμενη με αυτή της διακριτότητας των τιμών, αλλά συμπληρωματική.

Οι Cloyd, Zhen Li και Weaver (2004) ανέλυσαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά την περίοδο δεκαδικοποίησης (decimalization) του συστήματος τιμών[31] του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (NYSE) στις αρχές του 2001 καθώς επίσης και την εξίσωση των φορολογικών συντελεστών εισοδήματος από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη τον Μάιο του 2003. Δεδομένου ότι η δεκαδικοποίηση του συστήματος τιμών μειώνει το κόστος συναλλαγών, οι Cloyd, Zhen Li και Weaver (2004) υπέθεσαν πως η θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μερισματικής απόδοσης θα ήταν μικρότερη μετά την περίοδο δεκαδικοποίησης. Το ίδιο υπέθεσαν και στην περίπτωση εξάλειψης της διαφοράς των φορολογικών συντελεστών για τα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη 1999 έως 2003 και το δείγμα αποτελούνταν από μετοχές που διένειμαν μέρισμα μεγαλύτερο από 50 σεντς. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τις υποθέσεις των Cloyd, Zhen Li και Weaver (2004). Συγκεκριμένα, η θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μερισματικής απόδοσης ήταν μικρότερη μετά την περίοδο δεκαδικοποίησης και ακόμη μικρότερη μετά την περίοδο εξίσωσης των φορολογικών συντελεστών για τα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαίωναν τις υποθέσεις της διακριτότητας των τιμών των μετοχών και της επίδρασης της φορολογίας.

Οι French, Varson και Moon (2005) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις εταιρίες του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1989-1996. Ο υπολογισμός της αξίας των εταιρικών χρεογράφων έγινε με βάση τον τύπο αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων των Black και Scholes (1973). Οι French, Varson και Moon (1999) παρατήρησαν ότι το συνολικό δείγμα των μετοχών (40.251) εμφάνιζε μια μέση πτώση των τιμών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής ίση με 77% του διανεμηθέντος μερίσματος ($\Delta P/D=0,77$). Για την περαιτέρω διερεύνηση του φαινομένου, οι French, Varson και Moon (1999) χώρισαν το δείγμα τους σε εταιρίες χωρίς μακροπρόθεσμο χρέος και σε εταιρίες με μακροπρόθεσμο χρέος (υπολογισμένο βάσει του λόγου χρέους προς συνολική αξία – debt to total value ratio). Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι μετοχές των εταιρειών χωρίς μακροπρόθεσμο χρέος παρουσίαζαν λόγο $\Delta P/D =1$ (πτώση των τιμών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος ίση με το 100 τοις

[31] Το βήμα τιμής μειώθηκε από 1/16 του δολαρίου σε 1 σέντ.

εκατό του ποσού του μερίσματος) και υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ίσες με μηδέν, ενώ οι μετοχές των εταιριών με μακροπρόθεσμο χρέος παρουσίαζαν λόγο ΔP/D =0,74 (πτώση των τιμών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος ίση με το 74% του ποσού του μερίσματος) και υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ίσες με 0,172%. Η διαστρωματική παλινδρόμηση απέδειξε πως υπήρχε μια θετική συσχέτιση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων (εξαρτημένη μεταβλητή) και επιπέδου μακροπρόθεσμου χρέους. Με άλλα λόγια, η ύπαρξη μόχλευσης στα κεφάλαια της εταιρίας ήταν συνυπεύθυνη για τη μικρότερη ποσοστιαία πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα. Δύο άλλοι σημαντικοί παράγοντες για αυτήν την πτώση ήταν, σύμφωνα με τους French, Varson και Moon, η ύπαρξη του βήματος τιμής (0,125 δολάρια) όπως επίσης η ύπαρξη κόστους συναλλαγών (μετρούμενου από τον όγκο συναλλαγών).

Οι Jakob και Ma (2006) εξέτασαν κατά πόσο η διαφορετική φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη ή η διακριτότητα των τιμών των μετοχών καθόριζαν την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη από το 1962 έως το 1994 όπου το βήμα τιμής (tick size) ήταν ίσο με το 1/8 του δολαρίου. Οι Jakob και Ma (2006) γνωρίζοντας την ισχυρή συσχέτιση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και του μεγέθους του μερίσματος, διαχώρισαν το εξεταζόμενο δείγμα τους σε χαρτοφυλάκια με βάση τη μερισματική απόδοση. Έτσι διερεύνησαν κατά πόσο η μερισματική απόδοση ή το ποσό του μερίσματος παίζουν το ουσιαστικότερο ρόλο στον καθορισμό των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στην περίπτωση που η μερισματική απόδοση ήταν αυτή που καθόριζε τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος τότε θα επιβεβαιωνόταν η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Σε αντίθετη περίπτωση θα επιβεβαιωνόταν η υπόθεση της διακριτότητας των τιμών. Τα αποτελέσματα τελικά επιβεβαίωσαν την υπόθεση της διακριτότητας των τιμών του Dubofsky (1992).

2.2.1.2. Μελέτες για την Αγορά του Καναδά

Στην ενότητα αυτή αναφέρονται οι κυριότερες μελέτες που έχουν διεξαχθεί στον Καναδά για την εξήγηση του φαινομένου της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι μελέτες αναφέρονται με χρονολογική σειρά από την παλιότερη στη νεότερη. Εκτός από μία μελέτη [Booth και Johnston (1984)], όλες οι υπόλοιπες μελέτες επιβεβαιώνουν την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

Οι Lakonishok και Vermaelen (1983) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Τορόντο (TSE) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τα έτη 1971

και 1972. Το 1971 θεσπίστηκε μια φορολογική μεταρρύθμιση που τέθηκε σε ισχύ το 1972 και είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας ενός δολαρίου από εισόδημα από μέρισμα σε σχέση με το εισόδημα από κεφαλαιακά κέρδη για όλους τους φορολογήσιμους επενδυτές του Καναδά[32]. Συνεπώς, η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) προέβλεπε μια μεγαλύτερη ποσοστιαία πτώση των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής (ΔP) και ένα λόγο ΔP/D μεγαλύτερο το 1972 σε σχέση με το 1971. Την ίδια στιγμή, η φορολογική μεταρρύθμιση του 1971 μείωνε τα πιθανα κέρδη των κερδοσκόπων (λόγω της επιβολής φόρου στα κεφαλαιακά κερδη για πρώτη φορά). Συνεπώς, η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών προέβλεπε μια μικρότερη ποσοστιαία πτώση των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος και ένα λόγο ΔP/D μικρότερο το 1972 σε σχέση με το 1971.

Για τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D, οι Lakonishok και Vermaelen (1983) χρησιμοποίησαν τιμές κλεισίματος για τις τιμές των μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές κλεισίματος και ανοίγματος για τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προσαρμόστηκαν για μεταβολές της αγοράς με το δείκτη Toronto Stock Exchange 300 Index. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των Lakonishok και Vermaelen (1983) έδειξαν πως ο λόγος ΔP/D ήταν μικρότερος το 1972 σε σχέση με το 1971 (με οποιαδήποτε τρόπο υπολογισμού του λόγου ΔP/D). Τα αποτελέσματα αυτά απέρριπταν την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) και επιβεβαίωναν την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982). Επίσης, υπήρξε η θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και μερισματικής απόδοσης που προέβλεπε η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Ωστόσο, οι Lakonishok και Vermaelen (1983) υποστήριξαν πως η σχέση αυτή ήταν λιγότερο ισχυρή απ' ότι στην περίπτωση των μετοχών στις ΗΠΑ.

Η μελέτη των Booth και Johnston (1984) επανεξέτασε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Τορόντο (TSE) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τέσσερις φορολογικές περιόδους[33] που έλαβαν χώρα στον Καναδά: 1970-71, 1972-76, 1977 και

[32] Από το 1949 μέχρι και πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1971, τα εισοδήματα από μερίσματα στον Καναδά είχαν μείωση φόρου (tax credit for dividend income) ίση με 20%. Μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1971, τα εισοδήματα από μερίσματα προσαυξάνονταν κατά 1/3 για τον υπολογισμό του φόρου και η μείωση φόρου υπολογίζονταν επί του εισοδήματος από μερίσματα συν την προσαύξηση. Το σύστημα υπολογισμού αυτό των εισοδημάτων από μερίσματα εφαρμόζεται μόνο για μεμονωμένους επενδυτές. Για εταιρίες που λαμβάνουν μερίσματα από συμμετοχές σε άλλες εταιρίες, τα εισοδήματα από μερίσματα απαλλάσσονται από κάθε φόρο. Επίσης, η φορολογική μεταρρύθμιση του 1971 κατήργησε όλες τις μειώσεις για τους τοπικούς φόρος, ενώ οι ομοσπονδιακοί φόροι μειώθηκαν και οι τοπικοί έγιναν ως ποσοστό των ομοσπονδιακών φόρων. Τέλος, για πρώτη φορά επιβλήθηκε φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών ίσο με το μισό του συντελεστή φόρου εισοδήματος.

[33] Πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1971, τα εισοδήματα από μερίσματα στον Καναδά είχαν μείωση φόρου (tax credit for dividend income) ίση με 20%. Μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1971, τα εισοδήματα από μερίσματα

1978-1980. Ειδικότερα, οι Booth και Johnston (1984) προσπάθησαν να καθορίσουν τους οριακούς φορολογικούς συντελεστές για τον Καναδά, όπως έπραξαν οι Elton και Gruber (1970) για τις ΗΠΑ. Χρησιμοποίησαν τιμές κλεισίματος για την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγοντας και κλεισίματος (προσαρμοσμένες με τις μεταβολές της αγοράς και απροσάρμοστες) για την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Εντούτοις, οι Booth και Johnston (1984) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο υπολογισμός του προσαρμοσμένου λόγου ΔP/D με τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποτελεί το καλύτερο δυνατό μέτρο. Τέλος, απέκλεισαν από το δείγμα τους τις εταιρίες που διένειμαν πολύ μικρά μερίσματα (κάτω από 12,5 Καναδικά σέντς). Ένα χαρακτηριστικό των εταιριών του Καναδά ήταν πως για την εξεταζόμενη περίοδο (1970-1980) το 81% των συναλλαγών διενεργούνταν από μεμονωμένους επενδυτές (και το υπόλοιπο από θεσμικούς), ενώ στις ΗΠΑ μόνο το 26% από μεμονωμένους επενδυτές. Επίσης, για την εξέταση της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, οι Booth και Johnston (1984) διέκριναν τις Καναδικές εταιρίες που ήταν εισηγμένες μόνο στο Χρηματιστήριο του Τορόντο και σε αυτές που ήταν παράλληλα εισηγμένες και σε χρηματιστήρια των ΗΠΑ. Οι τιμές των μετοχών των τελευταίων επηρρεαζόταν κυρίως από τους Αμερικανούς επενδυτές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και συνεπώς, οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις που λάμβαναν χώρα στον Καναδά δεν θα τις επηρέαζαν (υπόθεση της εθνικής πελατείας - nationality clientele hypothesis).

Τα εμπειρικά συμπεράσματα έδειξαν ότι η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών δεν μπορούσε να εξηγήσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Booth και Johnston (1984) ισχυρίστηκαν πως οι Lakonishok και Vermaelen (1983) οδηγήθηκαν σε αντίθετα αποτελέσματα εξαιτίας της λαθασμένης επιλογής του δείγματός τους και του τρόπου υπολογισμού του λόγου ΔP/D. Αντίθετα, οι Booth και Johnston (1984) βρήκαν στοιχεία υπέρ της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας (ο λόγος ΔP/D κυμαίνονταν για όλη την περίοδο από 0,403 έως 0,491). Ωστόσο, δεν βρήκαν ενδείξεις υπέρ της κλασσικής υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων για τις εταιρίες που ήταν εισηγμένες μόνο στο Χρηματιστήριο του Τορόντο, παρά μόνο ενδείξεις για την υπόθεση της εθνικής (Καναδικής) πελατείας για τις διπολοεισηγμένες εταιρίες. Τα αποτελέσματα αυτά οδήγησαν τους Booth και Johnston (1984) να συμπεράνουν ότι διαφορετικές ομάδες επενδυτών επηρεάζουν τις δύο παραπάνω κατηγορίες μετοχών.

προσαυξάνονταν κατά 1/3 (33,3%) για τον υπολογισμό του φόρου και η μείωση φόρου υπολογίζονταν επί του εισοδήματος από μερίσματα συν την προσαύξηση. Από το 1978 η προσαύξηση στο εισόδημα από μερίσματα έγινε 50% και η μείωση φόρου 25%. Το 1977 ήταν μεταβατικό έτος όπου η προσαύξηση στο εισόδημα από μερίσματα έπεσε πάλι στο 33,3% και η μείωση φόρου στο 18,75%.

Οι Athanassakos και Fowler (1993) εξέτασαν τις υποθέσεις της επίδρασης της φορολογίας και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών χρησιμοποιώντας μια τροποποιημένη έκδοση του υποδείγματος της καθυστέρησης και επιτάχυνσης των συναλλαγών (model of delay and acceleration of trade) όπως αυτό αναπτύχθηκε από τους Green (1980) και Grundy (1985). Η υιοθέτηση του μοντέλου της καθυστέρησης και επιτάχυνσης των συναλλαγών έγινε λόγω των πολλών αλλαγών στη φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, αλλά και στο κόστος συναλλαγών[34] που πραγματοποιήθηκαν για την εξεταζόμενη περίοδο (1 Ιανουαρίου 1970 έως τις 30 Ιουνίου 1984). Σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970), εάν οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης ήταν οι οριακοί επενδυτές, τότε οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου του Τορόντο θα επηρεάζονταν από τις αλλαγές στους συντελεστές φορολόγησης των μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών που συντελέστηκαν όλα αυτά τα έτη και δεν θα επηρεάζονταν από τις αλλαγές στο κόστος συναλλαγών. Σύμφωνα δε με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982), εάν οι επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης ήταν οι οριακοί επενδυτές, τότε οι τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου του Τορόντο θα επηρεάζονταν μόνο από τις αλλαγές στο κόστος συναλλαγών.

Τα αποτελέσματα ήταν αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970), αλλά σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982). Πιο συγκεκριμένα, οι συναλλαγές των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (κερδοσκόπων) κυριαρχούσαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ειδικότερα για τις μετοχές που παρουσίαζαν υψηλή μερισματική απόδοση και σε περιόδους όπου η διαφορά των συντελεστών φορολόγησης των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών ήταν μεγάλη και το κόστος συναλλαγών ήταν μικρό. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι όσο υψηλότερη ήταν η μερισματική απόδοση των μετοχών, τόσο μεγαλύτερες ήταν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις τους την ημέρα αποκοπής.

Ο Athanassakos (1996) μελέτησε τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος για τις εταιρίες του Καναδά για την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 1970 έως τις 30 Ιουνίου 1984. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, έλαβαν χώρα άνω των τεσσάρων φορολογικών μεταρρυθμίσεων στον Καναδά που οδήγησαν στη σταδιακή μείωση της διαφοράς των φορολογικών συντελεστών των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών και στη μείωση του κόστους συναλλαγών. Οι δύο ανταγωνιστικές υποθέσεις των Elton και Gruber (1970) και του Kalay (1982) προσέφεραν διαφορετικές προβλέψεις σχετικά με τη συμπεριφορά του

[34] Το κόστος συναλλαγών στον Καναδά μειώθηκε μετά το 1983 όταν και έγινε πλήρως διαπραγματεύσιμο για τους επενδυτές.

όγκου συναλλαγών για αυτές τις αλλαγές. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας πρόβλεπε ότι εάν οι οριακοί επενδυτές είναι οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης, τότε δεν θα πρέπει να υπάρξει υπερβάλλων όγκος συναλλαγών γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος, ανεξάρτητα από το ύψος των φόρων στα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη και του κόστους συναλλαγών. Από την άλλη πλευρά, όσο οι συντελεστές φορολόγησης των εισοδημάτων από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη συγκλίνουν, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα μειώνονται. Αντίθετα, η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών πρόβλεπε ότι εάν οριακοί επενδυτές είναι οι επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης, τότε θα πρέπει να υπάρξει υπερβάλλων όγκος συναλλαγών γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος. Από την άλλη πλευρά, όσο το κόστος συναλλαγών μειώνεται, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις επίσης θα μειώνονται. Υιοθετώντας τον τρόπο υπολογισμού του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών των Lakonishok και Vermaelen (1986), ο Athanassakos (1996) υπολόγισε τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών[35] για μια περίοδο έντεκα ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5, + 5). Τα αποτελέσματα διέψευσαν τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας και επιβεβαίωσαν αυτές της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

Οι Bauer, Beveridge και Sivakumar (2002) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Τορόντου την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου 1986-1999. Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, συνέβησαν αρκετές αλλαγές στη φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Συγκεκριμένα, για την περίοδο 1986-1989, τα μερίσματα φορολογούνταν με μεγαλύτερο συντελεστή απ' ότι τα κεφαλαιακά κέρδη, ενώ για την περίοδο 1990-1999, τα μερίσματα φορολογούνταν με χαμηλότερο συντελεστή απ' ότι τα κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, ο λόγος ΔP/D θα έπρεπε να αυξηθεί και να γίνει μεγαλύτερος από τη μονάδα για την περίοδο 1990-1999. Επιπλέον, στις 15 Απριλίου του 1996, το Χρηματιστήριο του Τορόντου υιοθέτησε το δεκαδικό σύστημα προσδιορισμού των τιμών των μετοχών (decimalization), με αποτέλεσμα να πέσει το βήμα τιμής από 5 σέντς σε 1 σέντ για τις μετοχές που εμπορεύονταν μεταξύ 3 και 5 δολαρίων και από 12,5 σέντς σε 5 σέντς για τις μετοχές που εμπορεύονταν πάνω από 5 δολάρια. Σύμφωνα με την υπόθεση της διακριτότητας των τιμών των μετοχών, ο λόγος ΔP/D θα έπρεπε να αυξηθεί μετά τις 15 Απριλίου 1996 και να συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος του μερίσματος (και όχι με τη μερισματική απόδοση).

[35] Ο Athanassakos υπολόγισε τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών αφαιρώντας τον κανονικό όγκο συναλλαγών από τον καθημερινό όγκο συναλλαγών. Ο κανονικός όγκος συναλλαγών υπολογίστηκε με τη σειρά του ως ο μέσος όρος για μια περίοδο 33 ημερών μετά την αποκοπή του μερίσματος (+11, +43). Τέλος, ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών διαιρέθηκε προς την τυπική απόκλιση για να βρεθεί ο τυποποιημένος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών.

Οι Bauer, Beveridge και Sivakumar (2002) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα διέψευσαν τις προβλέψεις των υποθέσεων της επίδρασης της φορολογίας και της διακριτότητας των τιμών. Πιο συγκεκριμένα, ο λόγος ΔP/D ήταν 0,450 για όλη την εξεταζόμενη περίοδο, 0,404 για την περίοδο 1986-1989 και 0,473 για την περίοδο 1990-1999. Συνεπώς, οι αλλαγές στη φορολογία δεν επηρέασαν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επίσης, τα αποτελέσματα δεν επιβεβαίωσαν ούτε και την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (πρόβλεψη για θετική σχέση μεταξύ ΔP/D και μερισματικής απόδοσης για την περίοδο 1986-1989 και αρνητική για την περίοδο 1990-1996). Τέλος, για την περίοδο μετά την υιοθέτηση του δεκαδικού συστήματος προσδιορισμού των τιμών των μετοχών από το Χρηματιστήριο του Τορόντου, ο λόγος ΔP/D όχι μόνο δεν αυξήθηκε, αλλά αντίθετα έπεσε από 0,461 σε 0,450 για την περίοδο μετά τις 15 Απριλίου του 1996. Συνεπώς, ούτε η υπόθεση της διακριτότητας των τιμών κατέστη δυνατό να εξηγήσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Bauer, Beveridge και Sivakumar (2002) άφησαν το ζήτημα ανοικτό για περαιτέρω έρευνα, υπονοώντας ότι ίσως η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (μη εξεταζόμενη σε αυτήν τη μελέτη) να μπορούσε να εξηγήσει τη συμπεριφορά τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στον Καναδά.

2.2.1.3. Μελέτες για την Αγορά της Μεγάλης Βρετανίας

Οι Poterba και Summers (1984) μελέτησαν την επίδραση των φόρων στα εισοδήματα από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη Μεγάλη Βρετανία[36]. Στη Μεγάλη Βρετανία έλαβαν χώρα δύο σημαντικές αλλαγές στη φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (1955-1981). Η πρώτη σημαντική αλλαγή πραγματοποιήθηκε το 1965 όταν καθιερώθηκε για πρώτη φορά φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών ίσος με 30%. Αυτή η αλλαγή θα έπρεπε να είχε επιφέρει μια αύξηση στη σχετική αξιολόγηση του εισοδήματος από μερίσματα για τους μετόχους, σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Η δεύτερη σημαντική αλλαγή πραγματοποιήθηκε το 1973, όταν εισήχθηκε για πρώτη φορά το τεκμαρτό σύστημα (imputation system) υπολογισμού του φόρου εισοδήματος για μεμονωμένους και θεσμικούς επενδυτές, το οποίο οδήγησε σε μείωση του συντελεστή φόρου επί των εισοδημάτων από μερίσματα και σε κάποιες περιπτώσεις (φοροαπαλλασσόμενες εταιρίες- π.χ. ευαγή ιδρύματα) σε επιδότηση του εισοδήματος από

[36] Στη Μεγάλη Βρετανία οι εταιρίες διανέμουν μέρισμα δύο φορές το χρόνο, ένα τελικό και ένα ενδιάμεσο, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, όπου οι εταιρίες διανέμουν 4 τριμηνιαία μερίσματα.

μερίσματα. Με άλλα λόγια, η μεταρρύθμιση του 1973 αποσκοπούσε στο να εξαλείψει τη διπλή φορολόγηση[37] των εισοδημάτων από μερίσματα, μία στην πηγή (επίπεδο εταιρίας) και μία σε προσωπικό επίπεδο.

Για τον υπολογισμό των αλλαγών αυτών πάνω στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι Poterba και Summers (1984) χρησιμοποίησαν ημερήσια στοιχεία από 16 μεγάλες εταιρίες της Μεγάλης Βρετανίας και μηνιαία στοιχεία από ένα ευρύτερο δείγμα εταιριών για την περίοδο μεταξύ 1955 και 1981. Η περίοδος αυτή χωρίστηκε σε 3 υποπεριόδους: 1955-1965, 1965-1973 και 1973-1981. Οι Poterba και Summers (1984) χρησιμοποίησαν τιμές κλεισίματος για την προηγούμενη ημέρα και για την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τον υπολογισμό των υπερβαλουσσών αποδόσεων. Οι τελευταίες υπολογίστηκαν βάσει του παρακάτω υποδείγματος:

$$R_{it} = b_{0i} + \beta_{1i}R_{mt} + \sum_{j=1} a_j I_{jit}\, d_{it} + v_{it} \qquad (2.12)$$

όπου,

R_{mt} =η απόδοση της αγοράς

β_{1i} = ο συντελεστής βήτα

d_{it} = η μερισματική απόδοση

I_{jit} = μια ψευδομεταβλητή που δείχνει σε ποια υποπερίοδο δίνεται το μέρισμα j = 1.2.3.

Η δεύτερη εξίσωση που οι Poterba και Summers (1984) υπολόγισαν, όριζε τον συντελεστή β_{0i} να είναι ίσος για όλες τις εταιρίες. Και οι δύο εξισώσεις υπολογίστηκαν με τη μέθοδο των γενικευμένων ελαχίστων τετραγώνων (generalized least squares-GLS). Τα αποτελέσματα της μελέτης επιβεβαίωσαν τη σημασία των φόρων στον καθορισμό των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Χρησιμοποιώντας ημερήσια και μηνιαία στοιχεία, οι Poterba και Summers (1984) διαπίστωσαν ότι οι αλλαγές στη φορολόγηση των μερισμάτων είχαν μια ουσιαστική επίδραση στη συμπεριφορά των επενδυτών για την αξιολόγηση των εισοδημάτων τους από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, υποστηρίζοντας έτσι την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας.

Η μελέτη της Kaplanis (1986) παρουσίασε έναν διαφορετικό τρόπο για να εξετάσει το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο Kaplanis (1986) χρησιμοποίησε 360 ζευγάρια τιμών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος που αφορούσαν χρηματοοικονομικά δικαιώματα 14 διαφορετικών μετοχών από το 1979 έως το 1984. Υπολογίζοντας τον πραγματικό και τον αναμενόμενο λόγο ΔP/D για την παραπάνω περίοδο, όπου το τεκμαρτό σύστημα υπολογισμού των φόρων είχε ήδη

[37] Μετά το 1973, οι επενδυτές έπαιρναν μείωση φόρου για τον υπολογισμό του συνολικού εισοδήματος τους.

τεθεί σε ισχύ, η Kaplanis (1986) βρήκε αποτελέσματα σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας και την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, η πτώση των τιμών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν ίση με το 55 με 60 τοις εκατό του διανεμηθέντος μερίσματος (ΔP/D<1) και επίσης υπήρξε μια θετική σχέση μεταξύ ΔP/D και μερισματικής απόδοσης. Τέλος, μια σύγκριση του πραγματικού και του αναμενόμενου λόγο ΔP/D έδειξε ότι δεν ήταν σημαντικά διαφορετικοί ο ένας από τον άλλον.

Οι Davidson και Mallin (1989) εξέτασαν την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων των Elton και Gruber (1970), χρησιμοποιώντας στοιχεία από εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου για την περίοδο 1984-1986. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 104 επιχειρήσεις που διένειμαν 104 τελικά μερίσματα και 80 έκτακτα μερίσματα (interim dividends). Οι τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής προσαρμόστηκαν για μεταβολές της αγοράς. Οι Davidson και Mallin (1989) βρήκαν ότι η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων δεν ήταν ισχυρή, ειδικά για τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, θέτοντας υπό αμφισβήτηση την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ του λόγου ΔP/D και μερισματικής απόδοσης όσον αφορά την εξεταζόμενη περίοδο για τη Μεγάλη Βρετανία.

Οι Crossland, Dempsey και Moizer (1991) χρησιμοποίησαν μη παραμετρική προσέγγιση για να υπολογίσουν τη διάμεσο (και όχι το μέσο) του λόγου ΔP/D για την περίοδο από τον Οκτώβριο του 1989 μέχρι τον Μάιο του 1990 για όλες τις μετοχές των Financial Times (FT). Χρησιμοποιήθηκαν τιμές κλεισίματος για τον υπολογισμό των τιμών των μετοχών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι τελευταίες προσαρμόστηκαν για μεταβολές της αγοράς και του δείκτη του βιομηχανικού τομέα. Οι Crossland, Dempsey και Moizer (1991) παρατήρησαν ότι ο λόγος ΔP/D συσχετίζονταν συστηματικά με το λόγο P/E (τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή). Επιπλέον, παρατήρησαν ότι υπήρξε σαφής ένδειξη για σχηματισμό πελατειών, δηλαδή, οι επενδυτές με υψηλό εισόδημα και χαμηλό συντελεστή φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών επιζητούσαν μετοχές που διένειμαν μικρά μερίσματα και οι επενδυτές με χαμηλό εισόδημα και υψηλό συντελεστή φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών επιζητούσαν μετοχές που διένειμαν μεγάλα μερίσματα.

Ο Menyah (1993) χρησιμοποίησε δύο δείγματα για να μελετήσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το πρώτο δείγμα κάλυπτε την περίοδο 1960-1977, όπου χρησιμοποιήθηκαν διαστρωματικά στοιχεία στην ανάλυση (cross-sectional analysis) και το δεύτερο δείγμα κάλυπτε την περίοδο 1955-1984, όπου χρησιμοποιήθηκαν χρονολογικές σειρές στην ανάλυση. Τα εμπειρικά αποτελέσματα απέρριψαν την ύπαρξη πελατειών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, μιας και δεν υπήρξε συστηματική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης, αποδεικνύοντας ότι η μερισματική απόδοση δεν

αποτελεί για τους επενδυτές σημαντικό παράγοντα στην επιλογή του χαρτοφυλακίου τους. Ωστόσο, ο Menyah (1993) βρήκε ότι ο λόγος ΔP/D διέφερε σημαντικά από τη μονάδα (ήταν μικρότερος από τη μονάδα) και με την προϋπόθεση της απουσίας συναλλαγών που συνδεόταν με τους κερδοσκόπους την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα μπορούσε το γεγονός αυτό να αποδοθεί στην επίδραση των φόρων. Ο Menyah (1993), επίσης, βρήκε ενδείξεις δραστηριοποίησης των κερδοσκόπων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, η δραστηριοποίηση αυτή των κερδοσκόπων μειώθηκε δραστικά μετά την εφαρμογή του «νόμου για την αποφυγή των φόρων» του 1970[38] (anti-avoidance legislation of 1970). Τέλος, στη Μεγάλη Βρετανία η ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων περιορίζονταν κατά την ημέρα αποκοπής, αντίθετα με τις ΗΠΑ όπου οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρέμεναν και τις υπόλοιπες ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Ο Lasfer (1995) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (LSE) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά την εισαγωγή του Income and Corporation Taxes Act του 1988 (ICTA). Το ICTA ήταν η αντίστοιχη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986 των ΗΠΑ (TRA 86) η οποία εξάλειψε τη διαφορά που υπήρξε στους φορολογικούς συντελεστές επί των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Πιο συγκεκριμένα, το ICTA μείωσε τον ανώτατο φορολογικό συντελεστή εισοδήματος από 60% σε 40%. Η μείωση φόρου (tax credit) μειώθηκε και αυτή από 27% σε 25%. Την ίδια στιγμή, ο συντελεστής φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών καθορίστηκε από 30% που ήταν στον αντίστοιχο ανώτατο φορολογικό συντελεστή του κανονικού εισοδήματος για κάθε μεμονωμένο επενδυτή. Για τις εταιρίες, ο συντελεστής φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών καθορίστηκε στο 35%. Σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, ο λόγος ΔP/D (οι υπερβάλλουσες αποδόσεις) από μικρότερος της μονάδας (θετικές) για την περίοδο πριν το 1988, θα έπρεπε να προσεγγίσει τη μονάδα (μηδενικές) και σε κάποιες περιπτώσεις (όπως στην περίπτωση των ιδρυμάτων που έχουν πλήρη απαλλαγή από κάθε φόρο και δικαιούνται μείωση φόρου) να είναι μεγαλύτερος της μονάδας (αρνητικές).

Ο Lasfer (1995) υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις 20 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-10, +10) με βάση το υπόδειγμα της αγοράς των Brown and Warner (1985). Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις προσαρμόστηκαν για μεταβολές της αγοράς. Ο Lasfer (1995) βρήκε πως για την περίοδο πριν το 1988, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν ίσες με 0,46% και μετά το 1988 ίσες με 0,3%. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σαφής ένδειξη της επίδρασης της

[38] Ο νόμος αυτός επέβαλλε ποινές στους επενδυτές (κυρίως στους χρηματιστές και στα ιδρύματα που απαλλάσσονταν κάθε φόρου) που αγόραζαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τις πωλούσαν εντός του μήνα, όπως και σε αυτούς που προέβαιναν σε ανοικτές πωλήσεις την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής.

μεταβολής των φόρων πάνω στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, ο Lasfer (1995) υποστήριξε πως αυτό το αποτέλεσμα θα έπρεπε να ερμηνευθεί με επιφύλαξη, διότι οι τιμές των μετοχών θα έπρεπε να προσαρμοστούν από την επίδραση της ημερομηνίας εκκαθάρισης των συναλλαγών (settlement dates effect). Αντίθετα με τις ΗΠΑ, στη Μεγάλη Βρετανία το Χρηματιστήριο του Λονδίνου λειτουργεί με περιόδους ολοκλήρωσης των συναλλαγών των δύο ή τριών εβδομάδων. Έτσι οι μετοχές έχουν ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος την πρώτη Δευτέρα κάθε δύο ή τρεις εβδομάδες και εμφανίζουν να έχουν θετικές αποδόσεις την ημέρα αυτή. Για το λόγο αυτό, ο Lasfer (1995) απομόνωσε την επίδραση της ημερομηνίας εκκαθάρισης των συναλλαγών και επανεξέτασε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (LSE) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά την εισαγωγή του Income and Corporation Taxes Act του 1988 (ICTA).

Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας και αντίθετα με αυτές της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Πριν το 1988 οι υπερβάλλουσες αποδόσεις παρέμειναν θετικές (και ο λόγος $\Delta P/D<1$), ενώ μετά το 1988 οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν μηδενικές (ο λόγος $\Delta P/D=1$). Τέλος, ο Lasfer (1995) εξέτασε κατά πόσο οι υπερβάλλουσες αποδόσεις επηρεάζονταν από τη δραστηριότητα των κερδοσκόπων (μέσω του κόστους συναλλαγών), το φαινόμενο της ημέρας και του μήνα (day of the week and month effect), τα επιτόκια, τον τύπο του διανεμηθέντος μερίσματος και τον αριθμό των ημερών που κάποιος λαμβάνει το μέρισμα. Σε όλες τις περιπτώσεις τα αποτελέσματα ήταν αρνητικά.

Οι Asimakopoulos και Hodgkinson (2001) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο από τις 6 Απριλίου του 1988 έως τις 5 Απριλίου το 1998, δηλαδή, για μια περίοδο μετά την εισαγωγή του Income and Corporation Taxes Act του 1988. Οι Asimakopoulos και Hodgkinson (2002) υιοθέτησαν και προέκτειναν το υπόδειγμα των Frank και Jagannanthan (1998), εξετάζοντας όχι μόνο την επίδραση των προβλημάτων (εμποδίων) της μικροδομής της αγοράς, αλλά και την επίδραση του βήματος τιμής και του κόστους εκκαθάρισης των συναλλαγών στο λόγο $\Delta P/D$. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως, σε κάποιο βαθμό, η μικροδομή της αγοράς εξηγεί γιατί ο λόγος $\Delta P/D$ είναι μικρότερος της μονάδας, όχι όμως και η επίδραση του βήματος τιμής και του κόστους εκκαθάρισης των συναλλαγών.

Οι Bell και Jenkinson (2002) ανέλυσαν την επίδραση μιας σημαντικής αλλαγής στη φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα που έλαβε χώρα στη Μεγάλη Βρετανία τον Ιούλιο του 1997 (Finance Act of 1997). Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη από το 1995 έως το

1999. Η φορολογική αυτή ρύθμιση αφορούσε στα ταμεία συντάξεως (οι σημαντικότεροι επενδυτές στη Μεγάλη Βρετανία), τα οποία μετά την εφαρμογή της ρύθμισης έχαναν το δικαίωμα να λάβουν μείωση φόρου (tax credit) για τα εισοδήματα τους από μερίσματα. Συνέπεια της ρύθμισης ήταν τα ταμεία συντάξεως να δουν μια άμεση πτώση στην αξία των εισοδημάτων τους από μερίσματα ίση με 20%. Οι Bell και Jenkinson (2002) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D και τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιώντας προσαρμοσμένες (με τις μεταβολές της αγοράς) και απροσάρμοστες τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής. Τα αποτελέσματα έδειξαν μια πτώση στο λόγο ΔP/D που κυμαίνονταν μεταξύ 13 και 28 τοις εκατό (βάσει και του μεγέθους του μερίσματος) μετά την ισχύ της φορολογικής ρύθμισης του 1997. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας.

2.2.1.4. Μελέτες για τις Αγορές της Ευρώπης: Γαλλία, Δανία, Ισπανία, Ιταλία, Σουηδία, Φινλανδία.

2.2.1.4.1. Γαλλία

Ο Romon (2001) μελέτησε την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Παρισιού στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος (ημέρα αναγγελίας) και στην ημέρα αποκοπής αυτού. Ο Romon (2001) χρησιμοποίησε το κριτήριο της σταθερότητας των μερισμάτων για την επιλογή του δείγματος του. Το κριτήριο της σταθερότητας των μερισμάτων δημιουργήθηκε με βάση τη μερισματική απόδοση[39] και όχι του ποσοστού διανεμομένων μερισμάτων (dividend yield and not on the payout) όπως είχε πράξει ο Lintner (1956). Το δείγμα αποτελούνταν από 203 βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις της Γαλλίας που διένειμαν τακτικό μέρισμα κάθε έτος για την περίοδο 1991-1995. Το δείγμα χωρίστηκε σύμφωνα με την πολιτική σταθερότητας των μερισμάτων των εταιριών σε τρεις ομάδες: ομάδα χαμηλής, μέσης και υψηλής μερισματικής απόδοσης.

Για την ημέρα αναγγελίας, ο Romon (2001) υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις οριζόμενες ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και προσδοκώμενων αποδόσεων, όπου οι τελευταίες υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς και το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων. Ως επί των πλείστον, στη Γαλλία η ημερομηνία αναγγελίας των κερδών και των μερισμάτων συμπίπτουν και επομένως θα έπρεπε να γίνει διαχωρισμός των δύο αυτών επιδράσεων στην τιμή της μετοχής. Για τον σκοπό αυτό, ο Romon (2001) χρησιμοποίησε

[39] Η μερισματική απόδοση υπολογίστηκε με δύο τρόπους. Πρώτον, διαιρώντας το διανεμόμενο μέρισμα δια την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα του γεγονότος (ημέρα αναγγελίας ή ημέρα αποκοπής). Δεύτερον, διαιρώντας το διανεμόμενο μέρισμα δια τον μέσο όρο της τιμής της μετοχής από την αρχή έως το τέλος του έτους.

ένα δείγμα εταιριών που ανακοίνωναν κέρδη που δεν διέφεραν από τα αναμενόμενα κέρδη πάνω από 10%. Τα αναμενόμενα κέρδη υπολογίστηκαν με βάση την τελευταία πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών αναλυτών (financial analysts). Η διαφορά πραγματικών και αναμενόμενων κερδών που δεν ήταν μεγαλύτερη από 10% (-10%, +10%) θεωρήθηκε ότι δεν μετέφερε σημαντικά (θετικά) μηνύματα στους επενδυτές και δεν οδηγούσε στη δημιουργία υπερβαλλουσών αποδόσεων. Τα αναμενόμενα μερίσματα υπολογίστηκαν με βάση το «αφελές υπόδειγμα» (naïve model), όπου τα διανεμηθέντα μερίσματα της προηγούμενης χρονιάς αναμένονταν να είναι ίδια και για την επόμενη χρονιά. Μεγαλύτερο (μικρότερο) πραγματοποιηθέν μέρισμα εκλαμβάνονταν ως θετικό (αρνητικό) σημάδι για την πορεία της εταιρίας από τους επενδυτές, οδηγώντας σε αύξηση (μείωση) των τιμών των μετοχών την ημέρα αναγγελίας (υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων). Η συμπεριφορά των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξετάστηκε υπολογίζοντας τον κλασσικό λόγο ΔP/D με τρεις τρόπους. Χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, προσαρμόζοντας την τιμή κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για μεταβολές της αγοράς και χρησιμοποιώντας τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής και τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι για την εξεταζόμενη περίοδο, στη Γαλλία τα εισοδήματα από μερίσματα φορολογούνταν με μεγαλύτερο συντελεστή απ' ότι τα εισοδήματα από κεφαλαιακά κέρδη.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης των μερισμάτων διέφερε ανάλογα και με την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική. Πιο συγκεκριμένα, για τις εταιρίες του δείγματος που ανακοίνωναν αύξηση (dividend increase) του διανεμόμενου μερίσματος, υπήρχαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης και για τις τρεις κατηγορίες μερισματικής απόδοσης (ομάδα χαμηλής, μέσης και υψηλής μερισματικής απόδοσης). Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες που ανακοίνωναν τη διανομή μερίσματος ίσο με αυτό της προηγούμενης χρονιάς[40] (stable dividends) δεν υπήρχαν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα την ημέρα αποκοπής έδειξαν έναν λόγο ΔP/D μικρότερο της μονάδας και ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Ωστόσο, δεν διαπιστώθηκε εμπειρικά η θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και μερισματικής απόδοσης απορρίπτοντας την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων.

[40] Εταιρίες που ανακοίνωναν μικρότερο από την προηγούμενη χρονιά διανεμηθέν μέρισμα δεν εξετάστηκαν.

2.2.1.4.2. Δανία

Οι Florentsen και Rydqvist (2002) μελέτησαν τη συμπεριφορά των Δανέζικων λαχειοφόρων ομολόγων (Danish lottery bonds) την ημέρα αποκοπής τους για την περίοδο 1976-2000. Σύμφωνα με τους Florentsen και Rydqvist (2002) τα λαχειοφόρα ομόλογα αποτελούσαν υποχρεώσεις της κυβέρνησης της Δανίας προς τους κατόχους αυτών των ομολόγων. Οι πληρωμές (κουπόνια) προς τους κατόχους των ομολόγων γινόταν μέσω κλήρωσης. Για την εξεταζόμενη περίοδο, τα έσοδα από τα κουπόνια αξίας άνω των 200 Δανέζικων κορόνων φορολογούνταν με ένα συντελεστή φόρου ίσο με 15% στην πηγή, μειώνοντας την καθαρή αξία του ομολόγου. Μετά την παρακράτηση αυτή, τα έσοδα ομολόγων για τους κατόχους τους απαλλάσσονταν από φόρο εισοδήματος. Οι μεμονωμένοι επενδυτές δεν υπόκειντο σε φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών, αλλά δεν μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν τυχόν κεφαλαιακές ζημίες για τη μείωση του συνολικού εισοδήματος τους. Αντίθετα, οι επαγγελματίες της αγοράς υπόκειντο σε φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών, αλλά μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν τυχόν κεφαλαιακές ζημίες για τη μείωση του συνολικού εισοδήματος τους. Έτσι, οι επαγγελματίες της κεφαλαιαγοράς είχαν μία προτίμηση στα εισοδήματα από κουπόνια, ενώ οι μεμονωμένοι επενδυτές ήταν αδιάφοροι στο δίλημμα εισόδημα από κεφαλαιακά κέρδη ή από κουπόνια. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι τιμές των ομολόγων μειώνονταν περισσότερο από το ποσό του κουπονιού ($\Delta P/D>1$) και ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970).

2.2.1.4.3. Ισπανία

Οι Espita και Ruiz (1997) προσέφεραν μια νέα προσέγγιση για την εξέταση των τιμών των μετοχών ενός δείγματος αντιπροσωπευτικών εταιριών του Χρηματιστηρίου της Μαδρίτης την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1980-1992. Εκτός από τον κλασσικό λόγο $(P_c - P_e)/D$, ο οποίος επισημάνθηκε σε προηγούμενες μελέτες[41] ότι αντιμετώπιζε το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας, οι Espita και Ruiz (1997) υπολόγισαν και το λόγο $\frac{P_c - D}{P_e}$. Δηλαδή, το πηλίκο της τιμής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) μείον το διανεμηθέν μέρισμα (D) δια την τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e). Και στις δύο περιπτώσεις, οι λόγοι προσαρμόστηκαν για μεταβολές της αγοράς. Τα αποτελέσματα απέδειξαν ότι οι Ισπανοί επενδυτές έδειχναν μια σαφή προτίμηση για εισοδήματα από κεφαλαιακά κέρδη παρά από μερίσματα ($\Delta P/D<1$) και αυτό αντανακλούσε στο γεγονός πως τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν με χαμηλότερο συντελεστή απ' ότι τα μερίσματα. Ωστόσο, οι Espita και Ruiz (1997) απέδειξαν αμυδρά τη θετική σχέση μεταξύ του λόγου $\Delta P/D$ και της μερισματικής

[41] Lakonishok και Vermaelen (1983), Eades, Hess και Kim (1984), Barclay (1987), Hietala (1990), Michaely (1991) και Menyah (1993)

απόδοσης. Τέλος, η ύπαρξη χαμηλού πραγματικού κόστους συναλλαγών στην Ισπανική αγορά δεν ήταν ικανή να παρακινήσει τους επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης να δραστηριοποιηθούν και να διαμορφώσουν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Gardeazabal και Regulez (2002) εξέτασαν μία ιδιομορφία του Χρηματιστηρίου της Μαδρίτης για την περίοδο 1998-2000. Το 45% των εταιριών του Χρηματιστηρίου της Μαδρίτης είχαν ημέρα αποκοπής του μερίσματος τη Δευτέρα (ή την πρώτη ημέρα μετά από αργία). Σύμφωνα με τους Gardeazabal και Regulez (2002), έχει παρατηρηθεί ότι οι μετοχές αυτές έχουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τη Δευτέρα ή την επόμενη ημέρα από μία αργία (0,123%). Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως το φαινόμενο του Σαββατοκύριακου. Ωστόσο, οι ίδιες μετοχές είχαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής (0,347%). Οι Gardeazabal και Regulez (2002) αναρωτήθηκαν εάν ο συνδυασμός αυτών των δύο φαινομένων (ex-weekend and ex-dividend) οδηγεί τις εταιρίες να καθυστερούν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος τη Δευτέρα, προκαλώντας ακόμη μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Τα αποτελέσματα τους έδειξαν πως οι εταιρίες δεν ακολουθούν συστηματικά κάποια τέτοια πολιτική και πως τα δύο αυτά φαινόμενα είναι ασυσχέτιστα μεταξύ τους.

2.2.1.4.4. Ιταλία

Οι Michaely και Murgia (1995) ερεύνησαν τη συμπεριφορά των τιμών δύο κατηγοριών μετοχών, των κοινών μετοχών και των μη μετατρέψιμων αποταμιευτικών μετοχών (common and nonconvertible savings shares) των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Μιλάνου για την περίοδο 1981-1990. Για την εξεταζόμενη αυτή περίοδο, η Ιταλική αγορά είχε κάποιες ιδιομορφίες που την έκαναν ξεχωριστή. Οι εισηγμένες Ιταλικές εταιρίες εκδίδανε τέσσερις τύπους μετοχών: τις κοινές, τις προνομιούχες, τις μετατρέψιμες αποταμιευτικές και τις μη μετατρέψιμες αποταμιευτικές μετοχές. Επιπλέον, οι δύο εξεταζόμενες κατηγορίες μετοχών υφίσταντο διαφορετική φορολογική μεταχείριση. Οι (μη μετατρέψιμες) αποταμιευτικές μετοχές φορολογούνταν με ένα σταθερό ποσοστό 15% για όλες τις κατηγορίες επενδυτών (μεμονωμένους επενδυτές, εταιρίες και αμοιβαία κεφάλαια), ενώ οι κοινές μετοχές φορολογούνταν με βάση το τεκμαρτό σύστημα που διέφερε ανά κατηγορία επενδυτών, ανάλογα με τη μείωση φόρου που δικαιούνταν. Από τις τρεις κατηγορίες επενδυτών (μεμονωμένοι επενδυτές, εταιρίες και αμοιβαία κεφάλαια) μόνο οι μεμονωμένοι επενδυτές δεν φορολογούνταν για τα εισοδήματα τους από κεφαλαιακά κέρδη, ενώ οι εταιρίες και τα αμοιβαία κεφάλαια αντιμετώπιζαν συντελεστή φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών ίσο με τον συντελεστή φόρου εισοδήματος. Οι εταιρίες δικαιούνταν, με βάση το τεκμαρτό σύστημα, πλήρη μείωση φόρου για τα εισοδήματα τους από μερίσματα, ενώ οι μεμονωμένοι επενδυτές και τα αμοιβαία κεφάλαια μερική μείωση φόρου.

Τέλος, οι κάτοχοι κοινών μετοχών (και όχι των αποταμιευτικών) εγγραφόταν στο βιβλίο μετόχων (ημερομηνία καταχώρησης) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επειδή η ημέρα καταχώρησης και η ημέρα αποκοπής του μερίσματος συνέπιπταν την ίδια ημέρα, οι μεμονωμένοι επενδυτές που επιθυμούσαν να κρατήσουν την ανωνυμία τους, προτιμούσαν να πουλήσουν τις μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και να τις επαναγοράσουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το αποτέλεσμα ήταν η πτώση των τιμών αυτών των μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και η αύξηση αυτών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το φαινόμενο αυτό ονομάστηκε η «επίδραση της καταχώρησης» (registration effect).

Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας προέβλεπε ένα λόγο ΔP/D όχι μικρότερο από 0,372 για τις κοινές μετοχές και ένα λόγο ΔP/D ίσο με 0,850 για τις αποταμιευτικές μετοχές. Ωστόσο, οι Michaely και Murgia (1995), υπολογίζοντας τον προσαρμοσμένο λόγο ΔP/D και τις προσαρμοσμένες με το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985) υπερβάλλουσες αποδόσεις, βρήκαν ένα λόγο ΔP/D ίσο με 0,250 για τις κοινές μετοχές και ένα λόγο ΔP/D ίσο με 0,860 για τις αποταμιευτικές μετοχές. Τα αποτελέσματα για τις αποταμιευτικές μετοχές ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας, ωστόσο τα αποτελέσματα για τις κοινές μετοχές αποδόθηκαν στον συνδυασμό των επιδράσεων της φορολογίας και της καταχώρησης.

Οι Michaely και Murgia (1995) μελέτησαν, επίσης, τον όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως δεν υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις αποταμιευτικές μετοχές. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Ωστόσο, στην περίπτωση των κοινών μετοχών υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών μιας και η επίδραση της καταχώρησης προέβλεπε κάτι τέτοιο (οι μεμονωμένοι επενδυτές πουλούσαν τις μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τις επαναγόραζαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για να διατηρήσουν την ανωνυμία τους). Τέλος, οι Michaely και Murgia (1995) παρατήρησαν πως η ύπαρξη χαμηλού κόστους συναλλαγών απέφερε χαμηλές υπερβάλλουσες αποδόσεις και υψηλό υπερβάλλων όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής, μιας και οι εταιρίες και τα αμοιβαία κεφάλαια δραστηριοποιούνταν επί των μετοχών με μεγάλη ρευστότητα (χαμηλό κόστος συναλλαγών).

2.2.1.4.5. Σουηδία

Σε αντίθεση με τις περισσότερες μελέτες οι οποίες εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η μελέτη των Green και Rydqvist (1999) εξέτασε τη συμπεριφορά των Σουηδικών λαχειοφόρων ομολόγων (Swedish lottery bonds) την ημέρα αποκοπής τους για την περίοδο 1986-1997. Τα λαχειοφόρα ομολόγα διέφεραν από τα

κανονικά ομολόγα της Σουηδικής κυβέρνησης σε δύο σημεία. Πρώτον, τα εισοδήματα από τα προσαρτώμενα κουπόνια (coupon payments) των λαχειοφόρων ομολόγων δεν φορολογούνταν, ενώ τα κεφαλαιακά κέρδη (ή ζημίες) φορολογούνταν όπως τα υπόλοιπα χρεόγραφα. Δεύτερον, οι διανομές των κουπονιών γινόντουσαν με κλήρωση (κάθε λαχειοφόρος ομόλογο ήταν αριθμημένο). Με άλλα λόγια, τα εισοδήματα από τα κουπόνια των Σουηδικών λαχειοφόρων ομολόγων μεταχειρίζονταν φορολογικά σαν να ήταν μερίσματα μετοχών που δεν υπόκειντο σε φόρο. Επίσης, υπήρχαν θεσμικά εμπόδια που αποθάρρυναν τους κερδοσκόπους να δραστηριοποιηθούν στην αγορά των Σουηδικών λαχειοφόρων ομολόγων και να εκμεταλλευτούν κερδοσκοπικά τη διαφορετική φορολόγηση στην οποία υπόκεινταν οι ατομικοί επενδυτές. Κατά συνέπεια, η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας προέβλεπε μια πτώση των τιμών των λαχειοφόρων ομολόγων μεγαλύτερη από το διανεμόμενο κουπόνι ($\Delta P/D>1$).

Ένα άλλο χαρακτηριστικό της Σουηδικής αγοράς ομολόγων ήταν το χαμηλό βήμα τιμής (small tick size) σε σχέση με τα διανεμόμενα κουπόνια. Επομένως, η εμπειρική υποστήριξη της υπόθεσης της διακριτότητας των τιμών εκ των προτέρων αποκλείονταν. Οι Green και Rydqvist (1999) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής χρησιμοποιώντας τη μη σταθμισμένη μέθοδο των μέσων ελάχιστων τετραγώνων (OLS) και τη σταθμισμένη μέθοδο των ελάχιστων τετραγώνων (WLS). Επίσης, υπολόγισαν τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία των Michaely και Vila (1996). Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν πως, όντως, οι τιμές των λαχειοφόρων ομολόγων έπεφταν περισσότερο από (περίπου 130%) από το διανεμηθέν κουπόνι, προκαλώντας αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας.

2.2.1.4.6. Φινλανδία

Η μελέτη του Hietala (1990) εξέτασε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1974-1985. Για την εξεταζόμενη περίοδο, η φορολογική δομή της Φινλανδίας ήταν παρόμοια με τη φορολογική δομή (μετά από την εφαρμογή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 –TRA 1986) των ΗΠΑ. Πιο συγκεκριμένα, στη Φινλανδία τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν ως κανονικό εισόδημα με τους ίδιους φορολογικούς συντελεστές για τους μεμονωμένους επενδυτές (όχι όμως για τις τράπεζες, τα ιδιωτικά ιδρύματα τις ασφαλιστικές εταιρίες και τους χρηματιστές)[42]. Ωστόσο η αγορά της Φινλανδίας διέφερε σημαντικά από αυτές των ΗΠΑ, της Μεγάλης Βρετανίας και του Καναδά. Κατ' αρχήν, ο φορολογικός νόμος της Φινλανδίας επέτρεπε πως το πολύ το 20% των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι

[42] Η μόνη διαφορά έγκειτο στο γεγονός πως τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν στην πραγματοποίηση τους και όχι στην εμφάνιση τους (capital gains were taxed on realization rather than accrual).

μπορούσε να πουληθεί σε ξένους επενδυτές. Οι μετοχές αυτές αποκαλούνταν «μη περιορισμένες» (unrestricted shares). Το υπόλοιπο 80% έπρεπε να είναι στα χέρια Φιλανδών επενδυτών. Οι μετοχές αυτές καλούνταν «περιορισμένες» (restricted shares) και αποτέλεσαν το εξεταζόμενο δείγμα για την παρούσα μελέτη. Έτσι, με αυτόν τον τρόπο ο Hietala (1990) απέκλειε την πιθανότητα επηρεασμού των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από φορολογικούς συντελεστές εισοδήματος τρίτων χωρών, όπως είχαν επισημάνει οι Booth και Johnston (1984) στη μελέτη τους για την περίπτωση του Καναδά. Μια άλλη σημαντική διαφορά της Φινλανδικής κεφαλαιαγοράς ήταν το γεγονός πως οι εταιρίες του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι διένειμαν μία φορά το χρόνο μέρισμα, σε αντίθεση με τις αγορές των ΗΠΑ και Καναδά όπου οι εταιρίες διένειμαν τέσσερις φορές το χρόνο μέρισμα και της Μεγάλης Βρετανίας όπου οι εταιρίες διένειμαν δύο φορές το χρόνο μέρισμα. Τέλος, τα μερίσματα στη Φινλανδία καταβάλλονταν στους δικαιούχους την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και δεν μεσολαβούσε κάποιο χρονικό διάστημα μεταξύ της ημέρας αποκοπής και της ημέρας πληρωμής (στις ΗΠΑ ήταν περίπου ένας μήνας).

Για τον σκοπό της έρευνας του, ο Hietala (1990) υπολόγισε τον απροσάρμοστο από μεταβολές τις αγοράς λόγο ΔP/D, τον μέσο προσαρμοσμένο λόγο ΔP/D, τον προσαρμοσμένο με το δείκτη της αγοράς λόγο ΔP/D και τις προσαρμοσμένες με το δείκτη της αγοράς υπερβάλλουσες αποδόσεις για την εξεταζόμενη περίοδο. Τα αποτελέσματα έδειξαν ένα, κατά μέσο όρο, λόγο ΔP/D ίσο με 0,9. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας λαμβανομένου υπόψη του φορολογικού καθεστώτος της Φινλανδίας. Ωστόσο, ο λόγος ΔP/D παρέμεινε σταθερός για όλες τις κατηγορίες μερισματικής απόδοσης (από τις χαμηλότερες στις υψηλότερες), κάτι που ήταν αντίθετο με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων.

Οι Hietala και Keloharju (1995) ερεύνησαν επίσης τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1984-1990. Η διαφορά με τη μελέτη του Hietala (1990) ήταν ότι το δείγμα των Hietala και Keloharju (1995) αποτελούνταν αυτή τη φορά και από τις δύο κατηγορίες μετοχών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι, δηλαδή, 238 «περιορισμένες» και 59 «μη περιορισμένες» μετοχές. Επειδή οι τιμές ανοίγματος και κλεισίματος δεν ήταν διαθέσιμες για το μεγαλύτερο μέρος της εξεταζόμενης περιόδου, οι Hietala και Keloharju (1995) υπολόγισαν το (μη προσαρμοσμένο και προσαρμοσμένο με το δείκτη της αγοράς) λόγο ΔP/D χρησιμοποιώντας το μέσο όρο της υψηλότερης και χαμηλότερης τιμής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματά υποστήριξαν την υπόθεση ότι οι επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης ήταν οι οριακοί επενδυτές που καθόριζαν τις τιμές των

μετοχών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ΔP/D=0,69 και ΔP/D=0,17 για τις περιορισμένες και τις μη περιορισμένες μετοχές αντίστοιχα), απορρίπτοντας την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

Οι Liljeblom, Loflund και Hedvall (2001) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τρεις κατηγορίες επενδυτών. Αυτές ήταν οι φορολογούμενοι επενδυτές (όπως είναι οι μεμονωμένοι επενδυτές και οι φορολογούμενες εταιρίες), οι μη φορολογούμενοι επενδυτές (όπως είναι τα ταμεία συντάξεως και οι δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας) και οι ξένοι επενδυτές. Η φορολογική μεταρρύθμιση του 1990 επέφερε κάποιες αλλαγές στη Φινλανδία. Πρώτον, σταμάτησε τη διπλή φορολόγηση[43] των εισοδημάτων από μερίσματα για τους μεμονωμένους επενδυτές και τις εταιρίες, λόγω της ύπαρξης μείωσης φόρου ίσης με την αξία των φόρων που πλήρωναν οι εταιρίες για τα κέρδη τους (συντελεστής φόρου επί των εταιρικών κερδών ίσος με 25% που το 1996 έγινε 28%). Κατά συνέπεια, η κατηγορία αυτών των επενδυτών δεν πλήρωνε ουσιαστικά φόρο για τα εισοδήματα τους από μερίσματα (φορολογικό πλεονέκτημα για τα εισοδήματα από μερίσματα). Η δεύτερη κατηγορία επενδυτών (ταμεία συντάξεως και οι δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας) αντιμετώπιζε τους ίδιους συντελεστές φόρου για τα εισοδήματα τους από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη, καθιστώντας τους επενδυτές αδιάφορους στο δίλημμα εισόδημα από μερίσματα ή από κεφαλαιακά κέρδη. Τέλος, η τρίτη κατηγορία επενδυτών (ξένοι επενδυτές) αντιμετώπιζε φόρο επί των κεφαλαιακών κερδών, δεν δικαιούνταν μείωση φόρου και, επιπλέον, αντιμετώπιζε έναν επιπρόσθετο φόρο στα εισοδήματα από μερίσματα, τον λεγόμενο φόρο παρακράτησης (withholding tax) που διαφοροποιούνταν από επενδυτή σε επενδυτή ανάλογα με τη συμφωνία της χώρας προέλευσης του με τη Φινλανδία. Κατά συνέπεια, οι ξένοι επενδυτές αντιμετώπιζαν ένα φορολογικό μειονέκτημα στα εισοδήματα τους από μερίσματα σε σχέση με αυτά από κεφαλαιακά κέρδη.

Οι Liljeblom, Loflund και Hedvall (2001) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D με διάφορους τρόπους για την εξεταζόμενη περίοδο (1994-1996). Υπολόγισαν τον απροσάρμοστο λόγο ΔP/D, τον προσαρμοσμένο με τις μεταβολές της αγοράς λόγο ΔP/D και τον προσαρμοσμένο με τις μεταβολές της αγοράς και κατά της ετεροσκεδαστικότητας λόγο ΔP/D όπως πρότεινε ο Michaely (1991). Επίσης, υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις έντεκα ημέρες (-5, +5) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με τη χρήση του υποδείγματος της αγοράς των Brown και Warner (1985) και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών όπως πρότεινε ο Tkac (1999). Τα αποτελέσματα έδειξαν πως ο λόγος ΔP/D (οι υπερβάλλουσες αποδόσεις και ο υπερβάλλων όγκος

[43] Για τους μεμονωμένους επενδυτές και τις εταιρίες η φορολόγηση των μερισμάτων γινόταν στο επίπεδο στης εταιρίας που διένειμε τα μερίσματα (στην πηγή) και αντιμετώπιζαν μόνο φόρο επί των κεφαλαιακών τους κερδών.

συναλλαγών) συσχετιζόταν αρνητικά (θετικά) με το βαθμό ξένης ιδιοκτησίας των Φινλανδικών μετοχών. Με άλλα λόγια, ο βαθμός ξένης ιδιοκτησίας και η επακόλουθη διαφορετική μεταχείριση των εισοδημάτων από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη διαδραμάτιζαν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου του Ελσίνκι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Ο σκοπός της μελέτης των Felixson και Liljeblom (2004) ήταν η διερεύνηση της ταυτότητας των επενδυτών που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στο Χρηματιστήριο του Ελσίνκι. Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη 1995 και 1996 και το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 101 παρατηρήσεις. Οι συγγραφείς βρήκαν δύο βασικές κατηγορίες επενδυτών που δραστηριοποιούνταν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στη Φινλανδική κεφαλαιαγορά. Η πρώτη κατηγορία αποτελούνταν από εγχώριους επενδυτές που δεν ανήκαν στο χρηματοοικονομικό κλάδο (domestic non-financial investors) οι οποίοι δραστηριοποιούνταν γύρω από την ημέρα αποκοπής (αγόραζαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πωλούσαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος). Η δεύτερη κατηγορία επενδυτών αποτελούνταν από αλλοδαπούς επενδυτές οι οποίοι λόγω της διπλής φορολόγησης των εισοδημάτων από μερίσματα, προτιμούσαν τα εισοδήματα από κεφαλαιακά κέρδη απ' ότι από μερίσματα (πωλούσαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και αγόραζαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος).

Η μελέτη του Rantapuska (2008) εξέτασε την ταυτότητα των επενδυτών που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για ένα δείγμα εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Φινλανδίας την περίοδο 1995-2002. Ο συγγραφέας παρατήρησε πως η συναλλακτική δραστηριότητα γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξαρτώταν σε μεγάλο βαθμό από το φορολογικό καθεστώς της κάθε επενδυτικής ομάδας. Έτσι, οι εγχώριοι επενδυτές επιδίδονταν σε αγορά μετοχών την προηγούμενη ημέρα αποκοπής και σε πώληση την ημέρα αποκοπής, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές στην αντίθετη δραστηριοποίηση. Επιπλέον, η μερισματική απόδοση, ο συστηματικός και ο μη συστηματικός κίνδυνος και το κόστος συναλλαγών ήταν οι μεταβλητές που εξηγούσαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Συνολικά, τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

2.2.1.4.6. Διάφορες Ευρωπαϊκές Χώρες

Οι Lasfer και Zenonos (2004) μελέτησαν το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος τεσσάρων Ευρωπαϊκών χωρών, της Μεγάλης Βρετανίας, της Γερμανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας για την περίοδο 1988-2002. Και στις τέσσερις χώρες τα εισοδήματα από μερίσματα φορολογούνταν με μεγαλύτερο συντελεστή απ' ότι

τα κεφαλαιακά κέρδη. Οι Lasfer και Zenonos (2004) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων για μια περίοδο 80 ημερών (-40, +40) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για να υπολογίσουν με διάφορα υποδείγματα[44] τις υπερβάλλουσες αποδόσεις. Και για τις τέσσερις χώρες βρέθηκαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Ωστόσο, οι Lasfer και Zenonos (2004) θέλησαν να εξετάσουν την ύπαρξη δραστηριότητας από πλευράς των κερδοσκόπων, υπολογίζοντας τις υπερβάλλουσες αποδόσεις πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, οι κερδοσκόποι δραστηριοποιούνται σε μετοχές που παρουσιάζουν μεγάλη μερισματική απόδοση και μικρό κόστος συναλλαγών (high-yield low bid-ask spread) και αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να είναι θετικές λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αρνητικές τις ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής. Αντίθετα με άλλους συγγραφείς όπως οι Loeb (1983), Lakonishok και Vermaelen (1986) και Fedenia και Grammatikos (1991) οι οποίοι χρησιμοποίησαν τον όγκο συναλλαγών για να υπολογίσουν το κόστος συναλλαγών και των Karpoff και Walkling (1988) οι οποίοι χρησιμοποίησαν την αγοραία αξία της μετοχής, οι Lasfer και Zenonos (2004) χρησιμοποίησαν το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης ως μέτρο υπολογισμού του κόστους συναλλαγών. Τα αποτελέσματα απέρριψαν την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών για τις περιπτώσεις της Μεγάλης Βρετανίας, της Ιταλίας και της Γαλλίας και μόνο στην περίπτωση της Γερμανίας υπήρξαν ενδείξεις για δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.2.1.5. Μελέτες για τις Αγορές της Ωκεανίας: Αυστραλία και Νέα Ζηλανδία

2.2.1.5.1. Αυστραλία

Οι Brown και Walter (1986) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Σίδνευ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1974-1984. Για την εξεταζόμενη περίοδο (1974-1984), το φορολογικό περιβάλλον της Αυστραλίας για διάφορες κατηγορίες επενδυτών διέφερε σημαντικά από αυτό που επικρατούσε στις χώρες της Βόρειας Αμερικής. Συγκεκριμένα, οι μεγάλοι επενδυτές όπως είναι τα ευαγή ιδρύματα και τα ταμεία συντάξεως απαλλάσσονταν παντός φόρου (tax exempt institutions). Οι επαγγελματίες της αγοράς όπως είναι οι χρηματιστές και οι έμποροι χρεογράφων φορολογούνταν για τα εισοδήματα τους από μερίσματα και από πραγματοποιηθέντα κεφαλαιακά κέρδη (realized

[44] Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς, με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων με το δείκτη της αγοράς, με το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων, με τα υποδείγματα των Dimson (1979) και Scholes και Williams (1977) για την επίλυση του προβλήματος της μικρής συναλλακτικής δραστηριότητας (thin trading or non-synchronous trading) και τέλος, υπολογίστηκε ο λόγος ΔP/D.

capital gains), αλλά μπορούσαν να αφαιρέσουν από το φορολογήσιμο τους εισόδημα τυχόν πραγματοποιηθείσες κεφαλαιακές ζημίες. Οι μεμονωμένοι επενδυτές φορολογούνταν για τα εισοδήματα τους από μερίσματα, αλλά μπορούσαν να απαλλαγούν από φόρους από τα κεφαλαιακά κέρδη εάν κρατούσαν τις μετοχές για τουλάχιστον ένα έτος. Τέλος, τα χρηματοοικονομικά ιδρύματα είχαν φορολογική μεταχείριση όπως οι επαγγελματίες της αγοράς και επιπρόσθετα δικαιούνταν επιστροφή χρημάτων (αποζημίωση) από μερίσματα. Όσον αφορά το κόστος συναλλαγών, από το 1974 έως τον Απρίλιο του 1984 ήταν ένα σταθερό ποσοστό επί των συναλλαγών. Μετά τον Απρίλιο του 1984, το κόστος συναλλαγών έγινε διαπραγματεύσιμο.

Οι Brown και Walter (1986) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D, αφού πρώτα προσάρμοσαν τις τιμές κλεισίματος των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από τυχόν μεταβολές της αγοράς. Βρήκαν πως ο λόγος ΔP/D κυμαίνονταν μεταξύ 0,75 και 0,8, σαφώς μικρότερος από τη μονάδα. Ωστόσο, οι Brown και Walter (1986) αδυνατούσαν να το αποδώσουν στην επίδραση της φορολογίας, λόγω της δραστηριοποίησης πολλών και διαφορετικών επενδυτών με διαφορετικούς συντελεστές φορολόγησης επί των εισοδημάτων τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Επιπρόσθετα, οι Brown και Walter (1986) δεν βρήκαν ούτε τη θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης που προέβλεπε η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Τέλος, παρατήρησαν πως ούτε το κόστος συναλλαγών έπαιζε σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των τιμών των Αυστραλιανών μετοχών την ημέρα αποκοπής, αφήνοντας το θέμα ανοικτό για μελλοντική διερεύνηση.

Ο Clarke (1992) επανεξέτασε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των Αυστραλιανών εταιριών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, επεκτείνοντας το δείγμα των Brown και Walter (1986) κατά τέσσερα έτη (από τις 30 Ιουνίου του 1973 έως τις 31 Δεκεμβρίου του 1988). Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, για πρώτη φορά στην Αυστραλία εισήχθη το τεκμαρτό σύστημα υπολογισμού του φόρου για τα εισοδήματα από μερίσματα (τέθηκε σε ισχύ από την 1^{η} Ιουλίου του 1987). Σύμφωνα με το σύστημα αυτό, οι μεμονωμένοι επενδυτές (αργότερα και τα ταμεία συντάξεως) που λάμβαναν μερίσματα από εταιρίες με έδρα την Αυστραλία δικαιούνταν ολική ή μερική μείωση φόρου ίση με το ποσό φόρου που δίνανε οι εταιρίες αυτές. Με άλλα λόγια, το τεκμαρτό σύστημα υπολογισμού του φόρου επί των μερισμάτων αποσκοπούσε να δώσει τέλος στη διπλή φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα, μία στην πηγή (επίπεδο εταιρίας) και μία σε προσωπικό επίπεδο. Σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, η αλλαγή αυτή θα προκαλούσε αύξηση του λόγου ΔP/D (και μείωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής) την περίοδο μετά την εισαγωγή του τεκμαρτού συστήματος (1^{η} Ιουλίου 1987-31 Δεκεμβρίου 1988)

Ο Clarke (1992) υπολόγισε τον προσαρμοσμένο λόγο ΔP/D και τις προσαρμοσμένες με το δείκτη της αγοράς υπερβάλλουσες αποδόσεις (market-adjusted abnormal returns) για διάφορες περιόδους γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [(t-5, t-1), (t-1, t), (t, t+1), (t+1, t+5)]. Για την περίοδο πριν την εισαγωγή του τεκμαρτού συστήματος (1973-Ιούνιος 1986), τα αποτελέσματα του Clarke (1992) επιβεβαίωσαν εκείνα των Brown και Walter (1986), οι οποίοι βρήκαν ένα λόγο ΔP/D μικρότερο από τη μονάδα (ΔP/D=0,70 έως 0.80). Ωστόσο, τα αποτελέσματα για την περίοδο μετά την εισαγωγή του τεκμαρτού συστήματος (Ιούλιος 1987-1988) ήταν αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Ο λόγος ΔP/D αντί να αυξηθεί, μειώθηκε σε 0,53 και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξήθηκαν τις 5 προηγούμενες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (από 0,72% σε 1,13%) ενώ έγιναν αρνητικές για τις υπόλοιπες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής. Η συμπεριφορά αυτή των υπερβαλλουσών αποδόσεων συνάδει με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, αλλά ο Clarke (1992) απέφυγε εμπειρικά να την εξετάσει.

Οι Brown και Clarke (1993) χρησιμοποίησαν στοιχεία για την περίοδο από 1^{η} Ιουλίου του 1973 έως τις 30 Ιουνίου του 1991 προκειμένου να εξετάσουν την επίδραση τριών σημαντικών φορολογικών μεταρρυθμίσεων που έλαβαν χώρα στην Αυστραλία και αφορούσαν τις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η πρώτη σημαντική αλλαγή πραγματοποιήθηκε το 1985, όταν εισήχθη για πρώτη φορά φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών για όλα τα περιουσιακά στοιχεία που αγοράστηκαν στις 19 Σεπτεμβρίου του 1985 και έπειτα. Η δεύτερη αλλαγή ήταν η εισαγωγή του τεκμαρτού συστήματος υπολογισμού του εισοδήματος από μερίσματα για τους μεμονωμένους επενδυτές την 1^{η} Ιουλίου του 1987, και η τρίτη αλλαγή ήταν η επέκταση του συστήματος αυτού και σε άλλες κατηγορίες επενδυτών όπως ήταν τα ταμεία συντάξεως (superannuation funds) από την 1^{η} Ιουλίου του 1988. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας, όλες αυτές οι αλλαγές θα επέφεραν μια αύξηση στο λόγο ΔP/D και μια μείωση στις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Brown και Clarke (1993) υπολόγισαν τον προσαρμοσμένο λόγο ΔP/D και τις προσαρμοσμένες με το δείκτη της αγοράς υπερβάλλουσες αποδόσεις (market-adjusted abnormal returns) για διάφορες περιόδους γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [(t-5, t-1), (t-1, t), (t, t+1), (t+1, t+5)]. Τα αποτελέσματα τους για άλλη μια φορά διέψευσαν τις προβλέψεις της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας και επιβεβαίωσαν τα αποτελέσματα των Brown και Walter (1986) και του Clarke (1992).

Οι Walker και Partington (1999) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών του Αυστραλιανού Χρηματιστηρίου (Australian Stock Exchange) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το χρονικό διάστημα από την 1^{η} Ιανουαρίου του 1995 έως την 1^{η} Μαρτίου

του 1997. Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, στην Αυστραλία ίσχυε το τεκμαρτό σύστημα υπολογισμού του εισοδήματος από μερίσματα, όπου οι επενδυτές που λάμβαναν μερίσματα από εταιρίες με έδρα την Αυστραλία δικαιούνταν ολική ή μερική μείωση φόρου (γνωστή και ως franking credit) ίση με το ποσό του φόρου που δίνανε οι εταιρίες αυτές από τα διανεμόμενα κέρδη τους. Ωστόσο, οι υπερπόντιες (off-shore) εταιρίες και άλλα απαλλασσόμενα παντός φόρου ιδρύματα δεν είχαν πρόσβαση σε τέτοιους είδους μειώσεις φόρου. Οι Walker και Partington (1999) αναρωτήθηκαν ποια θα ήταν η αξία ενός δολαρίου από μερίσματα που δικαιούνταν μείωση φόρου και ποια η αξία ενός δολαρίου από μερίσματα που δεν δικαιούνταν μείωση φόρου. Για τον λόγο αυτό, εκτός του κλασσικού λόγου ΔP/D, οι Walker και Partington (1999) υπολόγισαν και τον «στιγμιαίο» λόγο ΔP/D ("instantaneous" ex-dividend price drop ratio defined as P_{cx}-P_x /D), ο οποίος λάμβανε υπόψη τη διαφορά της τιμής κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής από την τιμή ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ένα στιγμιαίο λόγο ΔP/D μεγαλύτερο της μονάδας, υπονοώντας ότι η αξία ενός δολαρίου από μερίσματα που δικαιούνταν μείωση φόρου είχε αξία μεγαλύτερης του ενός δολαρίου. Επιπρόσθετα, παρατηρήθηκε ότι ένας υψηλός στιγμιαίος λόγος ΔP/D συσχετιζόταν με χαμηλό κόστος συναλλαγών, σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

Οι Balachandran, Faff και Nguyen (2008) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για ένα δείγμα εταιρειών του Αυστραλιανού Χρηματιστηρίου που προέβησαν σε διανομή έκτακτου μερίσματος την περίοδο 1989-2002. Σύμφωνα με τους συγγραφείς, η διανομή έκτακτου μερίσματος στην Αυστραλία είναι αρκετά σπάνια και συνεπώς η εξέταση της την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Τα αποτελέσματα έδειξαν μία μικρότερη πτώση των τιμών την ημέρα αποκοπής από το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος. Ειδικότερα, η πτώση ήταν μικρότερη για τις μετοχές που διένειμαν έκτακτο μέρισμα και συμμετείχαν σε σχέδιο επανεπένδυσης των μερισμάτων (Dividend Reinvestment Plan-DRP) απ' ότι από αυτές που δεν συμμετείχαν. Τέλος, τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση έδειξαν πως η πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζεται θετικά με την περίοδο ανακοίνωσης του μερίσματος, το σχέδιο επανεπένδυσης των μερισμάτων, το μέγεθος της εταιρίας και το μέγεθος του διανεμόμενου ποσού.

Juv, Alangar, Partinghton και Stevenson (2008) μελέτησαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για ένα δείγμα 32 εταιρειών εισηγμένων στο Αυστραλιανό χρηματιστήριο και τους αντίστοιχους αποθετήριους τίτλους στην κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ (American Depository Receipts – ADRs). Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη

1992-2003. Οι εγχώριοι επενδυτές αντιμετώπιζαν φορολογικό πλεονέκτημα όσον αφορά τη διανομή μερίσματος λόγω της ύπαρξης του τεκμαρτού τρόπου φορολόγησης των μερισμάτων στην Αυστραλία σε σχέση με τους αμερικανούς επενδυτές. Οι συγγραφείς διαπίστωσαν πως οι αποθετήριοι τίτλοι στις ΗΠΑ είχαν χαμηλότερο λόγο ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος απ' ότι οι μετοχές στο Αυστραλιανό χρηματιστήριο. Η διαφορά του λόγο ΔP/D μεταξύ των δύο συγκρινόμενων δειγμάτων ήταν εντονότερη στην περίπτωση των μετοχών που εμφάνιζαν υψηλή μερισματική απόδοση και είχαν δικαίωμα επιστροφής φόρου (tax credit). Ο υπεβάλλων όγκος συναλλαγών ήταν στατιστικά σημαντικός γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και για τα δύο δείγματα. Οι συγγραφείς συμπέραναν πως τα παραπάνω «συμπτώματα» ήταν σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

2.2.1.5.2. Νέα Ζηλανδία

Οι Bartholdy και Brown (1999) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών της Νέας Ζηλανδίας την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο από την $1^{η}$ Ιανουαρίου του 1982 έως την $31^{η}$ Αυγούστου του 1985. Το δείγμα τους αποτελούνταν από εταιρίες που διένειμαν 150 φορολογήσιμα μερίσματα, 256 μη φορολογήσιμα μερίσματα και 63 φορολογήσιμα και μη φορολογήσιμα μερίσματα. Οι Bartholdy και Brown (1999) υπολόγισαν το λόγο ΔP/D, αφού πρώτα τον προσάρμοσαν για τυχόν μεταβολές της αγοράς. Συγκεκριμένα, ο λόγος ΔP/D προσαρμόστηκε για τυχόν μεταβολές της αγοράς ως εξής:

$$(P_c - P_x) / (1 + a_s + \beta_s R_{mt}) / D_t \qquad (2.13)$$

Τα αποτελέσματα τους ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) (δηλαδή ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση των εισοδημάτων από κεφαλαιακά κέρδη σε σχέση με αυτά από μερίσματα) και αντίθετα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982). Επίσης, οι Bartholdy και Brown (1999) εξέτασαν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης όπως προέβλεπε η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, αλλά απέτυχαν να την επιβεβαιώσουν.

Οι Partington και Walker (2001) επέκτειναν την έρευνα που έγινε από τους Bartholdy και Brown (1999), οι οποίοι μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών της Νέας Ζηλανδίας την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, λαμβάνοντας υπόψη στη μελέτη τους το ρόλο του κόστους συναλλαγών (όπως είναι οι προμήθειες των χρηματιστών, οι φόροι συναλλαγής και ο κίνδυνος παρακράτησης της μετοχής από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος) στη διαμόρφωση των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Partington και Walker (2001) ισχυρίστηκαν πως οι Bartholdy και Brown (1999) απέκλεισαν από την ανάλυση τους το κόστος συναλλαγών και λαθεμένα

οδηγήθηκαν στην επίρρωση της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας. Πιο συγκεκριμένα, οι θεωρητικές προβλέψεις του υποδείγματος των Bartholdy και Brown (1999) υποστήριζαν ένα λόγο ΔP/D ίσο με τη μονάδα για τις φορολογήσιμες διανομές μερισμάτων (taxable dividends) και ένα λόγο ΔP/D μεγαλύτερο της μονάδας για τις μη φορολογήσιμες διανομές μερισμάτων (untaxed dividends). Από τη στιγμή που δεν επιβεβαιώθηκαν οι παραπάνω προβλέψεις, οι Bartholdy και Brown (1999) κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η δραστηριότητα των κερδοσκόπων (short-term traders) δεν ήταν υπεύθυνη για τη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών την ημέρα της αποκοπής του μερίσματος στη Νέα Ζηλανδία. Ωστόσο, οι Partington και Walker (2001) πρόσθεσαν το κόστος συναλλαγών στην ανάλυση τους και απέδειξαν πως για την περίπτωση των κερδοσκόπων, ο λόγος ΔP/D μπορούσε να είναι μικρότερος από τη μονάδα για τις φορολογήσιμες διανομές μερισμάτων και ίσος ή μικρότερος από τη μονάδα για τις μη φορολογήσιμες διανομές μερισμάτων. Καταλήγοντας, οι Partington και Walker (2001) ισχυρίστηκαν πως οι Bartholdy και Brown (1999) υποτίμησαν την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών αποκλείοντας το κόστος συναλλαγών από την ανάλυση τους.

2.2.1.6. Μελέτες για τις Αγορές της Ασίας: Ιαπωνία, Χονγκ Κονγκ, Κίνα και Ταϊλάνδη

2.2.1.6.1. Ιαπωνία

Οι Hayashi και Jagannathan (1990) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Τόκιο (Tokyo Stock Exchange) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1983-1987. Για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα, οι Hayashi και Jagannathan (1990) παρατήρησαν πως το 60% των εταιριών της Ιαπωνίας[45] είχε λήξη οικονομικού έτους τα τέλη Μαρτίου και οι μετοχές έχαναν το δικαίωμα λήψης του μερίσματος (ημερομηνία αποκοπής) συγκεκριμένες ημέρες προς το τέλος Μαρτίου[46]. Αυτές οι μετοχές ονομάστηκαν «μετοχές Μαρτίου» (“March stocks”). Επιπλέον, πολλές εταιρίες παρουσίαζαν κοινή ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, αλλά και αποκοπής του δικαιώματος συμμετοχής στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με το δικαίωμα προτίμησης παλιών μετόχων. Αυτή η ιδιαιτερότητα των Ιαπωνικών εταιριών σήμαινε ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν σε άλλες χώρες για τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν ακατάλληλες για την περίπτωση της Ιαπωνίας. Ως εκ τούτου, οι Hayashi και Jagannathan (1990) αναγκάστηκαν να εξετάσουν αυτό το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της

[45] Στη Ιαπωνία η πλειοψηφία των εταιριών που έχει ετήσιο οικονομικό έτος δίνει ετήσιο μέρισμα και μόνο οι εταιρίες που έχουν εξαμηνιαίο οικονομικό έτος διανέμουν δύο φορές μερίσματα το χρόνο.
[46] 28 Μαρτίου για το 1983 και το 1984 και 27 Μαρτίου για το 1985, 1986, και 1987,

Ιαπωνικής κεφαλαιαγοράς και να αναπτύξουν ένα υπόδειγμα το οποίο θα ελάμβανε υπόψη τις αποκαλούμενες μετοχές Μαρτίου.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, κατά μέσον όρο, οι τιμές των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος προσαρμοζόντουσαν (έπεφταν) σχεδόν κατά το ύψος του διανεμηθέντος μερίσματος (ΔP/D=1). Ωστόσο, η εμπειρική ανάλυση αποκάλυψε δύο ανωμαλίες. Πρώτον, οι μετοχές Μαρτίου που δεν διένειμαν μέρισμα εμφάνιζαν σημαντικά υψηλότερη απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με τις μετοχές που είχαν ημέρα αποκοπής άλλον μήνα πλην του Μαρτίου (non-March stocks). Δεύτερον, οι μετοχές Μαρτίου που είχαν κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου εμφάνιζαν υψηλότερη απόδοση την ημέρα αποκοπής απ' ό,τι οι μετοχές Μαρτίου που δεν είχαν κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αύξησης μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Kato και Loewenstein (1995) μελέτησαν τις τιμές των μετοχών και τον όγκο συναλλαγών των εταιριών του Χρηματιστηρίου του Τόκιο γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο από την 1η Ιανουαρίου του 1981 έως την 31η Ιουλίου του 1991. Τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της ιαπωνικής αγοράς για την εξεταζόμενη περίοδο συνοψίζονται στα εξής: Πρώτον, ο φορολογικός κώδικας δεν έκανε καμία φορολογική διάκριση μεταξύ των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα συναλλαγών και των επενδυτών με μακροπρόθεσμο ορίζοντα συναλλαγών. Επιπλέον, η φορολογική μεταρρύθμιση του 1988 επέβαλε στους μεμονωμένους επενδυτές φόρο επί των κεφαλαιακών κερδών για πρώτη φορά και περιόρισε σημαντικά τις δραστηριότητες των εταιριών στην παρακράτηση του μερίσματος. Δεύτερον, ο τρόπος διάχυσης των πληροφοριών των εταιριών στο κοινό διέφερε από άλλες χώρες. Για παράδειγμα, οι ιαπωνικές εταιρίες δεν υποχρεούνταν να αναγγείλουν το μέγεθος του διανεμηθέντος μερίσματος πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τρίτον, οι περισσότερες Ιαπωνικές εταιρίες συνδέονταν ιδιοκτησιακά με άλλες επιχειρηματικές ομάδες[47] μέσω αμοιβαίας εταιρικής συμμετοχής (γνωστές και ως κάθετες «συγγένειες»).

Οι Kato και Loewenstein (1995) θεωρούσαν ότι ο κλασσικός λόγος ΔP/D των Elton και Gruber (1970) παρουσίαζε οικονομετρικές (π.χ ετεροσκεδαστικότητα) και οικονομικές (καμία προσαρμογή για μεταβολές της από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής) ανεπάρκειες. Για να αποφύγουν αυτούς τους περιορισμούς, οι Kato και Loewenstein (1995) προσέφυγαν στην μέθοδο της ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων (event study methodology) και υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών 15 ημέρες (-15, +15) γύρω από την ημέρα

[47] Αυτές οι επιχειρηματικές ομάδες καλούνται «Keiretsu» στην Ιαπωνία.

αποκοπής του μερίσματος, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985). Επίσης, χρησιμοποίησαν την ανάλυση της διαστρωματική παλινδρόμησης (cross-sectional regression analysis) για να διαπιστώσουν ποιες μεταβλητές ήταν υπεύθυνες για την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ένα αρνητικό λόγο ΔP/D ίσο με – 0,5063, ο οποίος γινόταν πιο αρνητικός για την περίοδο μετά την εφαρμογή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1989 (Απρίλιος 1989). Ο λόγος ΔP/D συσχετίζονταν θετικά με τη μερισματική απόδοση σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν ίσες 1,1%, ενώ τις 7 προηγούμενες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής ήταν αρνητικές. Τέλος, υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών πριν την φορολογική μεταρρύθμιση του 1988 γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ο οποίος γινόταν στατιστικά αδιάφορος του μηδενός μετά τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1988. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, δηλαδή, πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση (επιβολή φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών), οι επενδυτές είχαν κίνητρο να πουλήσουν τις μετοχές πριν την ημέρα αποκοπής και να τις αγοράσουν την ημέρα αποκοπής για να αποφύγουν την πληρωμή φόρου εισοδήματος από μερίσματα. Με την επιβολή φόρου επί των κεφαλαιακών κερδών, τα μερίσματα έγιναν πιο ελκυστικά και οι επενδυτές δίσταζαν πλέον να προβούν στις παραπάνω ενέργειες. Ωστόσο, οι Kato και Loewenstein (1995) υποστήριξαν ότι τα παραπάνω αποτελέσματα στηρίζονται κυρίως στο γεγονός πως στην Ιαπωνία η πλειοψηφία των εταιριών έχει ημέρα αποκοπής του μερίσματος κοντά στα τέλη Μαρτίου (και μάλιστα συγκεκριμένες ημέρες) η οποία, επιπλέον, συμπίπτει με τη λήξη του οικονομικού έτους. Συνεπώς, το γεγονός αυτό, γνωστό και ως η επίδραση του τέλους του έτους (end-of-the-year effect) και όχι το μέρισμα αυτό καθεαυτό ήταν υπεύθυνο για τη διαμόρφωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων των μετοχών την ημέρα αποκοπής και η επίδραση της φορολογίας έπαιζε δευτερεύοντα ρόλο.

2.2.1.6.2. Χονγκ Κονγκ

Οι Frank και Jagannathan (1998) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την αγορά του Χονγκ-Κουκ για την περίοδο 1980-1993, όπου ούτε τα εισοδήματα από μερίσματα ούτε από κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν. Οι Frank και Jagannathan (1998) βρήκαν ότι για την περίοδο 1980-1993 οι τιμές των μετοχών, κατά μέσον όρο, έπεφταν λιγότερο από το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (περίπου στο μισό). Προκειμένου να εξηγήσουν την πτώση αυτή των τιμών, οι Frank και Jagannathan (1998) κατέφυγαν στην ανάλυση των ατελειών της μικροδομής του Χρηματιστηρίου του Χονγκ-Κονγκ. Ειδικότερα, οι Frank και Jagannathan (1998) υποστήριξαν ότι η απροσδόκητη

αυτή πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν αποτέλεσμα της δραστηριότητας των ειδικών διαπραγματευτών (market makers) και της συνακόλουθης ύπαρξης εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread). Σύμφωνα με τους Frank και Jagannathan (1998), κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να αγοράσουν μία μετοχή, για διάφορους λόγους (π.χ αδυνατούν να παραλάβουν το μέρισμα λόγω έλλειψης χρόνου), προσπαθούν να καθυστερήσουν την αγορά της μετοχής και τελικά την αγοράζουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αντί την προηγούμενη ημέρα (την ημέρα αποκοπής, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή ζήτησης – ask price). Αντίστοιχα, κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να πουλήσουν μία μετοχή προτιμούν να το επισπεύσουν πουλώντας την μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, αντί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, καθώς την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή προσφοράς (bid price). Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής αυξάνεται κατά ένα (μικρό) ποσό περισσότερο από αυτό που θα αναμενόταν. Αυτή η αύξηση είναι συνάρτηση του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης και του ρόλου που παίζουν οι επενδυτές.

Ο Kadapakkam (2000) εξέτασε την επίδραση της εισαγωγής του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών στις τιμές των μετοχών των εταιριών του χρηματιστηρίου του Χονγκ-Κονγκ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το χρηματιστήριο του Χονγκ-Κονγκ υιοθέτησε τον ηλεκτρονικό τρόπο διευθέτησης των συναλλαγών κατά τη διάρκεια μιας μεταβατικής περιόδου από το 1992 έως το 1993. Στα πλαίσια του νέου συστήματος, η διευθέτηση των συναλλαγών έγινε μέσω ηλεκτρονικών καταχωρήσεων, καταργώντας τον τρόπο της φυσικής παράδοσης των μετοχών. Αυτή η θεσμική αλλαγή είχε ως συνέπεια τη μείωση των ημερών υποχρεωτικής παρακράτησης των μετοχών για τους επενδυτές από 21 ημέρες[48] σε λιγότερο από μία ημέρα. Συνέπεια ήταν να επιτρέψει τους επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης (κερδοσκόπους) να δραστηριοποιηθούν έντονα την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, μιας και η υποχρέωση της παρακράτησης των μετοχών για 21 ημέρες και ο επακόλουθος κίνδυνος δεν υφίσταντο πλέον.

Η εξεταζόμενη περίοδος της μελέτης κάλυπτε τα έτη από το 1990 ως το 1995. Ο Kadapakkam (2000) υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα της αγοράς. Σε προηγούμενη μελέτη πριν την εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών στην αγορά του Χονγκ-Κονγκ, οι Frank και Jagannathan (1998) βρήκαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 1,3% την ημέρα

[48] Ο Τρόπος της φυσικής παράδοσης των μετοχών υποχρέωνε τους επενδυτές να κρατούν τις μετοχές ώσπου να γραφούν στο βιβλίο μετόχων (μετοχολόγιο) και έπειτα να προβούν σε πώληση. Μέχρι την καταχώρηση των επενδυτών στο βιβλίο μετόχων, απαγορεύονταν οποιαδήποτε αγοραπωλησία των μετοχών. Η διαδικασία αυτή διαρκούσε 21 ημέρες και κατά συνέπεια αποθάρρυνε τους κερδοσκόπους να δραστηριοποιηθούν.

αποκοπής. Ο Kadapakkam (2000) επιβεβαίωσε το παραπάνω αποτέλεσμα, βρίσκοντας υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 1,127% για την περίοδο πριν την εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών. Οι αποδόσεις αυτές μειώθηκαν σε μόλις 0,169% (διάμεσος ίσος με μηδέν) μετά την εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών. Επιπλέον, υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, για την περίοδο μετά την εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών. Αντίθετα, δεν υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών πριν την εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών. Τα αποτελέσματα αυτά αποδείκνυαν την έντονη δραστηριοποίηση των επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης μετά την κατάργηση των εμποδίων που επέφερε η εισαγωγή του ηλεκτρονικού τρόπου διευθέτησης των συναλλαγών.

2.2.1.6.3. Κίνα

Η μελέτη των Milonas, Travlos, Xiao και Cuncai Tan (2006) αφορούσε στη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των εταιριών της Κίνας την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο 1996-1998. Οι εισηγμένες εταιρίες στην Κινεζική κεφαλαιαγορά έχουν το δικαίωμα να διανείμουν είτε φορολογήσιμα είτε μη φορολογήσιμα μερίσματα, ανάλογα με το μέγεθος του μερίσματος σε σύγκριση με το ετήσιο εκτιμώμενο εισόδημα από τόκους επί της ονομαστικής αξίας των αντίστοιχων μετοχών. Επιπλέον, στην Κίνα δεν υπάρχει φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών. Το δείγμα χωρίστηκε σε ένα δείγμα με 297 φορολογήσιμα μερίσματα και σε ένα δείγμα με 56 μη φορολογήσιμα μερίσματα. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως για το δείγμα με τα μη φορολογήσιμα μερίσματα, ο λόγος ΔP/D ήταν ίσος με τη μονάδα την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Όσον αφορά το δείγμα με τα φορολογήσιμα μερίσματα, οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προσαρμοζόντουσαν κατά το ύψος του διανεμηθέντος μερίσματος για τις μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση και λιγότερο από το ύψος του διανεμηθέντος μερίσματος για τις μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, ανάλογα και με το ύψος του πραγματικού συντελεστή φόρου εισοδήματος από μερίσματα. Τα αποτελέσματα αυτά συνηγορούσαν υπέρ της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας.

2.2.1.6.4. Ταϊλάνδη

Η μελέτη των Cipollini, Instefjord και Phetcharakupt (2007) διερευνησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για ένα δείγμα 92 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης την περίοδο 2005-2006. Για τους μεμονωμένους και εγχώριους και αλλοδαπούς επενδυτές δεν υπάρχει φόρος επί των κεφαλαιακών κερδών, ενώ αντίθετα, οι θεσμικοί επενδυτές πληρώνουν φόρο από 20% έως 30%. Τα μερίσματα φορολογούνται με 10% για όλες τις κατηγορίες επενδυτών. Τα αποτελέσματα

φανέρωσαν μία μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών από το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής η οποία πτώση συσχετίζονταν θετικά με τη μερισματική πολιτική. Η τελευταία σχέση ήταν σύμφωνη με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Επίσης, οι επενδυτές με φορολογικό πλεονέκτημα επί των εισοδημάτων από μερίσματα επιδίδονταν σε βραχυπρόθεσμες συναλλαγές γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Έτσι, ο όγκος συναλλαγών αυξάνονταν την προηγούμενη και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

2.2.1.6.5. Ομάν

Οι Yahyaee, Pham και Walter (2007) εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών για ένα δείγμα εταιριών του Χρηματιστηρίου του Ομάν την περίοδο 1997-2005. Για την εξεταζόμενη περίοδο, η κεφαλαιαγορά του Ομάν χαρακτηρίζεται από την απουσία φόρου επί των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τα εμπειρικά αποτελέσματα άλλων ερευνών σχετικά με τη μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών από το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής και της συνακόλουθης ύπαρξης υπερβαλλουσών αποδόσεων. Ωστόσο, ο όγκος συναλλαγών δεν επιβεβαίωνε την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών περί αύξησης του γύρω από την ημέρα αποκοπής. Οι συγγραφείς της μελέτης απέδωσαν το φαινόμενο της μικρότερης πτώσης των τιμών των μετοχών στη δραστηριοποίηση των ειδικών διαπραγματευτών και στο εύρος προσφοράς-ζήτησης.

2.2.1.7. Μελέτες για τις Αγορές της Λατινικής Αμερικής

Οι Procianoy και Verdi (2004) εξέτασαν εμπειρικά την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 119 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Σάο Πάολο της Βραζιλίας, που ανακοίνωναν τη διανομή 394 μερισμάτων για την περίοδο 1996-2000. Για την εξεταζόμενη περίοδο, στη Βραζιλία τα μερίσματα δεν φορολογούνταν σε προσωπικό επίπεδο, ενώ επιβάλλονταν φόρος στα κεφαλαιακά κέρδη της τάξης του 10% για όλους τους μεμονωμένους επενδυτές. Μια άλλη ιδιορρυθμία της Βραζιλιάνικης κεφαλαιαγοράς ήταν το καθεστώς πληροφόρησης των επενδυτών. Οι εταιρίες επιτρεπόταν να ανακοινώσουν τη διανομή μερίσματος με δύο τρόπους: είτε μέσω της Γενικής Συνέλευσης των μετόχων όπου η πρόσκληση για συμμετοχή σε αυτήν γινόταν γνωστή 8 ημέρες πριν την ημέρα συνέλευσης, ορίζοντας το θέμα προς συζήτηση (δηλαδή διανομή μερίσματος), είτε μέσω της συνεδρίασης του Δ.Σ. της εταιρίας. Στην πρώτη περίπτωση, η ανακοίνωση ήταν αναμενόμενη και δεν υπήρχε πληροφοριακό περιεχόμενο, ενώ στη δεύτερη περίπτωση η ανακοίνωση ήταν μη αναμενόμενη και περιείχε πληροφοριακό περιεχόμενο. Τέλος, η ημέρα ανακοίνωσης και η ημέρα αποκοπής συνέπιπταν χρονικά.

Οι Procianoy και Verdi (2004) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών υπολογίζοντας τις υπερβάλλουσες αποδόσεις 10 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5, +5) με τη βοήθεια του υποδείγματος των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, ενώ ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών υπολογίστηκε 10 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής (-5, +5) με τη βοήθεια του υποδείγματος του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα, αντίθετα με την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας, έδειξαν πως το 39% των τιμών των μετοχών παρουσίαζε άνοδο την ημέρα αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής. Το αποτέλεσμα αυτό αποδόθηκε από τους Procianoy και Verdi (2004) στο πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων την ημέρα συνεδρίασης του Δ.Σ. και την επακόλουθη θετική αντίδραση την ημέρα αυτή.

2.2.1.8. Συμπεράσματα

Η ενότητα αυτή παρουσίασε τις μελέτες που ερεύνησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών καθώς και του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η πλειονότητα των μελετών εστιάστηκε στις αγορές των ΗΠΑ. Τα εμπειρικά αποτελέσματα για την αγορά των ΗΠΑ οριακά υποστηρίζουν την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970). Ωστόσο, ένα μεγάλο μέρος των μελετών για την αγορά των ΗΠΑ δίνει σαφή υποστήριξη και για την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982). Σε κάθε περίπτωση τα αποτελέσματα εξαρτώνται από την εξεταζόμενη περίοδο και από τον τρόπο επιλογής του δείγματος και σε μικρότερο βαθμό από τον τρόπο υπολογισμού των υπό εξέταση στοιχείων. Οι τελευταίες μελέτες που πραγματοποιήθηκαν στα μέσα και ένθεν της δεκαετίας του 90 προσπάθησαν να διατυπώσουν εναλλακτικές υποθέσεις για το φαινόμενο των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής όπως ήταν η υπόθεση της διακριτότητας των τιμών. Η υπόθεση αυτή βρήκε εμπειρική υποστήριξη στην αρχή και όσο το βήμα τιμής (tick size) ανέρχονταν σε υψηλά επίπεδα (1/8 του δολαρίου). Ωστόσο, μετά την υιοθέτηση του δεκαδικού τρόπου υπολογισμού των τιμών, τα εμπειρικά αποτελέσματα άρχισαν να μην υποστηρίζουν την υπόθεση αυτή.

Όσον αφορά τις μελέτες που αφορούν τον Καναδά, με εξαίρεση αυτή των Booth και Johnston (1984), όλες οι υπόλοιπες έδωσαν σαφή υποστήριξη στην υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Πιθανότατα το διαφορετικό φορολογικό και θεσμικό περιβάλλον του Καναδά από αυτό των ΗΠΑ να ευθύνεται για τη μεγάλη δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων την ημέρα αποκοπής. Αντίθετα, οι μελέτες που έγιναν στη Μεγάλη Βρετανία υποστήριξαν συλλήβδην την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας. Με λιγοστές εξαιρέσεις, οι μελέτες που

πραγματοποιήθηκαν στην Ασία, στην Ωκεανία και στην Ευρώπη έδωσαν μεγαλύτερη υποστήριξη στην υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας από ότι στις άλλες υποθέσεις.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 2.1: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στις ΗΠΑ

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών
1	Campbell και Beranek (1955)	1949-1950	?			
2	Durand και May (1969)	1948-1959	?			
3	Elton και Gruber (1970)	1966-1967	ΝΑΙ		ΝΑΙ	
4	Green (1980)	1962-1977	ΝΑΙ			
5	Kalay (1982 και 1984)	1966-1967	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	
6	Elton, Gruber και Rentzler (1984)	1966-1967	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	
7	Eades, Hess και Kim (1984)	1962-1980	?		?	
8	Lakonishok και Vermaelen	1970-1981	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	
9	Barclay (1982)	1900-1910 & 1962-1985	ΝΑΙ			
10	Karpoff και Walkling (1988)	1964-1985		ΝΑΙ		
11	Grammatikos (1989)	1975-1985		ΝΑΙ	ΝΑΙ	
12	Michaely (1991)	1986-1989	ΟΧΙ	ΝΑΙ		
13	Stickel (1991)	1972-1980	ΝΑΙ			
14	Dubofksy (1992)	1962-1987				ΝΑΙ
15	Lamdin και Hiemstra (1993)	1982-1991	ΝΑΙ			
16	Fedenia και Grammatikos (1993)	1975-1985	ΝΑΙ	ΝΑΙ		
17	Hearth και Rimbley (1993)	1984 & 1988	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΟΧΙ	
18	Han (1994)	1983-1990	ΝΑΙ	ΝΑΙ		
19	Michaely και Vila (1995)	1984-1986	ΝΑΙ			
20	Bowers και Fehrs (1995)	1976-1987		ΝΑΙ	ΝΑΙ	
21	Wu καιHsu (1996)	1984-1990	ΝΑΙ			
22	Michaely και Vila (1996)	1963-1991	ΝΑΙ			
23	Siddiqi (1997)	1987-1988		ΝΑΙ		
24	Koski και Scruggs (1998)	1990-1991		ΝΑΙ	ΟΧΙ	
25	Bali και Hite (1998)	1962-1994				ΝΑΙ
26	Bhardwaj και Brooks (1999)	1986-1989	ΝΑΙ			
27	Naranjo, Nimaledran και Ryngaert (2000)	1962-1994		ΝΑΙ		
28	French και Delcoure (2002)	1999-2002				ΝΑΙ
29	Graham, Michaely και Roberts (2003)	1996-2001	ΝΑΙ			ΟΧΙ
30	Callaghan και Barry (2003)	1988-1995	ΝΑΙ		ΟΧΙ	
31	Cloyd, Li και Weaver (2004)	1999-2003	ΝΑΙ			ΝΑΙ
32	French, Varson και Moon (2005)	1989-2003				ΝΑΙ
33	Jakob και Ma (2006)	1962-1994	ΟΧΙ			ΝΑΙ
34	Dhalival και Zhen Li (2006)	1989-1998	ΝΑΙ			

Πίνακας 2.2: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στον Καναδά

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών
1	Lakonishok και Vermaelen (1983)	1971-1972	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	
2	Booth και Johnston (1986)	1970-1980	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΟΧΙ	
3	Athanassakos και Fowler (1993)	1970-1984	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ	
4	Athanassakos (1996)	1970-1984	ΟΧΙ	ΝΑΙ		
5	Bauer, Beveridge και Sivakumar (2002)	1986-1999	ΟΧΙ			ΟΧΙ

Πίνακας 2.3: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στη Μεγάλη Βρετανία

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών
1	Poterba και Summers (1984)	1955-1981	NAI			
2	Kaplanis (1986)	1979-1984	NAI		NAI	
3	Davidson και Mallin (1970)	1984-1986			OXI	
4	Crossland, Dempsey και Moizer (1980)	1989-1990			NAI	
5	Menyah (1993)	1955-1984	NAI	NAI		
6	Lasfer (1995)	1985-1994	NAI		OXI	
7	Asimakopoulos και Hodkinson (2001)	1988-1998				NAI
8	Bell και Jenkinson (2002)	1995-1999	NAI			

Πίνακας 2.4: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στην Ευρώπη

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών
1	Hietala (1990)	1974-1985	ΝΑΙ		ΟΧΙ	
2	Hietala και Keloharju (1995)	1984-1990	ΝΑΙ	ΟΧΙ		
3	Michaely και Murgia (1995)	1981-1990	ΝΑΙ			
4	Espitia και Ruiz (1997)	1980-1992	ΝΑΙ	ΟΧΙ	ΝΑΙ	
5	Green και Rydqvist (1999)	1986-1997	ΝΑΙ			
6	Liljeblom, Loflund και Hedvall (2001)	1994-1996	ΝΑΙ			
7	Romon (2001)	1991-1995	ΝΑΙ			
8	Gardeazabal και Regulez (2002)	1998-2000	?	?		
9	Florentsen και Rydqvist (2002)	1976-2000	ΝΑΙ			
10	Lasfer και Zenonos (2004)	1988-2002	ΝΑΙ			
11	Rantapuska (2008)	1995-2002		ΝΑΙ		

Πίνακας 2.5: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Αποκοπής του Μερίσματος στην Ωκεανία

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Διακριτότητας των Τιμών
1	Brown και Walter (1986)	1974-1984	ΟΧΙ		ΟΧΙ	
2	Clarke (1992)	1973-1988	ΟΧΙ	ΝΑΙ		
3	Brown και Clarke (1993)	1973-1991	ΟΧΙ	ΝΑΙ		
4	Walker και Partington (1999)	1995-1997		ΝΑΙ		
5	Bartholdy και Brown (1999)	1982-1985	ΝΑΙ		ΟΧΙ	
6	Partington και Walker (2000)	1982-1985	ΟΧΙ	ΝΑΙ		
7	Balachandran, Faff και Nguyen (2008)	1989-2002	?	?		
8	Juv, Alangar, Partinghton και Stevenson (2008)	1992-2003		ΝΑΙ		

Πίνακας 2.6: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών της Αποκοπής του Μερίσματος στην Ασία

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση της Επίδρασης Φορολογίας Πλούτου	Υπόθεση των Βραχυπρόθεσμων Συναλλαγών	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση του Εύρους Προσφοράς-Ζήτησης
1	Hayashi και Jagannathan (1990)	1983-1987	?	?		
2	Kato και Loewenstein (1995)	1981-1991	NAI		NAI	
3	Frank και Jagannathan (1998)	1980-1993				NAI
4	Kadapakkam (2000)	1990-1995		NAI		
5	Milonas, Travlos, Xiao και Cuncai Tan (2006)	1996-1998	NAI			
6	Cipollini, Instefjord και Phetcharakupt (2007)	2005-2006		NAI	NAI	
7	Yahyee, Pham και Walter (2007)	1997-2005				NAI

2.2.2. Σύνοψη Εμπειρικών Πορισμάτων Διεθνούς Βιβλιογραφίας την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος

Στην υποενότητα αυτή παρουσιάζονται οι εμπειρικές μελέτες που πραγματοποιήθηκαν διεθνώς για την εξήγηση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών κατά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος (αναγγελία μερίσματος - dividend announcement). Πρώτα παραθέτονται οι μελέτες που αφορούν στη διανομή τακτικού μερίσματος στις ΗΠΑ. Έπειτα, παραθέτονται οι έρευνες που αφορούν στη διανομή ειδικών και έκτακτων μερισμάτων καθώς επίσης και οι μελέτες που ερευνούν την αντίδραση των εταιριών του ίδιου κλάδου (ανταγωνίστριες εταιρίες) που δεν προβαίνουν σε ανακοίνωση διανομής μερίσματος. Τέλος, παραθέτονται τα εμπειρικά ευρήματα στην ανακοίνωση διανομής τακτικού μερίσματος που πραγματοποιήθηκαν σε χώρες εκτός των ΗΠΑ.

2.2.2.1 Ανακοίνωση Διανομής Τακτικού Μερίσματος στις Αγορές των ΗΠΑ

Ο Lintner (1956) θεωρήθηκε «ο προπάτορας» της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Στη μελέτη του ο Lintner (1956) χρησιμοποίησε ένα δείγμα από 28 Αμερικανικές επιχειρήσεις που διένειμαν τακτικό μέρισμα για επτά έτη (1947-1953) και υποστήριξε ότι ο σημαντικότερος παράγοντας που καθορίζει τη μερισματική πολιτική μιας εταιρίας είναι τα τρέχοντα καθαρά κέρδη της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, ο Lintner (1956) υποστήριξε ότι οι μεταβολές των διανεμηθέντων μερισμάτων εκπέμπουν σήματα (θετικά ή αρνητικά) στους μετόχους και στους επενδυτές. Η δήλωση αυτή του Lintner (1956) στηρίχθηκε στο επιχείρημα ότι οι εταιρίες στην προσπάθεια τους να διατηρήσουν ένα σταθερό ποσοστό διανομής μερισμάτων προβαίνουν σε προσεχτικές μεταβολές αυτών. Με άλλα λόγια, η πρόταση του Lintner (1956) υπονοούσε ότι η διοίκηση της εταιρίας είναι πρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα μόνο στην περίπτωση που τα κέρδη της εταιρίας αναμένονται να αυξηθούν μόνιμα στο μέλλον, ενώ είναι απρόθυμη να αυξήσει τα μερίσματα στην περίπτωση προσωρινής αύξησης των κερδών, δεδομένου πως θα αναγκαστεί στο μέλλον να τα προσαρμόσει (μειώσει) σε προηγούμενα επίπεδα ή ακόμα και σε χαμηλότερα επίπεδα. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές και κατ' επέκταση η αγορά εκλαμβάνουν την αύξηση των μερισμάτων ως θετικό σημάδι για την μελλοντική πορεία της εταιρίας, ενώ μία μείωση των μερισμάτων εκλαμβάνεται ως αρνητικό σημάδι. Το θετικό σημάδι που εκπέμπεται από την αύξηση των μερισμάτων μεταφράζεται σε αύξηση των τιμών των μετοχών της εταιρίας, ενώ αντίθετα η μείωση των μερισμάτων οδηγεί σε πτώση των τιμών των μετοχών.

Εάν ο Lintner (1956) ήταν ο πρώτος που αναφέρθηκε στο πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων, οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) ήταν εκείνοι που διατύπωσαν μια

ολοκληρωμένη θεωρία για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν την προσαρμογή των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση εταιρικών πληροφοριών, όπως είναι η διάσπαση μετοχών (stock splits). Το δείγμα τους περιελάμβανε 622 εταιρίες που ήταν εισηγμένες στο NYSE για την περίοδο 1927-1959. Οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) παρατήρησαν ότι η ύπαρξη θετικών υπερβαλλουσών αποδόσεων για την περίοδο πριν τη διάσπαση μετοχών δεν οφειλόταν στο γεγονός της διάσπασης μετοχών, αλλά μάλλον στο γεγονός ότι οι διασπάσεις μετοχών ακολουθούνταν στενά από αυξήσεις μερισμάτων. Στην πραγματικότητα, δεν ήταν ασυνήθιστο γεγονός οι μεταβολές μερισμάτων να ανακοινώνονται ταυτόχρονα με τη διάσπαση μετοχών. Με άλλα λόγια, οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) επιβεβαίωσαν το επιχείρημα του Lintner (1956) ότι οι διοικήσεις των εταιριών αυξάνουν τα μερίσματα μόνο όταν είναι αρκετά βέβαιες για τη δυνατότητά τους να διατηρήσουν αυτά τα μερίσματα και στο μέλλον και δεν θα προβούν σε επώδυνες μειώσεις αυτών. Έτσι, οι μεταβολές των μερισμάτων θεωρούνται ότι μεταβιβάζουν σημαντικές πληροφορίες στην αγορά σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές των εταιριών.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι οι Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) επισήμαναν πως οι εταιρίες τείνουν να διασπούν τις μετοχές τους κατά τη διάρκεια καλών οικονομικών ετών, δηλαδή κατά τη διάρκεια περιόδων που οι αυξήσεις των τιμών των μετοχών είναι μεγαλύτερες από αυτές που θα δικαιολογούσαν οι γενικές συνθήκες της αγοράς. Ως εκ τούτου, υποστήριξαν ότι «οι διασπάσεις μετοχών τείνουν να εμφανιστούν κατά τη διάρκεια γενικής αύξησης των τιμών των μετοχών».

Ο σκοπός της μελέτης του Pettit (1972) ήταν η περαιτέρω εξέταση της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς στην ανακοίνωση νέων πληροφοριών. Ο Pettit (1972) εξέτασε την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων. Χρησιμοποίησε δύο δείγματα. Το πρώτο δείγμα αποτελούνταν από μηνιαία στοιχεία, περιλαμβάνοντας όλες τις μεταβολές των μερισμάτων για ένα σύνολο 625 εταιριών του NYSE για την περίοδο 1964-1968, αποκλείοντας από το δείγμα τις ανακοινώσεις πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων (extra or special dividends). Το δεύτερο δείγμα αποτελούνταν από ημερήσια στοιχεία για 135 ανακοινώσεις τακτικών μερισμάτων που έγιναν κατά τη διάρκεια της περιόδου 1967-1969. Ο Pettit (1972), για την καλύτερη εξέταση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων, απομόνωσε από τα δείγματα του τις ταυτόχρονες ανακοινώσεις κερδών. Επιπλέον, ταξινόμησε τις ανακοινώσεις των μερισμάτων σε επτά κατηγορίες με βάση τη μεταβολή των μερισμάτων από τρίμηνο σε τρίμηνο[49] ως εξής:

[49] Στις ΗΠΑ η διανομή των μερισμάτων γίνεται κάθε τρίμηνο, δηλαδή τέσσερις φορές το χρόνο.

παραλείψεις, μειώσεις, καμία μεταβολή, αυξήσεις λιγότερο από 10%, αυξήσεις μεγαλύτερες από 10% και λιγότερο από 25%, αυξήσεις μεγαλύτερες από 25%, και έναρξη μερισμάτων αντίστοιχα. Τα εμπειρικά αποτελέσματα των δειγμάτων και με μηνιαία και με ημερήσια στοιχεία υποστήριξαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, η αντίδραση της αγοράς[50] ήταν μεγαλύτερη και πιο εμφανής στις ανακοινώσεις μείωσης των μερισμάτων και στις ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων άνω του 25%.

Ο Watts (1973) επιχείρησε να εξετάσει το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 310 εταιριών του δείκτη S&P 500. Τα στοιχεία ήταν μηνιαία και κάλυπταν την περίοδο από τον Ιούνιο του 1945 μέχρι τον Ιούνιο του 1968. Ο Watts (1973) εξέτασε εάν τα τρέχοντα ($D_{i,t}$) και τα παρελθοντικά μερίσματα ($D_{i,t-1}$) μπορούν καλύτερα να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη ($E_{i,t+1}$) απ' ότι τα τρέχοντα ($E_{i,t}$) και τα παρελθοντικά κέρδη ($E_{i,t-1}$). Ο Watts πραγματοποίησε μια προκαταρκτική εξέταση της παραπάνω σχέσης

$$E_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_{1,i} E_{i,t} + \beta_{2,i} E_{i,t-1} + \beta_{3,i} D_{i,t} + \beta_{4,i} D_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (2.14)$$

και διαπίστωσε ότι υπήρχε όντως μια θετική σχέση μεταξύ τρεχόντων μερισμάτων και μελλοντικών κερδών, όμως η σχέση αυτή δεν ήταν ιδιαίτερα ισχυρή. Ωστόσο, ο Watts (1973) ισχυρίστηκε πως ίσως οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων (unexpected dividend changes) θα μπορούσαν να προβλέψουν τις μελλοντικές μεταβολές των κερδών (changes in future earnings). Για τον καθορισμό των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων, ο Watts (1973) κατέφυγε στα υποδείγματα των:

α) Lintner (1956)

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} D_{i,t-1} + \beta_{2,i} E_{i,\tau} + z_i \quad (2.15)$$

και β) Fama και Babiak (1968)[51].

$$\Delta D_{i,t} = \beta_{1,i} D_{i,t-1} + \beta_{2,i} E_{i,t} + \beta_{3,i} E_{i,t-1} + z_{i,} \quad (2.16)$$

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) ο Watts (1973) μελέτησε τη σχέση μεταξύ μελλοντικών μεταβολών των κερδών ($\Delta E_{i,t+1}$) και απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων[52] ($z_{i,t}$) και παρατήρησε τα ίδια αποτελέσματα με αυτά της προκαταρκτικής εξέτασης, δηλαδή μια θετική, αλλά μη ισχυρή σχέση μεταξύ μελλοντικών μεταβολών των κερδών και απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων.

Οι Ball και Brown (1968) βρήκαν στη μελέτη τους μια θετική σχέση μεταξύ κερδών και τιμών των μετοχών. Σύμφωνα με τον Watts (1973), αν η υπόθεση του πληροφοριακού

[50] Η αντίδραση της αγοράς, όπως αυτή αποτυπώθηκε με την εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων, υπολογίστηκε με βάση το υπόδειγμα της αγοράς.

[51] Το υπόδειγμα των Fama και Babiak (1968) θεωρήθηκε καλύτερο από αυτό του Lintner (1956). Ωστόσο, ο Watts (1973) όρισε τις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων ως τη διαφορά μεταξύ πραγματικών μεταβολών των μερισμάτων και προσδοκώμενων μεταβολών των μερισμάτων .

[52] $\Delta E_{i,t+1} = \gamma_{it} + \theta_i z_{i,t} + w_{i,t+1.}$

περιεχομένου των μερισμάτων ισχύει, η θετική σχέση μεταξύ μελλοντικών κερδών και απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων υπονοεί και μια σχέση μεταξύ απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων και μεταβολών των τιμών του ίδιου πρόσημου. Τα αποτελέσματα, ωστόσο, δεν επιβεβαίωσαν την παραπάνω πρόβλεψη της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, κάτι που οδήγησε τον Watts (1973) να συμπεράνει πως το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων ήταν ασήμαντο (trivial).

Ωστόσο, ο Laub (1976) αμφισβήτησε τα αποτελέσματα του Watts (1973) περί μη σημαντικότητας του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Το κύριο επιχείρημα της διαφωνίας του Laub (1976) ήταν ότι ο Watts (1973) χρησιμοποίησε ένα υπόδειγμα όπου οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων (unexpected dividend changes) καθορίζοταν σε ετήσια βάση αντί σε τριμηνιαία για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών των εταιριών και για αυτό το λόγο βρήκε το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων ασήμαντο. Αντίθετα, ο Laub (1976), χρησιμοποιώντας τις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων σε τριμηνιαία βάση, βρήκε εμπειρική υποστήριξη υπέρ της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων για το ίδιο δείγμα εταιριών με αυτό του Watts (1973).

Ο Watts (1976) απάντησε στους ισχυρισμούς του Laub (1976) για τη μη σωστή χρήση της μεταβλητής (δηλαδή των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων) που καθορίζει τα μελλοντικά κέρδη, υποστηρίζοντας πως δεν παίζει σημαντικό ρόλο η χρήση ετήσιων ή τριμηνιαίων στοιχείων στο υπόδειγμα. Επίσης, ο Watts (1976) υποστήριξε πως με τη χρήση τριμηνιαίων στοιχείων ο Laub (1976) προκαθόρισε σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματά του και επέμεινε στους αρχικούς του ισχυρισμούς που διατυπώθηκαν στη μελέτη του το 1972 περί μη σημαντικότητας του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Ο Pettit (1976) επανήλθε στο προσκήνιο με μία νέα μελέτη που επιδίωκε να συγκεράσει τα αποτελέσματά της εργασίας του το 1972 με εκείνα της εργασίας του Watts (1973), τα οποία ήταν αντιφατικά. Το δείγμα του αποτελούνταν από εταιρίες του NYSE για την περίοδο από τον Ιανουάριο του 1964 μέχρι τον Ιούνιο του 1968. Ο Petit (1976) χρησιμοποίησε το ίδιο υπόδειγμα[53]

$$\Delta D_{i,t} = \beta_{1,i} D_{i,t-1} + \beta_{2,i} E_{i,t} + \beta_{3,i} E_{i,t-1} + z_{i,t} \qquad (2.17)$$

που είχε χρησιμοποιήσει και ο Watts το 1973 για να ορίσει τις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων. Ωστόσο πραγματοποίησε δύο αλλαγές στο υπόδειγμα. Πρώτα, προσάρμοσε σε ετήσια βάση τα μερίσματα του τελευταίου τριμήνου και δεύτερον ξεχώρισε τις εταιρίες και τα

[53]Ο Watts (1973) είχε χρησιμοποιήσει το υπόδειγμα των Fama και Babiak (1968) για να υπολογίσει τις προσδοκώμενες μεταβολές των μερισμάτων και έπειτα οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων ορίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών μεταβολών των μερισμάτων και προσδοκώμενων μεταβολών των μερισμάτων .

έτη όπου οι μεταβολές των μερισμάτων ήταν ουσιαστικά μηδενικές. Τα αποτελέσματα του ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Τελικά, ο Watts (1976) ανταπάντησε στους ισχυρισμούς του Pettit (1976) και υποστήριξε πως ο τελευταίος δεν προσδιόρισε σωστά τη μεταβλητή των κερδών στην τελευταία του εργασία και δεν θα έπρεπε να προσαρμόσει τις μεταβολές των μερισμάτων. Γι' αυτό, ο Watts (1976) επέμεινε στην αρχική του θέση ό,τι δεν ήταν λανθασμένος ο προσδιορισμός της μεταβλητής που καθόριζε το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων .

Ο Charest (1978) χρησιμοποίησε το υπόδειγμα των δύο παραγόντων[54]

$$\varepsilon_{it+1} = R_t - \gamma_{0t} - \gamma_{1t}\beta_{1it,}\ t= -55\ldots+24 \qquad (2.18)$$

και

$$\varepsilon_{it+1} = R_{jt} - \gamma_{0t} - \gamma_{1t}\beta_{2jt,}\ t=-24\ldots+54., \qquad (2.19)$$

όπου t=0 ο μήνας (ή ημέρα) ανακοίνωσης του μερίσματος.

για να υπολογίσει τις υπερβάλλουσες (AR) και τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) γύρω από την ανακοίνωση διανομής μερίσματος. Το δείγμα του περιελάμβανε μηνιαία στοιχεία για την περίοδο μεταξύ του Ιανουαρίου του 1947 και του Ιουνίου του 1968. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 1720 μεταβολές μερισμάτων[55] (1193 αυξήσεις και 527 μειώσεις) που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE. Τα αποτελέσματα έδειξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 3,18% τον μήνα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (t=0) και σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 5,86% 24 μήνες πριν και 4% 24 μήνες μετά το μήνα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος για τις μετοχές που προέβησαν σε αυξήσεις μερισμάτων (dividend increases). Αντίθετα, για τις εταιρίες που μείωσαν τα μερίσματά τους, τα αποτελέσματα έδειξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -7,42% τον μήνα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -17,91% 24 μήνες πριν και -8% 24 μήνες μετά τον μήνα της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Ωστόσο, ο Charest (1978) ενήμερος για το πρόβλημα της ταυτόχρονης ανακοίνωσης και άλλων οικονομικών γεγονότων γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων[56] χρησιμοποίησε και ημερήσια στοιχεία για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών (AR) και των σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων (CAR) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (t=0) με σκοπό να απομονώσει την επίδραση των άλλων γεγονότων στις αποδόσεις των μετοχών. Το δείγμα ήταν μικρότερο, καλύπτοντας την περίοδο από τον Ιούλιο του 1962 μέχρι τον Ιούνιο του 1968. Τα αποτελέσματα ήταν παρόμοια με

[54] Το υπόδειγμα των δύο παραγόντων υπολογίστηκε για δύο διαφορετικές περιόδους γεγονότος.

[55]Περιελήφθησαν μόνο οι μεταβολές τακτικών μερισμάτων μεγαλύτερες του 10% για μετοχές που παρουσίαζαν σταθερότητα διανομής μερίσματος τουλάχιστον για δύο χρόνια.

[56]Το πρόβλημα αυτό προκύπτει όταν περισσότερες από μία ανακοινώσεις (όπως είναι οι ανακοινώσεις μερισμάτων, οι διασπάσεις μετοχών, οι ανακοινώσεις κερδών κ.λ.π.) εμφανίζεται στην περίοδο γεγονότος.

αυτά των μηνιαίων στοιχείων. Συγκεκριμένα, για την περίοδο γεγονότος (ημέρες -2, +11) οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν ίσες με 8,91% για τις μετοχές που προέβησαν σε αυξήσεις μερισμάτων και ίσες με -8,9% για τις μετοχές που προέβησαν σε μειώσεις μερισμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά οδήγησαν τον Charest (1978) να συμπεράνει πως οι αγορές δεν ήταν αποτελεσματικές για την εξεταζόμενη περίοδο, μιας και οι υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν περιορίζονταν την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, αλλά συνέχιζαν να διατηρούνται για κάποιο χρονικό διάστημα πριν και κυρίως μετά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών.

Οι Aharony και Swary (1980) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μερισμάτων και κερδών. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 149 βιομηχανικές εταιρίες του NYSE που διένειμαν τριμηνιαία μερίσματα για την περίοδο 1963-1976. Οι Aharony και Swary (1980) γνωρίζοντας πως στις ΗΠΑ οι ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων συμπίπτουν χρονικά και δεν θα μπορούσε να εξετάσει το πληροφοριακό περιεχόμενο της κάθε ανακοίνωσης χωριστά, έλαβαν υπόψη τους μόνο εκείνες τις ανακοινώσεις που διέφεραν μεταξύ τους κατά έντεκα ημέρες. Για την εξέταση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, χώρισαν το δείγμα τους σε τρεις ομάδες, ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα των Fama και Babiak (1968) και το «αφελές» υπόδειγμα[57] (naïve model) για τον υπολογισμό των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων και έτσι σχημάτισαν τρεις ομάδες μετοχών που ήταν: η ομάδα με τις αυξήσεις μερισμάτων, η ομάδα με τις μειώσεις μερισμάτων και η ομάδα με καμία (μηδενική) μεταβολή στα μερίσματα. Επίσης, οι Aharony και Swary (1980) χώρισαν το δείγμα τους ανάλογα με το εάν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων προηγούνταν ή έπονταν αυτές των κερδών. Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων (t=0) και γύρω από αυτήν (-10, +10), οι Aharony και Swary (1980) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν μη σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 20 ημέρες (-10, +10) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων για την ομάδα των εταιριών που δεν πραγματοποίησαν μεταβολές στα μερίσματα, ανεξάρτητα εάν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων προηγούνταν ή έπονταν αυτές των κερδών. Αντίθετα, οι εταιρίες που προέβησαν σε αυξήσεις μερισμάτων παρουσίασαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης (t=0) και την προηγούμενη ημέρα αυτής (t=-1) ίσες με 0,72% και 1,03% αντίστοιχα, ανεξάρτητα εάν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων προηγούνταν ή έπονταν αυτές των κερδών. Οι εταιρίες που ανακοίνωσαν μειώσεις μερισμάτων παρουσίασαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα

[57] Το αφελές υπόδειγμα θεωρεί ότι το τρέχον μέρισμα θα είναι ίσο με το αυτό της προηγούμενης περιόδου ($D_{i,t} = D_{i,t-1}$)

ανακοίνωσης (t=0) και την προηγούμενη ημέρα αυτής (t=-1) ίσες με -2,82% και -3,76% αντίστοιχα, ανεξάρτητα εάν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων προηγούνταν ή έπονταν αυτές των κερδών. Επιπλέον, οι Aharony και Swary (1980) ανέλυσαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις αύξησης των κερδών στην περίπτωση που αυτές συνοδεύονταν με ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπήρχαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης των κερδών και την προηγούμενη ημέρα αυτής, ανεξάρτητα εάν οι ανακοινώσεις των κερδών προηγούνταν ή έπονταν αυτές των μερισμάτων. Συνεπώς, τα αποτελέσματα αυτά αποδείκνυαν πως οι ανακοινώσεις των μερισμάτων περιείχαν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο πέρα από αυτό που είχαν οι ανακοινώσεις των κερδών. Τέλος, τα αποτελέσματα αυτά υποστήριζαν τον μέτριο τύπο αποτελεσματικής αγοράς (semi-strong form of efficient markets hypothesis), δηλαδή, η αγορά αντιδρούσε στις ανακοινώσεις οικονομικών γεγονότων (όπως είναι οι ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων) με αποτελεσματικό τρόπο.

Ο Kwan (1981) επέκτεινε την εργασία του Watts (1973) τροποποιώντας τα υποδείγματα των Lintner (1956) και Fama και Babiak (1968) για τον υπολογισμό των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων. Αντίθετα με τον Watts (1973), ο Kwan (1981) χρησιμοποίησε τριμηνιαία και όχι ετήσια κέρδη και μερίσματα στα υποδείγματα των Lintner (1956) και Fama και Babiak (1968) και επίσης απομόνωσε τις ανακοινώσεις των μερισμάτων από αυτές των κερδών. Το δείγμα του περιελάμβανε 183 ανακοινώσεις μεταβολής τακτικών και πρόσθετων μερισμάτων που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE για την περίοδο 1973-1977. Οι ανακοινώσεις των μερισμάτων διέφεραν από αυτές των κερδών κατά 5 ημέρες και οι υπερβάλλουσες και οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς 10 ημέρες (-5, +5) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα απέρριψαν την μη σημαντικότητα του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων του Watts (1973) και υποστήριξαν το σημαντικό ρόλο που παίζουν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων στις προσδοκίες των επενδυτών.

Σκοπός της μελέτης του Eades (1982) ήταν να εξετάσει το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων λαμβάνοντας υπόψη τις μεταβολές των μερισμάτων και αυτές του κινδύνου. Για να εκτιμήσει την επίδραση του κινδύνου στη μερισματική απόδοση, ο Eades (1982) υπολόγισε τον συστηματικό κίνδυνο (συντελεστής βήτα) και το συνολικό κίνδυνο των αποδόσεων των μετοχών. Το δείγμα του περιελάμβανε 2.160 μεταβολές τακτικών μερισμάτων για τις εταιρίες του NYSE που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1960-1979. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα της ανακοίνωσης των μερισμάτων υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων των Brown και Warner (1980). Με τη συμπερίληψη της μεταβλητής του κινδύνου

στο υπόδειγμα του, ο Eades (1982) διατύπωσε την «υπόθεση της σχετικής δύναμης της προεξαγγελίας» (relative signaling strength hypothesis -RSS) σύμφωνα με την οποία οι εταιρίες με υψηλό συνολικό κίνδυνο των μετοχών τους παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις στις ανακοινώσεις μερισμάτων απ' ότι οι εταιρίες με χαμηλό συνολικό κίνδυνο των μετοχών τους. Με άλλα λόγια, ο συνολικός κίνδυνος των μετοχών συσχετίζεται θετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων και αρνητικά με τη μερισματική απόδοση. Αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της σχετικής δύναμης της προεξαγγελίας, τα εμπειρικά αποτελέσματα βρήκαν θετική σχέση μεταξύ του συνολικού κινδύνου και της μερισματικής απόδοσης, καθώς επίσης και ότι οι εταιρίες με χαμηλό συνολικό κίνδυνο μετοχών εξέπεμπαν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο απ' ότι οι εταιρίες με υψηλό συνολικό κίνδυνο μετοχών.

Ο Woolridge (1982) χρησιμοποίησε μια προσέγγιση για τη μελέτη του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων ανάλογη με εκείνη των Aharony και Swary (1980). Ωστόσο, ο Woolridge (1982) χρησιμοποίησε ένα διαφορετικό τρόπο για τον υπολογισμό των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων που δεν βασιζόταν στο αφελές υπόδειγμα, αλλά στις προβλέψεις για τις μεταβολές των μερισμάτων που γινόταν από τη Value Line λίγο πριν την ανακοίνωση των μερισμάτων. Επίσης, ο Woolridge (1982) χρησιμοποίησε ημερήσια στοιχεία, αντί μηνιαία και απομόνωσε τις ανακοινώσεις μερισμάτων από αυτές των κερδών και άλλων γεγονότων (π.χ. διασπάσεις μετοχών, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κ.λ.π.) για ένα διάστημα 16 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων (-5, +10). Το δείγμα του περιελάμβανε ανακοινώσεις τακτικών μερισμάτων 200 εταιριών του NYSE κατά τη διάρκεια της περιόδου 1971-1977 και χωρίζονταν σε τρία υποσύνολα: μειώσεις μερισμάτων, αυξήσεις μερισμάτων και καμία μεταβολή στα μερίσματα. Οι υπερβάλλουσες και οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με τη μέθοδο των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς 16 ημέρες γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης[58] των μερισμάτων (-5, +10).

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το πρόσημο των υπερβαλλουσών αποδόσεων ήταν ίδιο με το πρόσημο των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες που πραγματοποίησαν αυξήσεις μερισμάτων, παρουσίασαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 0,45% και 0,99% τις δύο ημέρες της ανακοίνωσης (t =0 και t =-1, αντίστοιχα). Οι εταιρίες που δεν πραγματοποίησαν μεταβολές μερισμάτων παρουσίασαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 0,10% και 0,3% τις δύο ημέρες της ανακοίνωσης (t =0 και t =-1, αντίστοιχα). Τέλος, οι εταιρίες που πραγματοποίησαν μειώσεις μερισμάτων παρουσίασαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -2,37% και -3,22% τις δύο ημέρες της ανακοίνωσης (t =0 και t =-1, αντίστοιχα).

[58] Η περίοδος ανακοίνωσης αποτελείται από την ημέρα που πραγματοποιείται το γεγονός (t=-1) και την επόμενη ημέρα (t=0) που δημοσιεύεται το γεγονός στην εφημερίδα (στις ΗΠΑ στην Wall Street Journal).

Οι Divecha και Morse (1983) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων καθώς επίσης και την επίδραση της μερισματικής απόδοσης (γνωστής και ως επίδρασης του φόρου) στην αξία της επιχείρησης. Το δείγμα των Divecha και Morse (1983) αποτελούνταν μόνο από αυξήσεις τακτικών μερισμάτων[59] που πραγματοποίησαν 668 εταιρίες του NYSE για την περίοδο από τον Μάιο του 1977 μέχρι τον Φεβρουάριο του 1979. Το τελικό δείγμα χωρίζονταν σε δύο υποσύνολα με βάση το ποσοστό διανομής μερίσματος (dividend payout ratio). Το ποσοστό διανομής μερίσματος αντανακλούσε την ακολουθούμενη μερισματική πολιτική μιας εταιρίας. Έτσι, μία αύξηση του ποσοστού διανομής μερίσματος σήμανε την αύξηση της μερισματικής απόδοσης, η οποία ακολουθούνταν από μία πτώση των τιμών των μετοχών στην περίπτωση που τα μερίσματα φορολογούνταν με μεγαλύτερο συντελεστή απ' ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και το αντίστροφο συνέβαινε στην περίπτωση μείωσης του ποσοστού διανομής μερίσματος. Οι Divecha και Morse (1983) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες και τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 40 ημέρες (-20, +20) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Χρησιμοποιήθηκαν μηνιαία στοιχεία για την επίλυση του προβλήματος της μηδενικής συναλλακτικής δραστηριότητας[60] (the non-synchronous problem) όπως αυτό επισημάνθηκε από τους Scholes και Williams (1977). Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωναν το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Οι αυξήσεις των μερισμάτων προκαλούσαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης ίσες με 0,00843%. Εντούτοις, η επίδραση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων δεν ήταν η μόνη αιτία για τη θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης. Όταν το δείγμα χωρίστηκε με βάση το ποσοστό διανομής μερίσματος, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες στην περίπτωση που οι αυξήσεις μερισμάτων συνοδεύονταν από μειώσεις του ποσοστού διανομής μερίσματος[61] (0,01022%) απ' ότι στην περίπτωση που οι αυξήσεις μερισμάτων συνοδεύονταν από αυξήσεις του ποσοστού διανομής μερίσματος (0,00744%) την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος. Οι Divecha και Morse (1983) ονόμασαν αυτήν την επίδραση ως επίδραση του φόρου (tax effect), μιας και οι επενδυτές «τιμωρούσαν» τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν αυξήσεις του ποσοστού διανομής μερίσματος λόγω της υψηλότερης φορολόγησης των μερισμάτων σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη κατά την εξεταζόμενη περίοδο στις ΗΠΑ.

[59] Αυξήσεις μερισμάτων θεωρήθηκαν οι ανακοινώσεις μερισμάτων μεγαλύτερες από αυτές της προηγούμενης περιόδου.
[60] Το πρόβλημα της μηδενικής συναλλακτικής δραστηριότητας (non-synchronous trading problem) έγκειται στο γεγονός πως εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης δεν έχουν καθημερινή συναλλακτική δραστηριότητα με αποτελέσματα οι εκτιμώμενες τιμές για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων με το υπόδειγμα της αγοράς να μην είναι αμερόληπτες (unbiased).
[61] Το ποσοστό διανομής μερίσματος μειώνεται όταν η αύξηση του παρανομαστή του λόγου, δηλαδή των κερδών, είναι μεγαλύτερη από αυτή του αριθμητή, δηλαδή των μερισμάτων. Το αντίστροφο συμβαίνει στην περίπτωση που η αύξηση των κερδών είναι μικρότερη από αυτή των μερισμάτων.

Ο Woolridge (1983) μελέτησε την επίδραση των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων[62] στις τιμές των κοινών μετοχών, των προνομιούχων και των ομολόγων. Οι προηγούμενες μελέτες είχαν δείξει ότι οι θετικές (αρνητικές) ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων προκαλούν θετικές (αρνητικές) υπερβάλλουσες αποδόσεις στις τιμές των κοινών μετοχών. Όλες αυτές οι μελέτες απέδωσαν την ύπαρξη των υπερβαλλουσών αποδόσεων στο πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Ωστόσο ο Woolridge (1983) υποστήριξε πως οι υπερβάλλουσες αποδόσεις θα μπορούσαν να αποδοθούν και στην επίδραση της υπόθεσης της μεταφοράς πλούτου» (wealth transfer hypothesis). Σύμφωνα με την υπόθεση της μεταφοράς πλούτου, εάν μία εταιρία χρηματοδοτήσει τις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων της είτε με έκδοση νέου χρέους (π.χ. έκδοση νέων μετοχών), είτε με μείωση των επενδύσεων της, τότε προκαλείται μία μεταφορά πλούτου από τους κατόχους ομολόγων στους κατόχους μετοχών. Στην εξαιρετική περίπτωση που η διανομή μερίσματος χρηματοδοτηθεί από εκκαθάριση, τότε οι κάτοχοι ομολόγων θα παραμείνουν χωρίς οικονομικές αξιώσεις.

Ο Woolridge (1983) εξέτασε το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων και την υπόθεση της μεταφοράς πλούτου χρησιμοποιώντας 225 τυχαία επιλεγμένες εταιρίες του NYSE κατά τη διάρκεια της περιόδου 1970-1977. Η περίοδος ανακοίνωσης των μερισμάτων καθορίστηκε η ημέρα που πραγματοποιείται η ανακοίνωση (t=-1) και η ημέρα που δημοσιεύεται στον τύπο (t=0). Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων 20 ημέρες γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης (-10, +10), υιοθετήθηκε η μέθοδος της απόδοσης της συγκριτικής περιόδου (comparison period return approach) του Masulis (1980). Το τελικό δείγμα χωρίστηκε σε δύο υποσύνολα ανάλογα με το πρόσημο των μεταβολών των μερισμάτων, δηλαδή, σε απροσδόκητες αυξήσεις μερισμάτων και σε απροσδόκητες μειώσεις μερισμάτων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι κοινές μετοχές που πραγματοποιούσαν θετικές (αρνητικές) μεταβολές μερισμάτων εμφάνιζαν θετικές (αρνητικές) υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης. Επίσης, οι θετικές (αρνητικές) μεταβολές μερισμάτων συνοδεύονταν από θετικές (αρνητικές) μεταβολές του χρέους και των αποδόσεων των προνομιούχων μετοχών. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαίωναν το σημαντικό ρόλο του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, αλλά και το δευτερεύοντα ρόλο της υπόθεσης της μεταφοράς πλούτου στις αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Οι Asquith και Mullins (1983) ερεύνησαν την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος που για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία 168 εταιρίες του NYSE και του ASE πραγματοποιούσαν, ή επανάρχισαν τη διανομή μερίσματος μετά από μια παύση δέκα

[62] Οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων ορίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και προσδοκώμενων μεταβολών των μερισμάτων, όπου οι προσδοκώμενες μεταβολές υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα του Value Line.

ετών (και οι δύο περιπτώσεις εφεξής θα αναφέρονται ως έναρξη μερίσματος). Επίσης, εξέτασαν τις αυξήσεις μερισμάτων που πραγματοποιούνταν για τουλάχιστον 3 έτη μετά την έναρξη μερισμάτων. Το δείγμα αποτελούνταν από 168 εταιρίες του NYSE και του ASE που πραγματοποιούσαν έναρξη μερισμάτων την περίοδο 1963-1980. Η περίοδος ανακοίνωσης ορίστηκε η ημέρα ανακοίνωσης (t=-1) και η ημέρα δημοσίευσης (t=0) στη Wall Street Journal. Οι Asquith και Mullins (1983) διαχώρισαν τις ανακοινώσεις μερισμάτων από αυτές άλλων γεγονότων (π.χ ανακοινώσεις κερδών, εξαγορών και συγχωνεύσεων, διασπάσεις μετοχών, κα.) για μια περίοδο 20 ημερών (-10, +10) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (t=-1, 0) ίσες με 3,7%, σαφώς μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές που βρήκαν ο Charest (1978) και οι Aharony και Swary (1980). Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ήταν μεγαλύτερες (4,7%) όταν οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος απομονώθηκαν από τα υπόλοιπα σημαντικά γεγονότα. Ωστόσο, δεν υπήρχαν σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τις ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαίωναν τον μέτριο τύπο της υπόθεσης των αποτελεσματικών αγορών. Η αντίδραση της αγοράς στις επακόλουθες ανακοινώσεις μερισμάτων μετά την έναρξη διανομής μερίσματος έδειξε την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων της τάξης του 0,8% τις δύο ημέρες της περιόδου ανακοινώσεων. Οι Asquith και Mullins (1983)[63] επίσης εξέτασαν εάν η αντίδραση της αγοράς συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος του μερίσματος όπως αυτό αποτυπώνεται στο ύψος της μερισματικής απόδοσης. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την παραπάνω θετική σχέση.

Οι Kane, Lee και Marcus (1984) εξέτασαν κατά πόσο οι ανακοινώσεις μερισμάτων και κερδών που γίνονται σε ένα χρονικό διάστημα μικρότερο των 10 ημερών αλληλεπιδρούν και οδηγούν σε μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις (evidence of corroboration or interactive effect). Το δείγμα τους περιελάμβανε τριμηνιαίες ανακοινώσεις μερισμάτων και κερδών για το διάστημα μεταξύ του τέταρτου τριμήνου του 1979 και του δεύτερου τριμήνου του 1981. Οι Kane, Lee και Marcus (1984) χρησιμοποίησαν τα αφελές υπόδειγμα ($D_q^*=D_{q-1}$) για τον υπολογισμό των προσδοκώμενων μεταβολών και υπολόγισαν τις απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων (UD) ως την ποσοστιαία μεταβολή του τρέχοντος μερίσματος από το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου ως εξής:

$$UD = D_q / D_q^* - 1 = D_q / D_{q-1} - 1 \qquad (2.20)$$

[63] Οι Asquith και Mullins (1983) παλινδρόμησαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις με το ύψος της μερισματικής απόδοσης ως εξής: $AR_i = \alpha + \beta\,(\Delta yield) + \varepsilon_j$ για να εξετάσουν τη σχέση μεταξύ αντίδρασης της αγοράς και μέγεθος του μερίσματος.

Για τον υπολογισμό των προσδοκώμενων μεταβολών των κερδών υιοθετήθηκε το υπόδειγμα του Foster[64] (1977) και οι απροσδόκητες μεταβολές των κερδών (UE) υπολογίστηκαν ως η ποσοστιαία μεταβολή των τρεχόντων κερδών από τα κέρδη της προηγούμενης περιόδου:

$$UE = E_q / E_q^* - 1 = E_q / E_{q-1} - 1 \quad (2.21)$$

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ορίσθηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και προσδοκώμενων αποδόσεων[65] και υπολογίστηκαν 20 ημέρες (-10, +10) γύρω από την πρώτη ανακοίνωση, είτε ήταν αυτή των κερδών, είτε αυτή των μερισμάτων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την αλληλεπίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών, δηλαδή, οι επενδυτές εμπιστευόταν περισσότερο τις απροσδόκητες αυξήσεις ή μειώσεις μερισμάτων όταν τα κέρδη ήταν μεγαλύτερα ή μικρότερα από τα προσδοκώμενα και αντίστροφα.

Ο σκοπός της μελέτης των Dielman και Oppenheimer (1984) ήταν να εξεταστεί περαιτέρω η συμπεριφορά των επενδυτών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, προκειμένου να παρασχεθούν πρόσθετα στοιχεία σχετικά με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Το δείγμα αποτελούνταν από όλες τις εταιρίες του NYSE για την περίοδο από το 1969 ως το 1977. Οι Dielman και Oppenheimer (1984) εξέτασαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις τεσσάρων ευδιάκριτων ομάδων μετοχών: την ομάδα που πραγματοποιούσε έναρξη μερισμάτων, την ομάδα που πραγματοποιούσε αυξήσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25%, την ομάδα που πραγματοποιούσε μειώσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25% και την ομάδα που παρέλειπε να διανείμει μέρισμα. Χρησιμοποιήθηκαν μηνιαία και ημερήσια στοιχεία για τον υπολογισμό των μεταβολών του συστηματικού κινδύνου της εταιρίας και των υπερβαλλουσών αποδόσεων γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Αντίθετα με τις προηγούμενες μελέτες, οι Dielman και Oppenheimer (1984) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις με τη μέθοδο της παλινδρόμησης του τυχαίου συντελεστή (random coefficient regression –RCR) του Swamy (1970, 1971 και 1974) ως εξής:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + d_i D_{mt} + m_i M_{it} + \Sigma P_{k;i} P_{k;it} + \Sigma S_{k;i}, S_{k;it} + e_{it} \quad (2.22)$$

όπου,

R_{mt} = η απόδοση της αγοράς.

M_{it} = είναι ίση με 1 όταν η εταιρία i ανακοινώνει μεταβολές στα μερίσματα της την ημέρα t και είναι ίση με 0 τις υπόλοιπες ημέρες.

$P_{k;it}$ = είναι ίση με 1 όταν η εταιρία i ανακοινώνει μεταβολές στα μερίσματα της την ημέρα t+k και είναι ίση με 0 τις υπόλοιπες ημέρες.

[64] Ο Foster (1977) υπολόγισε τις προσδοκώμενες μεταβολές των κερδών (E_q^*) ως εξής: $E_q^* = E_{q-4} + a + b (E_{q-1} – E_{q-5})$, όπου q το τρίμηνο.

[65] Οι προσδοκώμενες αποδόσεις υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα του CAPM.

$S_{k;it}$ = είναι ίση με 1 όταν η εταιρία i ανακοινώνει μεταβολές στα μερίσματα της την ημέρα t-k και είναι ίση με 0 τις υπόλοιπες ημέρες.
D_{mt} = είναι ίση με R_{mt} την ημέρα της ανακοίνωσης και τις επόμενες ημέρες και είναι ίση με 0 τις ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και την επόμενη ημέρα (περίοδος ανακοίνωσης) και οι τέσσερις ομάδες μετοχών παρουσίαζαν, κατά μέσον όρο, μεγάλες και σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν θετικές για τις ομάδες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερισμάτων και αυξήσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25% (3,66% και 2,52%, αντίστοιχα) και αρνητικές για τις ομάδες που πραγματοποιούσαν μειώσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25% και παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα (-7,66% και -8,58%, αντίστοιχα). Επιπλέον, όλες οι ομάδες, έκτος από την ομάδα που παρέλειπε να διανείμει μέρισμα, συνέχισαν να παρουσιάζουν υπερβάλλουσες αποδόσεις για περίπου έναν μήνα μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Τέλος, υπήρξαν μεταβολές στο συστηματικό κίνδυνο για κάθε ομάδα μετοχών. Ειδικότερα, ο συντελεστής βήτα μειώθηκε για τις ομάδες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερισμάτων και αυξήσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25%, ενώ αυξήθηκε για τις ομάδες που πραγματοποιούσαν μειώσεις μερισμάτων τουλάχιστον 25% και παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα. Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Ο κύριος σκοπός της μελέτης των Kalay και Loewenstein (1985) ήταν να αποδείξει πως οι προβλεπόμενες υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου ανακοίνωσης (t=0, 1) απεικονίζουν υψηλότερες αποζημιώσεις για τους επενδυτές που αναλαμβάνουν τον κίνδυνο να κρατήσουν τις μετοχές για κάποιο χρονικό διάστημα παρά απροσδόκητα οικονομικά οφέλη. Το δείγμα αποτελούνταν από 302 εταιρίες του NYSE που πραγματοποίησαν 2.045 ανακοινώσεις διανομής τακτικού μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου από τον Ιούλιο του 1962 μέχρι τον Δεκέμβριο του 1980. Οι Kalay και Loewenstein (1985) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς και αυτό των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων καθώς επίσης και μη παραμετρικές μεθόδους για τον υπολογισμό των τυποποιημένων υπερβαλλουσών αποδόσεων (standardized excess returns) και του συνολικού κινδύνου των μετοχών 30 ημέρες (-15, +15) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Τα αποτελέσματα έδειξαν, λαμβάνοντας υπόψη και την αύξηση του συνολικού κινδύνου κατά την περίοδο ανακοίνωσης (t=0, 1), ότι οι τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης ήταν σημαντικά διάφορες από το μηδέν (0,167%) καθώς επίσης και τις επόμενες δύο ημέρες (t=2, 3). Ωστόσο, η διακύμανση των μετοχών κατά την περίοδο γεγονότος

(-15, +15) ήταν υψηλότερη από μια τυχαία άλλη περίοδο. Το ίδιο συνέβη και με τον συστηματικό κίνδυνο. Οι Kalay και Loewenstein (1985) κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι αυξήσεις αυτές του κινδύνου εξηγούσαν τουλάχιστον μερικώς την εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων τις ημέρες ανακοίνωσης (t=0, 1) και τις επόμενες δύο ημέρες (t=2, 3) και συνεπώς οι τελευταίες δεν πρέπει να ερμηνευθούν ως απροσδόκητα οικονομικά οφέλη για τους επενδυτές.

Οι Eades, Hess και Kim (1985) μελέτησαν την ταχύτητα (timeliness) και την αμεροληψία (unbiasedness) της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος και σύγκριναν τα αποτελέσματά τους με αυτά του Charest (1978) και των Kalay και Loewenstein (1985). Διαμορφώνοντας ισοσταθμισμένα χαρτοφυλάκια μετοχών που είχαν κοινή ημέρα ανακοίνωσης, οι Eades, Hess και Kim (1985) μέτρησαν την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος υπολογίζοντας τις απροσάρμοστες, τις μέσες προσαρμοσμένες, τις προσαρμοσμένες αποδόσεις με το δείκτη της αγοράς και τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις[66] (SERs) 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (t=0):

$$SER_{tk} = (RP_{tk} - RP) / \sigma_t, \qquad (2.23)$$

όπου,

RP_{tk} η απόδοση του χαρτοφυλακίου την ημέρα t,

RP η μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου την περίοδο υπολογισμού (+31, +60) και

σ_t η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου την ημέρα t.

Το δείγμα αποτελούνταν από όλες τις εταιρίες του NYSE που ανακοίνωσαν διανομή τακτικών μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1962-1980. Το δείγμα διαιρέθηκε σε τρεις ομάδες[67]: στην ομάδα των εταιριών που πραγματοποίησαν αυξήσεις μερισμάτων, στην ομάδα των εταιριών που πραγματοποίησαν μειώσεις μερισμάτων και στην ομάδα των εταιριών που δεν πραγματοποίησαν καμία μεταβολή στα μερίσματα.

Τα αποτελέσματα έδειξαν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης (t=0) και τις επόμενες 6 ημέρες (t=1 έως 6) για την ομάδα των εταιριών που πραγματοποίησαν αυξήσεις μερισμάτων και την ομάδα των εταιριών που δεν πραγματοποίησαν καμία μεταβολή στα μερίσματα (t=0 έως 4). Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αντίθετο με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, αλλά σύμφωνο με αυτό του Charest (1978) ο οποίος διαπίστωσε μια αργή αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος. Αντίθετα, η ομάδα των εταιριών που πραγματοποίησαν μειώσεις μερισμάτων είχαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις

[66]Οι Kalay και Loewenstein (1985) υπολόγισαν τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις (SERs) για κάθε μετοχή του δείγματος χωριστά και έπειτα υπολόγισαν τις μέσες τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις για την περίοδο γεγονότος (-10, +10). Αντίθετα, οι Eades, Hess και ο Kim (1985) υπολόγισαν τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τα χαρτοφυλάκια που περιελάμβαναν όλες τις μετοχές που ανακοίνωναν διανομή μερίσματος την ίδια ημέρα.

[67] Για το διαχωρισμό των ομάδων χρησιμοποιήθηκε το αφελές υπόδειγμα.

οι οποίες περιορίστηκαν στην ημέρα ανακοίνωσης. Οι Eades, Hess και Kim (1985) σε μια προγενέστερη έρευνα τους το 1984 για τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος διαπίστωσαν ότι οι μετοχές παρουσίαζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και τις προηγούμενες ημέρες. Γνωρίζοντας το φαινόμενο αυτό, οι Eades, Hess και Kim (1985) απέδωσαν την καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος στην παρουσία υπερβαλλουσών αποδόσεων λόγω της επίδρασης της ημέρας αποκοπής του μερίσματος (ex-dividend effects). Για να εξουδετερώσουν αυτήν την επίδραση, οι Eades, Hess και Kim (1985) απέκλεισαν τις εταιρίες που είχαν ημέρα αποκοπής του μερίσματος και οποιαδήποτε άλλη εταιρική ανακοίνωση 5 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και 15 ημέρες μετά (-5, +15). Στην περίπτωση αυτή, δεν υπήρξε καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς σε οποιαδήποτε μορφή ανακοίνωσης μερίσματος. Η αντίδραση της αγοράς περιοριζόταν στην ημέρα ανακοίνωσης και στην επόμενη.

Τα αποτελέσματα, ωστόσο, για την επίλυση του προβλήματος αμεροληψίας (ex-post selection bias) ήταν περίπλοκα. Παρά την προσπάθεια των Eades, Hess και Kim (1985) να ξεπεράσουν το πρόβλημα της αμεροληψίας, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συνέχιζαν να είναι (θετικά) σημαντικές την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και την επομένη, υπονοώντας ότι η αγορά είναι είτε ιδιαίτερα αισιόδοξη στην πρόβλεψη των μερισμάτων, είτε πολύ απαισιόδοξη στην εκτίμηση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Ακολουθώντας τη μελέτη των Kalay και Loewenstein (1985), οι Eades, Hess και Kim (1985) προσπάθησαν να αποδώσουν το παραπάνω φαινόμενο στις μεταβολές του κινδύνου των μετοχών κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης των μερισμάτων. Ωστόσο, τα αποτελέσματα δεν έδειξαν σημαντικές αυξήσεις του συστηματικού κινδύνου (συντελεστή βήτα) κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης των μερισμάτων.

Οι Asquith και Mullins (1986) συνέχισαν την προηγούμενη έρευνα τους που πραγματοποιήθηκε το 1983 για την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Χρησιμοποιώντας το ίδιο δείγμα[68], επανέλαβαν τη μελέτη του 1983 για ένα δείγμα εταιριών που συνέχιζαν να διανέμουν μέρισμα για τουλάχιστον τρία έτη μετά την έναρξη μερίσματος. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μετέπειτα διανομές μερισμάτων ωφέλησαν επίσης τους μετόχους. Σε σχέση με την έναρξη μερίσματος, οι μετέπειτα αυξήσεις μερισμάτων δημιούργησαν υπερβάλλουσες αποδόσεις τουλάχιστον ίσες με αυτές που προκλήθηκαν από την έναρξη διανομής μερίσματος.

[68]168 εταιρίες του NYSE που διένειμαν μέρισμα για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία ή επανέλαβαν τη διανομή μερίσματος μετά από παύση δέκα τουλάχιστον ετών (έναρξη μερίσματος) την περίοδο 1964-1980.

Οι Kalay και Loewentein (1986) εξέτασαν μια νέα πτυχή του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, εξέτασαν την επικαιρότητα των ανακοινώσεων (the timing of the announcements), δηλαδή, κατά πόσο το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των μερισμάτων που εξαγγέλλονται απροσδόκητα αργά διαφέρει από εκείνο των ανακοινώσεων των μερισμάτων που εξαγγέλλονται εγκαίρως. Το τελικό δείγμα της μελέτης περιελάμβανε 969 εταιρίες του NYSE για την περίοδο 1978-1981. Οι Kalay και Loewentein (1985) σχημάτισαν 5 χαρτοφυλάκια μετοχών με βάση την ακρίβεια πρόβλεψης της πραγματικής ημέρας ανακοίνωσης και της προβλεπόμενης[69]: το χαρτοφυλάκιο που η ημέρα ανακοίνωσης συνέπιπτε με την προβλεπόμενη, τα χαρτοφυλάκια που η ημέρα ανακοίνωσης προηγούνταν (έπονταν) τουλάχιστον 5 ημέρες από την προβλεπόμενη και τα χαρτοφυλάκια που η ημέρα ανακοίνωσης προηγούνταν (έπονταν) λιγότερο από 5 ημέρες από την προβλεπόμενη. Εάν η επικαιρότητα των ανακοινώσεων είναι σημαντική, η αντίδραση της αγοράς αναμένεται να είναι διαφορετική για κάθε ένα από τα 5 χαρτοφυλάκια. Για τον υπολογισμό της αντίδρασης της αγοράς (των τυποποιημένων υπερβαλλουσών αποδόσεων) για ένα διάστημα 30 ημερών (-15, +15) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης, οι Kalay και Loewentein (1985) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων και το υπόδειγμα της αγοράς.

Στα τρία από τα πέντε χαρτοφυλάκια η αντίδραση της αγοράς ήταν παρόμοια. Ειδικότερα, για τα χαρτοφυλάκια που η ημέρα ανακοίνωσης συνέπιπτε ή προηγούνταν της προβλεπόμενης, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν θετικές. Αντίθετα, στην περίπτωση των χαρτοφυλακίων που η ημέρα ανακοίνωσης έπονταν της προβλεπόμενης, υπήρξαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης, υπονοώντας ότι η αγορά εξελάμβανε την καθυστερημένη ανακοίνωση ως αρνητική είδηση. Ωστόσο, οι αρνητικές αυτές αποδόσεις ξεκινούσαν κάποιες ημέρες πριν την πραγματική ημέρα ανακοίνωσης, υπονοώντας ότι η αγορά άρχιζε να προσαρμόζει τις αποδόσεις (προς τα κάτω) από τη στιγμή που διαφαίνονταν η καθυστέρηση στην ανακοίνωση. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με την υπόθεση ότι η αγορά αναμένει τα δυσάρεστα νέα να ανακοινώνονται καθυστερημένα.

Οι Richardson, Sefcik και Thompson (1986) ερεύνησαν την αντίδραση του όγκου συναλλαγών και των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 192 εταιρίες του NYSE που διένειμαν μέρισμα για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορίας (έναρξη μερίσματος) κατά τη διάρκεια της περιόδου 1969-1982. Πρώτος ο Beaver (1968) είχε διαπιστώσει τη σχέση μεταξύ όγκου συναλλαγών και ανακοίνωσης γεγονότων (κερδών στη δική του μελέτη) σχετικά με τις προοπτικές μιας εταιρίας. Μια

[69] Η προβλεπόμενη ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων εκτιμήθηκε με βάση των παρελθοντικών στοιχείων των ανακοινώσεων.

μεταγενέστερη θεωρητική μελέτη των Hakannson, Kunkel και Ohlson (1982) έδειξε πως η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση οικονομικών γεγονότων αποτελείται από δύο συστατικά: το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης όπως αυτό αποτυπώνεται στις προσδοκίες των επενδυτών για τη μελλοντική πορεία της εταιρίας και από τη μετατόπιση των επενδυτών από μία πελατειακή ομάδα σε άλλη (shift in clienteles).

Οι Richardson, Sefcik και Thompson (1986), εξετάζοντας την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος, θέλησαν να διαπιστώσουν εάν η ύπαρξη υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών προκαλείται από το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων, ή από μετατόπιση των πελατειακών ομάδων. Για τον σκοπό τους, εξέτασαν το παρακάτω υπόδειγμα:

$$V_i = \gamma_0 + \gamma_1 AR_i + \gamma_2 AR^2 + \gamma_3 (\Delta Y_i) + \gamma_4 (PCG_i) + u_i \quad (2.24)$$

όπου,

V_i = ο εκτιμημένος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την εβδομάδα ανακοίνωσης (V_{iA}) ή το διάστημα από την ημέρα της ανακοίνωση ως την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (V_{i1}) με το υπόδειγμα: V_{it}[70] $= a_i + b_i V_{it} + V_{iA} \delta_A + V_{i1} \delta_1 + e_{it,.}$

AR_i = οι υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογισμένες με το υπόδειγμα της αγοράς την εβδομάδα ανακοίνωσης.

DY_i = η μερισματική απόδοση υπολογισμένη με βάση το διανεμηθέν μέρισμα και την τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη ημέρα.

PCG_i = το κεφαλαιακό κέρδος 5 ετών πριν το έτος ανακοίνωσης.

u_i = ο στοχαστικό όρος.

$\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \gamma_4$ = οι παράμετροι των μεταβλητών.

Μια θετική συσχέτιση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και όγκου συναλλαγών και μία αρνητική συσχέτιση μεταξύ κεφαλαιακών κερδών και όγκου συναλλαγών θα ήταν σύμφωνες με την επίδραση της μετατόπισης πελατειών κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης των μερισμάτων. Αντίθετα, η θετική συσχέτιση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και όγκου συναλλαγών θα ήταν σύμφωνη με την ύπαρξη πληροφοριακού περιεχομένου κατά τη διάρκεια της ανακοίνωσης των μερισμάτων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως α) την εβδομάδα της ανακοίνωσης έναρξης μερισμάτων υπήρξε υπερβάλλων όγκος συναλλαγών, β) ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών ήταν οριακά θετικός για την περίοδο από την εβδομάδα της ανακοίνωσης ως και την εβδομάδα αποκοπής του μερίσματος, και γ) ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών προκαλούνταν

[70] Ο όγκος συναλλαγών της εταιρίας i υπολογίστηκε ως αριθμός των μετοχών που διακινήθηκε την εβδομάδα t δια το συνολικό αριθμό της εταιρίας i την εβδομάδα t επί 1 δια των αριθμό των ημερών της εβδομάδας.

κυρίως λόγω του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και μόνο ένα μέρος του αποδίδονταν στη μετατόπιση πελατειών.

Οι Healy και Palepu (1988) εξέτασαν α) την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση έναρξης και παράλειψης μερισμάτων, β) τις μεταβολές των κερδών που προκαλούνται 5 έτη πριν και 4 έτη μετά την ανακοίνωση έναρξης και παράλειψης μερισμάτων, γ) τη σχέση μεταξύ της αντίδρασης της αγοράς και των μεταβολών των κερδών που προκαλείται μετά την ανακοίνωση έναρξης και παράλειψης μερισμάτων και δ) κατά πόσο η αντίδραση της αγοράς μετά την ανακοίνωση μεταβολής των κερδών είναι μικρότερη από την αναμενόμενη. Το δείγμα τους αποτελούνταν από 131 εταιρίες του NYSE και του AMEX που για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία ή μετά από παύση 10 ετών διένειμαν μέρισμα (έναρξη μερίσματος) και από 172 εταιρίες του NYSE και του AMEX που για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία ή μετά από 10 συνεχή έτη διανομής μερίσματος παρέλειπαν να διανέμουν μέρισμα (παράλειψη μερίσματος). Η αντίδραση της αγοράς υπολογίστηκε με το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων για ένα διάστημα 60 ημερών πριν και 20 ημερών μετά την ανακοίνωση έναρξης και παράλειψης μερίσματος (-60, +20). Τα αποτελέσματα[71] έδειξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (t=-1, 0) ίσες με 3,9% και -9,5% για τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν έναρξη διανομής μερίσματος ή παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα, αντίστοιχα.

Η δεύτερη σχέση που εξετάστηκε ήταν αυτή των ανακοινώσεων έναρξης και παράλειψης μερίσματος και μεταβολής των κερδών για 9 έτη γύρω (-5, +4) από το έτος ανακοίνωσης έναρξης ή παράλειψης μερίσματος (t=0). Οι τυποποιημένες μεταβολές των κερδών υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα:

$$\Delta E_{jt} = (E_{jt} - E_{jt-1}) / P_j \qquad (2.25)$$

όπου,

E_{jt} τα κέρδη ανά μετοχή το έτος t και

P_j η τιμή της μετοχής δύο ημέρες πριν την ανακοίνωσης έναρξης ή παράλειψης του μερίσματος.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εταιρίες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερίσματος αντιμετώπιζαν αυξήσεις κερδών το προηγούμενο έτος της ανακοίνωσης (t=-1), το έτος ανακοίνωσης (t=0) και τα επόμενα δύο έτη (t=1, 2) της ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος. Αντίθετα, οι εταιρίες που παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα αντιμετώπιζαν μειώσεις κερδών τον προηγούμενο έτος της ανακοίνωσης (t=-1) και το έτος της ανακοίνωσης (t=0), ενώ τα επόμενα δύο έτη (t=1, 2) της ανακοίνωσης παράληψης μερίσματος αντιμετώπιζαν αυξήσεις κερδών.

[71] Τα αποτελέσματα αυτά ήταν παρόμοια με αυτά των Asquith και Mullins (1983) οι οποίοι βρήκαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ίσες με 3,7% για τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερίσματος και εκείνων των Dielman και Oppenheimer (1984) οι οποίοι βρήκαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ίσες με 3,5% για τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερίσματος και -8,1% για τις εταιρίες που παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα.

Έπειτα, οι Healy και Palepu (1988) εξέτασαν κατά πόσο οι μεταβολές των κερδών συσχετιζόταν με την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν τη θετική σχέση μεταξύ της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος και της μεταβολής των κερδών για το έτος της ανακοίνωσης και το επόμενο έτος. Επομένως, τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με την υπόθεση ότι οι ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος μεταβιβάζουν σημαντικές πληροφορίες για τη μελλοντική απόδοση των κερδών. Τέλος, η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής των κερδών ήταν μικρότερη από την αναμενόμενη το επόμενο έτος της ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος και για 5 έτη μετά την ανακοίνωση παράλειψης μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με την υπόθεση ότι οι ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος προαναγγέλλουν τις μετέπειτα μεταβολές των κερδών.

Οι Eddy και Seifert (1988) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ μεγέθους εταιριών (firm size) και υπερβαλλουσών αποδόσεων στην ανακοίνωση μεγάλης αύξησης των μερισμάτων. Η μελέτη κάλυπτε την περίοδο 1983-1985 και εξετάστηκαν μόνο οι αυξήσεις μερισμάτων μεγαλύτερες από 20% για ένα διάστημα 20 ημερών (-10, +10) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος[72]. Το μέγεθος εταιριών υπολογίστηκε με βάση την αγοραία αξία των μετοχών της κάθε εταιρίας (κεφαλαιοποίηση) και οι τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις (SERs) με βάση το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων. Για την καλύτερη ανάλυση της σχέσης μεταξύ μεγέθους εταιριών και της αντίδρασης της τιμής της μετοχής προσαρμοσμένης για κίνδυνο από την ανακοίνωση της αύξησης του μερίσματος, χρησιμοποιήθηκε η ανάλυση των μέσων και η ανάλυση της διακύμανσης (means test and analysis of variance). Οι Ambarish, John και Williams (1987) διατύπωσαν σε μια μελέτη τους πως η επίδραση της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος συσχετίζεται αντίστροφα με το μέγεθος της επένδυσης. Οι Eddy και Seifert (1988) ισχυρίστηκαν πως αν το μέγεθος της επένδυσης αντανακλά το μέγεθος των εταιριών, τότε η αντίδραση της αγοράς θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες μικρού μεγέθους παρά για τις μεγάλες. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την παραπάνω πρόβλεψη των Eddy και Seifert (1988).

Το επίκεντρο της μελέτης των Ghosh και Woolridge (1988) ήταν η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μείωσης και παράλειψης (dividend cuts and omissions) μερίσματος των εταιριών του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1962-1984. Η αντίδραση της αγοράς υπολογίστηκε 60 ημέρες (-30, +30) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης με βάση το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς. Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με την

[72] Για ένα διάστημα 10 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος (-5, +5) δεν υπήρχαν ανακοινώσεις κερδών.

υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι τιμές των μετοχών παρουσίαζαν πτώση την ημέρα της ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης μερίσματος. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις ήταν ίσες με -2,555% την ημέρα της ανακοίνωσης, ενώ ήταν στατιστικά μη σημαντικές τις επόμενες ημέρες. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών και συγκεκριμένα με τον μέτριο τύπο της. Επιπρόσθετα, οι Ghosh και Woolridge (1988) πραγματοποίησαν μια διαστρωματική παλινδρόμηση για να εξετάσουν τους παράγοντες που οδηγούν στην ύπαρξη αρνητικών αποδόσεων στην ανακοίνωση μείωσης και παράληψης μερίσματος. Εξαρτημένη μεταβλητή ήταν οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ($CAR_{-1,\ 0}$). Ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν: α) το ποσοστό μείωσης των μερισμάτων αντιπροσωπεύοντας το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (PERCUT), β) το μέγεθος των εταιριών υπολογισμένο με βάση την αγοραία αξία των μετοχών στο τέλος του μήνα πριν την ανακοίνωση (SIZE), γ) η σωρευτική απόδοση των μετοχών των εταιριών για ένα διάστημα 59 ημερών πριν την ημέρα ανακοίνωσης (-60, -2) (CARM), δ) η μεταβλητή που απεικόνιζε τις δυσμενείς εταιρικές ανακοινώσεις (π.χ. απεργίες, μειώσεις κερδών, μειώσεις επενδύσεων, κλείσιμο παραγωγικών μονάδων κ.λ.π) πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος (IPREV), ε) το επίπεδο του συστηματικού κινδύνου των μετοχών των εταιριών, υπολογισμένο με το υπόδειγμα της αγοράς 250 ημέρες πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος (BETA), στ) το επίπεδο του συνολικού κινδύνου των μετοχών των εταιριών, υπολογισμένο με το υπόδειγμα της αγοράς 250 ημέρες πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος (RESVAR), ζ) τη ψευδομεταβλητή που απεικόνιζε κατά πόσο η ανακοίνωση μείωσης κερδών συνέπιπτε με την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος (ISIMUL), η) τη ψευδομεταβλητή που έδειχνε κατά πόσο η διοίκηση των εταιριών προσέφερε μια λογική εξήγηση για την ακολουθούμενη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής πέρα από αυτής που προσέφερε η μεταβολή των κερδών (IGROW) και θ) τη ψευδομεταβλητή που απεικόνιζε το ποσό των διανεμηθέντων μερισμάτων με τη μορφή μετοχών (stock dividends) που ανακοινώνονταν ταυτόχρονα με τη ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος (STKDIV).

$$CAR_{-1,\ 0} = \beta_0 + \beta_1\ PERCU + \beta_2 SIZE + \beta_3 CARM + \beta_4 IPREV + \beta_5 BETA + \beta_6 RESVAR + \beta_7\ ISIMUL + \beta_8\ IGROW + \beta_9 STKDIV \quad (2.26)$$

Τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, δηλαδή, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετιζόταν θετικά με το ποσοστό μείωσης των μερισμάτων και το μέγεθος των εταιριών. Επίσης, η ανακοίνωση μείωσης των κερδών ταυτόχρονα με την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος προκαλούσε μεγαλύτερες απώλειες στην αξία της επιχείρησης. Οι

δυσμενείς ανακοινώσεις πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος και η διανομή μερισμάτων σε μετοχές περιόριζαν το μέγεθος της πτώσης των μετοχών.

Ο σκοπός της μελέτης των Fehrs, Benesh και Peterson (1988) ήταν η εμπειρική εξέταση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων και της μερισματικής απόδοσης. Το δείγμα της μελέτης αποτελούνταν από 1.080 μεταβολές μερισμάτων (1.015 αυξήσεις και 65 μειώσεις μερισμάτων) που πραγματοποιήθηκαν από το 1980 ως το 1984. Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν το αφελές υπόδειγμα για τον υπολογισμό των προσδοκώμενων μεταβολών των μερισμάτων οι οποίες αφαιρέθηκαν από τις πραγματικές μεταβολές ώστε να βρεθούν οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων. Οι τυποποιημένες υπερβάλλουσες και σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν 10 ημέρες (-5, +5) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων με βάση το υπόδειγμα της αγοράς. Επιβεβαιώνοντας προηγούμενες μελέτες, οι μέσες τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετιζόταν θετικά (αρνητικά) με τις αυξήσεις (μειώσεις) μερισμάτων την ημέρα ανακοίνωσης. Επιπλέον, οι μέσες τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετίζονταν θετικά (αρνητικά) με τη μερισματική απόδοση των μετοχών των εταιριών που πραγματοποιούσαν αυξήσεις (μειώσεις) μερισμάτων, υπονοώντας ότι η αντίδραση της αγοράς δεν ήταν μόνο αποτέλεσμα του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, αλλά και άλλων παραγόντων (π.χ. ύπαρξη πελατειών).

Οι Aharony, Falk και Swary (1988) εξέτασαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων για τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας των ΗΠΑ που υπόκεινται σε ειδικές ρυθμίσεις (regulated public utility industry) για την περίοδο από το 1974 ως το 1982. Το δείγμα των ρυθμισμένων επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας αποτελούνταν από 106 επιχειρήσεις τριών βιομηχανικών κλάδων: των υπηρεσιών ηλεκτρικής ενέργειας (48 εταιρίες), συνδυασμός των υπηρεσιών ηλεκτρικής ενέργειας και άλλων υπηρεσιών (40 εταιρίες) και των υπηρεσιών φυσικού αερίου (18 εταιρίες). Οι Aharony, Falk και Swary (1988), για λόγους σύγκρισης, χρησιμοποίησαν και ένα δείγμα 149 εταιριών του βιομηχανικού κλάδου που δεν υπόκεινται σε ειδικές ρυθμίσεις (unregulated industrial firms) προκειμένου να εξετάσουν την αντίδραση των επενδυτών στις αυξήσεις μερισμάτων[73]. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα της αγοράς και το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων των Brown and Warner (1985) 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης των μερισμάτων (-10, + 10) που πραγματοποίησαν οι επιχειρήσεις που υπόκεινται σε ειδικές ρυθμίσεις (εφεξής ρυθμισμένες επιχειρήσεις).

[73] Η αύξηση μερισμάτων υπολογίστηκε με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος.

Τα αποτελέσματα υποστήριξαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, δηλαδή, οι αυξήσεις μερισμάτων που πραγματοποίησαν οι ρυθμισμένες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας εκλήφθηκαν από τους επενδυτές ως σημαντικό μήνυμα για τη μελλοντική πορεία των εταιριών. Επιπλέον, η αντίδραση της αγοράς ήταν μεγαλύτερη για τις ρυθμισμένες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (0,86% την ημέρα ανακοίνωσης) από αυτή των μη ρυθμισμένων εταιριών του βιομηχανικού κλάδου (0,57% την ημέρα ανακοίνωσης).

Ένα ζήτημα που απασχόλησε και συνεχίζει να απασχολεί επενδυτές και ακαδημαϊκούς είναι κατά πόσο οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών και των μερισμάτων είναι συμπληρωματικές ή υποκατάστατες από την άποψη των πληροφοριών που μεταβιβάζουν. Ο Venkatesh (1989) προσπάθησε να διευκρινίσει το παραπάνω ερώτημα εξετάζοντας ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX που πραγματοποίησαν έναρξη μερίσματος για την περίοδο από το 1972 ως το 1983. Επιπλέον, ο Venkatesh (1989) εξέτασε κατά πόσο η έναρξη μερίσματος επηρέασε την μεταβλητότητα (αστάθεια) των αποδόσεων των μετοχών (volatility of returns). Όσον αφορά τον πρώτο στόχο της μελέτης του, ο Venkatesh (1989) υποστήριξε πως η μεταβολή του πληροφοριακού περιεχομένου των ανακοινώσεων των κερδών πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος θα σήμαινε ότι οι δύο ανακοινώσεις είναι υποκατάστατες. Η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις των κερδών υπολογίστηκε με βάση το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς και των απροσάρμοστων αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν πως το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των κερδών μειώθηκε σημαντικά μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος ανεξάρτητα αν οι ανακοινώσεις των κερδών προηγούνταν ή έπονταν αυτές των μερισμάτων. Η μείωση αυτή ήταν μεγαλύτερη για τις εταιρίες του NYSE απ' ότι του AMEX. Συνεπώς οι ανακοινώσεις των κερδών και των μερισμάτων θεωρήθηκαν μερικώς (και όχι τέλεια) υποκατάστατες. Όσον αφορά τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών, αυτή εμφανίστηκε μικρότερη την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Η μείωση αυτή προέρχονταν κυρίως από την ίδια την επιχείρηση. Μια πιθανή εξήγηση που δόθηκε από τον Venkatesh (1989) είχε να κάνει με το γεγονός ότι την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος, οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη λιγότερο τις πληροφορίες που μεταδίδονται απ' ότι στην περίοδο πριν την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος.

Οι Lang και Litzenberger (1989) ήταν οι πρώτοι που ανέπτυξαν την υπόθεση της υπερεπένδυσης (overinvestment hypothesis) προκειμένου να εξηγήσουν τις επιπτώσεις από τις μεταβολές των μερισμάτων. Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, οι απροσδόκητες (μη αναμενόμενες) ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων των εταιριών που υπερεπενδύουν (αποδοχή επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία) εκπέμπουν πληροφορίες σχετικά με τα

μελλοντικά επενδυτικά σχέδια μιας εταιρίας. Μια αύξηση των μερισμάτων σημάνει στην αγορά ότι η εταιρία θα επενδύσει λιγότερο στο μέλλον. Το γεγονός αυτό θεωρείται καλή είδηση επειδή η εταιρία αναμενόταν να προβεί σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Αντίθετα, μια μείωση των μερισμάτων θεωρείται κακή είδηση, επειδή η εταιρία αναμενόταν να προβεί σε επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Οι Lang και Litzenberger (1989) χρησιμοποίησαν το λόγο Q[74] του Tobin για να διακρίνουν τις εταιρίες που υπερεπενδύουν (overinvestors) από αυτές που δεν υπερεπενδύουν (value-maximizing investors). Οι εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) θεωρούνται εταιρίες που υπερεπενδύουν και αυτές με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1) που δεν υπερεπενδύουν. Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, μόνο οι εταιρίες με λόγο Q<1 αναμένονται να εμφανίσουν υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες με λόγο Q<1 που προβαίνουν σε αυξήσεις μερισμάτων, εμφανίζουν θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις (λόγω της μείωσης των διαθεσίμων ταμειακών ροών για τη χρηματοδότηση επενδύσεων με αρνητική καθαρή παρούσα αξία), ενώ οι εταιρίες με λόγο Q<1 που προβαίνουν σε μειώσεις μερισμάτων εμφανίζουν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης. Επίσης, σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων είναι συμμετρική (ίδια) με αυτή της μείωσης των μερισμάτων. Αντίθετα, η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων προβλέπει μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μείωσης των μερισμάτων απ' ότι στην ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων. Τέλος, η υπόθεση της υπερεπένδυσης προβλέπει μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων για τις εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) απ' ότι για τις εταιρίες με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1). Πράγματι, για την περίοδο 1979-1984, τα αποτελέσματα έδειξαν πως η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων για τις εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) ήταν μεγαλύτερη απ' ότι για τις εταιρίες με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1). Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με την πρόβλεψη της υπόθεσης της υπερεπένδυσης.

Οι Manakyan και Caroll (1990) εξέτασαν την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ μερισμάτων και βραχυπρόθεσμων κερδών χρησιμοποιώντας το τεστ αιτιότητας του Granger (1969) (Granger causality test). Η κατεύθυνση και το μέγεθος των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων[75] ταυτίζονταν με την κατεύθυνση και το μέγεθος των απροσδόκητων μεταβολών των κερδών για την εξεταζόμενη περίοδο (1979-1983). Με άλλα λόγια, οι αυξήσεις (μειώσεις) των μερισμάτων

[74]Ο λόγος Q του Tobin ορίζεται ως η αγοραία αξία μιας εταιρίας προς την αξία αντικατάστασής (Tobin's Q is defined as the ratio of the market value of a firm to its replacement value).

[75] Οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων ορίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών μεταβολών και προσδοκώμενων όπως οι τελευταίες προσδιορίστηκαν με τη βοήθεια της Value Line.

ακολουθούνταν από αυξήσεις (μειώσεις) κερδών μεγαλύτερες του αναμενόμενου. Εξετάζοντας την κατεύθυνση της σχέσης μεταξύ μερισμάτων και κερδών, οι Manakyan και Caroll (1990), χρησιμοποιώντας τη μη παραμετρική προσέγγιση του Wilcoxon (non parametric Wilcoxon signed-rank test), κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων προηγούνταν αυτές των βραχυπρόθεσμων κερδών. Τέλος, χρησιμοποιώντας το τεστ αιτιότητας του Granger, οι Manakyan και Caroll (1990) παρατήρησαν πως τα κέρδη κατηύθυναν τα μερίσματα, ενώ υπήρξε μια αμφίδρομη σχέση μεταξύ απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων και απροσδόκητων μεταβολών των κερδών.

Οι Bajaj και Vijh (1990) εξέτασαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων καθώς επίσης και την επίδραση της μερισματικής απόδοσης, του μεγέθους των εταιριών και του επιπέδου της τιμής των μετοχών. Το δείγμα αποτελούνταν μόνο από ανακοινώσεις διανομής τακτικού μερίσματος για την περίοδο από τον Ιούλιο του 1962 μέχρι τον Ιούνιο του 1987. Οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος, ενώ η αντίδραση των τιμών των μετοχών υπολογίστηκε 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων (-10, +10) με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Η αναμενόμενη μερισματική απόδοση (anticipated dividend yield) υπολογίστηκε με βάση τα ιστορικά στοιχεία της, σύμφωνα με το υπόδειγμα του Blume (1980)[76].

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι η αναμενόμενη μερισματική απόδοση επηρέασε την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων κατά τρόπο σύμφωνο με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, η αντίδραση των τιμών των μετοχών (τριών ημερών -1, 0 και +1) στην ανακοίνωση μείωσης των μερισμάτων ήταν μόνο -0,53% για την ομάδα των εταιριών με χαμηλή μερισματική απόδοση, αλλά ίση με -2,57% για την ομάδα των εταιριών με υψηλή μερισματική απόδοση. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών (τριών ημερών -1, 0 και +1) στην ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων ήταν ίση με 0,63% για την ομάδα των εταιριών με χαμηλή μερισματική απόδοση και ίση με 1,54% για την ομάδα των εταιριών με υψηλή μερισματική απόδοση. Επιπλέον, η αντίδραση των τιμών των μετοχών ήταν μεγαλύτερη και η επίδραση των πελατειών ισχυρότερη για τις εταιρίες με χαμηλές τιμές μετοχών και μικρό μέγεθος. Ωστόσο, και οι τρεις επιδράσεις, μερισματική απόδοση, μέγεθος εταιριών και τιμή μετοχών ήταν εξίσου σημαντικές στην εξήγηση της ύπαρξης υπερβαλλουσών αποδόσεων στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων.

[76] Η ιστορική μερισματική απόδοση προσαρμόστηκε για μεταβολές της αγοράς. Αυτό έγινε προσαρμόζοντας την τιμή μετοχής αρχής περιόδου με την μέση ποσοστιαία μεταβολή της αγοράς.

Οι Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991) μελέτησαν την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων και τους διάφορους παράγοντες που καθορίζουν την αντίδραση αυτή. Ειδικότερα, οι Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991) μελέτησαν την ανακοίνωση μεταβολής των τακτικών μερισμάτων για την περίοδο από το 1973 ως το 1986, απομονώνοντας τις ανακοινώσεις κερδών για ένα διάστημα 5 ημερών (-2, +2) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων. Για τον υπολογισμό της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων, οι Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς 120 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (-60, + 60). Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά προηγούμενων μελετών. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που πραγματοποιούσαν αύξηση μερίσματος εμφάνιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (0, +1) ίσες με 0,752% στην περίπτωση που η ανακοίνωση των μερισμάτων προηγούνταν αυτής των κερδών και ίσες με 0,623% στην περίπτωση που η ανακοίνωση των μερισμάτων έπονταν αυτής των κερδών. Οι εταιρίες που πραγματοποιούσαν μείωση μερίσματος εμφάνιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (0, +1) ίσες με -3,4% στην περίπτωση που η ανακοίνωση των μερισμάτων προηγούνταν αυτής των κερδών και ίσες με -5,833% στην περίπτωση που η ανακοίνωση των μερισμάτων έπονταν αυτής των κερδών.

Για τον καθορισμό των πιθανών παραγόντων που εξηγούσαν την εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων, οι Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991) χρησιμοποίησαν τη διαστρωματική παλινδρόμηση. Εξαρτημένη μεταβλητή ήταν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ($CAR_{-1,\ 0}$). Ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν α) η ποσοστιαία μεταβολή της μερισματικής απόδοσης, β) η διακύμανση των μετοχών των εταιριών υπολογισμένη 190 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης (-250, -61), γ) η ποσοστιαία μεταβολή των κερδών κατά το τρίμηνο της ανακοίνωσης της μεταβολής των μερισμάτων με το αντίστοιχο τρίμηνο ένα χρόνο πριν, δ) μιας ψευδομεταβλητής που έδειχνε εάν η ανακοίνωση των κερδών προηγείται ή έπεται αυτής της των μερισμάτων και ε) μιας ψευδομεταβλητής που έδειχνε το πληροφοριακό περιεχόμενο (θετικό ή αρνητικό) της ανακοίνωσης των κερδών. Τα αποτελέσματα της διαστρωματικής ανάλυσης έδειξαν ότι οι πιο σημαντικοί παράγοντες που εξηγούσαν το μέγεθος της αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος ήταν η ποσοστιαία μεταβολή της μερισματικής απόδοσης και κατά πόσο η μεταβολή του μερίσματος ήταν θετική ή αρνητική. Συνεπώς, οι εταιρίες που επιθυμούσαν να εκπέμψουν περισσότερες πληροφορίες στην αγορά το πραγματοποιούσαν με την αύξηση της ποσοστιαίας μεταβολής της μερισματικής απόδοσης.

Οι Eddy και Seifert (1992) μελέτησαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ταυτόχρονες και στις μη ταυτόχρονες ανακοινώσεις (contemporaneous and non-

contemporaneous) μεταβολής[77] των μερισμάτων και των κερδών. Οι δύο ανακοινώσεις θεωρήθηκαν ότι πραγματοποιούνται ταυτόχρονα εάν απείχαν το πολύ δύο ημέρες η μία από την άλλη. Το δείγμα της μελέτης αποτελούνταν από διανομές τακτικού μερίσματος για την περίοδο 1983-1985. Οι τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων 5 ημέρες (-3, +2) γύρω από την ήμερα ανακοίνωσης μεταβολής των κερδών ή των μερισμάτων (εξαρτάται ποια από τις δύο ανακοινώσεις προηγείτο). Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι δύο ανακοινώσεις δεν ήταν υποκατάστατες[78]. Συγκεκριμένα, η αντίδραση της αγοράς στις ταυτόχρονες ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων και των κερδών του ίδιου πρόσημου (δηλαδή και οι δύο θετικές ή και οι δύο αρνητικές) ήταν σχεδόν διπλάσια από την μεμονωμένη ανακοίνωση (είτε αυτής των μερισμάτων είτε αυτής των κερδών). Στην περίπτωση που οι δύο ανακοινώσεις είχαν αντίθετο πρόσημο (η μία θετικό πρόσημο και η άλλη αρνητικό) η αντίδραση της αγοράς δεν ήταν στατιστικά σημαντική (μηδενικές υπερβάλλουσες αποδόσεις). Τέλος, στην περίπτωση που η μία από τις δύο ανακοινώσεις είχε θετικό ή αρνητικό πρόσημο και η άλλη κανένα πρόσημο (καμία μεταβολή), η αντίδραση της αγοράς καθοριζόταν αποκλειστικά από το πρόσημο της ανακοίνωσης της πρώτης ανακοίνωσης, δηλαδή από αυτής που είχε είτε θετικό είτε αρνητικό πρόσημο.

Οι Schatzeberg και Datta (1992) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο ενός μεγάλου δείγματος ανακοινώσεων μεταβολής μερίσματος[79] που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE και του AMEX κατά τη διάρκεια της περιόδου 1963-1988. Η συντριπτική πλειοψηφία των ανακοινώσεων πραγματοποιήθηκε κατά το μέσο της εβδομάδας, δηλαδή μεταξύ Τρίτης και Πέμπτης. Οι Schatzeberg και Datta (1992) θέλησαν να μελετήσουν κατά πόσο η εμφάνιση αρνητικών αποδόσεων τη Δευτέρα και θετικών αποδόσεων την Παρασκευή (το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας όπου τα άσχημα νέα ανακοινώνονται το Σαββατοκύριακο) συσχετιζόταν με το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μεταβολής των μερισμάτων, ή σε άλλους παράγοντες. Για τον σκοπό τους, οι Schatzeberg και Datta (1992) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (t=0, 1) με βάση το υπόδειγμα της αγοράς για όλες τις εργάσιμες ημέρες. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η εμφάνιση αρνητικών αποδόσεων τη Δευτέρα και θετικών αποδόσεων την Παρασκευή δεν συσχετιζόταν με το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μεταβολής των μερισμάτων, αλλά σε κάποιους άλλους παράγοντες (οι οποίοι δεν εξετάστηκαν στην παρούσα μελέτη).

[77] Οι μεταβολές των μερισμάτων (θετικές ή αρνητικές) υπολογίστηκαν με βάση το αφελές υπόδειγμα. Οι μεταβολές των κερδών (θετικές ή αρνητικές) υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του Value Line.
[78] Οι δύο ανακοινώσεις θεωρούνται υποκατάστατες όταν η ταυτόχρονη ανακοίνωση των δύο δεν προκαλεί μεγαλύτερη αντίδραση στην αγορά από ότι η κάθε μία χωριστά.
[79] Για τον υπολογισμό των μεταβολών των μερισμάτων, υιοθετήθηκε το αφελές υπόδειγμα.

Για ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX, οι Denis, Denis και Sarin (1994) εξέτασαν εμπειρικά την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων (ή την υπόθεση της προεξαγγελίας των ταμειακών ροών -cash flow signaling), την υπόθεση της υπερεπένδυσης (ή την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών) και την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων στην ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου 1962-1988. Οι Denis, Denis και Sarin (1994), όπως έκαναν και οι Lang και Litzenberger (1989), χρησιμοποίησαν το λόγο Q[80] του Tobin για να διακρίνουν τις εταιρίες που υπερεπενδύουν (overinvestors) από αυτές που δεν υπερεπενδύουν (value-maximizing investors). Οι εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) θεωρούνται εταιρίες που υπερεπενδύουν και αυτές με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1) που δεν υπερεπενδύουν. Επίσης, η αναμενόμενη μερισματική απόδοση υπολογίστηκε ως ο λόγος του πιο προσφάτως διανεμηθέντος μερίσματος πριν την ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος δια την τιμή της μετοχής δύο ημέρες πριν την ανακοίνωση[81].

Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, η αντίδραση της αγοράς θα είναι θετική (αρνητική) στις ανακοινώσεις αύξησης (μείωσης) των μερισμάτων, διατηρώντας σταθερό το λόγο Q του Tobin και τη μερισματική απόδοση. Το μέγεθος της αντίδρασης της αγοράς θα συσχετίζεται θετικά με το μέγεθος της μεταβολής των διανεμηθέντων μερισμάτων. Σύμφωνα με την υπόθεση της υπερεπένδυσης, η αντίδραση της αγοράς θα είναι μεγαλύτερη για τις εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) απ' ότι για τις εταιρίες με λόγο Q μεγαλύτερο από τη μονάδα (Q>1), ceteris paribus. Σύμφωνα με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, το απόλυτο μέγεθος της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων θα συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση, διατηρώντας σταθερό το λόγο Q του Tobin και το μέγεθος της μεταβολής των μερισμάτων. Επιπλέον, χρησιμοποιώντας τις αναθεωρήσεις των προβλέψεων των αναλυτών της αγοράς (analysts' forecast revisions) και τις μεταβολές των κεφαλαιακών δαπανών (capital expenditure changes) οι υποθέσεις του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και της υπερεπένδυσης δίνουν διαφορετικές προβλέψεις. Συγκεκριμένα, η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων προβλέπει ότι οι μεταβολές των μερισμάτων οδηγούν τους αναλυτές να αναθεωρήσουν τις προβλέψεις τους σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές των εταιριών προς την ίδια κατεύθυνση με αυτή των μεταβολών των μερισμάτων. Η υπόθεση της υπερεπένδυσης προβλέπει ότι οι εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) θα μειώσουν (αυξήσουν) τις

[80] Ο λόγος Q του Tobin ορίζεται ως η αγοραία αξία μιας εταιρίας προς την αξία αντικατάστασής.
[81] Βλέπε την μελέτη των Bajaj και Vijh (1990)

δαπάνες κεφαλαίου τους κάτω (πάνω) από το προηγουμένως προβλεπόμενο επίπεδο μετά τις ανακοινώσεις αύξησης (μείωσης) των μερισμάτων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων συσχετιζόταν θετικά με το μέγεθος των μερισμάτων και με το επίπεδο της μερισματικής απόδοσης, ενώ δεν συσχετιζόταν με το λόγο Q του Tobin. Επιπλέον, οι αναλυτές αναθεωρούσαν τις προβλέψεις τους σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές των εταιριών προς την ίδια κατεύθυνση με αυτή των μεταβολών των μερισμάτων, ενώ οι εταιρίες με λόγο Q μικρότερο από τη μονάδα (Q<1) αυξάνανε (μειώνανε) τις δαπάνες κεφαλαίου μετά την ανακοίνωση αύξησης (μείωσης) των μερισμάτων, αντίθετα με την πρόβλεψη της υπόθεσης της υπερεπένδυσης.

Οι υποθέσεις του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost) προβλέπουν πως η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση μείωσης των διανεμηθέντων μερισμάτων είναι συνάρτηση του μεγέθους της μείωσης, με την περίπτωση της παράλειψης μερίσματος να οδηγεί στη μεγαλύτερη πτώση των τιμών των μετοχών. Ο Christie (1994) εξέτασε την παραπάνω πρόβλεψη για ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX που πραγματοποίησαν μείωση και παράλειψη μερίσματος για την περίοδο από τον Ιούλιο του 1962 έως το Δεκέμβριο του 1985. Η αντίδραση της αγοράς την περίοδο ανακοίνωσης (t=-1, 0) υπολογίστηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις στις (συνολικές) ανακοινώσεις μείωσης μερίσματος ήταν ίσες με -6,78%, με το 85,5% των εταιριών να αντιμετωπίζουν απώλειες στην αξία των μετοχών τους. Ένα ενδιαφέρον αποτέλεσμα ήταν αυτό των εταιριών που πραγματοποιούσαν μείωση μερίσματος μικρότερη του 20% και εμφάνιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -6,94%, ενώ οι εταιρίες που πραγματοποιούσαν μείωση μερίσματος μεγαλύτερη του 60% εμφάνιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -8,78%. Από την άλλη πλευρά, οι εταιρίες που πραγματοποιούσαν παράλειψη μερίσματος εμφάνιζαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με -6,94%. Συνεπώς, δεν υπήρξε μία μονοτονική σχέση μεταξύ του ποσοστού μείωσης του μερίσματος και της πτώσης της αξίας των μετοχών, αλλά μία σχέση της μορφής U. Όταν το δείγμα των εταιρειών περιορίστηκε στις εταιρίες που για 5 συνεχή έτη δεν πραγματοποίησαν καμία μείωση ή παράλειψη μερίσματος, τα αποτελέσματα παρέμειναν τα ίδια.

Τέλος, εξετάστηκε εμπειρικά η υπόθεση ότι οι εταιρίες, γνωρίζοντας τις επερχόμενες οικονομικές δυσκολίες, προβαίνουν στη δυσάρεστη απόφαση να παραλείψουν να διανείμουν το τρέχον μέρισμα με την προσδοκία ότι μελλοντικά θα επιστρέψουν σε κερδοφόρα πορεία. Για την

εξέταση της παραπάνω υπόθεσης, ο Christie (1994) εξέτασε κατά πόσο η διανομή μερίσματος για τα επόμενα 5 έτη των εταιριών που ανακοίνωναν παράλειψη μερίσματος ήταν μεγαλύτερη από αυτή των εταιριών που προέβαιναν σε σημαντική μείωση μερίσματος. Ωστόσο, τα αποτελέσματα απέρριψαν την παραπάνω υπόθεση, αφήνοντας το θέμα της U σχέσης μεταξύ του ποσοστού μείωσης του μερίσματος και της πτώσης της αξίας των μετοχών ανοικτό για περαιτέρω έρευνα.

Οι Yoon και Starks (1995) εξέτασαν εμπειρικά την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και την υπόθεση της υπερεπένδυσης χρησιμοποιώντας τις ανακοινώσεις διανομής τριμηνιαίου τακτικού μερίσματος των εταιριών του NYSE για την περίοδο από το 1969 ως το 1988. Οι Yoon και Starks (1995) χρησιμοποίησαν το λόγο Q του Tobin, όπως είχαν προτείνει οι Lang και Litzenberger (1989), για να διακρίνουν τις εταιρίες που υπερεπενδύουν (overinvestors) από αυτές που δεν υπερεπενδύουν αλλά επιδιώκουν την μεγιστοποίηση της αξίας τους (value-maximizing investors). Η αντίδραση της αγοράς υπολογίστηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς τρεις ημέρες (t= -1, 0, +1) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής[82] του μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωναν αυτά των Denis, Denis και Sarin (1994) και προσέφεραν υποστήριξη στις προβλέψεις[83] της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων και απέρριπταν αυτές της υπόθεσης της υπερεπένδυσης. Επίσης, η διαστρωματική ανάλυση η οποία είχε τη μορφή:

$$CAR_{-1,+1} = a_0 + b_1(\text{Dividend Change}) + b_2(\text{Dividend Yield}) + b_3(\text{Log Size}) + u_i. \quad (2.27)$$

έδειξε πως οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τριών ημερών ($CAR_{-1,+1}$) συσχετιζόταν θετικά με τη μεταβολή των μερισμάτων και με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το μέγεθος των εταιριών.

Οι Jensen και Johnson (1995) μελέτησαν 21 εταιρικά χαρακτηριστικά (firm characteristics) τρία έτη πριν και τρία έτη μετά από την ανακοίνωση μείωσης μερίσματος (μεγαλύτερη από 20%) για την περίοδο 1974-1989. Εκτός από τα κέρδη και τις τιμές των μετοχών, οι Jensen και Johnson (1995) αξιολόγησαν τη συμπεριφορά άλλων 19 χαρακτηριστικών των εταιριών που ανακοίνωναν μείωση μερίσματος, ομαδοποιημένων σε 6 κατηγορίες: απόδοση, κόστος, χρηματοοικονομικοί δείκτες, χρηματοδότηση, αναδιάρθρωση και αυτεξούσιες δαπάνες[84] (performance, cost structure,

[82] Ο υπολογισμός των μεταβολών των μερισμάτων υπολογίστηκε με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος. Το δείγμα περιελάμβανε μόνο μεταβολές μερισμάτων που ήταν μεγαλύτερες του 10%.

[83] Για τις προβλέψεις των δύο υποθέσεων βλέπε τις μελέτες των Lang και Litzenberger (1989) και των Denis, Denis και Sarin (1994).

[84] Η ομάδα του κόστους περιελάμβανε το κόστος πωληθέντων και τα γενικά και διοικητικά έξοδα. Η ομάδα των χρηματοοικονομικών δεικτών περιελάμβανε τους δείκτες ρευστότητας και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Η ομάδα της χρηματοδότησης περιελάμβανε την έκδοση κοινών και προνομιούχων μετοχών και ομολόγων. Η ομάδα της αναδιάρθρωσης περιελάμβανε την αγορά και πώληση παγίων στοιχείων, εργατικά έξοδα και τον αριθμό των υπαλλήλων. Η ομάδα των αυτεξούσιων δαπανών περιελάμβανε τις δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη και τα έξοδα διαφήμισης.

financial condition, financing, restructuring and discretionary). Τα αποτελέσματα έδειξαν μια σημαντική αύξηση των κερδών μετά τη μείωση μερίσματος. Ειδικότερα, υπήρξε μια πτώση στα κέρδη πριν από τη μείωση μερίσματος και μια αύξηση των κερδών μετέπειτα. Οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν παρόμοια συμπεριφορά με αυτήν των κερδών, με τη διαφορά ότι η αύξηση των τιμών των μετοχών δεν ήταν στατιστικά σημαντική. Όσον αφορά τις άλλες 19 οικονομικές μεταβλητές που εξετάστηκαν, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μειώσεις μερισμάτων ήταν αποτέλεσμα των μειωμένων κερδών, της χειροτέρευσης της ρευστότητας και της αύξησης του χρέους. Παραδόξως, αν και τα κέρδη πριν την ανακοίνωση μείωσης μερίσματος εμφάνιζαν πτωτική τάση και μετά την ανακοίνωση ανοδική τάση, οι πωλήσεις δεν παρουσίαζαν την ίδια συμπεριφορά (συνέχιζαν να μειώνονται). Επίσης, μετά την ανακοίνωση μείωσης μερίσματος, οι Jensen και Johnson (1995) παρατήρησαν πως οι εταιρίες έτειναν να πουλούν περισσότερα πάγια και να αγοράζουν λιγότερα πάγια, να ξοδεύουν λιγότερα κεφάλαια για την ανάπτυξη και την έρευνα και να μειώνουν το προσωπικό τους. Επιπλέον, τα γενικά και διοικητικά έξοδα συνέχιζαν να αυξάνονται καθώς αυξανόταν και οι τρέχουσες υποχρεώσεις. Τέλος, οι εταιρίες που ανακοίνωναν μείωση μερίσματος αντιμετώπιζαν δυσκολίες στην εξασφάλιση εξωτερικής χρηματοδότησης. Συνολικά, τα παραπάνω προβλήματα έδειχναν ό,τι οι εταιρίες που ανακοίνωναν μείωση μερίσματος συναντούσαν μακροχρόνιες δυσκολίες από πριν και η ανακοίνωση αυτή σηματοδοτούσε την αρχή για επερχόμενη αναδιάρθρωση των δραστηριοτήτων των εν λόγω επιχειρήσεων.

Οι Bernheim και Wantz (1995) εφάρμοσαν μια νέα μέθοδο για να εξετάσουν το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Για τον σκοπό τους, οι Bernheim και Wantz (1995) περιέλαβαν στο δείγμα τους μόνο τις αυξήσεις μερισμάτων που πραγματοποιήθηκαν κάτω από διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα για την περίοδο 1962-1988. Ειδικότερα, οι Bernheim και Wantz (1995) μελέτησαν την επίδραση της φορολογίας των μερισμάτων στην αντίδραση των τιμών των μετοχών για κάθε δολάριο μερίσματος (the effect of dividend taxation on the "bang-for-the-buck", defined as the share price response per dollar of dividends). Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, μια αύξηση της φορολογίας επί των μερισμάτων θα οδηγήσει σε αύξηση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών για κάθε δολάριο μερίσματος. Αντίθετα, άλλες υποθέσεις της μερισματικής πολιτικής, όπως αυτή της υπερεπένδυσης των Lang και Litzenberger (1989) προβλέπει ότι η αύξηση της φορολογίας επί των μερισμάτων θα οδηγήσει σε μείωση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών για κάθε δολάριο μερίσματος.

Οι Bernheim και Wantz (1995) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις τρεις ημέρες (-1, +1) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης μερίσματος[85] με τη βοήθεια του υποδείγματος των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών για κάθε δολάριο μερίσματος συσχετιζόταν θετικά με το συντελεστή φόρου επί των μερισμάτων και το βαθμό χρησιμοποίησης της παραγωγικής δυνατότητας και αρνητικά με τον βαθμό αξιολόγησης των ομολόγων.

Οι Mozes και Rapaccioli (1995) ερεύνησαν το ρόλο που παίζουν οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος στην αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους της αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση κερδών και του μεγέθους των εταιριών[86] (επίδραση του μεγέθους των εταιριών - firm size effect). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι στην περίπτωση που η ανακοίνωση των μερισμάτων προηγούνταν αυτής των κερδών, δεν υπήρχε η επίδραση του φαινομένου του μεγέθους των εταιριών. Ωστόσο, στην περίπτωση που οι εταιρίες δεν πραγματοποιούσαν διανομή μερίσματος ή η ανακοίνωση των κερδών προηγούνταν αυτής των μερισμάτων, η επίδραση του μεγέθους των εταιριών ήταν παρούσα. Το συμπέρασμα από αυτό το αποτέλεσμα είναι ότι η ανακοίνωση διανομής μερίσματος συμπεριλαμβάνει και άλλες πληροφορίες. Επομένως, μετά την ανακοίνωση διανομής μερίσματος, οι επενδυτές των μικρών εταιριών δεν έχουν πλέον μειονέκτημα στην πρόσβαση εταιρικών πληροφοριών σε σχέση με τους επενδυτές των μεγάλων εταιριών.

Οι Michaely, Thaler και Womack (1995) μελέτησαν τη βραχυπρόθεσμη (τριών ημερών, -1, 0, +1) και τη μακροπρόθεσμη αντίδραση (7 ετών) της αγοράς στην ανακοίνωση έναρξης[87] και παράλειψης μερίσματος των εταιριών του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1964-1988. Οι Michaely, Thaler και Womack (1995) υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς. Όσον αφορά τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς (τριών ημερών) στις ανακοινώσεις παράλειψης και έναρξης μερίσματος, τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά των Healy και Palepu (1988). Συγκεκριμένα, υπήρξε θετική αντίδραση της αγοράς (3,4%) στην ανακοίνωση έναρξης μερίσματος και αρνητική αντίδραση της αγοράς (-7%) στην ανακοίνωση παράλειψης μερίσματος.

[85] Οι αυξήσεις μερισμάτων αφορούσαν τις εταιρίες του NYSE, AMEX και NASDAQ.

[86] Πρώτος ο Atiase (1985) παρατήρησε την αντίστροφη σχέση μεταξύ της αντίδρασης της αγοράς στις (τριμηνιαίες) ανακοινώσεις κερδών και του μεγέθους των εταιριών. Με άλλα λόγια, οι ανακοινώσεις αύξησης των κερδών προκαλούν μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς για τις μικρές εταιρίες απ' ότι για τις μεγάλες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη πρόσβαση πληροφοριών για τις μεγάλες εταιρίες απ' ότι για τις μικρές, με αποτέλεσμα, οι ανακοινώσεις των τελευταίων να προσφέρουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο.

[87] Η επανεκκίνηση διανομής μερίσματος δεν θεωρήθηκε ως έναρξη μερίσματος σε αυτήν την μελέτη, αλλά μόνο η πρώτη διανομή μερίσματος.

Συνεπώς, η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση έναρξης μερίσματος έφτανε κατά το ήμισυ αυτής της παράλειψης μερίσματος. Όσον αφορά τη μακροπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς, τα αποτελέσματα έδειξαν πως υπήρχαν υπερβάλλουσες αποδόσεις μετά από ένα (7,5%) και τρία (24,8%) έτη της ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος. Στην περίπτωση της ανακοίνωσης παράλειψης μερίσματος, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συνέχιζαν να είναι αρνητικές από τον πρώτο χρόνο (-11%) έως και τον τρίτο (-15,3%).

Οι Michaely, Thaler και Womack (1995) εξέτασαν επίσης τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στην ταυτόχρονη και μη ταυτόχρονη ανακοίνωση κερδών και παράλειψης μερίσματος. Τα αποτελέσματα απέδειξαν πως, βραχυπρόθεσμα, υπήρχε ένα οριακά αρνητικό πληροφοριακό περιεχόμενο στην ανακοίνωση των κερδών, το οποίο όμως ήταν εντονότερο μακροπρόθεσμα. Στην περίπτωση που οι εταιρίες παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα σε μετρητά και το αντικαταστούσαν με μέρισμα με τη μορφή μετοχών (stock dividend) παρουσίαζαν μεγαλύτερες (μικρότερες) αποδόσεις βραχυπρόθεσμα (μακροπρόθεσμα) απ' ότι οι εταιρίες που δεν αντικαταστούσαν το μέρισμα τοις μετρητοίς με τη μορφή μετοχών.

Οι Mitra και Owers (1995) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων έναρξης μερίσματος στα πλαίσια του εταιρικού περιβάλλοντος πληροφόρησης[88]. Ειδικότερα, εξέτασαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ του μεγέθους αντίδρασης της αγοράς και της μεταβλητότητας (volatility) των αποδόσεων των μετοχών (όπως πρώτα εξετάσθηκε από τους Kalay και Loewenstein το 1985) στα πλαίσια του εταιρικού περιβάλλοντος πληροφόρησης. Επειδή το εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης δεν είναι απευθείας ορατό, οι Mitra και Owers (1995) χρησιμοποίησαν τέσσερις μεταβλητές για να το ορίσουν: α) το μέγεθος της εταιρίας υπολογισμένο με βάση την κεφαλαιοποίηση[89], β) τον αριθμό των θεσμικών επενδυτών που κατείχαν μετοχές της υπό εξέταση εταιρίας, γ) το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών που κατείχαν μετοχές της υπό εξέταση εταιρίας[90] και δ) τον αριθμό των χρηματοοικονομικών αναλυτών που προέβαιναν σε προβλέψεις για τα κέρδη της υπό εξέταση εταιρίας. Έτσι, σχηματίστηκαν δύο χαρτοφυλάκια εταιριών με βάση το εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης: το «χαμηλό» ("low") εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης και το «μεσαίο/υψηλό» ("medium/high") εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης. Το δείγμα περιελάμβανε μόνο εταιρίες που διένειμαν τακτικό μέρισμα για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία (έναρξη μερίσματος) για την

[88]Το εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης καθορίστηκε από τους Mitra και Owers (1995) σχετικά με το ποσό των δημοσίως διαθέσιμων πληροφοριών της εταιρίας.

[89] Η κεφαλαιοποίηση υπολογίστηκε ως η αγοραία αξία των μετοχών της κάθε εταιρίας στο τέλος του μήνα πριν από τον μήνα της ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος.

[90] Οι δύο μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τον αριθμό και το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών που κατείχαν μετοχές των εταιριών επιλέχτηκαν γιατί οι θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται ότι αποφεύγουν να επενδύουν σε μετοχές με χαμηλή κεφαλαιοποίηση λόγω προβλημάτων ρευστότητας [βλέπε Shores, (1990)].

περίοδο 1976-1987. Η αντίδραση της αγοράς[91] 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος (-10, +10) υπολογίστηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών υπολογίστηκε με βάση τη διακύμανση των αποδόσεων των μετοχών.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος δημιουργούσαν σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (-1, 0) ίσες με 2,19%. Οι αποδόσεις αυτές ήταν μεγαλύτερες για το χαρτοφυλάκιο των εταιριών με μεσαίο/χαμηλό εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης παρά για το χαρτοφυλάκιο των εταιριών με υψηλό εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης. Οι μεταβλητές που φαινόταν να παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του παραπάνω αποτελέσματος ήταν η κεφαλαιοποίηση και το ποσοστό των θεσμικών επενδυτών που κατείχαν μετοχές των εταιριών και σε λιγότερο βαθμό ο αριθμός των θεσμικών επενδυτών που κατείχαν μετοχές των εταιριών και ο αριθμός των χρηματοοικονομικών αναλυτών που προέβαιναν σε προβλέψεις για τα κέρδη των εταιριών. Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) ήταν 1,5 φορές υψηλότερη από τη μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών την περίοδο υπολογισμού (-90, -31) για το χαρτοφυλάκιο των εταιριών με χαμηλό εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης. Δεν συνέβη το ίδιο για το χαρτοφυλάκιο των εταιριών με μεσαίο/υψηλό εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης. Το φαινόμενο αυτό αποδόθηκε στη μεγαλύτερη αβεβαιότητα που αντιμετωπίζουν οι επενδυτές για τις μικρές εταιρίες με λίγη δημόσια πληροφόρηση (χαρτοφυλάκιο εταιριών με χαμηλό εταιρικό περιβάλλον πληροφόρησης).

Οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996) αξιολόγησαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος 145 εταιριών του NYSE των οποίων τα ετήσια κέρδη μειώθηκαν για πρώτη φορά μετά από εννέα και πλέον έτη συνεχών αυξήσεων. Η εξεταζόμενη περίοδος ήταν από το 1981 έως το 1987. Οι διευθυντές των 99 από τις 145 εταιρίες του δείγματος αύξησαν τα μερίσματα το έτος 0, που ορίστηκε ως το έτος πτώσης των κερδών των εταιριών μετά από εννέα και πλέον έτη συνεχών αυξήσεων. Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, οι διευθυντές των εταιριών προβαίνουν σε αύξηση διανομής μερίσματος με σκοπό να μεταδώσουν στους επενδυτές τις προσωπικές τους εκτιμήσεις και προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική πορεία της εταιρίας τους. Οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996) εξέτασαν κατά πόσο οι 99 εταιρίες που αύξησαν τα μερίσματα τους είχαν θετικές μεταβολές στα κέρδη[92] τους για τα επόμενα τρία έτη από το έτος πτώσης των κερδών.

[91] Η αντίδραση της αγοράς μετρήθηκε με τις υπερβάλλουσες και τις τυποποιημένες υπερβάλλουσες αποδόσεις καθώς και με τις σωρευτικές και τυποποιημένες σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

[92] Οι απροσδόκητες μεταβολές των κερδών υπολογίστηκαν με δύο τρόπους: με βάση το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου (random-walk model) όπου τα κέρδη των εταιριών αναμένονται να είναι τα ίδια όπως το έτος 0 και με βάση

Τα εμπειρικά συμπεράσματα δεν επιβεβαίωσαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, δεν υπήρξε καμία ένδειξη ότι οι αυξήσεις μερισμάτων συσχετιζόταν θετικά με τις μεταβολές των κερδών τα επόμενα τρία έτη. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με αυτό του Watts (1973) για τη μη σημαντικότητα του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Όσον αφορά τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις[93] δύο ημερών (-1,0), αυτές ήταν ίσες με 1,21%. Οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996) ισχυρίστηκαν πως τα παραπάνω αποτελέσματα ήταν απότοκος της υπεραισιοδοξίας των διευθυντών των εταιριών για την μελλοντική ανάκαμψη των κερδών των εταιριών τους και των διοικητικών λαθών (managerial overoptimism and managerial mistakes).

Η μελέτη[94] του Impson (1997) σύγκρινε την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών κοινής ωφέλειας που λειτουργούν υπό ειδικές ρυθμίσεις (regulated public utilities) με αυτή των εταιριών του βιομηχανικού κλάδου που δεν λειτουργούν υπό ειδικές ρυθμίσεις (unregulated industrial firms) των ΗΠΑ στην ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος. Το τελικό δείγμα περιείχε 65 ανακοινώσεις μείωσης και παράλειψης μερίσματος για τις ρυθμισμένες εταιρίες κοινής ωφέλειας και 660 ανακοινώσεις μείωσης και παράλειψης μερίσματος για τις μη ρυθμισμένες εταιρίες του βιομηχανικού κλάδου για την περίοδο 1974-1993. Πριν τη δεκαετία του 1970, οι εταιρίες κοινής ωφέλειας σπάνια προέβαιναν σε μειώσεις (πόσο μάλλον σε παραλείψεις) μερισμάτων και θεωρούνταν από τους επενδυτές ως εταιρίες με σταθερή μερισματική πολιτική και μάλιστα με υψηλές αποδόσεις. Συνεπώς, μία μείωση του διανεμηθέντος μερίσματος θα προκαλούσε μεγάλη έκπληξη στους μετόχους των εταιριών κοινής ωφέλειας προκαλώντας αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης, μεγαλύτερες από αυτές των εταιριών του βιομηχανικού κλάδου. Ο Impson (1997) εξέτασε την παραπάνω υπόθεση εμπειρικά, υπολογίζοντας τις τυποποιημένες σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 60 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης μερίσματος (-30, +30) με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Επίσης, χρησιμοποίησε τη διαστρωματική ανάλυση για να διαπιστώσει ποιοι παράγοντες προσδιορίζουν τις σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ($CAR_{-1, 0}$). Συγκεκριμένα, οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών ήταν η εξαρτημένη μεταβλητή. Ανεξάρτητες μεταβλητές ήταν η ψευδομεταβλητή (DUM) που έπαιρνε την τιμή 1 για τις εταιρίες κοινής ωφέλειας και 0 για τις εταιρίες του

το υπόδειγμα το προσαρμοσμένου ρυθμού (growth-adjustment model) όπου τα κέρδη των εταιριών αναμένονται να μεταβάλλονται με ένα ρυθμό ίσο με αυτό που επικρατούσε τα προηγούμενα 5 έτη (-5, -1).

[93] Η αντίδραση αυτή της αγοράς (υπολογισμένη με το υπόδειγμα των προσαρμοζόμενων με το δείκτη της αγοράς αποδόσεων) ήταν παρόμοια με την μικρή αντίδραση της αγοράς των μελετών των Aharony και Swary (1980) και του Brickley (1983).

[94] Η μελέτη του Impson (1997) είναι συνέχεια της μελέτης των Aharony, Falk και Swary (1988) οι οποίοι ανέλυσαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών των ρυθμισμένων εταιριών κοινής ωφέλειας και των μη ρυθμισμένων εταιριών του βιομηχανικού κλάδου στις ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων.

βιομηχανικού κλάδου, η μέση τριμηνιαία μερισματική απόδοση 4 τρίμηνα πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης των μερισμάτων (AVGYLD), η τυποποιημένη με την τιμή της μετοχής μεταβολή της τριμηνιαίας μερισματικής απόδοσης[95] (CHGYLD), το μέγεθος των εταιριών[96] (LE) και ο λόγος Q του Tobin (TOBQ)

$$CAR_{-1,0} = \beta_0 + \beta_1 DUM + \beta_2 AVGYLD + \beta_3 CHGYLD + \beta_4 LE + \beta_5 TOBQ \quad (2.28)$$

Τα αποτελέσματα έδειξαν μεγαλύτερες αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης μερίσματος για τις εταιρίες κοινής ωφέλειας σε σχέση με αυτές των εταιριών του βιομηχανικού κλάδου. Επίσης, η διαστρωματική ανάλυση αποκάλυψε πως υπήρξε υποστήριξη των υποθέσεων της υπερεπένδυσης, του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων και του μεγέθους των εταιριών. Πιο συγκεκριμένα, η αρνητική αντίδραση των μετοχών στην ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος ήταν μεγαλύτερη για τις εταιρίες με υψηλή μερισματική απόδοση καθώς επίσης και για τις εταιρίες με χαμηλό λόγο Q του Tobin, όπως είναι οι εταιρίες κοινής ωφέλειας [βλέπε Denis, Denis και Sarin (1994)]. Τέλος, οι αποδόσεις ήταν θετικές και μεγαλύτερες για τις μικρές σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες.

Οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) ερεύνησαν διάφορες πτυχές της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Κατ' αρχάς, εξέτασαν τη σχέση μεταξύ μερισμάτων και κερδών[97]. Πιο συγκεκριμένα, εξέτασαν τον ισχυρισμό του Lintner[98] (1956) ότι οι ανακοινώσεις των μερισμάτων ακολουθούν αυτές των κερδών. Επιπλέον, οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) εξέτασαν τον μακροπρόθεσμο ορίζοντα της παραπάνω σχέσης (για τα επόμενα τρία έτη). Τέλος, ερεύνησαν τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής του μερίσματος. Ως μεταβολή μερίσματος θεωρήθηκε η αύξηση, η μείωση, η έναρξη και η παράλειψη μερίσματος που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE και του AMEX κατά την εξεταζόμενη περίοδο 1979-1991. Η μεταβολή των κερδών υπολογίστηκε με 4 τρόπους: απροσάρμοστες μεταβολές από το ένα έτος στο άλλο, προσαρμοσμένες μεταβολές με τις μεταβολές των κερδών του κλάδου, προσαρμοσμένες μεταβολές με το ρυθμό μεταβολής των κερδών πέντε έτη πριν το έτος ανακοίνωσης και προσαρμοσμένες μεταβολές με το ρυθμό

[95] Η τυποποιημένη με την τιμή της μετοχής μεταβολή της τριμηνιαίας μερισματικής απόδοση υπολογίστηκε ως εξής: $D_t - D_{t-1}) / P_{t-1}$, όπου P_{t-1} η τιμή της μετοχής στο τέλος του μήνα πριν το μήνα της ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης των μερισμάτων [βλέπε Denis, Denis και Sarin (1994)].

[96] Το μέγεθος των εταιριών υπολογίστηκε ως ο νεπέριος λογάριθμος της αγοραίας αξίας των μετοχών στο τέλος του μήνα πριν το μήνα της ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης των μερισμάτων.

[97] Κέρδος θεωρήθηκε το εισόδημα πριν τα έκτακτα εισοδήματα που δεν προέρχονταν από την κύρια δραστηριότητα των εταιριών αποπληθωρησμένα με την αγοραία αξία των μετοχών στην αρχή του έτους ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος.

[98] Σύμφωνα με τον Lintner (1956), οι διοικήσεις των εταιριών αυξάνουν τα διανεμηθέντα μερίσματά μόνο όταν θεωρούν ότι τα κέρδη των εταιριών τους αυξήθηκαν μόνιμα.

μεταβολής των κερδών πέντε έτη πριν το έτος ανακοίνωσης και με τις μεταβολές των κερδών του κλάδου.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά του Watts (1973). Οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) δεν βρήκαν υποστήριξη για την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Αντίθετα, βρήκαν υποστήριξη για την υπόθεση του Lintner (1956), δηλαδή, οι μεταβολές των μερισμάτων ακολουθούσαν στενά αυτές των κερδών. Ωστόσο, οι μεταβολές των μερισμάτων δεν είχαν κανένα πληροφοριακό περιεχόμενο για τις μελλοντικές μεταβολές των κερδών. Χαρακτηριστικά, οι αυξήσεις των μερισμάτων δεν συνοδεύονταν από αυξήσεις κερδών για τα επόμενα τρία έτη (έτη 1, 2 και 3) από το έτος της ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων (έτος 0), ενώ οι μειώσεις μερισμάτων, παραδόξως, ακολουθούνταν από αυξήσεις κερδών τα επόμενα τρία έτη. Η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς ήταν ίδια με το πρόσημο της μεταβολής των μερισμάτων, κάτι που δεν ίσχυε μακροπρόθεσμα.

Οι Brook, Charlton και Hendershott (1998) εξέτασαν άμεσα το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων επιλέγοντας ένα δείγμα εταιριών που είχαν για τέσσερα έτη σταθερές ταμειακές ροές[99], αλλά βρίσκονταν στο κατώφλι μεγάλων αυξήσεων των ταμειακών τους ροών. Με άλλα λόγια, οι Brook, Charlton και Hendershott (1998) εξέτασαν κατά πόσο οι εταιρίες αυτές μετέβαλαν τη μερισματική τους πολιτική πριν την επικείμενη μεταβολή των ταμειακών τους ροών. Για το σκοπό τους, οι Brook, Charlton και Hendershott (1998) σύγκριναν την αντίδραση των τιμών των μετοχών 101 επιχειρήσεων που αντιμετώπιζαν συνεχείς[100] αυξήσεις των ταμιακών τους ροών και 45 επιχειρήσεων που αντιμετώπιζαν προσωρινές[101] αυξήσεις των ταμιακών τους ροών, σε σχέση με ένα σύνολο 34 επιχειρήσεων που αντιμετώπιζαν σταθερές[102] ταμειακές ροές (ομάδα ελέγχου).

Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι Brook, Charlton και Hendershott (1998) διαπίστωσαν πως οι εταιρίες που βρίσκονταν στο κατώφλι μεγάλων (προσωρινών και μόνιμων) αυξήσεων στις ταμειακές τους ροές έτειναν να αυξάνουν τα μερίσματα τους περισσότερο από τις εταιρίες που αντιμετώπιζαν σταθερές μελλοντικές ταμειακές ροές. Αποτέλεσμα ήταν οι πρώτες να εμφανίζουν

[99] Οι ταμειακές ροές υπολογίστηκαν ως τα οργανικά κέρδη προ αποσβέσεων, τόκων, φόρων και αξία των προνομιούχων μετοχών.

[100] Συνεχείς ή μόνιμες αυξήσεις στις ταμειακές τους ροές θεωρούνταν ότι έχουν οι εταιρίες των οποίων οι ταμειακές ροές παρέμεναν τουλάχιστον 30% παραπάνω από το έτος 0 (έτος επικείμενης αύξησης των ταμειακών ροών) για τα επόμενα 4 έτη (έτη 1, 2, 3 και 4).

[101] Προσωρινές αυξήσεις στις ταμειακές τους ροές θεωρούνταν ότι έχουν οι εταιρίες των οποίων οι ταμειακές ροές αυξάνονταν 40% το έτος 1 σε σχέση με το έτος 0 (έτος επικείμενης αύξησης των ταμειακών ροών) και έπεφταν σε λιγότερο από 20% για τα έτη 2 και 3 σε σχέση με το έτος 0.

[102] Σταθερές ταμειακές ροές θεωρούνταν ότι έχουν οι εταιρίες των οποίων οι ταμειακές ροές δεν αυξάνονταν συνολικά πάνω από 30% από το έτος 0 στο έτος 4, και 15% μεταξύ των ετών.

μεγαλύτερες θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις το προηγούμενο αλλά και τα επόμενα 4 έτη από το έτος της επικείμενης αύξησης των ταμειακών τους ροών.

Οι Lipson, Maquieira and Megginson (1998) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων έναρξης μερίσματος των νεοεισηγμένων εταιριών (newly public dividend-initiating firms) των χρηματιστηρίων του NYSE, του AMEX και του NASDAQ για την περίοδο από το 1980 ως το 1986. Για λόγους σύγκρισης, οι Lipson, Maquieira and Megginson (1998) εξέτασαν και το πληροφοριακό περιεχόμενο των νεοεισηγμένων εταιριών του ίδιου κλάδου που όμως δεν πραγματοποιούσαν διανομή μερίσματος (newly public non-initiating firms), καθώς επίσης και των εταιριών του ίδιου κλάδου και του ίδιου μεγέθους που ήδη είχαν ξεκινήσει να διανέμουν μέρισμα ("Size-matched"firms). Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα ανακοίνωσης, οι Lipson, Maquieira and Megginson (1998) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της αγοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 1,24% για τις νεοεισηγμένες εταιρίες που πραγματοποιούσαν έναρξη μερίσματος. Επιπλέον, εξετάστηκε η επίδραση των ανακοινώσεων εκτάκτων κερδών (earnings surprises) στα κέρδη των εταιριών. Οι απρόβλεπτες μεταβολές των κερδών υπολογίστηκαν ως η διάφορα μεταξύ πραγματικών και αναμενόμενων κερδών[103] δια τη λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού το έτος πριν την ανακοίνωση των κερδών.

Αντίθετα με τα αποτελέσματα των DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1996), τα αποτελέσματα αυτής της μελέτης έδειξαν ότι η ανακοίνωση έναρξης μερίσματος των νεοεισηγμένων εταιριών προκαλούσε εμφανώς μεγαλύτερες θετικές μεταβολές στα μελλοντικά κέρδη σε σχέση με τις νεοεισηγμένες εταιρίες του ίδιου κλάδου που δεν πραγματοποιούσαν διανομή μερίσματος. Από την άλλη πλευρά, η συμπεριφορά των κερδών δεν ήταν διαφορετική στην περίπτωση των νεοεισηγμένων εταιριών που πραγματοποιούσαν έναρξη μερίσματος και των εταιριών του ίδιου κλάδου και μεγέθους. Τα αποτελέσματα αυτά παρείχαν περιορισμένη στήριξη στην υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Οι Dyl και Weigand (1998) πρωτοδιατύπωσαν την υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου σύμφωνα με την οποία η απόφαση της διοίκησης μιας εταιρίας να ξεκινήσει για πρώτη φορά τη διανομή μερίσματος (έναρξη μερίσματος) παρέχει στην αγορά σημαντική πληροφορία για το επίπεδο του κινδύνου της εταιρίας. Πιο συγκεκριμένα, η υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου προβλέπει ότι ο κίνδυνος της εταιρίας θα είναι χαμηλότερος μετά την έναρξη μερίσματος. Αυτή η μείωση του εταιρικού κινδύνου που παρατηρείται μετά από την έναρξη μερίσματος προκύπτει

[103] Όπως οι DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1996), έτσι και οι Lipson, Maquieira and Megginson υπολόγισαν τα αναμενόμενα κέρδη ως εξής: α) με το υπόδειγμα του τυχαίου περιπάτου, β) με τον προσαρμοζόμενο ρυθμό των κερδών των δύο προηγούμενων ετών και γ) με το προσαρμοζόμενο ρυθμό πωλήσεων.

από τη μείωση της μεταβλητότητα (αστάθειας) των εταιρικών κερδών και την εξάλειψη εκπλήξεων. Με τη σειρά της, αυτή η μείωση της μεταβλητότητας των κερδών πηγάζει από την απροθυμία της διοίκησης της εταιρίας να περικόψει τα μερίσματα στην περίπτωση που οι αυξήσεις των κερδών είναι προσωρινές.

Οι Dyl και Weigand (1998) εξέτασαν κατά πόσο η ανακοίνωση έναρξης μερίσματος συνδεόταν με χαμηλότερο εταιρικό κίνδυνο (συστηματικό και μη συστηματικό), με μελλοντικές μεταβολές των κερδών και με υπερβάλλουσες αποδόσεις κατά την ημέρα ανακοίνωσης. Το δείγμα αποτελούνταν από 240 εταιρίες του NYSE και του AMEX και η εξεταζόμενη περίοδος ήταν από το 1972 έως το 1993. Ο συνολικός κίνδυνος (μετρούμενος από τη διακύμανση των ημερήσιων αποδόσεων) και ο συστηματικός κίνδυνος (μετρούμενος από το συντελεστή βήτα[104]) υπολογίστηκαν για την περίοδο πριν την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος και για την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Επίσης, υπολογίστηκαν σύμφωνα με το μέγεθος των εταιριών[105] (firm size). Η διακύμανση των κερδών ανά μετοχή (EPS) υπολογίστηκε για τρία χρόνια πριν και μετά την ανακοίνωση σύμφωνα με το υπόδειγμα των Ou and Penman (1989). Τέλος, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος υπολογίστηκαν με βάση το υπόδειγμα της αγοράς.

Σύμφωνα με τα εμπειρικά ευρήματα των Bajaj και Vijh (1990)[106] και αντίθετα με αυτά του Venkatesh (1989), οι Dyl και Weigand (1998) διαπίστωσαν ότι και ο συνολικός και ο συστηματικός κίνδυνος των εταιριών που ξεκινούσαν διανομή μερίσματος για πρώτη φορά στην εταιρική τους ιστορία ήταν σημαντικά χαμηλότεροι για το έτος που ακολουθούσε την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Η μείωση του συνολικού κινδύνου ήταν περισσότερο εμφανής για τις μεγάλες εταιρίες, ενώ η μείωση του συντελεστή βήτα ήταν περισσότερο εμφανής για τις μικρές εταιρίες. Η μεταβλητότητα των εταιρικών κερδών (earnings volatility) ήταν σημαντικά χαμηλότερη μετά την έναρξη μερίσματος, αλλά μόνο για τις μικρές εταιρίες. Επιπλέον, σύμφωνα με προηγούμενες μελέτες[107], τα κέρδη ανά μετοχή[108] για τις εταιρίες που προέβαιναν σε έναρξη μερίσματος παρέμεναν αμετάβλητα για το έτος που ακολουθούσε την έναρξη μερίσματος (αδυναμία υποστήριξης της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων).

[104] Λόγω μη συνεχών συναλλαγών (non-synchronous trading), ο συντελεστής βήτα υπολογίστηκε σύμφωνα με τον υπόδειγμα του Dimson (1979), όπως αυτό τροποποιήθηκε από τους Fowler-Rorke (1983). Έτσι, οι ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών παλινδρομούνται από παρελθοντικές, τρέχουσες και μελλοντικές αποδόσεις της αγοράς.

[105] Το μέγεθος των εταιρειών εκτιμήθηκε με βάση την τρέχουσα κεφαλαιοποίηση τους και το συνολικό δείγμα χωρίστηκε σε δύο υπο-ομάδες (μεγάλες και μικρές εταιρίες) σύμφωνα με το διάμεσο της κεφαλαιοποίησης.

[106] Οι Bajaj και Vijh (1990) βρήκαν ότι ο συστηματικός κίνδυνος των εταιριών μειώθηκε σημαντικά για τις εταιρίες που προέβησαν σε αυξήσεις των μερισμάτων

[107] Ο Watts (1973), ο Gonedes (1978), οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996), οι Benartzi, Michaely και Thaler (1997) και οι Lipson, Macquieira και Megginson (1998).

[108] Τα κέρδη ανά μετοχή υπολογίστηκαν αποκλείοντας το εισόδημα που δεν προέρχονταν από την κύρια δραστηριότητα των εταιριών (EPS excluding extraordinary items).

Τέλος, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης των μερισμάτων συσχετίζονταν θετικά με τη μείωση του συστηματικού κινδύνου για τις εταιρίες που προέβαιναν σε έναρξη μερίσματος.

Αντίθετα με τις προηγούμενες μελέτες οι οποίες εξέτασαν τη σχέση μεταξύ απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων και της αντίδρασης των τιμών των μετοχών, ή τη σχέση μεταξύ απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων και μεταβολών των κερδών, η μελέτη της Canina (1999) εξέτασε κατά πόσο αυτές οι μεταβολές των κερδών έχουν μόνιμο ή προσωρινό χαρακτήρα. Η Canina (1999) υποστήριξε πως μόνο η ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων δεν είναι αρκετή για να διαπιστωθεί το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων αυτών. Η Canina (1999) ανέλυσε την επίδραση των ανακοινώσεων μεταβολής του μερίσματος στις τιμές των μετοχών, των prime[109] και των score[110] για την περίοδο 1983-1992. Εάν οι τιμές των μετοχών, των prime και των score αυξηθούν κατά την ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος, τότε θεωρείται ότι οι μεταβολές των κερδών έχουν μόνιμο χαρακτήρα. Εάν οι τιμές των μετοχών και των prime αυξηθούν και των score παραμείνουν σταθερές κατά την ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος, τότε θεωρείται ότι οι μεταβολές των κερδών έχουν προσωρινό χαρακτήρα.

Η αντίδραση των τιμών των μετοχών, των prime και των score υπολογίστηκε για δύο ημέρες γύρω (-1, +1) από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος[111] με βάση το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως οι ανακοινώσεις των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων προκαλούσαν αύξηση των τιμών των μετοχών, των prime και των score γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης (-1, +1), δίνοντας υποστήριξη στην υπόθεση πως οι μεταβολές των κερδών έχουν μόνιμο χαρακτήρα.

Οι Koch και Shenoy (1999) επανεξέτασαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των ταμειακών ροών και την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (ή υπόθεση της υπερεπένδυσης) όπως οι Lang και Litzenberger (1989) και οι Denis, Denis και Sarin (1994) έκαναν στο παρελθόν. Η διαφορά της μελέτης των Koch και Shenoy (1999) είναι ότι εκτός από την επίδραση των ανακοινώσεων μεταβολής του μερίσματος, εξέτασαν και την επίδραση των μεταβολών της κεφαλαιακής διάρθρωσης (capital structure changes) και ειδικότερα, των μεταβολών της μόχλευσης (leverage changes) στις μελλοντικές ταμειακές ροές της επιχείρησης.

[109] Ο όρος Prime είναι τα αρχικά των λέξεων Prescribed Right to Income and Maximum equity. Αναφέρεται στις ΗΠΑ στην περίπτωση κατά την οποία οι ταμειακές ροές που προκύπτουν για τον κάτοχο μιας μετοχής διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: την καθαρά εισοδηματική πλευρά βάσει της εσωτερικής πραγματικής αξίας της μετοχής και την πλευρά του κεφαλαιακού κέρδους που προκύπτει από την υπεραξία που η εκτίμηση της αγοράς μπορεί κάθε φορά να δώσει στη μετοχή. Με αυτόν τον όρο αποκαλείται το πρώτο από τα δύο αυτά είδη των ταμειακών ροών. Το Prime τμήμα της μετοχής θεωρείται ότι αντιστοιχεί στο παραγόμενο από τη μετοχή εισόδημα.

[110] Το score θεωρείται το δεύτερο τμήμα της μετοχής (το κεφαλαιακό κέρδος).

[111] Η μεταβολή του μερίσματος υπολογίστηκε με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος (naïve model).

Η εξεταζόμενη περίοδος ήταν από το 1979 έως το 1989. Ο λόγος Q του Tobin χρησιμοποιήθηκε για τη διάκριση των εταιριών που υπερεπενδύουν (Q<1), που υποεπενδύουν (Q>1) και αυτών που μεγιστοποιούν την αξία τους (Q κοντά στη μονάδα). Τα εμπειρικά αποτελέσματα υποστήριξαν την υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών (υπόθεση της υπερεπένδυσης). Δηλαδή, οι μεταβολές των μερισμάτων και της μόχλευσης έχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο για τις εταιρίες που είτε υπερεπενδύουν είτε υποεπενδύουν απ' ότι για τις εταιρίες που μεγιστοποιούν την αξία τους.

Πρώτος ο Atiase (1985) και έπειτα οι Collins, Kothari και Rayburn (1987) τεκμηρίωσαν εμπειρικά την πρόταση ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των κερδών ήταν συνάρτηση της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών την περίοδο πριν την ανακοίνωση των κερδών. Χρησιμοποίησαν το μέγεθος των εταιριών ως μέτρο της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών και επιβεβαίωσαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ μεγέθους εταιριών και αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις κερδών. Επίσης, οι Bajaj και Vijh (1990), Manakyan και Caroll (1990), Chhachhi και Davidson (1997) και Dyl και Weigand (1998) επιβεβαίωσαν την αντίστροφη σχέση μεταξύ μεγέθους εταιριών και αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος. Με άλλα λόγια, λόγω της μεγαλύτερης συναλλακτικής δραστηριότητας, της μεγαλύτερης κάλυψης από τον οικονομικό τύπο και του μεγαλύτερου επενδυτικού ενδιαφέροντος από τους θεσμικούς επενδυτές, οι επενδυτές έχουν πληρέστερη πληροφόρηση για τις μεγάλες εταιρίες και έτσι οι ανακοινώσεις των κερδών ή των μερισμάτων προκαλούν μικρότερη αντίδραση στην αγορά απ' ότι οι αντίστοιχες ανακοινώσεις των μικρών εταιριών. Οι Alangar και Bathala (1999) υπέθεσαν πως και το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων[112] θα πρέπει να είναι συνάρτηση της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών στην περίοδο πριν την ανακοίνωση των μερισμάτων. Για να εξετάσουν εμπειρικά την παραπάνω υπόθεση, οι Alangar και Bathala (1999) χρησιμοποίησαν, αντί του μεγέθους των εταιριών, το ποσοστό κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές για να μετρήσουν το επίπεδο της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών την περίοδο πριν την ανακοίνωση των μερισμάτων. Το δείγμα της μελέτης αποτελούνταν από ανακοινώσεις αύξησης και μείωσης μερίσματος (άνω του 50%), καθώς επίσης και από ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE και του AMEX για την περίοδο 1976-1990. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι, όντως, το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων ήταν συνάρτηση της ασύμμετρης πληροφόρησης των επενδυτών την περίοδο πριν την

[112] Οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος (naïve model).

ανακοίνωση των μερισμάτων. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερο το ποσοστό κατοχής μετοχών από τους θεσμικούς επενδυτές, τόσο μικρότερο το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων. Εξαίρεση της παραπάνω σχέσης υπήρξε η περίπτωση των ανακοινώσεων παράλειψης μερίσματος.

Οι Guay και Harford (2000) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος και αυτό των ανακοινώσεων αγοράς ιδίων μετοχών από τις ίδιες τις εταιρίες (share repurchases). Πιο συγκεκριμένα, οι Guay και Harford (2000) υπέθεσαν ότι οι διοικήσεις των εταιριών επιλέγουν μεταξύ της αγοράς ιδίων μετοχών και της καταβολής μερίσματος για να διανείμουν κεφάλαια στους μετόχους τους με βάση τις εκτιμήσεις τους για τις μελλοντικές ταμειακές ροές των εταιρειών[113]. Έτσι, η αγορά ιδίων μετοχών θεωρείται ότι είναι αποτέλεσμα προσωρινών μεταβολών των ταμειακών ροών, ενώ η καταβολή μερίσματος είναι αποτέλεσμα μόνιμων μεταβολών των ταμειακών ροών. Συνεπώς, οι αυξήσεις μερισμάτων θα έχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο απ' ότι οι αγορές ιδίων μετοχών. Οι Guay και Harford (2000) συμπεριέλαβαν στο δείγμα της μελέτης τους μόνο αυξήσεις τακτικών μερισμάτων και αγορές ιδίων μετοχών που πραγματοποιήθηκαν την περίοδο από το 1981 ως το 1993.

Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την υπόθεση των Guay και Harford (2000). Η μεταβολή των ταμειακών ροών ήταν μόνιμη μετά την ανακοίνωση αύξησης των μερισμάτων, ενώ ήταν προσωρινή μετά την ανακοίνωση αγοράς ιδίων μετοχών. Επιπρόσθετα, η αντίδραση της αγοράς δύο έτη μετά το έτος ανακοίνωσης ήταν μεγαλύτερη στην περίπτωση της αύξησης των μερισμάτων απ' ότι στην περίπτωση της αγοράς ιδίων μετοχών.

Οι Nissim και Ziv (2001) επανεξέτασαν τη σχέση μεταξύ μεταβολών των διανεμηθέντων μερισμάτων και μελλοντικής κερδοφορίας για την περίοδο 1963-1998. Η καινοτομία της μελέτης τους ήταν ότι η μελλοντική κερδοφορία υπολογίστηκε με δύο τρόπους: με τα κέρδη και τα υπερβάλλοντα κέρδη[114] (earnings and abnormal earnings). Λαμβάνοντας υπόψη την αναμενόμενη μεταβολή των μελλοντικών κερδών, οι μεταβολές των κερδών συσχετίζονταν θετικά με τις μεταβολές των κερδών για τα επόμενα δύο έτη από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των κερδών. Η παραπάνω σχέση ήταν ισχυρότερη στην περίπτωση που η κερδοφορία μετρούνταν με όρους υπερβαλλόντων κερδών. Ωστόσο, η αντίδραση των κερδών δεν ήταν συμμετρική για όλες τις μεταβολές των κερδών. Συγκεκριμένα, η αύξηση των μερισμάτων συνοδευόταν με αύξηση της κερδοφορίας για τα επόμενα τέσσερα έτη αφότου ανακοινωνόταν η αύξηση των κερδών, ενώ η μείωση των μερισμάτων δεν συσχετιζόταν με καμία μεταβολή της κερδοφορίας. Η έλλειψη

[113] Οι ταμειακές ροές ήταν ίσες με το λειτουργικό εισόδημα προ αποσβέσεων, τόκων, φόρων και μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης. Για τη μείωση της ετεροσκεδαστικότητας και της «νόθου» (spurious) συσχέτισης εξαιτίας του μεγέθους των εταιριών, οι ταμειακές ροές διαιρέθηκαν με τα στοιχεία του ενεργητικού της αρχικής περιόδου.

[114] Τα υπερβάλλοντα κέρδη ορίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ των συνολικών κερδών και των κανονικών κερδών, όπου τα κανονικά κέρδη ορίστηκαν ως η απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών με βάση το κόστος και των επενδυμένων κεφαλαίων σε μετοχές [βλέπε Edwards και Bell (1961)].

συσχετισμού μεταξύ μείωσης των μερισμάτων και μελλοντικής κερδοφορίας αποδόθηκε από τους Nissim και Ziv (2000) στον συντηρητισμό που διαπνέει τη λογιστική.

Οι Grullon, Michalely και Swaminathan (2002) ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ μεταβολής του μερίσματος και μεταβολής του συστηματικού κινδύνου, καθώς επίσης και τη σχέση μεταξύ μεταβολής του μερίσματος και μεταβολής της κερδοφορίας των εταιριών. Οι ερευνητές αυτοί υπολόγισαν την κερδοφορία των εταιριών χρησιμοποιώντας τρεις αριθμοδείκτες (για τα έτη -3 έως +3): τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας επί του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (return on assets ratio- ROA), τον αριθμοδείκτη δαπανών κεφαλαίου (capital expenditure ratio) και το ποσοστό διανομής των κερδών[115] (the dividend payout ratio). Η αντίδραση της αγοράς τρεις ημέρες (-1, 0, +1) γύρω από την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων υπολογίστηκε με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων σύμφωνα με το δείκτη της αγοράς. Οι μεταβολές του συστηματικού κινδύνου υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα των τριών παραγόντων των Fama και French (1993). Το δείγμα αποτελούνταν από όλες τις εταιρίες του NYSE και του AMEX που είχαν πραγματοποιήσει ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων από το 1967 ως το 1993. Οι μεταβολές των μερισμάτων υπολογίστηκαν ως εξής:

$$\Delta D_{i,0} = (D_{i,0} - D_{i-1}) / D_{i-1.} \quad (2.29)$$

Τα εμπειρικά αποτελέσματα ήταν αντίθετα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρίες που πραγματοποίησαν αύξηση μερισμάτων όχι μόνο δεν είχαν βελτίωση της κερδοφορίας τους μετά την ανακοίνωση, αλλά παρουσίαζαν σημαντική πτώση. Αντίθετα, οι εταιρίες που πραγματοποίησαν μείωση μερισμάτων αντιμετώπισαν βελτίωση της κερδοφορίας τους. Οι Grullon, Michalely και Swaminathan (2002), ωστόσο, βρήκαν κάποια εμπειρική υποστήριξη της υπόθεσης της υπερεπένδυσης των Jensen (1986) και Lang και Litzenberger (1989). Συγκεκριμένα, ο δείκτης των δαπανών κεφαλαίου μειώθηκε για τις εταιρίες που πραγματοποίησαν αύξηση μερίσματος μετά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων. Ωστόσο, η υπόθεση της υπερεπένδυσης δεν μπορούσε να προβλέψει τις μεταβολές του συστηματικού κινδύνου, κάτι που έκανε η υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου. Οι εταιρίες που πραγματοποίησαν αύξηση του μερίσματος διαπίστωσαν μια σημαντική μείωση του συστηματικού τους κινδύνου και οι εταιρίες που πραγματοποίησαν μείωση του μερίσματος διαπίστωσαν μια σημαντική αύξηση του συστηματικού τους κινδύνου μετά την ανακοίνωση μεταβολής των μερισμάτων. Η μείωση του συστηματικού κινδύνου για τις εταιρίες

[115] Ακολουθώντας τη μελέτη των Barber και Lyon (1996), οι Grullon, Michalely και Swaminathan (2002) υπολόγισαν τον δείκτη απόδοσης ενεργητικού ως το λόγο λειτουργικού εισοδήματος προς το συνολικό ενεργητικό (operating income to total assets), τον δείκτη δαπανών κεφαλαίου ως το λόγο των δαπανών κεφαλαίου προς τα συνολικά πάγια (capital expenditures to total assets) και το ποσοστό διανομής των κερδών ως το λόγο των μερισμάτων προς το καθαρό κερδος προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (common dividends to net income before extraordinary items).

που πραγματοποίησαν αύξηση του μερίσματος αποδόθηκε από τους Grullon, Michalely και Swaminathan (2002) στη μείωση του κόστους κεφαλαίου. Συνεπώς, αυτή η μείωση του κόστους κεφαλαίου και η επακόλουθη μείωση του συστηματικού κινδύνου ήταν οι παράγοντες που δικαιολογούσαν την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων την περίοδο της ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων.

Οι Lee και Yan (2003) εξέτασαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων για ένα δείγμα εταιριών του NYSE, του AMEX και του NASDAQ από το 1975 έως το 1996. Οι Lee και Yan (2003) υποστήριξαν πως οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος προκαλούν ασύμμετρη πληροφόρηση στους επενδυτές σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τις προοπτικές των εταιριών. Συγκεκριμένα, διέκριναν τις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος σε δύο κατηγορίες: στην κατηγορία των ανακοινώσεων με μελλοντικό περιεχόμενο (forward looking) και στη κατηγορία των ανακοινώσεων με παρελθοντικό περιεχόμενο (backward looking). Η πρώτη κατηγορία ανακοινώσεων διανομής μερίσματος αποκαλύπτει την εσωτερική και πληρέστερη πληροφόρηση των υψηλών στελεχών για τις προοπτικές των εταιριών τους, ενώ η δεύτερη κατηγορία ανακοινώσεων διανομής μερίσματος αντανακλά περισσότερο πληροφορίες προερχόμενες από τα κέρδη του παρελθόντος και του παρόντος. Συνεπώς, μόνο η πρώτη κατηγορία ανακοινώσεων αναμένεται να συσχετίζεται με τα μελλοντικά κέρδη των εταιριών και να προκαλεί την αντίδραση της αγοράς προς την ίδια κατεύθυνση με το σήμα της ανακοίνωσης.

Οι Lee και Yan (2003) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών και των σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων τρεις ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-1, 0, +1), καθώς επίσης και το τεστ αιτιότητας του Granger (Granger-causality test) για το διαχωρισμό των ανακοινώσεων με μελλοντικό περιεχόμενο (forward looking) από αυτών με παρελθοντικό περιεχόμενο (backward looking). Τα εμπειρικά αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων για την κατηγορία των ανακοινώσεων με μελλοντικό περιεχόμενο. Σύμφωνα με τους Lee και Yan (2003), το παραπάνω αποτέλεσμα δικαιολογεί την ύπαρξη μελετών[116] με μικρή ή και ανύπαρκτη υποστήριξη της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, μιας και δεν είχε γίνει διαχωρισμός του πληροφοριακού περιεχομένου των ανακοινώσεων. Επιπλέον, οι Lee και Yan (2003) βρήκαν εμπειρική υποστήριξη και για την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, για την κατηγορία των ανακοινώσεων με μελλοντικό περιεχόμενο, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετιζόταν θετικά (αρνητικά) με τη μερισματική απόδοση στην

[116] Βλέπε Watts (1973), Bernartzi, Michaely και Thaler (1997), Penman (1983), DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996) κα.

περίπτωση αύξησης (μείωσης) των μερισμάτων. Ωστόσο, οι Lee και Yan (2003) δεν βρήκαν εμπειρική υποστήριξη της υπόθεσης της πληροφορίας του κινδύνου, δηλαδή, ο συστηματικός κίνδυνος δεν μειώθηκε (αυξήθηκε) μετά από την ανακοίνωση αύξησης (μείωσης) των μερισμάτων.

Ο Fuller (2003) ερεύνησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος[117] των εταιριών του NYSE για την περίοδο 1994-1998. Ο Fuller (2003) θεώρησε ότι υπάρχουν τρεις κατηγορίες επενδυτών στην κεφαλαιαγορά με ασύμμετρη πληροφόρηση: οι επενδυτές με πληροφόρηση ή ενημερωμένοι επενδυτές (informed traders), οι επενδυτές χωρίς πληροφόρηση (uninformed discretionary traders) και οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται για λόγους ρευστότητας (liquidity traders). Έπειτα, ο Fuller (2003) δημιούργησε ένα υπόδειγμα σύμφωνα με το οποίο οι ενημερωμένοι επενδυτές έχουν ιδιωτική πληροφόρηση για την εσωτερική αξία των εταιριών την οποία δεν κατέχουν οι άλλες δύο κατηγορίες επενδυτών. Έτσι, υπέθεσε ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος (και κατά συνέπεια και η αντίδραση της αγοράς) θα πρέπει να είναι μικρότερο, όσο ο αριθμός των ενημερωμένων επενδυτών αυξάνεται. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την υπόθεση του Fuller (2003). Επιπλέον, η αντίδραση της αγοράς ήταν μικρότερη όσο η ζήτηση για αγορά μετοχών ήταν μεγαλύτερη απ' ότι η προσφορά για πώληση μετοχών. Τέλος, υπήρξε θετική συσχέτιση μεταξύ του αριθμού των ενημερωμένων επενδυτών και της αύξησης των μερισμάτων.

Οι Docking και Koch (2005) μελέτησαν την ευαισθησία της αντίδρασης της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής του μερίσματος. Συγκεκριμένα, μελέτησαν κατά πόσο η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης ή μείωσης του μερίσματος συσχετίζεται με το πρόσημο και τη μεταβλητότητα της αγοράς συνολικά. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 1.436 ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος και 2.900 ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος για την περίοδο 1962-1997. Οι Docking και Koch (2005) παρατήρησαν πως οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος προκαλούσαν μεγαλύτερη αντίδραση στις τιμές των μετοχών (θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις) όταν η κατεύθυνση της αγοράς ήταν κανονική η προς τα κάτω και όταν η μεταβλητότητα ήταν υψηλή. Αντίθετα, οι ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος προκαλούσαν μεγαλύτερη αντίδραση στις τιμές των μετοχών (αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις) όταν η κατεύθυνση της αγοράς ήταν προς τα πάνω και όταν η μεταβλητότητα ήταν υψηλή.

[117] Οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος υπολογίστηκαν ως η διαφορά μεταξύ πραγματικών και προσδοκώμενων μερισμάτων, όπου τα προσδοκώμενα μερίσματα εκτιμήθηκαν με τη μέθοδο της Value Line.

Ο Lie (2005) εξέτασε τη λειτουργική αποδοτικότητα (operating performance) ενός δείγματος εταιριών που διένειμαν μειωμένο μέρισμα (661 παρατηρήσεις) ή παρέλειπαν να διανείμουν μέρισμα (484 παρατηρήσεις) για την περίοδο 1980-1998. Αντίθετα με άλλες μελέτες, ο Lie (2005) χρησιμοποίησε όχι ημερήσια αλλά τριμηνιαία στοιχεία. Η λειτουργική αποδοτικότητα μετρήθηκε με δύο τρόπους. Ο πρώτος τρόπος μέτρησε την απροσάρμοστη λειτουργική αποδοτικότητα διαιρώντας το λειτουργικό κέρδος με τη λογιστική αξία του ενεργητικού στο τέλος του τριμήνου. Ο δεύτερος τρόπος μέτρησε την προσαρμοσμένη λειτουργική αποδοτικότητα ως τη διαφορά της απροσάρμοστης λειτουργικής αποδοτικότητας από αυτήν ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εταιριών. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως οι εταιρίες που προέβησαν σε παράλειψη μερίσματος εμφάνισαν μείωση της αποδοτικότητας τους το τρίμηνο της μείωσης του μερίσματος και το επόμενο τρίμηνο, αλλά η αποδοτικότητα επανερχόταν στα κανονικά επίπεδα τα επόμενα τρίμηνα. Αντίθετα, οι εταιρίες που προέβησαν σε μείωση μερίσματος δεν εμφάνισαν μείωση της αποδοτικότητας τους τα επόμενα τρίμηνα. Επιπλέον, υπήρξε πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης μείωσης και παράλειψης του μερίσματος, γεγονός που αποδόθηκε από τον συγγραφέα στο κακό πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μείωσης του μερίσματος.

Οι Liu, Szewczyk και Zantout (2008) χρησιμοποίησαν ένα δείγμα 2,337 ανακοινώσεων μείωσης και παράλειψης του μερισματος για την περίοδο 1927-1999 για να εξετάσουν τη μακροπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών των ΗΠΑ. Για την εκτίμηση της μακροπρόθεσμης αντίδρασης της αγοράς μετα την ανακοίνωση μείωασης και παράλειψης μερίσματος, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν πρώτα το υπόδειγμα των τριών παραγόντων (three-factor model) των Fama και French (1993) και έπειτα τη μέση διαφορά μεταξύ της περίοδου γεγονότος και της περιόδου υπολογισμού από ένα εως τρία έτη. Τα αποτελέσματα έδειξαν μία έντονα αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών το πρώτο έτος μετά την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος σύμφωνα με το υπόδειγμα των Fama και French (1993). Η αντίδραση αυτή δεν ήταν τόσο έντονη στην περίπτωση που λαμβανόταν υπόψη οι ανακοινώσεις κερδών την περίοδο πριν την ανακοίνωση μείωσης και παράλειψης μερίσματος.

2.2.2.2. Ανακοίνωση Διανομής Ειδικών και Έκτακτων Μερισμάτων

Ο Brickley (1983) εξέτασε την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα ανακοίνωσης διανομής πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων ("extra", "special" or "year-end" dividends). Για λόγους σύγκρισης, μελέτησε και την αντίδραση των τιμών των μετοχών και των τάσεων των κερδών κατά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής αυξημένου τακτικού μερίσματος. Ο Brickley (1983) χρησιμοποίησε τρία δείγματα για την εμπειρική του ανάλυση. Το πρώτο

αποτελούνταν από ανακοινώσεις πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων, το δεύτερο από αυξήσεις τακτικών μερισμάτων και το τρίτο από μηδενική μεταβολή των τακτικών μερισμάτων. Το πρώτο δείγμα αποτελούνταν από 165 ανακοινώσεις πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων που κάλυπταν την περίοδο 1969-1979 και είχαν πραγματοποιήσει οι εταιρίες του NYSE και του AMEX. Στόχος του Brickley (1983) ήταν να εξετάσει κατά πόσο οι ανακοινώσεις των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων περιείχαν πληροφοριακό περιεχόμενο, τι μορφή είχε αυτό και αν αυτό το πληροφοριακό περιεχόμενο ήταν διαφορετικό από αυτό που εξέπεμπαν οι ανακοινώσεις των τακτικών μερισμάτων. Για να επιτύχει το σκοπό του, ο Brickley (1983) υπολόγισε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις, χρησιμοποιώντας τον μέσο όρο των απροσάρμοστων αποδόσεων της κάθε μετοχής, 120 ημέρες γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων (-60, +60).

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι η ανακοίνωση των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων προκαλούσε υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 0,91% και 1,2% τις ημέρες 0 και +1 αντίστοιχα. Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαίωνε ότι οι ανακοινώσεις των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων όπως και αυτές των τακτικών μερισμάτων περιείχαν πληροφοριακό περιεχόμενο. Μια σύγκριση του μεγέθους της αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων και σε αυτή των τακτικών μερισμάτων έδειξε πως οι τελευταίες είχαν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο. Τέλος, το διαφορετικό πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων από αυτών των τακτικών επιβεβαιώθηκε με βάση την απόδοση των κερδών τα επόμενα έτη. Συγκεκριμένα, οι αυξήσεις των τακτικών μερισμάτων προκάλεσαν μεγαλύτερες μεταβολές στα κέρδη του έτους που ακολούθησε την ανακοίνωση του τακτικού μερίσματος απ' ότι η ανακοίνωση αύξησης των πρόσθετων και ειδικών μερισμάτων.

Οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2000) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων διανομής ειδικών μερισμάτων[118] που πραγματοποίησαν οι εταιρίες του NYSE για την περίοδο από τα μέσα του 1962 έως το τέλος του 1995. Πιο συγκεκριμένα, οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2000) ερεύνησαν την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση τεσσάρων ειδών μεταβολής των ειδικών μερισμάτων: αύξηση, μείωση, παράλειψη και καμία μεταβολή. Έπειτα, ερεύνησαν κατά πόσο η αντίδραση της αγοράς συσχετιζόταν με το μέγεθος και το πρόσημο της μεταβολής των ειδικών μερισμάτων. Η αντίδραση της αγοράς τριών ημερών (-1, 0, +1) υπολογίστηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος των προσαρμοσμένων αποδόσεων με

[118] Οι ανακοινώσεις διανομής ειδικών μερισμάτων περιελάμβαναν τις διανομές ειδικών, έκτακτων και τέλους έτους μερισμάτων.

το δείκτη της αγοράς. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η αντίδραση της αγοράς ήταν θετική[119] στην ανακοίνωση διανομής ειδικών μερισμάτων, διατηρώντας τη διανομή του τακτικού μερίσματος σταθερή. Ωστόσο, η αντίδραση της αγοράς δεν συσχετιζόταν συστηματικά με το μέγεθος και το πρόσημο της ανακοίνωσης μεταβολής του ειδικού μερίσματος. Για παράδειγμα, υπήρχαν υπερβάλλουσες αποδόσεις ίσες με 1% και στην περίπτωση της ανακοίνωσης αύξησης και στην περίπτωσης μείωσης των ειδικών μερισμάτων. Με βάση τα αποτελέσματα αυτά, οι DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2000) συμπέραναν πως οι ανακοινώσεις διανομής ειδικών μερισμάτων είχαν θετικό πληροφοριακό περιεχόμενο, αλλά ήταν σχετικά μικρό.

Οι Cruchley, Hudson, Jensen και Marshall (2003) εξέτασαν τη βραχυπρόθεσμη και τη μακροπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών που πραγματοποιούσαν ανακοινώσεις διανομής ειδικών ή έκτακτων μερισμάτων. Επίσης, εξετάστηκε και η μακροπρόθεσμη λειτουργική αποδοτικότητα των εταιριών αυτών. Το δείγμα της μελέτης αποτελούνταν από εταιρίες του NYSE, του AMEX και του NASDAQ που κάλυπτε την περίοδο 1975-1996. Η βραχυπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών υπολογίστηκε με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς 60 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (-30, + 30), ενώ η μακροπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών 6 έτη γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (έτη -3 έως +3) υπολογίστηκε με τη μέθοδο αγοράς και παρακράτησης (buy-and-hold abnormal return). Τέλος, η μακροπρόθεσμη λειτουργική αποδοτικότητα των εταιριών[120] εκτιμήθηκε υπολογίζοντας τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού (ROA), ο οποίος ήταν ίσος με το λειτουργικό εισόδηματο δια το μέσο όρο των στοιχείων του ενεργητικού.

Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων[121], η απόφαση των εταιριών να διανείμουν έκτακτα ή ειδικά μερίσματα αντί τακτικών μερισμάτων (ή να προβούν σε αγορά ιδίων μετοχών) σημαίνει ότι τα τρέχοντα κέρδη είναι ευμετάβλητα (unsustainable) και όχι σταθερά. Οι Cruchley, Hudson, Jensen και Marshall (2003) βρήκαν υπερβάλλουσες αποδόσεις τριών ημερών (-1, 0, +1) ίσες με 3,93%. Επιπρόσθετα, η αποδοτικότητα των εταιριών δεν βελτιώθηκε μετά την ανακοίνωση διανομής ειδικών ή έκτακτων μερισμάτων. Τα αποτελέσματα αυτά οδήγησαν τους Cruchley, Hudson, Jensen και Marshall (2003) να συμπεράνουν ότι οι ανακοινώσεις διανομής ειδικών ή εκτάκτων μερισμάτων δεν είχαν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο.

[119] Η αντίδραση της αγοράς ήταν η ίδια και στην μελέτη του Brickley (1983).
[120] Βλέπε Barber and Lyon (1996).
[121] Βλέπε Miller και Rock (1985).

2.2.2.3. Ανακοίνωση Διανομής Μερισμάτων και η Αντίδραση των Ανταγωνιστριών Εταιριών

Ο Firth (1996) ήταν ο πρώτος ο οποίος εξέτασε κατά πόσο το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος μιας εταιρίας επηρεάζει προς την ίδια κατεύθυνση[122] τις τιμές των μετοχών και τις προβλέψεις των κερδών των ανταγωνιστριών εταιριών (rivals) του ίδιου κλάδου. Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, μια απροσδόκητη αύξηση (μείωση) των μερισμάτων μιας εταιρίας οδηγεί σε θετική (αρνητική) αντίδραση των τιμών των μετοχών της. Ωστόσο, αυτή η θετική (αρνητική) πληροφορία που εκπέμπεται από την αύξηση (μείωση) των μερισμάτων μιας εταιρίας μπορεί να οδηγήσει σε θετική (αρνητική) αντίδραση και των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών του ίδιου κλάδου, οι οποίες δεν έχουν ανακοινώσει διανομή μερίσματος. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση που η διοίκηση της εταιρίας που μεταβάλει το μέρισμα λαμβάνει υπόψη της τη γενικότερη οικονομική κατάσταση του κλάδου και όχι μόνο τις προοπτικές της ίδιας της εταιρίας. Η επίδραση αυτή είναι γνωστή ως η επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών ή επίδραση της μετάδοσης ή το φαινόμενο του «ντόμινο» (information transfer or contagion effect).

Ο Firth (1996) εξέτασε την παραπάνω επίδραση επιλέγοντας ένα δείγμα εταιριών του NYSE και του AMEX οι οποίες ανακοίνωναν μεταβολή μερίσματος[123] (dividend-announcing firms) για την περίοδο 1980-1991. Επίσης, δημιούργησε χαρτοφυλάκια εταιριών του ίδιου κλάδου οι οποίες όμως δεν προέβαιναν σε διανομή μερίσματος το ίδιο έτος (non-announcing firms) και δεν είχαν ανακοινώσεις άλλων γεγονότων (π.χ. κερδών, διασπάσεις μετοχών κ.λ.π.) 10 ημέρες (-5, +5) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις 18 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων (-9, +9) για τις εταιρίες που προέβαιναν σε διανομή μερίσματος και για τις ανταγωνίστριες εταιρίες υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Τα αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών. Οι εταιρίες που προέβαιναν σε αύξηση (μείωση) μερίσματος εμφάνιζαν θετικές (αρνητικές) υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (-1, 0) καθώς επίσης και οι ανταγωνίστριες εταιρίες. Ωστόσο, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις των ανταγωνιστριών εταιριών ήταν μικρότερες την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0). Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις περιορίζονταν την περίοδο ανακοίνωσης και

[122] Εάν η αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών είναι στην ίδια κατεύθυνση με αυτή των εταιριών που ανακοινώνουν μεταβολές μερισμάτων, τότε έχουμε την επίδραση της μετάδοσης ή την επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών (contagion effect or information transfer effect). Εάν η αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών είναι προς στην αντίθετη κατεύθυνση με αυτή των εταιριών που ανακοινώνουν μεταβολές μερισμάτων, τότε έχουμε την επίδραση του ανταγωνισμού (competitive effect).

[123] Οι απροσδόκητες μεταβολές των μερισμάτων υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος.

για τις δύο κατηγορίες εταιριών και δεν εμφανίζονταν πριν και μετά την περίοδο ανακοίνωσης. Επιπλέον, η διαστρωματική ανάλυση έδειξε ότι το μέγεθος της επίδρασης της μεταφοράς των πληροφοριών συσχετιζόταν θετικά με το μέγεθος της μεταβολής του μερίσματος, με την πρόσφατη μερισματική πολιτική των ανταγωνιστριών εταιριών και το βαθμό συσχέτισης των αποδόσεων των μετοχών των δύο κατηγοριών εταιριών. Τέλος, η επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών βρέθηκε να επηρεάζει τα κέρδη των εταιριών που προέβαιναν σε διανομή μερίσματος και τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης κερδών των ανταγωνιστριών εταιριών με αποτέλεσμα την αναπροσαρμογή των τιμών των μετοχών.

Οι Chhachhi και Davidson (1997) σύγκριναν την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των ειδικά προοριζόμενων μερισμάτων (specially designated dividends - SDDs) και αυτής της αγοράς ιδίων μετοχών με δημόσια προσφορά[124] (tender offer stock repurchases - TOSRs). Επίσης εξέτασαν εάν οι διαφορές μεταξύ των δύο τρόπων διανομής κερδών συσχετιζόταν με το μέγεθος των εταιριών, τους φόρους και την αποτελεσματικότητα του σήματος πληροφόρησης των δύο διανομών. Τα δύο δείγματα των SDDs και των TOSRs κάλυπταν την περίοδο 1978-1989. Οι Chhachhi και Davidson (1997) χρησιμοποίησαν τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων των Dodd και Warner (1983) για να υπολογίσουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις 40 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης των SDDs και των TOSRs (-20, +20). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι υπήρχε μεγαλύτερη αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των TOSRs απ' ότι των SDDs[125] ακόμα και στην περίπτωση που το μέγεθος συναλλαγής, η συχνότητα συναλλαγής, οι μεταβολές των φορολογικών συντελεστών και η αγοραία αξία των εταιριών παρέμεναν σταθερά. Μια πιθανή εξήγηση που δόθηκε για το παραπάνω γεγονός ήταν ότι τα TOSRs φορολογούνταν με χαμηλότερο φορολογικό συντελεστή απ' ότι τα SDDs. Επιπλέον, οι Chhachhi και Davidson (1997) διαπίστωσαν ότι οι εταιρίες χρησιμοποιούσαν ως τρόπο διανομής κερδών προς τους επενδυτές συχνότερα τα SDDs απ' ότι τα TOSRs, παρόλο που τα SDDs ήταν μικρότερα σε μέγεθος. Επιπρόσθετα, τα SDDs εκδίδονταν από εταιρίες με υψηλή μερισματική απόδοση και με μεγάλη κατοχή μετοχών από τους ιδρυτές των επιχειρήσεων σε σχέση με τα TOSRs.

Οι Howe και Shen (1998) εξέτασαν το φαινόμενο του «ντόμινο» (ή επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών[126]) των ανακοινώσεων έναρξης μερίσματος των εταιριών του NYSE, του AMEX και του NASDAQ για την περίοδο από το 1968 έως το 1992. Εκτός από την

[124] Οι διανομή των SDDs και TOSRs είναι σπάνια απ' ότι η διανομή των τακτικών μερισμάτων και γίνεται από τα αδιανέμητα κέρδη χρήσης. Τα SDDs φορολογούνται ως κανονικά εισοδήματα, ενώ τα TOSRs ως κεφαλαιακά κέρδη. Σύμφωνα με τους Brennan και Thakor (1990) οι διανομές μεγάλων κερδών στους επενδυτές γίνεται μέσω των TOSRs, ενώ μικρών μέσω των SDDs.

[125] Η αντίδραση της αγοράς ήταν μεγαλύτερη στην ανακοίνωση των TOSRs απ' ότι των SDDs κυρίως πριν την εφαρμογή της μεταρρύθμισης του 1986 (TRA of 1986) που είχε ισχύ από την 1 Ιανουαρίου του 1987 και επέφερε εξίσωση των συντελεστών φορολόγησης επί των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη.

[126] Βλέπε Firth (1996)

αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών[127], οι Howe και Shen (1998) μελέτησαν και τις εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών[128] (analysts' forecast revisions) μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών δύο ημερών (-1, 0) υπολογίστηκε με το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1980). Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως οι ανταγωνίστριες εταιρίες δεν αντιδρούσαν στις ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος. Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές δεν προέβαιναν σε αναθεωρήσεις των εκτιμήσεων τους σχετικά με την πορεία των ανταγωνιστριών εταιριών μετά την ανακοίνωση έναρξης μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν αντίθετα με τα ευρήματα του Firth (1996) και της υπόθεσης της επίδρασης των πληροφοριών. Συνεπώς, οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος αφορούσαν μόνο τις εταιρίες που τις πραγματοποιούσαν και όχι όλες τις εταιρίες του κλάδου.

Οι Laux, Starks και Yoon (1998) εξέτασαν την κατεύθυνση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών των εταιριών που πραγματοποιούσαν ανακοινώσεις μεταβολής μερίσματος (αυξήσεις και μειώσεις) και αυτής των ανταγωνιστριών εταιριών του ίδιου κλάδου για την περίοδο 1969-1988. Για τον σκοπό τους, οι Laux, Starks και Yoon (1998) σχημάτισαν χαρτοφυλάκια ανταγωνιστριών εταιριών σύμφωνα με την αγοραία δύναμη, τις αναπτυξιακές επιλογές και την προσαρμοστικότητα των εταιριών αυτών να ανταποκρίνονται στις μεταβολές των μερισμάτων. Η αγοραία δύναμη των ανταγωνιστριών εταιριών του κάθε κλάδου υπολογίστηκε, σε σχέση με αυτή των εταιριών που πραγματοποίησαν ανακοινώσεις μεταβολής μερισμάτων, με βάση το δείκτη Herfindahl[129] του κάθε κλάδου. Επίσης, οι Laux, Starks και Yoon (1998) χρησιμοποίησαν το λόγο Q του Tobin για να εκτιμήσουν τις αναπτυξιακές επιλογές και την προσαρμοστικότητα των ανταγωνιστριών εταιριών να ανταποκρίνονται στις μεταβολές των μερισμάτων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης για τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν μείωση του μερίσματος και για τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Ωστόσο, δεν υπήρχε καμία αντίδραση (μηδενικές υπερβάλλουσες αποδόσεις) των ανταγωνιστριών εταιριών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος, ενώ υπήρχε θετική αντίδραση των εταιριών που πραγματοποιούσαν την αύξηση του μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με αυτά των Howe και Shen (1998) και αντίθετα με αυτά του Firth (1996). Μια προσεκτικότερη ανάλυση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών έδειξε ότι οι ανταγωνίστριες εταιρίες χωρίς εκτεταμένη αγοραία δύναμη και

[127] Τρεις τρόποι χρησιμοποιήθηκαν για τον σχηματισμό των ανταγωνιστριών εταιριών όπως πρότειναν οι Slovin, Sushka και Bendeck (1991)

[128] Οι απροσάρμοστες εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών υπολογίστηκαν ως εξής: $FR_{it} = (F_{i,t} - F_{i,t-1}) / P_i$, όπου P_i η τιμή της μετοχών 15 ημέρες πριν την ανακοίνωση έναρξης διανομής μερίσματος.

[129] Ο δείκτης Herfindahl ορίστηκε ως το τετράγωνο του μεριδίου αγοράς των εταιριών του κλάδου.

αναπτυξιακές επιλογές σε σχέση με τις εταιρίες που πραγματοποιούσαν αύξηση του μερίσματος είχαν μηδενική αντίδραση στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος και αντιδρούσαν αρνητικά στις ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος. Το αντίστροφο συνέβαινε στην περίπτωση που οι ανταγωνίστριες εταιρίες είχαν εκτεταμένη αγοραία δύναμη και πολλές αναπτυξιακές επιλογές.

Ο Kohers (1999) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών στις ανακοινώσεις έναρξης και παράλειψης μερίσματος που πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1990-1995 από ένα δείγμα εταιριών του NYSE, του AMEX και του NASDAQ. Το δείγμα της μελέτης περιελάμβανε 103 ανακοινώσεις παράλειψης μερίσματος και 108 ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος που αντιστοιχούσαν σε 1.830 και 2.911 ανταγωνίστριες εταιρίες, αντίστοιχα. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως οι ανακοινώσεις παράλειψης μερίσματος περιείχαν πληροφοριακό περιεχόμενο προς την ίδια κατεύθυνση (αρνητική αντίδραση) και για τις εταιρίες που τις ανακοίνωναν αλλά και για τις ανταγωνίστριες εταιρίες που δεν προέβαιναν σε καμία ανακοίνωση (υποστήριξη της επίδρασης της μεταφοράς των πληροφοριών). Από την άλλη πλευρά, οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος οδηγούσαν σε θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών των εταιριών που τις ανακοίνωναν και σε αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών. Τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική ανάλυση έδειξαν πως οι παράγοντες που οδηγούσαν στην αρνητική αντίδραση των ανταγωνιστριών εταιριών στην περίπτωση παράλειψης μερίσματος είχαν να κάνουν με το μέγεθος της αρνητικής αντίδρασης των εταιριών που προέβαιναν στις ανακοινώσεις παράλειψης μερίσματος, με το χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης των μετοχών[130] και με το βαθμό ανταγωνισμού του κλάδου όπως αυτός υπολογίζεται από το δείκτη Herfindahl[131]. Στην περίπτωση των ανακοινώσεων έναρξης μερίσματος, ο σημαντικότερος παράγοντας που προκαλούσε την αντίδραση των ανταγωνιστριών εταιριών είχε να κάνει με το μέγεθος της (θετικής) αντίδρασης των εταιριών που προέβαιναν στις ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος.

Οι Caton, Goh και Kohers (2003) εξέτασαν κατά πόσο οι ανακοινώσεις παράλειψης μερίσματος των εταιριών του NYSE μεταφέρουν πληροφοριακό περιεχόμενο στις ανταγωνίστριες εταιρίες του ίδιου κλάδου. Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε τα έτη από το 1990 έως το 1998. Εκτός από την αντίδραση των τιμών των μετοχών των ανταγωνιστριών εταιριών, οι Caton, Goh και Kohers (όπως και οι Howe και Shen, 1998) μελέτησαν και τις εκτιμήσεις των

[130] Τα χρηματιστήρια NYSE και AMEX προσελκύουν μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον από τους θεσμικούς επενδυτές απ' ότι ο NASDAQ και συνεπώς οι εταιρικές ανακοινώσεις των NYSE και AMEX έχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο και προκαλούν μεγαλύτερη αντίδραση στις ανταγωνίστριες εταιρίες του κλάδου απ' ότι αυτές τουNASDAQ.

[131] Ο δείκτης Herfindahl είναι ίσος με το τετράγωνο του μεριδίου της αγοράς των εταιριών του κλάδου. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης, τόσο μεγαλύτερη η συγκέντρωση του κλάδου και τόσο μικρότερος ο βαθμός ανταγωνισμού του κλάδου. Συνεπώς, όσο πιο πιστευτή η ανακοίνωση έναρξης ή παράλειψης μερίσματος τόσο μεγαλύτερη η αντίδραση των ανταγωνιστριών εταιριών του κλάδου.

χρηματοοικονομικών αναλυτών σχετικά με τα υπερβάλλοντα προβλεπόμενα κέρδη των εταιριών[132] μετά την ανακοίνωση παράλειψης διανομής μερίσματος. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών 10 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (5, +5) υπολογίστηκε με το υπόδειγμα της αγοράς. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως οι ανταγωνίστριες εταιρίες αντιδρούσαν αρνητικά στις ανακοινώσεις παράλειψης μερίσματος όπως προέβλεπε η υπόθεσης της μεταφοράς των πληροφοριών. Επιπλέον, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές προέβαιναν σε αναθεωρήσεις των εκτιμήσεων τους σχετικά με την πορεία των ανταγωνιστριών εταιριών μετά την ανακοίνωση παράλειψης μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με αυτά του Firth (1996) και αντίθετα με αυτά των Laux, Starks και Yoon (1998) και Howe και Shen (1998).

2.2.2.4. Εμπειρικές Μελέτες για την Ανακοίνωση Διανομής Μερίσματος για τις Αγορές εκτός των ΗΠΑ

Οι μελέτες[133] που εξέτασαν την επίδραση των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος εκτός των ΗΠΑ ήταν σχεδόν ανύπαρκτες πριν την μελέτη του Easton (1991). Ο Easton (1991) μελέτησε την αλληλεπίδραση των ταυτόχρονων ανακοινώσεων των κερδών και των μερισμάτων των Αυστραλιανών εισηγμένων εταιριών για την περίοδο από τον Ιούλιο του 1978 έως τον Ιούνιο του 1980. Για την εξεταζόμενη περίοδο, η ιδιορρυθμία των Αυστραλιανών εισηγμένων εταιριών σε σχέση με αυτών των ΗΠΑ ήταν ότι οι ανακοινώσεις των κερδών συνέπιπταν χρονικά με αυτές των μερισμάτων. Συνεπώς, η χωριστή μελέτη των επιδράσεων των δύο ανακοινώσεων στις τιμές των μετοχών δεν ήταν εφικτή. Τόσο τα αποτελέσματα από το υπόδειγμα της αγοράς για την αντίδραση των τιμών των μετοχών, όσο και αυτά από τη διαστρωματική παλινδρόμηση έδειξαν πως υπήρχε αλληλοεπίδραση ανάμεσα στις ανακοινώσεις των κερδών και των μερισμάτων και συνεπώς, οι δύο ανακοινώσεις περιείχαν συμπληρωματικό πληροφοριακό περιεχόμενο.

Οι How, Teo και Izan (1992) μελέτησαν την αλληλοεπίδραση των ανακοινώσεων κερδών και διανομής μερισμάτων στις τιμές των μετοχών 314 εισηγμένων εταιριών της Αυστραλιανής κεφαλαιαγοράς για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 1985 έως τον Ιούνιο του 1987. Από το εξεταζόμενο δείγμα αποκλείστηκαν οι εταιρίες που για μια περίοδο 5 εβδομάδων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης των κερδών και των μερισμάτων δεν είχαν ανακοινώσεις άλλων γεγονότων όπως εξαγορές, συγχωνεύσεις, δίκες και απεργίες. Επιπρόσθετα, περιελήφθησαν στο δείγμα μόνο οι εταιρίες που μετέβαλαν τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) και το μέρισμα ανά μετοχή

[132] Οι εκτιμήσεις των χρηματοοικονομικών αναλυτών υπολογίστηκαν ως εξής: $FR_{it} = [(F_{i,t} - F_{i,t-1}) / P_{i,}]$ όπου P_i η τιμή της μετοχών 6 μήνες πριν την ανακοίνωση παράλειψης διανομής μερίσματος.
[133] Βλέπε Beer (1993).

(DPS) τουλάχιστον 0,5 σέντς. Μια ιδιορρυθμία της Αυστραλιανής κεφαλαιαγοράς[134] για την εξεταζόμενη περίοδος ήταν πως το 98% των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος συνέπιπτε με αυτών των κερδών. Συνεπώς, ήταν αδύνατον να διαχωριστούν οι επιδράσεις των δύο ανακοινώσεων. Οι ετήσιες μεταβολές των κερδών και αυτών των μερισμάτων υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για μια περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (-10, +10) υπολογίστηκαν με το υπόδειγμα της αγοράς. Τα εμπειρικά αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά των Kane, Lee και Marcus (1984) και έδειξαν πως υπήρξε μια αλληλοεπίδραση των ανακοινώσεων κερδών και μερισμάτων, όπου οι υψηλότερες υπερβάλλουσες αποδόσεις εμφανιζόταν στην περίπτωση που οι δύο ανακοινώσεις ήταν προς την ίδια κατεύθυνση (και οι δύο θετικές ή και οι δύο αρνητικές). Το αποτέλεσμα αυτό οδήγησε τους How, Teo και Izan (1992) να συμπεράνουν πως οι δύο ανακοινώσεις είχαν συμπληρωματικό πληροφοριακό περιεχόμενο.

Ο Beer (1993) ήταν ο πρώτος που μελέτησε την επίδραση των ανακοινώσεων μεταβολής των μερισμάτων στην αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας στοιχεία από την Ευρώπη. Συγκεκριμένα, μελέτησε την αντίδραση των τιμών των μετοχών των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο των Βρυξελλών για την περίοδο 1977-1986. Σύμφωνα με τον Beer (1993), για την εξεταζόμενη περίοδο ένα μεγάλο μέρος (περίπου το 30%) των εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου των Βρυξελλών είχαν οικογενειακό χαρακτήρα, δηλαδή, υψηλό ποσοστό κατοχής μετοχών από μία οικογένεια. Το γεγονός αυτό εξουδετέρωνε εν πολλοίς το πληροφοριακό περιεχόμενο σημαντικών εταιρικών ανακοινώσεων όπως είναι αυτές των μερισμάτων, λόγω της εσωτερικής πληροφόρησης των μετόχων.

Ο Beer (1993) μελέτησε τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών δύο κατηγοριών εταιριών. Η πρώτη κατηγορία περιελάμβανε εταιρίες που πλήρωναν μέρισμα σε μόνιμη βάση (regular basis), ενώ η δεύτερη κατηγορία εταιριών που πραγματοποιούσαν επαναδιανομή μερίσματος μετά από παύση τουλάχιστον τριών ετών (έναρξη μερίσματος). Για τον καθορισμό των απροσδόκητων μεταβολών των μερισμάτων, ο Beer (1993) υιοθέτησε το υπόδειγμα των Fama και Babiak (1968) για τον υπολογισμό των αναμενόμενων μερισμάτων. Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων 20 ημέρες (-10, +10) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων υιοθετήθηκε το υπόδειγμα της αγοράς.

Όσον αφορά την κατηγορία των εταιριών που διένειμαν μέρισμα σε μόνιμη βάση, τα αποτελέσματα δεν επιβεβαίωσαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που προέβησαν σε αύξηση μερίσματος εμφάνισαν θετικές

[134] Στην Αυστραλία, η πληρωμή των μερισμάτων γίνεται δύο φορές το χρόνο με τη μορφή τακτικών και έκτακτων μερισμάτων.

αλλά μη σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών (-1 0), όπως επίσης και οι εταιρίες που προέβησαν σε μείωση μερίσματος (εμφάνισαν και αυτές θετικές αλλά μη σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημερών). Η εξήγηση που έδωσε ο Beer (1993) για τη διαφοροποίηση των εμπειρικών του αποτελεσμάτων από αυτά των ΗΠΑ είχε να κάνει με τον οικογενειακό χαρακτήρα των εταιριών του Βελγίου και την επακόλουθη εξουδετέρωση του πληροφοριακού περιεχομένου των εταιρικών ανακοινώσεων, καθώς επίσης και το γεγονός πως για την κατηγορία των εταιριών που διένειμαν μέρισμα σε μόνιμη βάση δεν ήταν δυνατή η απομόνωση των ανακοινώσεων των κερδών από αυτών των μερισμάτων. Αυτό κατέστη εφικτό στην κατηγορία των εταιριών που προέβησαν σε έναρξη μερίσματος. Η κατηγορία αυτή εμφάνιζε σημαντικές θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις στην περίπτωση που οι ανακοινώσεις μερισμάτων δεν συνέπιπταν με αυτές των κερδών, ή στην περίπτωση που οι ανακοινώσεις μερισμάτων συνέπιπταν με τις ανακοινώσεις άλλων γεγονότων πέρα από αυτών των κερδών (π.χ. η ανακοίνωση συγχώνευσης και εξαγοράς, η συνταξιοδότηση ενός υψηλού στελέχους, ή η σύναψη ενός συμβολαίου).

Οι Lonie, Abeyratna, Power και Sinclair (1996) εξέτασαν την αντίδραση της αγοράς στην ταυτόχρονη ανακοίνωση μεταβολής των κερδών και των μερισμάτων για ένα δείγμα 620 εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Η εξεταζόμενη περίοδος κάλυπτε μόνο 6 μήνες, από το Γενάρη έως τον Ιούνη του 1991. Για αυτήν την περίοδο, οι ανακοινώσεις των κερδών συνέπιπταν με αυτές των μερισμάτων και έτσι ήταν αδύνατη η μελέτη της κάθε ανακοίνωσης χωριστά. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις 10 ημερών (-5, +5) γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0) υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Τα εμπειρικά αποτελέσματα επιβεβαίωσαν την αλληλοεπίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών. Πιο συγκεκριμένα, η αντίδραση της αγοράς ήταν μεγαλύτερη στην περίπτωση που οι ανακοινώσεις των κερδών και των μερισμάτων ήταν προς την ίδια κατεύθυνση (αύξηση των κερδών και των μερισμάτων, μείωση των κερδών και των μερισμάτων). Ωστόσο, τα αποτελέσματα των διαστρωματικών παλινδρομήσεων έδειξαν πως οι ανακοινώσεις των κερδών είχαν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο απ' ότι αυτές των μερισμάτων.

Σκοπός της μελέτης του Seifert (1997) ήταν η εξέταση της επίδρασης των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος στα κέρδη των εταιριών. Το δείγμα της μελέτης του Seifert (1997) αποτελούνταν από εταιρίες των ΗΠΑ, του Καναδά, της Γαλλία, της Γερμανία, της Αυστραλία και της Μεγάλης Βρετανίας που ανακοίνωσαν μεταβολή του μερίσματος[135] (αύξηση ή μείωση) μεγαλύτερης του 30% ή πραγματοποιήσαν έναρξη ή παράλειψη μερίσματος για την περίοδο

[135] Οι μεταβολές μερισμάτων υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος.

1984-1993. Σύμφωνα με τον Lintner (1956), οι μεταβολές των μερισμάτων ήταν αποτέλεσμα των μόνιμων μεταβολών των κερδών και συνεπώς οι μεταβολές των κερδών[136] προηγούνταν αυτές των μερισμάτων. Η μετέπειτα αναπτυγμένη υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων[137] υπέθεσε πως η μεταβολή των μερισμάτων προμηνύει επερχόμενες μεταβολές των κερδών και συνεπώς οι μεταβολές των κερδών ακολουθούν αυτές των μερισμάτων. Ο Seifert (1997) για να εξετάσει εμπειρικά τις δύο παραπάνω υποθέσεις, χώρισε την εξεταζόμενη περίοδο σε τρεις υπό-περιόδους: τα έτη -3 έως -2, τα έτη -1 έως +1 και τα έτη +2 έως +3 σε σχέση με το έτος 0, όπου ανακοινώνεται η μεταβολή των μερισμάτων.

Τα αποτελέσματα έδειξαν πως στην περίπτωση μεταβολής του μερίσματος όπως και στην περίπτωση έναρξης ή παράλειψης μερίσματος υπήρξαν σημαντικές μεταβολές των κερδών στην περίοδο γύρω από την ανακοίνωση, δηλαδή τα έτη -1 έως +1. Ωστόσο, υπήρξε πολύ μικρή υποστήριξη (μόνο στην περίπτωση αύξησης των μερισμάτων στη Γερμανία) της υπόθεσης του Lintner (1956) για την περίοδο πριν την ανακοίνωση (έτη -3 έως -2). Αντίθετα, δεν υπήρξε καμία μεταβολή των κερδών μετά την ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος (και έναρξης ή παράλειψης του μερίσματος), απορρίπτοντας την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Τέλος, η κατεύθυνση των μεταβολών των προσαρμοσμένων κερδών των εταιριών του Καναδά, της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Αυστραλίας και της Μεγάλης Βρετανίας ήταν παρόμοια με αυτή των εταιριών των ΗΠΑ, ειδικότερα για τα έτη -1 έως +1.

Οι Conroy, Eades και Harris (2000) μελέτησαν την επίδραση των ανακοινώσεων των μερισμάτων και των κερδών στην Ιαπωνία, όπου οι δύο αυτές ανακοινώσεις συνήθως συμπίπτουν χρονικά, καθώς επίσης συμπίπτει χρονικά και η ανακοίνωση πρόβλεψης των κερδών και των μερισμάτων για το επόμενο έτος. Η έρευνα των Conroy, Eades και Harris (2000) περιελάμβανε 3.890 ανακοινώσεις για τη χρονική περίοδο 1988-1993. Τα εμπειρικά αποτελέσματα δεν επιβεβαίωσαν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, αλλά την υπόθεση της ουδετερότητας των μερισμάτων των Miller και Modigliani (1961). Συγκεκριμένα, οι Conroy, Eades και Harris (2000) κατέληξαν στο συμπέρασμα πως οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής των μερισμάτων προέρχονταν κυρίως από τις ανακοινώσεις των κερδών και εν μέρει από τις ανακοινώσεις των προβλέψεων για τα μελλοντικά μερίσματα παρά από τις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων.

[136] Οι μεταβολές των κερδών ήταν προσαρμοσμένες για μεταβολές των κερδών της συνολικής αγοράς ως εξής: $AE_{jt} = (E_{jt} - E_{jt-1}) / TA_{jt} - M_t$, όπου E_{jt} = τα ετήσια κέρδη ανά μετοχή για την εταιρία j το έτος t, TA_{jt} = το συνολικό ενεργητικό της εταιρίας j στο τέλος του έτος t, και M_t = οι τυποποιημένες μεταβολές των κερδών της συνολικής αγοράς το έτος t.

[137] Βλέπε, Bhattacharya (1979 και 1980), John και Williams (1985), Miller και Rock (1985), Ambarish,, John και Williams (1987) και Williams (1988).

Οι Gunesekerage και Power (2002) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των τακτικών μερισμάτων που ανακοίνωναν οι εταιρίες της Μεγάλης Βρετανίας κατά την περίοδο 1989-1993. Μια ιδιορρυθμία της Μεγάλης Βρετανίας είναι ότι για την εξεταζόμενη περίοδο οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος συνέπιπταν χρονικά με αυτές των κερδών. Επίσης, αντίθετα με τις ΗΠΑ όπου οι ανακοινώσεις μερισμάτων είναι τριμηνιαίες (τέσσερις φορές το χρόνο), στη Μεγάλη Βρετανία οι ανακοινώσεις μερισμάτων είναι εξαμηνιαίες (δύο φορές το χρόνο). Εκτός από τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων (ημέρες -1, 0, +1), οι Gunesekerage και Power (2002) εξέτασαν και τη μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα[138] των εταιριών (έτη 1 έως 5). Τα αποτελέσματα ήταν, σε γενικές γραμμές, σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Ωστόσο, αντίθετα με τις προβλέψεις της υπόθεσης, τα αποτελέσματα από την μακροπρόθεσμη αποδοτικότητα των εταιριών έδειξαν πως οι εταιρίες που ανακοίνωναν ταυτόχρονη μείωση μερισμάτων και κερδών εμφάνιζαν καλύτερη αποδοτικότητα απ' ότι οι εταιρίες που ανακοίνωναν μόνο αύξηση μερισμάτων.

Οι Chen, Firth και Gao (2002) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων των εταιρικών κερδών, των μερισμάτων τοις μετρητοίς (cash dividends) και των μερισμάτων με τη μορφή μετοχών (stock dividends) που πραγματοποίησαν οι επιχειρήσεις της Κίνας για την περίοδο 1994-1997. Η κεφαλαιαγορά της Κίνας διαφέρει κατά πολύ από αυτή των ΗΠΑ και των άλλων ανεπτυγμένων χωρών. Κατ' αρχήν, λειτουργούν δύο χρηματιστήρια στην Κίνα: της Σαγκάης (Shanghai Securities Exchange) και της Σεντζέν (Shenzhen Stock Exchange). Και τα δύο χρηματιστήρια ξεκίνησαν να λειτουργούν στις αρχές της δεκαετίας του 90. Λόγω της μικρής διάρκειας ζωής των δύο χρηματιστηρίων, δεν υπάρχει μεγάλη χρηματιστηριακή εμπειρία από τους επενδυτές και από τους επαγγελματίες της αγοράς. Η πληροφόρηση των επενδυτών είναι μικρή λόγω του ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου και της έλλειψης προηγούμενου επενδυτικού ενδιαφέροντος. Μια άλλη ιδιορρυθμία της Κινεζικής κεφαλαιαγοράς είναι η διαπραγμάτευση δύο κατηγοριών μετοχών: της κλάσης Α (A-shares) και της κλάσης Β (B-shares). Αν και οι δύο κατηγορίες μετοχών έχουν τα ίδια δικαιώματα απολαβής μερισμάτων και ψήφου, εντούτοις διαφέρουν ως προς το επενδυτικό κοινό. Οι μετοχές Α απευθύνονται μόνο στους εγχώριους επενδυτές και διαπραγματεύονται στο τοπικό κινεζικό νόμισμα, ενώ οι μετοχές Β απευθύνονται μόνο σε ξένους επενδυτές και διαπραγματεύονται σε δολάρια των ΗΠΑ ή του Χονγκ Κονγκ. Η τιμή των μετοχών Α είναι δύο με τρεις φορές μεγαλύτερη από αυτήν των μετοχών Β. Επίσης, το

[138] Η αποδοτικότητα των εταιριών εξετάστηκε με τη σύγκριση διαφόρων αριθμοδεικτών (όπως είναι π.χ. ο δείκτης επενδυμένων κεφαλαίων, ο δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους, ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια, ο δείκτης ξένα προς συνολικά κεφάλαια κ.λ.π.) για τα επόμενα 5 έτη από το έτος ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

κράτος κατέχει το 1/3 του συνόλου των διαπραγματεύσιμων μετοχών. Τέλος, μία ακόμη ενδιαφέρουσα ιδιορρυθμία της Κινεζικής κεφαλαιαγοράς είναι η ταυτόχρονη ανακοίνωση των εταιρικών κερδών με αυτήν των μερισμάτων τοις μετρητοίς και με τη μορφή μετοχών. Οι μισές ανακοινώσεις κερδών συνοδεύονται από ταυτόχρονες ανακοινώσεις διανομής μερίσματος με τη μορφή μετοχών. Συνεπώς, η χρήση των μερισμάτων με τη μορφή μετοχών είναι ιδιαίτερα συχνή στην Κίνα.

Υπό αυτό το θεσμικό περιβάλλον, οι Chen, Firth και Gao (2002) εξέτασαν το πληροφοριακό περιεχόμενο των ταυτόχρονων ανακοινώσεων των εταιρικών κερδών, των μερισμάτων τοις μετρητοίς και των μερισμάτων με τη μορφή μετοχών για τις μετοχές της κλάσης Α για διάφορες περιόδους γεγονότος (-7, + 7, -5, + 5, -2, + 2 και -1, + 1) γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις υπολογίστηκαν με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς και οι απροσδόκητες μεταβολές των εταιρικών κερδών και των μερισμάτων με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως οι ανακοινώσεις των κερδών που συνοδευόταν με ταυτόχρονες ανακοινώσεις διανομής μερίσματος είχαν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο. Ωστόσο, η διανομή μερισμάτων με τη μορφή μετοχών είχε μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο απ' ότι αυτή των μερισμάτων τοις μετρητοίς. Μια ανάλυση της σχέσης μερισμάτων τοις μετρητοίς και αποδόσεων, έδειξε πως οι ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων τοις μετρητοίς δεν προκαλούσαν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης (αντίθετα με τις ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων με τη μορφή μετοχών) και οδήγησε τους Chen, Firth και Gao (2002) να συμπεράνουν ότι οι ανακοινώσεις διανομής μερισμάτων τοις μετρητοίς επιβεβαιώνουν το επιχείρημα της ουδετερότητας των μερισμάτων των Miller και Modigliani (1961).

Gurgul, Mestel και Schleicher (2003) ανέλυσαν εμπειρικά την αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών του Χρηματιστηρίου της Βιέννης στην ανακοίνωση μεταβολής του διανεμηθέντος μερίσματος για την περίοο 1992-2002. Το δείγμα αποτελούνταν από 22 εταιρίες της Αυστρίας οι οποίες διένειμαν μία φορά το χρόνο μέρισμα κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Σε απόλυτη ταύτιση με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών, οι συγγραφείς βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος προκαλούσαν θετική αντίδραση στις τιμές των μετοχών. Αντίθετα, οι ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος προκαλούσαν αρνητική αντίδραση στις τιμές των μετοχών και αυτές της μηδενικής μεταβολής καμία αντίδραση. Όσον αφορά τον όγκο συναλλαγών, και στις τρεις περιπτώσεις ανακοίνωσης προκαλούνταν θετική αντίδραση, ανεξάρτητα του προσήμου μεταβολής.

Οι Harada και Nguyen (2005) ανέλυσαν τη σχέση μεταξύ των ανακοινώσεων μεταβολής του μερίσματος και της μακροπρόθεσμης αντίδρασης των τιμών μετοχών και της λειτουργικής

αποδοτικότητας των Ιαπωνικών επιχειρήσεων για μία περίοδο 10 ετών (1992-2002). Η λειτουργική αποδοτικότητα μετρήθηκε με τη βοήθεια του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού[139] (ROA). Επιπλέον, εξετάστηκε η ρευστότητα[140] και το ποσοστό διανομής κερδών για μία περίοδο τριών ετών πριν και μετά τη διανομή μερίσματος. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως η αποδοτικότητα της επιχείρησης καθώς και η μακροπρόθεσμη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών μεταβάλλονταν προς την κατεύθυνση της μεταβολής του μερίσματος. Έτσι, οι αυξήσεις μερισμάτων συσχετιζόταν με τις αυξήσεις των τιμών των μετοχών και της μελλοντικής κερδοφορίας και οι μειώσεις μερισμάτων συσχετιζόταν με τις μειώσεις των τιμών των μετοχών και της μελλοντικής κερδοφορίας.

Οι McCluskey, Burton, Power και Sinclair (2006) μελέτησαν την αντίδραση των τιμών των μετοχών του Ιρλανδικού Χρηματιστηρίου κατά την ανακοίνωση διανομής μερίσματος για την περίοδο 1987-2001. Το δείγμα αποτελούνταν από 50 εταιρείες οι οποίες ανακοίνωναν ταυτόχρονα τη διανομή μερίσματος και κερδών την εξεταζόμενη περίοδο. Κύρια χαρακτηριστικά των εξεταζόμενων εταιριών ήταν το μικρό τους μέγεθος, η μικρή τους συναλλακτική δραστηριότητα και η παράλληλη εισαγωγή των μετοχών τους σε άλλα χρηματιστήρια του κόσμου. Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της ανάλυσης των επιχειρηματικών γεγονότων, οι συγγραφείς βρήκαν μια θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος ίση με 0,82%. Ωστόσο, η θετική αντίδραση ήταν μεγαλύτερη στην περίπτωση ταυτόχρονης ανακοίνωσης κερδών και μερίσματος μεγαλύτερης από την προηγούμενη ανακοίνωση. Επιπλέον, η ανακοίνωση κερδών υπερίσχυε αυτή των μερισμάτων στην περίπτωση αντίθετου προσήμου μεταξύ των δύο. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με το πληροφοριακό περιεχόμενο των κερδών και των μερισμάτων.

2.2.2.5. Συμπεράσματα

Η ενότητα αυτή ασχολήθηκε με τις μελέτες που ερεύνησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών (αντίδραση της αγοράς) στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος (Πίνακας 2.7). Η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών αφορούσε στην αγορά των ΗΠΑ. Επίσης, η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών αφορούσε στη διανομή τακτικού μερίσματος και σε μικρότερο βαθμό στη διανομή ειδικών και έκτακτων μερισμάτων. Το ενδιαφέρον των μελετών εστιάστηκε στην αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής (αύξησης, μείωσης, έναρξης και παράλειψης) των μερισμάτων, όπως επίσης και στη μελλοντική κερδοφορία των εταιριών. Τα

[139] Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού ορίστηκε ως το πηλίκο των κερδών πριν από φόρους, τόκους και αποσβέσεις προς το συνολικό ενεργητικό στο τέλος του έτους.
[140] Η ρευστότητα ορίστηκε ως το πηλίκο του κυκλοφορούντος ενεργητικού προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

εμπειρικά ευρήματα πλην λίγων εξαιρέσεων [π.χ. Watts (1976), DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996), Seifert (1997), Benartzi, Michaely και Thaler (1997), Lipson, Maquieria και Megginson (1998)] ήταν σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, δηλαδή, η μεταβολή των μερισμάτων εκλαμβάνεται από τους επενδυτές ως σήμα (θετικό ή αρνητικό ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής) για την μελλοντική πορεία των εταιριών. Στον αντίποδα, οι υποθέσεις της υπερεπένδυσης, της πληροφορίας του κινδύνου και των πελατειών, αποδίδουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος, στο βαθμό υπερεπένδυσης, στον κίνδυνο και στην ύπαρξη πελατειών, αντίστοιχα. Οι τρεις αυτές υποθέσεις βρίσκουν σημαντική εμπειρική στήριξη και σε κάποιες περιπτώσεις οι υποθέσεις της πληροφορίας του κινδύνου και των πελατειών συνυπάρχουν με αυτή του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Η ενότητα αυτή παρουσίασε επίσης και τις μελέτες που εξέτασαν την περίπτωση του φαινομένου του «ντόμινο» ή επίδρασης της μεταφοράς των πληροφοριών. Πιο συγκεκριμένα, στα μέσα της δεκαετίας του ‘90 πραγματοποιήθηκαν οι πρώτες μελέτες που εξέταζαν κατά πόσο οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος από κάποιες εταιρίες επηρέαζαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών εταιριών του ίδιου κλάδου (ανταγωνίστριες εταιρίες) που όμως δεν προέβαιναν σε οποιαδήποτε διανομή μερίσματος. Τα αποτελέσματα αυτών των μελετών ήταν αντικρουόμενα. Συγκεκριμένα, οι μελέτες των Howe και Shen (1998) και Laux, Starks και Yoon (1998) υποστήριζαν εμπειρικά την υπόθεση του ανταγωνισμού, δηλαδή, οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος από κάποιες εταιρίες δεν επηρέαζαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών εταιριών του ίδιου κλάδου (ανταγωνίστριες εταιρίες). Αντίθετα, οι μελέτες των Firth (1996) Caton, Goh και Kohers (2003) υποστήριξαν την επίδραση της μεταφοράς των πληροφοριών, δηλαδή, το γεγονός και μόνο της διανομής μερίσματος από κάποιες εταιρίες του κλάδου είναι αρκετό να προκαλέσει μια γενικότερη θετική αντίδραση στις υπόλοιπες εταιρίες του ίδιου κλάδου που δεν προβαίνουν σε διανομή μερίσματος (Πίνακας 2.8).

Επίσης, εξετάστηκε η επίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση διανομής ειδικών και έκτακτων μερισμάτων. Οι μελέτες των Brickley (1983) και Chhachhi και Davidson (1997) έδειξαν πως οι ανακοινώσεις διανομής ειδικών και έκτακτων μερισμάτων περιέχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο, ενώ οι μελέτες των DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2000) και Cruchly, Hudson και Marshall (2003) έδειξαν θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών, αλλά σε μικρότερο βαθμό από αυτήν που προκαλείται σε μια παρόμοια ανακοίνωση αύξησης του τακτικού μερίσματος. Πιθανή αιτία της μικρότερης αντίδρασης φαίνεται να είναι ο προσωρινός και έκτακτος ρόλος αυτών των μερισμάτων.

Τέλος, παρατέθηκαν και οι μελέτες που πραγματοποιήθηκαν σε αγορές εκτός των ΗΠΑ, όπως είναι αυτή της Αυστραλίας [Easton (1991), How, Teo και Izan (1992) και Seifet (1997)] του Βελγίου [Beer (1993)], της Μεγάλης Βρετανίας [Lonie, Abeyratna, Power και Sinclair (1996), Seifert (1997) και Gunesekerage και Power (2002)], της Γερμανίας [Seifet (1997)], της Γαλλίας [Seifet (1997)], του Καναδά [Seifet (1997)], της Ιαπωνίας [Conroy, Eades και Harris (2000) και Harada και Nguyen (2005)] της Κίνας [Chen, Firth και Gao (2002)], της Αυστρίας [Gurgul, Mestel και Schleicher (2003)] και της Ιρλανδίας [McCluskey, Burton, Power και Sinclair (2006)] οι οποίες επιβεβαίωναν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Πίνακας 2.7: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος στις ΗΠΑ

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Υπερεπένδυσης	Υπόθεση της Πληροφορίας του Κινδύνου	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου	Υπόθεση της Ανα-κατανομής Πλούτου
1	Lintner (1956)	1947-1953	ΝΑΙ				
2	Fama, French, Jensen και Roll (1969)	1937-1956	ΝΑΙ				
3	Petit (1972 &1976)	1964-1968 & 1967-1969	ΝΑΙ				
4	Watts (1973 & 1976)	1946-1969	ΟΧΙ				
5	Laub (1976)	1946-1969	ΝΑΙ				
6	Charest (1978)	1964-1968 & 1962-1969	ΝΑΙ				
7	Aharony και Swary (1980)	1963-1976	ΝΑΙ				
8	Kwan (1981)	1973-1977	ΝΑΙ				
9	Eades (1982)	1960-1979	ΝΑΙ				
10	Woolridge (1982)	1971-1977	ΝΑΙ				
11	Divecha και Morse (1983)	1977-1979	ΝΑΙ				
12	Asquith και Mullins (1983)	1954-1980	ΝΑΙ			ΝΑΙ	
13	Hadjinikolaou και Kaly (1984)	1970-1977					ΝΑΙ
14	Kane, Lee και Marcus (1984)	1979-1981	ΝΑΙ				
15	Dielman και Oppenheimer (1984)	1969-1977	ΝΑΙ		ΝΑΙ		
16	Kalay και Loewenstein (1985)	1962-1980	ΝΑΙ		ΟΧΙ		
17	Eades, Hees και Kim (1985)	1969-1980	ΝΑΙ				
18	Asquith και Mullins (1986)	1964-1980	ΝΑΙ				
19	Kalay και Loewenstein (1986)	1978-1981	?				
20	Richardson, Sefcik και Thompson (1986)	1969-1982	ΝΑΙ				
21	Healy και Palepu (1988)	1969-1980	ΝΑΙ				
22	Eddy και Seifert (1988)	1983-1985	ΝΑΙ				
23	Ghosh και Woolridge (1988)	1962-1984	ΝΑΙ				
24	Fehrs, Benesh και Peterson	1980-1984	ΝΑΙ			ΝΑΙ	
25	Aharony, Falk και Swary (1988)	1974-1982	ΝΑΙ				
26	Venkatesh 1989)	1972-1983	ΝΑΙ		ΟΧΙ		
27	Lang και Litzenberger (1989)	1979-1984		ΝΑΙ			
28	Manakyan και Caroll (1990)	1979-1983	ΝΑΙ				
29	Bajaj και Vijh (1990)	1962-1987	ΝΑΙ		ΝΑΙ	ΝΑΙ	
30	Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991)	1973-1986	ΝΑΙ				
31	Eddy και Seifert (1992)	1983-1985	ΝΑΙ				
32	Schatzberg και Datta (1992)	1963-1988	ΟΧΙ				
33	Denis, Denis και Sarin (1994)	1962-1988	ΝΑΙ	ΟΧΙ		ΝΑΙ	
34	Christie (1994)	1962-1985	?				
35	Yoon και Starks (1995)	1969-1988	ΝΑΙ	ΟΧΙ		ΝΑΙ	
36	Jensen και Johnson (1995)	19874-1989	?				
37	Bernheim και Wantz (1995)	1962-1988	ΝΑΙ				
38	Mozes και Rapaccioli (1995)	1980-1985	ΝΑΙ				
39	Michaely, Thaler και Womack (1995)	1964-1988	ΝΑΙ				
40	Mitra και Owers (1995)	1976-1987	ΝΑΙ		?		

Πίνακας 2.7 (συνέχεια)

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Υπερεπένδυσης	Υπόθεση της Πληροφορίας του Κινδύνου	Υπόθεση του Πελατειακού Φαινομένου	Υπόθεση της Ανα-κατανομής Πλούτου
41	DeAngelo, DeAngelo και	1981-1987	ΟΧΙ				
42	Impson (1997)	1974-1993	ΟΧΙ	ΝΑΙ		ΝΑΙ	
43	Bernartzi, Michaely και Thaler (1997)	1997-1991	ΟΧΙ				
44	Brook, Charlton και	1989-1996	ΝΑΙ				
45	Lipson, Maquieira και	1980-1986	ΟΧΙ				
46	Dyl και Weigand (1998)	1972-1993	ΟΧΙ		ΝΑΙ		
47	Canina (1999)	1983-1992	ΝΑΙ				
48	Koch και Shenoy (1999)	19779-1989	ΟΧΙ	ΝΑΙ			
49	Alangar και Bathala (1999)	1976-1990	ΝΑΙ				
50	Guay και Harford (2000)	1981-1993	ΝΑΙ				
51	Nissim και Ziv (2001)	1963-1998	ΝΑΙ				
52	Grullon, Michaely και Swaminathan (2002)	1967-1993	ΟΧΙ	ΝΑΙ	ΝΑΙ		
53	Lee και Yan (2003)	1975-1996	ΝΑΙ			ΝΑΙ	
54	Fuller (2003)	1994-1998	ΝΑΙ				
55	Docking και Koch (2005)	1962-1997	ΝΑΙ				
56	Lie (2005)	1980-1998	ΝΑΙ				
57	Liu, Szewczyk και Zantout (2008)	1927-1999	ΝΑΙ				

Πίνακας 2.8: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Εκτάκτων Μερισμάτων

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων	Υπόθεση της Μετάδοσης	Υπόθεση του Ανταγωνισμού
1	Brickley (1983)	1969-1979	ΝΑΙ		
2	Firth (1996)	1980-1991		ΝΑΙ	
3	Chhachhi και Davidson (1997)	1978-1989	ΝΑΙ		
4	Howe και Shen (1998)	1968-1992			ΝΑΙ
5	Laux, Starks και Yoon (1998)	1969-1988			ΝΑΙ
6	DeAngelo, DeAngelo και Skinner (2000)	1962-1995	ΟΧΙ		
7	Caton, Goh και Kohers (2003)	1990-1998		ΝΑΙ	
8	Cruchley, Hudson και Marshall (2003)	1975-1996	ΟΧΙ		

Πίνακας 2.9: Συνοπτική Παρουσίαση των Μελετών Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος Εκτός ΗΠΑ

	Μελέτη	Εξεταζόμενη Περίοδος	Χώρα	Υπόθεση του Πληροφοριακού Περιεχομένου των Μερισμάτων
1	Easton (1991)	1978-1980	Αυστραλία	ΝΑΙ
2	How, Teo και Izan (1992)	1985-1987	Αυστραλία	ΝΑΙ
3	Beer (1993)	1977-1986	Βέλγιο	ΝΑΙ
4	Lonie, Abeyaratna, Power και	1991	Μ. Βρετανία	ΝΑΙ
5	Seifert (1997)	1984-1993	ΗΠΑ, Καναδάς,	
6	Conroy, Eades και Harris (2000)	1988-1993	Ιαπωνία	ΟΧΙ
7	Gunesekerage και Power (2002)	1989-1993	Μ. Βρετανία	ΝΑΙ
8	Chen, Firth και Gao (2002)	1994-1997	Κίνα	ΟΧΙ
9	Gurgul, Mestel και Schleicher (2003)	1992-2002	Αυστρία	ΝΑΙ
10	Harada και Nguyen (2005)	1992-2002	Ιαπωνία	ΝΑΙ
11	McClusky, Burton, Power και Siclair (2006)	1987-2001	Ιρλανδία	ΝΑΙ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ, ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Το κεφάλαιο αυτό χωρίζεται σε τέσσερις ενότητες όπου στην κάθε μία αντίστοιχα περιγράφονται οι διατάξεις για τη διανομή και φορολόγηση κερδών, οι υποθέσεις προς έλεγχο της παρούσας μελέτης, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται καθώς επίσης και η ακολουθούμενη μεθοδολογία. Η πρώτη ενότητα περιγράφει τις κύριες διατάξεις για τη διανομή κερδών καθώς επίσης και τον τρόπο φορολόγησης των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Στη δεύτερη ενότητα, διατυπώνονται οι υποθέσεις προς έλεγχο σχετικά με την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και οι υποθέσεις προς έλεγχο σχετικά με την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος. Η τρίτη ενότητα περιγράφει τα δεδομένα, τις πηγές των δεδομένων και μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στη μελέτη αυτή. Τέλος, η τέταρτη ενότητα αναφέρεται στην ακολουθούμενη μεθοδολογία για την εξέταση των υποθέσεων προς έλεγχο.

3.1. ΔΙΑΝΟΜΗ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζεται η διάθεση κερδών των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α. καθώς επίσης και ο τρόπος φορολόγησης των κερδών των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.), των διανεμηθέντων μερισμάτων, αλλά και των κεφαλαιακών κερδών (υπεραξιών). Οι σημαντικές διαφορές στη φορολόγηση των παραπάνω στην Ελλάδα σε σχέση με άλλες χώρες[141] (π.χ. ΗΠΑ, Καναδάς, Μεγάλη Βρετανία), κάνει τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών των εταιριών του Χ.Α. στις ανακοινώσεις διανομής και αποκοπής του μερίσματος εξαιρετικά ενδιαφέρουσα. Οι υποθέσεις προς εξέταση που ακολουθούν φωτίζουν ακόμη περισσότερο τις παρακάτω διαφορές.

3.1.1. Διάθεση των Κερδών των Ανωνύμων Εταιριών

Η έννοια της διανομής των κερδών των ανωνύμων εταιριών (Α.Ε.) αφορά στην κατανομή των κερδών που διατίθενται σε τρίτα πρόσωπα και συνεπάγεται με την εκταμίευση κεφαλαίων από την ανώνυμη εταιρία.

Τα κέρδη της Α.Ε. διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

α) Διανεμόμενα κέρδη όπως είναι τα μερίσματα σε μετόχους (κοινούς και προνομιούχους) και σε κατόχους ιδρυτικών τίτλων, οι αμοιβές Δ.Σ. και η συμμετοχή των εργαζομένων στα κέρδη με τη μορφή διαφόρων κινήτρων και μπόνους.

[141] Βλέπε άρθρο του Λ. Στεργίου στο οικονομικό ένθετο της εφημερίδας «Καθημερινή» (11/11/05).

β) Μη διανεμόμενα κέρδη όπως είναι τα διατιθέμενα ποσά για το σχηματισμό των διαφόρων αποθεματικών (τακτικών, ειδικών κα.) και την κάλυψη ζημιών προηγούμενων χρήσεων.

Τα καθαρά κέρδη της Α.Ε. προκύπτουν, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 35 του ν. 3323/1955 και των άρθρων 3 του ν. 3843/1958 και 45 του ν. 2190/1920, αν από τα καθαρά έσοδα αφαιρεθούν οι δαπάνες που έγιναν για την απόκτηση του εισοδήματος (έξοδα, ζημίες, αποσβέσεις και παντός άλλου εταιρικού βάρους). Διατίθενται τελικά από αυτά ένα τμήμα ως μέρισμα στους μετόχους-κατόχους ιδρυτικών τίτλων, άλλο για προσαύξηση των αποθεματικών της Α.Ε., άλλο ενδεχομένως στο προσωπικό της ως συμμετοχή στα κέρδη, άλλο για την καταβολή του φόρου εισοδήματος της εταιρίας. Ο φόρος όμως αυτός δεν αποτελεί προσθετικό στοιχείο των εξόδων της, αλλά συμμετοχή του κοινωνικού συνόλου στο κερδοφόρο της αποτέλεσμα.

Τα καθαρά κέρδη της Α.Ε. διανέμονται όπως παρακάτω:

α) Σύμφωνα με το άρθρο 44 του ν. 2190/1920, αφαιρείται ποσό τουλάχιστον ίσο με 1/20 ή 5% των καθαρών κερδών μετά φόρων για τον σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού (Τ.Α.), μέχρις ότου το ύψος του φθάσει το 1/3 του Μετοχικού Κεφαλαίου (Μ.Κ.) αποκλειστικά για την ελάττωση του τυχόντος χρεωστικού υπολοίπου των λογαριασμών κερδών και ζημιών πριν από κάθε διανομή μερίσματος.

β) Σύμφωνα με το άρθρο 45 § 2 του ν. 2190/1920 από το υπόλοιπο των καθαρών κερδών μετά φόρων μετά την αφαίρεση των κρατήσεων για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, πρέπει να διανέμεται ως πρώτο μέρισμα ποσό τουλάχιστον ίσο με 6% επί του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 3 του α.ν. 148/1967 όπως αυτό τροποποιήθηκε με το άρθρο 1 του ν. 879/1979, πρέπει να διανέμεται ως πρώτο μέρισμα ποσό ίσο με το 35% των καθαρών κερδών μετά φόρων[142] μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού, όταν το ποσό που προκύπτει με αυτόν τον τρόπο είναι μεγαλύτερο από το ποσό που προκύπτει από το άρθρο 45 § 2 του ν. 2190/1920 (6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου). Σε κάθε περίπτωση δίνεται ως πρώτο μέρισμα το μεγαλύτερο ποσό που προκύπτει από τους δύο νόμους. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με το άρθρο 3 § 3 του α.ν. 148/1967 όπως αυτό τροποποιήθηκε από το ν. 2753/1999, με απόφαση της Γ.Σ. με πλειοψηφία 80% επί του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου δεν διανέμεται μέρισμα. Στην περίπτωση αυτή, το μη διανεμόμενο μέρισμα (όταν το 35% των καθαρών κερδών είναι μεγαλύτερο από το 6% του καταβεβλημένου Μ.Κ.) κεφαλαιοποιείται μέσω αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών για τους δικαιούχους μετόχους. Ωστόσο, η Γ.Σ. με πλειοψηφία 95% τουλάχιστον μπορεί να μην εφαρμόσει τις διατάξεις των παραγράφων 1 και 2 του άρθρου 3 του α.ν. 148/1967.

[142] Τακτικό μέρισμα = (Καθαρό κέρδος – υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων – φόροι – τακτικό αποθεματικό)* 35%.

γ) Μετά τη διανομή των παραπάνω, το υπόλοιπο από τα καθαρά κέρδη μετά φόρων διατίθεται πάντοτε σύμφωνα με τους όρους του καταστατικού ως εξής:

1) Διανομή μερίσματος στους κατόχους ιδρυτικών τίτλων.

2) Αμοιβή για τα μέλη του Δ.Σ. της εταιρείας.

3) Διανομή δεύτερου (πρόσθετου) μερίσματος στους μετόχους.

4) Σχηματισμό διαφόρων άλλων γενικά αποθεματικών, εκτάκτων και ειδικών, προκειμένου να αντιμετωπισθούν τυχόν ζημίες ή και για άλλους σκοπούς.

Επιπλέον, σχετικά με το πρώτο μέρισμα, επιτρέπεται η έκδοση προνομιούχων μετοχών που σημαίνει: α) απόληψη προ των κοινών μετοχών πρώτου μερίσματος στην προνομιακή απόδοση του καταβληθέντος κεφαλαίου από τους κατόχους προνομιούχων μετοχών από το θετικό αποτέλεσμα (προϊόν) της εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας, β) ακόμη σε περίπτωση μη διανομής μερίσματος κατά μία ή περισσότερες χρήσεις, επιτρέπεται η προνομιακή καταβολή μερισμάτων για τις χρήσεις αυτές που δεν έγινε καταβολή μερισμάτων και το γεγονός αυτό έχει σημασία και μάλιστα και για τις κοινές και για τις προνομιούχες μετοχές, γ) δικαίωμα απολήψεως ορισμένου τόκου, αν δεν υπήρχαν ή δεν υπάρχουν καθόλου κέρδη και είναι μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Μετά την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων από τη Γ.Σ. και μέσα σε δύο μήνες από την έγκριση, το προς διανομή ποσό καταβάλλεται πλέον στους μετόχους.

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω, οι εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. εκτός από το πρώτο μέρισμα που εκ του νόμου πρέπει να διανείμουν στους μετόχους τους (εφόσον έχουν κέρδη), μπορούν να διανείμουν και πρόσθετο μέρισμα ή τελικό μέρισμα. Η διανομή του πρόσθετου μερίσματος είναι στη διακριτική ευχέρεια των εταιριών, εφόσον υπάρχουν κέρδη χρήσης, έχει γίνει παρακράτηση για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, έχει δοθεί πρώτο μέρισμα και έχουν δοθεί οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ. Με άλλα λόγια, το πρόσθετο μέρισμα δεν είναι υποχρεωτικό, αλλά συνήθως δίνεται όταν η επιχείρηση έχει αδιάθετα κέρδη χρήσης μετά την εκπλήρωση των προαναφερθέντων υποχρεώσεων της και δεν επιθυμεί να τα μεταφέρει στη νέα χρήση (υπόλοιπο κερδών εις νέο). Είθισται οι εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. να διανείμουν πρόσθετο μέρισμα για την ικανοποίηση των μετόχων τους και σε περιόδους πτωτικής τάσης των τιμών των μετοχών. Έτσι, οι τυχόν κεφαλαιακές ζημίες του χαρτοφυλακίου μετοχών των επενδυτών αντισταθμίζονται από υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

Μία άλλη πρακτική των εταιριών του Χ.Α., όχι όμως τόσο σύνηθες όπως η διανομή πρόσθετου μερίσματος, είναι η διανομή προμερίσματος στους μετόχους. Η διανομή πρώτου και πρόσθετου μερίσματος χρήσης πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της επόμενης οικονομικής χρήσης, ενώ η διανομή προμερίσματος πραγματοποιείται κατά τη διάρκεια της τρέχουσας

οικονομικής χρήσης. Οι εταιρίες προσφεύγουν στη διανομή προμερίσματος, συνήθως μετά την ανακοίνωση των εννιάμηνων τους οικονομικών αποτελεσμάτων και εφόσον αυτά είναι απολύτως ικανοποιητικά και μεγαλύτερα από τα αναμενόμενα μπορούν να προβούν στη διανομή ενός μικρού προμερίσματος για να δώσουν το σήμα στην αγορά για τη βελτίωση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων.

3.1.2. Περιορισμοί στη Διανομή Κερδών

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 44α του ν. 2190/1920 η διανομή των κερδών των Α.Ε. περιορίζεται στις εξής περιπτώσεις:

α) Με την επιφύλαξη των διατάξεων για τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου (Μ.Κ.), δεν μπορεί να γίνει οποιαδήποτε διανομή στους μετόχους εφόσον κατά την ημερομηνία λήξης της τελευταίας χρήσης, το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας είναι ή μετά από τη διανομή αυτή, θα γίνει κατώτερο από το ποσό του Μ.Κ., προσαυξημένο με τα αποθεματικά για τα οποία η διανομή τους απαγορεύεται από το νόμο ή το καταστατικό. Το ποσό αυτού του Μ.Κ. μειώνεται κατά το ποσό που δεν έχει ακόμα κληθεί να καταβληθεί.

β) Το ποσό που διανέμεται στους μετόχους δεν μπορεί να υπερβαίνει το ποσό των αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης που έχει λήξει, προσαυξημένο με τα κέρδη που προέρχονται από προηγούμενες χρήσεις και τα αποθεματικά για τα οποία επιτρέπεται και αποφασίστηκε από τη Γ.Σ. η διανομή τους και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και τα ποσά που επιβάλλεται να διατεθούν για το σχηματισμό αποθεματικών σύμφωνα με το νόμο και το καταστατικό.

Το προς διανομή ποσό καταβάλλεται στους μετόχους μέσα σε δύο μήνες από την απόφαση της τακτικής Γ.Σ. που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

γ) Η έννοια της διανομής των προηγούμενων παραγράφων α και β περιλαμβάνει ιδίως την καταβολή των μερισμάτων και των τόκων από μετοχές.

Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 43 §2 και §4 του ν. 2190/1920, οι εταιρίες απαγορεύονται να διανείμουν κέρδη της παρούσας ή και των προηγούμενων χρήσεων στους μετόχους, στα μέλη του Δ.Σ. κτλ. όταν το αναπόσβεστο υπόλοιπο «εξόδων πολυετούς απόσβεσης» δεν καλύπτεται από το άθροισμα των προαιρετικών και εκτάκτων αποθεματικών και από το υπόλοιπο κερδών εις νέον.

Οι παραπάνω περιοριστικές διατάξεις στοχεύουν:

α) Στη διασφάλιση της βιωσιμότητας της επιχείρησης και της ακεραιότητας του κεφαλαίου της.

β) Στην εξασφάλιση των μετόχων από αποφάσεις πλειοψηφίας και για το συμφέρον της εταιρείας από τη μη διανομή μερίσματος προκειμένου τα κέρδη να κατευθυνθούν προς τον σχηματισμό αποθεματικών. Έτσι ο καθορισμός κατώτατου ποσοστού διανεμόμενου πρώτου μερίσματος διασφαλίζει το σχηματισμό των αποθεματικών.

Παράδειγμα Διανομής Κερδών Α.Ε.

Το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο εξ' ολοκλήρου της Α.Ε. «ΑΛΦΑ» είναι ίσο με 500.000 Ευρώ (500.000 μετοχές ονομαστικής αξίας 1 Ευρώ έκαστος). Το έτος 2003 η εταιρεία πραγματοποίησε ακαθάριστα έσοδα 300.000 Ευρώ και καθαρά κέρδη 75.000 Ευρώ. Οι αμοιβές των μελών του Δ.Σ. κατά το καταστατικό της εταιρείας είναι 15.000 Ευρώ καθαρό ποσό μετά την αφαίρεση του νόμιμου τακτικού αποθεματικού 5% επί των καθαρών κερδών (μετά φόρων) και το υπόλοιπο ποσό που απομένει προστίθεται στο έκτακτο αποθεματικό. Έστω, ο φορολογικός συντελεστής είναι ίσος με 35%.

Φόροι	75.000 Χ 35% = 26.250
Τακτικό Αποθεματικό	75.000 – 26.250= 48.750 Χ 5% = 2.437,5
Πρώτο Μέρισμα (α' τρόπος)	48.750 – 2437,5= 46.312,5 χ 35% = 16.209,375
Πρώτο Μέρισμα (β' τρόπος)	500.000 Χ 6% =30.000

Άρα βάσει του ν. 2190/1920 ο β' τρόπος δίνει μεγαλύτερο μέρισμα και η διανομή του μερίσματος θα είναι ίση με 30.000 Ευρώ, εκτός αν η Γ.Σ. αποφασίσει κατά πλειοψηφία διαφορετικά.

3.1.3. Φορολόγηση των Κερδών των Α.Ε., των Μερισμάτων και των Κεφαλαιακών Κερδών

Με τον ν. 2065/1992 ο συντελεστής φορολογίας των κερδών των ανωνύμων εταιριών ορίστηκε στο 35% και από 1/1/05 έως 31/12/08 μειώθηκε σε 25%[143]%. Η φορολογική πρακτική μεταξύ της Ελληνικής αγοράς και των υπολοίπων ανεπτυγμένων (ώριμων) αγορών[144] διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Σύμφωνα με το ν. 2065/1992 οι ημεδαπές Α.Ε. που είναι εισηγμένες στο Χ.Α. για την εξεταζόμενη περίοδο (2000-2004) φορολογούνται συνολικά για τα κέρδη τους με ποσοστό 35% επί των κερδών τους. Με την καταβολή του φόρου εισοδήματος από την εταιρία επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμηθέντα μερίσματα (άρθρο 15 § 1 του ν. 3843/1958 όπως κωδικοποιήθηκε με το άρθρο 114 §1 του ν. 2238/1994). Έτσι το εισόδημα από μερίσματα, επειδή έχει ήδη φορολογηθεί στην πηγή, δεν φορολογείται σε

[143] Από 1/1/05 ο συντελεστής φορολογίας των κερδών των Α.Ε. μειώθηκε σε 32%, έπειτα στο 25% για το 2008 (ν. 2238/94, άρθρο 109), με σκοπό να φτάσει στο 20% το 2014.

[144] Στις Η.Π.Α., Καναδά, Μεγάλη Βρετανία, κ.λ.π. γίνεται διπλή φορολόγηση των κερδών των εισηγμένων, πρώτα στην πηγή (επίπεδο της εταιρείας) και έπειτα σε προσωπικό επίπεδο (εισόδημα του δικαιούχου).

προσωπικό επίπεδο[145]. Επιπλέον, τα διανεμηθέντα μερίσματα απαλλάσσονται των τελών χαρτοσήμου. Τα κέρδη κεφαλαίου ή κεφαλαιακά κέρδη ή υπεραξίες από μετοχές και από άλλα χρεόγραφα δεν φορολογούνται, επίσης, στην Ελλάδα[146]. Σε αντίθεση, οι άλλες ανεπτυγμένες αγορές (π.χ. ΗΠΑ, Μεγάλη Βρετανία, Καναδάς κα.) επιβάλλουν φόρο στις υπεραξίες που προκύπτουν από τις συναλλαγές στην χρηματιστηριακή αγορά καθώς επίσης και στα εισοδήματα από μερίσματα[147].

Με τον ν. 2579/1998 (άρθρο 9 §2) επιβλήθηκε φόρος συντελεστή 0,3% στις πωλήσεις μετοχών εισηγμένων στο Χ.Α. για συναλλαγές που πραγματοποιούνται μέσω αυτού. Ο συντελεστής αυτός αυξήθηκε σε 0,6% για πωλήσεις μετοχών που διενεργούνται από 8/10/1999 και έπειτα, με τη διάταξη του άρθρου 22 του ν. 2742/1999. Αργότερα με τον ν. 2874/2000 (άρθρο 37 §5) ο συντελεστής φόρου μειώθηκε από 0,6% σε 0,15%[148]. Ο φόρος αυτός υπολογίζεται επί της αξίας των πωλούμενων μετοχών και βαρύνει τον πωλητή χωρίς καμία εξαίρεση ως προς τη νομική προσωπικότητα του, την ιθαγένεια, τη μόνιμη κατοικία, έδρα ή το φορολογικό καθεστώς από το οποίο διέπεται.

3.1.4. Αποκοπή του Μερίσματος

Το Δ.Σ. του Χ.Α. με την απόφαση 59 της 30ης Μαρτίου 2001, αποφάσισε από 2 Απριλίου 2001 το ποσό του μερίσματος να μην αφαιρείται από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, όπως συνέβαινε μέχρι τότε.

3.2. ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ

Η δεύτερη ενότητα χωρίζεται με τη σειρά της σε δύο υποενότητες, όπου στην πρώτη παρουσιάζονται οι υποθέσεις προς έλεγχο σχετικά με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στη δεύτερη υποενότητα παρουσιάζονται οι υποθέσεις προς έλεγχο για την επίδραση της ημέρας ανακοίνωσης του μερίσματος στις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών.

---

[145] Από 1/1/09 εισάγεται αυτοτελής φόρος 10% επί των εισοδημάτων από μερίσματα για ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές.
[146] Από 1/1/09 εισάγεται φόρος 10% στα κεφαλαιακά κέρδη των επενδυτών. Στις ΗΠΑ, Καναδά, Μεγάλη Βρετανία, Αυστραλία, Ιαπωνία κ.α. τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται. Συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ πριν τη μεταρρύθμιση του 1987, τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνταν με μικρότερο συντελεστή απ' ότι τα μερίσματα. Μετά τη μεταρρύθμιση οι συντελεστές φορολόγησης των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών εξισώθηκαν. Η αγορά του Χονγκ Κονγκ μοιάζει με αυτής της Ελλάδας, μιας και τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται. Στη Μεγάλη Βρετανία, στην Αυστραλία και στη Νέα Ζηλανδία υπάρχει ένας σταθερός συντελεστής φορολογίας επί των μερισμάτων, ενώ τα εισοδήματα από μερίσματα υπολογίζονται με το τεκμαρτό σύστημα. Περισσότερες λεπτομέρειες αναφέρονται στο κεφάλαιο της επισκόπησης της βιβλιογραφίας.
[147] Η μόνη ανεπτυγμένη χώρα που δεν επιβάλει, επίσης, φόρο επί των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη είναι το Χονγκ Κονγκ (βλέπε στο κεφάλαιο της βιβλιογραφίας).
[148] Από 1/1/09 καταργείται ο φόρος 0,15% επι των πωλήσεων.

3.2.1. Υποθέσεις προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος.

Σε μια Βαλρανσιανή τέλεια κεφαλαιαγορά χωρίς κόστος συναλλαγών (Walrasian perfect market) και άλλου είδους εμπόδια (frictions), οι Miller και Modigliani (1961) υποστήριξαν πως οι κάτοχοι μετοχών είναι αδιάφοροι στο δίλημμα να λάβουν εισόδημα από μέρισμα ή από υπεραξίες (κεφαλαιακά κέρδη). Με άλλα λόγια, οι Miller και Modigliani (1961) υπονόησαν πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα έπρεπε να προσαρμοστούν (μειωθούν) κατά το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος. Έτσι, οι επενδυτές θα έπρεπε να είναι αδιάφοροι να αποκτήσουν (ή να πουλήσουν) μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, μιας και οποιαδήποτε ενέργειά τους θα τους οδηγούσε στην ίδια οικονομική κατάσταση. Ωστόσο, τα εμπειρικά αποτελέσματα από πολλές κεφαλαιαγορές ανά τον κόσμο έδειξαν πως διάφοροι παράγοντες οδηγούν τις τιμές των μετοχών να μην προσαρμόζονται και να αποκλίνουν από το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Έτσι, στη συντριπτική τους πλειοψηφία οι μελέτες που αφορούν στις ΗΠΑ, στον Καναδά, στην Ευρώπη, στην Ασία και αλλού έδειξαν πως οι τιμές των μετοχών μειώνονται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος[149] την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, δημιουργώντας υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αυτή για αυτούς που δραστηριοποιούνται γύρω από αυτήν (αγοράζουν την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλούν την ημέρα της αποκοπής - στρατηγική παρακράτησης του μερίσματος).

Τέσσερις θεωρίες[150] έχουν αναπτυχθεί μέχρι σήμερα (που γράφεται αυτή η μελέτη) για να εξηγήσουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Χρονικά η πρώτη υπόθεση που προσπάθησε να εξηγήσει το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970). Η εξήγηση που έδωσαν στηριζόταν στη διαφορετική φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη για την αγορά των ΗΠΑ. Οι Elton και Gruber (1970) και μεταγενέστερα άλλοι μελετητές διαπίστωσαν πως στις ΗΠΑ τα εισοδήματα από μερίσματα φορολογούνταν με υψηλότερο συντελεστή απ' ότι τα κεφαλαιακά κέρδη. Συνέπεια ήταν οι επενδυτές τις περισσότερες φορές να προτιμούν εισοδήματα από κεφαλαιακά κέρδη και να αποστρέφονται αυτά από μερίσματα. Σε κατάσταση ισορροπίας, οι επενδυτές θα πρέπει να είναι αδιάφοροι στο δίλημμα να λάβουν εισόδημα από μερίσματα ή από κεφαλαιακά κέρδη την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μόνο εάν οι

[149] Εξαίρεση αποτελεί η αγορά της Ιαπωνίας όπου οι τιμές των μετοχών μειώνονται περισσότερο από το πόσο του μερίσματος.
[150] Περισσότερες λεπτομέρειες για τις τέσσερις υποθέσεις παραθέτονται στο δεύτερο κεφάλαιο.

τιμές των μετοχών μειωθούν ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος. Ωστόσο, στην Ελλάδα τα μερίσματα φορολογούνται μόνο στην πηγή (στο επίπεδο της εταιρίας) και όχι σε προσωπικό επίπεδο σε αντίθεση με άλλες χώρες (π.χ. ΗΠΑ, Καναδάς). Επίσης, ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται. Συνεπώς, η θεωρία των Elton και Gruber (1970) *a priori* δεν θα μπορούσε να υποστηριχθεί εμπειρικά στην Ελλάδα.

Η δεύτερη χρονολογικά υπόθεση που εξήγησε το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982), ο οποίος υποστήριξε πως υπάρχουν κάποιες ομάδες επενδυτών (π.χ. χρηματιστές, έμποροι χρεογράφων) που αντιμετωπίζουν του ίδιους φορολογικούς συντελεστές για τα εισοδήματα τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη και ως εκ τούτου μπορούν να δραστηριοποιηθούν γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να εκμεταλλευτούν τυχόν υπερβάλλουσες αποδόσεις. Ο μόνος ανασταλτικός παράγοντας είναι ένα υψηλό κόστος συναλλαγών που θα αποτρέψει τους επενδυτές αυτούς (γνωστοί και ως κερδοσκόποι) να δραστηριοποιηθούν γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να εξαλείψουν τις πιθανές υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Στην Ελλάδα οι ανοικτές (ακάλυπτες) πωλήσεις (short selling) απαγορεύονται για την εξεταζόμενη περίοδο. Το χρονικό διάστημα εκκαθάρισης των συναλλαγών (κλείσιμο της θέσης) είναι τρεις ημέρες[151]. Επίσης, από τον Μάρτιο του 1998 επιβλήθηκε φόρος σε κάθε συναλλαγή πώλησης της τάξεως του 0,3%[152]. Ο φόρος αυτός αυξήθηκε σε 0,6% στα τέλη του 1999, επανήλθε σε 0,3% στις αρχές του 2001 και τέλος, μειώθηκε σε 0,15% από τις αρχές του 2008. Ωστόσο, αυτός ο φόρος θεωρείται στην αγορά ιδιαίτερα μικρός που δεν «ενοχλεί» τους επενδυτές. Από το 1996 και έπειτα το κόστος συναλλαγών που επιβάλλουν οι χρηματιστηριακές εταιρίες διαμορφώνεται ελεύθερα στην αγορά (διαπραγματεύσιμο). Μετά από απόφαση του Συνδέσμου Μελών Εταιριών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΣΜΕΧΑ), ο μέγιστος συντελεστής διαμορφώθηκε στο 1% για κάθε αγορά ή πώληση. Συνεπώς, η ανυπαρξία φόρων επί των μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών για όλες τις κατηγορίες επενδυτών και το ιδιαίτερα μικρό κόστος συναλλαγών ελαχιστοποιεί (χωρίς να αποκλείει) την πιθανότητα δημιουργίας ομάδας επενδυτών (κερδοσκόποι) που να δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (στρατηγική παρακράτησης του μερίσματος).

Η τρίτη υπόθεση έχει να κάνει με το βήμα τιμής (tick size), δηλαδή, με την ελάχιστη δυνατή μεταβολή της τιμής μιας μετοχής και την επακόλουθη «διακριτότητα» των τιμών των μετοχών. Πρώτα ο Dubofsky (1992) και έπειτα οι Bali και Hite (1998) επισήμαναν πως οι τιμές

[151] Από 1/12/05 το χρονικό διάστημα εκκαθάρισης είναι μία μέρα.
[152] Από 1/1/09 καταργείται ο φόρος επι των πωλήσεων.

των μετοχών στις ΗΠΑ έχουν βήμα τιμής το 1/8 του δολαρίου (0,125$), ενώ τα μερίσματα μπορούν να πάρουν οποιαδήποτε τιμή. Στην περίπτωση που το διανεμηθέν μέρισμα δεν είναι πολλαπλάσιο του 1/8 του δολαρίου, τότε οι τιμές των μετοχών στρογγυλοποιούνται προς τα κάτω στο πλησιέστερο βήμα τιμής. Συνέπεια είναι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να μην προσαρμόζονται κατά το ποσό του μερίσματος. Ωστόσο, στην Ελλάδα το βήμα τιμής είναι τουλάχιστον 7 με 8 φορές μικρότερο απ' ότι στις ΗΠΑ[153]. Πιο συγκεκριμένα, για τις μετοχές που η τιμή τους κυμαίνεται από 0,01 έως 2,99 Ευρώ, το βήμα τιμής είναι ίσο με 0,01 Ευρώ. Για τις μετοχές που η τιμή τους κυμαίνεται από 3 έως 59,99 Ευρώ, το βήμα τιμής είναι ίσο με 0,02 Ευρώ και για τις μετοχές που η τιμή τους είναι από 60 Ευρώ και πάνω το βήμα τιμής είναι ίσο με 0,05 Ευρώ. Από την άλλη πλευρά, τα διανεμηθέντα μερίσματα των εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών είναι σχετικά μεγάλα (μεγαλύτερα από 0,01 Ευρώ) και συνεπώς η υπόθεση της διακριτότητας των τιμών δεν φαίνεται ικανή να εξηγήσει την τυχόν εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Η τέταρτη υπόθεση αφορά στην ύπαρξη ειδικών διαπραγματευτών (market makers) στις αγορές άλλων αγορών (π.χ. ΗΠΑ, Καναδάς, Χονγκ Κονγκ) και τη δημιουργία εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread). Σύμφωνα με τους Frank και Jagannathan (1998), κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να αγοράσουν μία μετοχή, για διάφορους λόγους (π.χ. αδυνατούν να παραλάβουν το μέρισμα λόγω έλλειψης χρόνου), προσπαθούν να καθυστερήσουν την αγορά της μετοχής και το πράττουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αντί την προηγούμενη ημέρα αυτής (την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή ζήτησης – ask price). Αντίστοιχα, κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να πουλήσουν μία μετοχή προτιμούν να το επισπεύσουν πουλώντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, αντί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή προσφοράς – bid price). Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής αυξάνεται κατά ένα (μικρό) ποσό μεγαλύτερο απ' αυτό που αναμενόταν και έτσι οδηγεί στη δημιουργία υπερβαλλουσών αποδόσεων. Στην Ελλάδα, όμως, οι ειδικοί διαπραγματευτές άρχισαν να δραστηριοποιούνται μετά το 1999 για περιορισμένο αριθμό μετοχών και συνεπώς δεν υπάρχει διαθέσιμο εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης για το σύνολο των μετοχών του Χ.Α. για την εξεταζόμενη περίοδο. Συνεπώς, ούτε η υπόθεση του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης φαίνεται ικανή να εξηγήσει την τυχόν εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

[153] Βλέπε, «Απόφαση 37/8-7-04: Προσαρμογή Τιμών Κινητών Αξιών» του Χρηματιστηρίου Αθηνών

Κάτω από αυτές τις συνθήκες, η πρώτη υπόθεση[154] της παρούσας μελέτης προβλέπει τη μη ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Διαφορετικά διατυπωμένη, η υπόθεση προβλέπει ένα λόγο ΔP/D ίσο με τη μονάδα, όπου ΔP είναι η μεταβολή της τιμής της μετοχής από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος και D το διανεμηθέν ποσό του μερίσματος.

1η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν ($AR_0=0$).

ή

Ο λόγος ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με τη μονάδα (ΔP/D=1).

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως η εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών πέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα οδηγούσε σε πιο ασφαλή συμπεράσματα για την επίδραση του κόστους συναλλαγών την ημέρα αυτή (υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών). Πιο συγκεκριμένα, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως μία πιθανή δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος θα είχε ως συνέπεια την αύξηση των τιμών των μετοχών λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την πτώση τους λίγες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Κατά συνέπεια, η δεύτερη υπόθεση προβλέπει σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής σημαντικά διαφορετικές από το μηδέν μόνο στην περίπτωση που ισχύει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών.

2η Υπόθεση

Οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις πριν και μετά την ημέρα αποκοπής αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν ($CAR_{-20-1,}= CAR_{-10-1} = CAR_{-5-1} = CAR_{+1+20} = CAR_{+1+10} = CAR_{+1+5} =0$)

Μία άλλη υπόθεση που εξετάστηκε εμπειρικά διεθνώς και βρίσκει σύμφωνες (για διαφορετικούς λόγους) τις υποθέσεις της επίδρασης της φορολογίας και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών είναι η θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης. Η σχέση αυτή έμεινε γνωστή από τους Modigliani και Miller (1961) ως η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (dividend clientele hypothesis). Οι Elton και Gruber (1970) ισχυρίστηκαν πως η παραπάνω σχέση απορρέει από τη διαφορετική φορολογική μεταχείριση των

[154] Στον Πίνακα 3.1 παραθέτονται συνοπτικά όλες οι υποθέσεις προς έλεγχο σχετικά με την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

εισοδημάτων από μερίσματα και αυτών από κεφαλαιακά κέρδη. Ειδικότερα, υποστήριξαν πως οι επενδυτές που ανήκουν στις υψηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές που ανήκουν στις χαμηλές φορολογικές κλίμακες προτιμούν να επενδύσουν τα χρήματα τους σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση. Με άλλα λόγια, υποστήριξαν πως όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση τόσο οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται στο ύψος του μερίσματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και κατά συνέπεια ο λόγος ΔP/D πλησιάζει τη μονάδα. Αντίθετα, η υπόθεση του Kalay (1982) θεώρησε πως η θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης είναι απότοκος της δραστηριοποίησης των κερδοσκόπων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι οποίοι «κυνηγούν» τις μετοχές που διανέμουν υψηλά μερίσματα αγοράζοντας τις μετοχές λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής και πουλώντας τις μετοχές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος[155] (ή αργότερα) εξαλείφοντας τυχόν υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Στην Ελλάδα τα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται στην εξεταζόμενη περίοδο και συνεπώς δεν αναμένεται καμία συστηματική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D (και υπερβαλλουσών αποδόσεων) και της μερισματικής απόδοσης που να οφείλεται στην επίδραση της φορολογίας (χωρίς να αποκλείεται να οφείλεται στη δραστηριότητα των κερδοσκόπων).

3η Υπόθεση

Ο λόγος ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση.

ή

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένονται να μη συσχετίζονται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση.

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986) υποστήριξαν πως η δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος θα έχει ως συνέπεια την ύπαρξη υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών λίγες ημέρες πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, υπέθεσαν πως ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται αρνητικά με το επίπεδο του κόστους συναλλαγών και θετικά με τη μερισματική απόδοση και το ποσό του μερίσματος. Όπως ειπώθηκε προηγουμένως, στην Ελλάδα όλοι οι επενδυτές (μεμονωμένοι, επαγγελματίες της αγοράς και εταιρίες) απαλλάσσονται παντός φόρου για τα εισοδήματά τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη. Συνεπώς, δεν υπάρχει

[155] Με την προϋπόθεση ότι το συνολικό κόστος συναλλαγών (αγοράς και πώλησης) είναι μικρότερο από το δυνητικό κέρδος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

«θεσμικός[156]» λόγος δημιουργίας ομάδας κερδοσκόπων. Έτσι, δεν αναμένεται υπερβάλλων όγκος συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επίσης, δεν αναμένεται η τυχόν ύπαρξη υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών να συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών.

4η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με μηδέν (AV_0=0).

5η Υπόθεση

Ο σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με μηδέν ($CAV_{-20-1,}$= CAV_{-10-1} = CAV_{-5-1} = CAV_{+1+20} = CAV_{+1+10} = CAV_{+1+5} =0)

6η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση.

7η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με το κόστος συναλλαγών.

[156] Θα μπορούσε, ωστόσο, να δημιουργηθεί ομάδα κερδοσκόπων χωρίς να οφείλεται σε κάποιο θεσμικό λόγο (φορολογικό πλεονέκτημα). Για παράδειγμα, θα μπορούσε να δημιουργηθεί ομάδα κερδοσκόπων η οποία συστηματικά παρακολουθεί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών και δραστηριοποιείται γύρω από αυτήν για να αποκομίσει πιθανά οφέλη που θα προέκυπταν από την μη προσαρμογή των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά το ποσό του μερίσματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1: ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.

1η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν	$AR_t = 0,\ t=0$
Εναλλακτικά	Ο λόγος ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με τη μονάδα	$\Delta P/D = 1,\ t=0$
2η Υπόθεση	Οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν	$CAR_{-20,-1} = 0$ $CAR_{+1,+20} = 0$
3η Υπόθεση	Ο λόγος ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση	
Εναλλακτικά	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένονται να μη συσχετίζονται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση	
4η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με μηδέν	$AV_t = 0,\ t=0$
5η Υπόθεση	Ο σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να είναι ίσος με μηδέν	$CAV_{-20,-1} = 0$ $CAV_{+1,+20} = 0$
6η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση	
7η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν αναμένεται να μη συσχετίζεται συστηματικά με το κόστος συναλλαγών	

3.2.2. Υποθέσεις προς Έλεγχο Σχετικά με την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος

Σε μία αποτελεσματική αγορά όλες οι διαθέσιμες εταιρικές πληροφορίες ενσωματώνονται άμεσα και αποτελεσματικά στην τρέχουσα τιμή των μετοχών. Αυτό σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών σήμερα δεν επηρεάζονται από τις διαθέσιμες πληροφορίες των προηγούμενων περιόδων μιας και αυτές έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών. Από την άλλη πλευρά, μία αγορά θεωρείται μη αποτελεσματική όταν εμφανίζονται υπερβάλλουσες αποδόσεις πέρα από την περίοδο γεγονότος (ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος στην περίπτωση μας). Συγκεκριμένα, η ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων πριν την περίοδο γεγονότος σημαίνει διαρροή πληροφοριών από τις εταιρίες προς συγκεκριμένες ομάδες επενδυτών (κατοχή εσωτερικής πληροφόρησης). Από την άλλη, η διατήρηση των υπερβαλλουσών αποδόσεων και μετά την περίοδο γεγονότος σημαίνει είτε ότι η αγορά καθυστερεί να λάβει και να αποδικοποιήσει τις εταιρικές πληροφορίες λόγω ατελειών στα κανάλια πληροφόρησης των επενδυτών, είτε ότι η αγορά συστηματικά υπερεκτιμά ή υποεκτιμά τις διαθέσιμες πληροφορίες.

Η παρούσα μελέτη εξετάζει τη βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις διανομής πρώτου και πρόσθετου μερίσματος. Η βραχυπρόθεσμη αντίδραση της αγοράς εξετάζεται 40 ημέρες (-20, +20) γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης[157] διανομής μερίσματος μέσω της εξέτασης της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών[158].

Η ιδιαιτερότητα της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όσον αφορά στον τρόπο διανομής και φορολόγησης των μερισμάτων καθιστά τη διερεύνηση της αντίδρασης της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος πολύ ενδιαφέρουσα. Σύμφωνα με την Ελληνική νομοθεσία, οι εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. υποχρεούνται (εκτός αν η Γ.Σ. των μετόχων αποφασίσει διαφορετικά) να διανείμουν στους μετόχους τους ετήσιο πρώτο μέρισμα ίσο με το 35% των καθαρών κερδών μετά φόρων ή ποσό ίσο με το 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου, ανάλογα ποιο ποσό είναι μεγαλύτερο. Η ανακοίνωση διανομής πρώτου μερίσματος, συνήθως, πραγματοποιείται την περίοδο από το Φλεβάρη έως τον Ιούνιο της επόμενης χρήσης, αφού πρώτα συνεδριάσει το Δ.Σ. της εταιρίας και προτείνει τη διανομή μερίσματος και εγκριθεί τελικά η πρόταση από τη Γ.Σ. των μετόχων. Έτσι, η διανομή πρώτου[159] μερίσματος στην Ελλάδα είναι αρκετά έως πολύ προβλέψιμη από τους επενδυτές και συνεπώς η ανακοίνωση της συνεδρίασης του Δ.Σ. όπου προτείνεται η διανομή μερίσματος δεν θα πρέπει να οδηγεί στην εμφάνιση

[157] Περίοδος ανακοίνωσης θεωρείται η ημέρα που η εταιρία αναγγέλλει τη διανομή πρώτου και πρόσθετου μερίσματος (ημέρα 0), η προηγούμενη ημέρα (ημέρα -1) και η επόμενη ημέρα (ημέρα +1) που η ανακοίνωση της εταιρίας δημοσιεύεται στον τύπο ή στο διαδίκτυο.

[158] Βλέπε τη μελέτη των Richardson, Sefcik και Thompson (1986)

[159] Πρόσθετο μέρισμα διανέμεται αφού έχει ήδη διανεμηθεί πρώτο μέρισμα και έχουν τακτοποιηθεί οι λοιπές υποχρεώσεις της εταιρίας.

υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών. Με άλλα λόγια, εξαιτίας της Ελληνικής νομοθεσίας όπου προσδιορίζεται το ελάχιστο διανεμόμενο ποσό προς τους μετόχους, οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος δεν θα πρέπει να περιέχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο για την τρέχουσα και μελλοντική κατάσταση της εταιρίας, μιας και οι ανακοινώσεις εκλαμβάνονται από τους μετόχους και επενδυτές ως συμβατική υποχρέωση των εταιριών.

Οι μόνες περιπτώσεις που θα μπορούσαν οι ανακοινώσεις μερισμάτων να έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο είναι η περίπτωση διανομής μεγαλύτερου πρώτου μερίσματος απ' αυτό που ορίζει ο νόμος καθώς επίσης και η περίπτωση ανακοίνωσης πρόσθετου μερίσματος, οι οποίες θα εκλαμβάνονταν ως θετικό σήμα από τους επενδυτές, Αντίθετα, η πρόταση του Δ.Σ. για μη διανομή[160] μερίσματος χρήσης και η πιθανή υπερψήφιση της πρότασης από τη Γ.Σ. των μετόχων θα εκλαμβάνονταν από τους επενδυτές ως αρνητικό σήμα, στην περίπτωση που η αιτία της μη διανομής μερίσματος δεν είχε να κάνει με επενδυτικούς λόγους[161] αλλά με οικονομικές δυσκολίες της εταιρίας.

Από το παραπάνω θεσμικό περιβάλλον, διαμορφώνονται οι ακόλουθες υποθέσεις προς έλεγχο[162]:

<u>1η Υπόθεση</u>

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης (t=-1, 0, 1) του μερίσματος αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν ($AR_{-1} = AR_{0,} = AR_{+1} = 0$).

Στην περίπτωση που το διανεμηθέν μέρισμα είναι μεγαλύτερο απ' αυτό που ορίζει ο νόμος, ή ανακοινώνεται η διανομή και πρόσθετου μερίσματος, τότε η ανακοίνωση αυτή θεωρείται ότι περιέχει θετικό πληροφοριακό περιεχόμενο και κατά συνέπεια αναμένεται η αντίδραση της αγοράς την περίοδο ανακοίνωσης να είναι θετική. Εάν η Ελληνική κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική, τότε η αντίδραση της αγοράς θα περιοριστεί στην περίοδο ανακοίνωσης. Σε οποιαδήποτε άλλη περίπτωση (αντίδραση της αγοράς πριν και μετά την ανακοίνωση) η αγορά θα θεωρηθεί μη αποτελεσματική. Συνεπώς η δεύτερη υπόθεση προς εξέταση που προκύπτει είναι να διαπιστωθεί κατά πόσο η Ελληνική κεφαλαιαγορά είναι αποτελεσματική στην ενσωμάτωση εταιρικών πληροφοριών όπως είναι αυτή της ανακοίνωσης διανομής υπερβάλλοντος μερίσματος[163].

---

[160] Η πρόταση για μη διανομή μερίσματος χρήσης καθώς επίσης και η ανακοίνωση μερίσματος με τη μορφή μετοχών αντί μετρητών (stock dividends) δεν εξετάζονται στην παρούσα μελέτη λόγω έλλειψης επαρκών πληροφοριών.

[161] Η πρόταση για μη διανομή μερίσματος θα μπορούσε να εκληφθεί ως θετικό σημάδι από την αγορά, εάν τα παρακρατηθέντα κέρδη διοχετεύονταν σε επενδυτικά σχέδια απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης ή για τη βελτίωση της μελλοντικής της δραστηριότητας και κερδοφορίας.

[162] Στον Πίνακα 3.2 παραθέτονται συνοπτικά όλες οι υποθέσεις προς έλεγχο σχετικά με την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

[163] Υπερβάλλων μέρισμα θεωρείται το μέρισμα που υπερβαίνει αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο νόμος καθώς επίσης και η διανομή πρόσθετου μερίσματος. Οι μελέτες των ΗΠΑ ορίζουν ως υπερβάλλων μέρισμα τη διαφορά

2η Υπόθεση

Οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο πριν και μέχρι την ημέρα ανακοίνωσης αναμένονται να είναι ίσες μηδέν ($CAR_{-20,-0} = CAR_{-10,-0} = CAR_{-5,-0} = 0$).

Πέρα από την εξέταση του συνόλου των εταιριών που προβαίνουν σε ανακοίνωση διανομής τακτικού μερίσματος, θα ήταν σκόπιμο να εξεταστεί ξεχωριστά η συμπεριφορά της αγοράς στις ανακοινώσεις μεταβολής του μερίσματος. Συγκεκριμένα, να εξεταστεί κατά πόσο διαφέρει η συμπεριφορά της αγοράς στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο (dividend increase), στις ανακοινώσεις μείωσης (dividend decrease) και στις ανακοινώσεις μη μεταβολής του μερίσματος (no dividend change). Σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, η αντίδραση της αγοράς αναμένεται να είναι διαφορετική σε κάθε περίπτωση. Ειδικότερα, η αντίδραση της αγοράς αναμένεται να είναι θετική στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος, αρνητική στην περίπτωση μείωσης του μερίσματος και ασήμαντη στην περίπτωση μη μεταβολής του μερίσματος.

Η περίπτωση ανακοίνωσης αυξημένου μερίσματος μελετάται περαιτέρω ανάλογα με το ποσοστό μεταβολής. Συγκεκριμένα, ερευνάται η συμπεριφορά της αγοράς στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος της τάξεως: α) από 0 έως 10%, β) από 10 έως 20%, γ) από 20 έως 30% και δ) άνω του 30%. Εάν ισχύει η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, η αντίδραση της αγοράς αναμένεται να είναι εντονότερη όσο μεγαλύτερο είναι το ανακοινωθέν αυξημένο μέρισμα. Λόγω έλλειψης μεγάλου αριθμού περιπτώσεων[164] ανακοίνωσης μειωμένου μερίσματος, η συμπεριφορά της αγοράς δεν εξετάζεται ανάλογα με το ποσοστό μείωσης του μερίσματος, όπως γίνεται στην περίπτωση αύξησης του μερίσματος.

Επίσης, λόγω της ιδιορρυθμίας της Ελληνικής νομοθεσίας που «υποχρεώνει» τις εισηγμένες εταιρίες να διανέμουν ένα ελάχιστο ποσό ως πρώτο μέρισμα, εξετάζεται και η συμπεριφορά της αγοράς σύμφωνα με το νομικό πλαίσιο διανομής κερδών που ορίζει ο νόμος 2190/1920. Συγκεκριμένα, προσδιορίζεται[165] μέσω των ετήσιων ισολογισμών των εταιριών του Χ.Α. το ελάχιστο ποσό που ορίζει ο νόμος να διανεμηθεί ως πρώτο μέρισμα και συγκρίνεται με αυτό που διανέμεται ως τελικό μέρισμα (πρώτο και κάποιες φορές και πρόσθετο). Στην περίπτωση που το τελικό διανεμηθέν μέρισμα είναι μεγαλύτερο από αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο

μεταξύ πραγματικού και προσδοκώμενου μερίσματος, όπου το τελευταίο εκτιμάται είτε με το αφελές υπόδειγμα (naïve model), είτε με το μοντέλο εκτίμησης της Value Line.

[164] Για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004 βρέθηκαν 57 περιπτώσεις μείωσης του μερίσματος που ικανοποιούσαν τις προϋποθέσεις για τη δημιουργία του τελικού δείγματος.

[165] Για τον προσδιορισμό του ελάχιστου διανεμηθέντος μερίσματος, βλέπε την παράγραφο 3.1.1.

νόμος, αναμένεται η αγορά να αντιδράσει θετικά. Σε αντίθετη περίπτωση[166], η αντίδραση της αγοράς αναμένεται να είναι αρνητική.

Τέλος, η μελέτη διερευνά τη συμπεριφορά της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος για πρώτη φορά στην ιστορία της επιχείρησης ή μετά από παύση τριών ετών (και οι δυο περιπτώσεις αναφέρονται ως έναρξη μερίσματος-dividend initiation). Λόγω αδυναμίας συλλογής πληροφοριών για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν παύση διανομής μερίσματος μετά από δεκαετή συνεχή διανομή μερίσματος (παράλειψη μερίσματος- dividend reduction), η περίπτωση αυτή δεν εξετάζεται.

Οι παραπάνω υποθέσεις μπορούν περιγραφούν ως εξής:

3η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης[167] του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι θετικές ($AR_{-1,+1} > 0$).

4η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι μεγαλύτερες, όσο μεγαλύτερο είναι το ανακοινωθέν μέρισμα σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου.

5η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι αρνητικές ($AR_{-1,+1} < 0$).

6η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης μη μεταβολής του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι στατιστικά μη σημαντικές ($AR_{-1,+1} = 0$).

7η Υπόθεση

Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι θετικές ($AR_{-1,+1} > 0$).

Σύμφωνα με τη μελέτη των Richardson, Sefcik και Thompson (1986) η αντίδραση του όγκου συναλλαγών και των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος συσχετίζεται θετικά στην περίπτωση που η ανακοίνωση διανομής μερίσματος περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο. Στην περίπτωση που υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ μερισματικής

[166] Σε κάποιες περιπτώσεις, ο ν. 2190/1920 δίνει τη δυνατότητα να διανείμουν μικρότερο ποσό από αυτό που ορίζει ως ελάχιστο, αρκεί να συναινέσουν τα 2/3 της Γ.Σ. Περίπτωση να διανεμηθεί μικρότερο ποσό από αυτό που ορίζει ο νόμος ως ελάχιστο είναι η ανάληψη επενδυτικού προγράμματος με χρηματοδότηση εσωτερικών κεφαλαίων. Σε αυτήν την περίπτωση, το Δ.Σ. της εταιρίας μπορεί να προτείνει προς τη Γ.Σ. των μετόχων μειωμένο μέρισμα για το σχηματισμό εσωτερικών κεφαλαίων (μέσω της παρακράτησης κερδών).

[167] Η ανακοίνωση αύξησης (και μείωσης) του μερίσματος εξετάζεται με δύο τρόπους: α) σύγκριση του ανακοινωθέντος μερίσματος με αυτό της προηγούμενης περιόδου (χρήση του αφελούς υποδείγματος), β) σύγκριση του ανακοινωθέντος μερίσματος με αυτό που ορίζει ο νόμος ως ελάχιστο προς διανομή.

απόδοσης και όγκου συναλλαγών και αρνητική συσχέτιση μεταξύ κεφαλαιακών κερδών και όγκου συναλλαγών, τότε οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος θεωρούνται ότι δεν περιέχουν πληροφοριακό περιεχόμενο, αλλά αποτελούν μετατόπιση πελατειών (shift in clienteles). Συνεπώς, η όγδοη, η ένατη και η δέκατη υπόθεση προς εξέταση έχουν να κάνουν με την πιθανή ύπαρξη υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Εάν το διανεμηθέν μέρισμα είναι μεγαλύτερο απ' αυτό της προηγούμενης περιόδου (ή μεγαλύτερο από το ελάχιστο που ορίζει ο νόμος), τότε η ανακοίνωση διανομής μερίσματος θεωρείται ότι περιέχει πληροφοριακό περιεχόμενο και κατά συνέπεια ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αναμένεται να είναι θετικός την περίοδο ανακοίνωσης. Στην περίπτωση που το ανακοινωθέν μέρισμα είναι μικρότερο απ' αυτό της προηγούμενης περιόδου (ή μικρότερο από το ελάχιστο προς διανομή που ορίζει ο νόμος), ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αναμένεται να είναι αρνητικός την περίοδο ανακοίνωσης, ενώ στην περίπτωση μη μεταβολής του μερίσματος, η αντίδραση του όγκου συναλλαγών αναμένεται να είναι στατιστικά μη σημαντική. Τέλος, στην περίπτωση έναρξης μερίσματος, ο όγκος συναλλαγών αναμένεται να είναι θετικός την περίοδο ανακοίνωσης.

Οι παραπάνω υποθέσεις μπορούν περιγραφούν ως εξής:

8η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι θετικός ($AV_{-1,+1} > 0$).

9η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος (t= -1, 0, 1) αναμένεται να είναι αρνητικός ($AV_{-1,+1} < 0$).

10η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης μη μεταβολή του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι στατιστικά μη σημαντικός ($AV_{-1,+1} = 0$).

11η Υπόθεση

Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι θετικός ($AV_{-1,+1} > 0$).

Σύμφωνα με την υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου, η απόφαση της διοίκησης μιας εταιρίας να διανείμει για πρώτη φορά μέρισμα (έναρξη μερίσματος) παρέχει στην αγορά σημαντική πληροφορία για τον κίνδυνο της εταιρίας. Συγκεκριμένα, η υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου προβλέπει ότι ο κίνδυνος (συνολικός και συστηματικός) της εταιρίας θα είναι χαμηλότερος (υψηλότερος) μετά την έναρξη (παράλειψη) διανομής μερίσματος.

12η Υπόθεση

Ο συνολικός και ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών αναμένονται να είναι μικρότεροι μετά την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΕΛΕΓΧΟ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

1η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι ίσες με μηδέν	$AR_{-1} = AR_{0,} = AR_{+1} = 0$
2η Υπόθεση	Οι σωρευτικές υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο πριν και μέχρι την ημέρα ανακοίνωσης αναμένονται να είναι ίσες μηδέν	$CAR_{-20,0} = 0$
3η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι θετικές	$AR_{-1,+1} > 0$
4η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι μεγαλύτερες, όσο μεγαλύτερο είναι το ανακοινωθέν μέρισμα σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου.	
5η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι αρνητικές	$AR_{-1,+1} < 0$
6η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης μη μεταβολής του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι στατιστικά μη σημαντικές	$AR_{-1,+1} = 0$
7η Υπόθεση	Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένονται να είναι θετικές	
8η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι θετικός	$AV_{-1,+1} > 0$
9η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι αρνητικός	$AV_{-1,+1} < 0$
10η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης μη μεταβολή του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι στατιστικά μη σημαντικός	$AV_{-1,+1} = 0$
11η Υπόθεση	Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος (t=-1, 0, 1) αναμένεται να είναι θετικός	$AV_{-1,+1} > 0$
12η Υπόθεση	Ο συνολικός και ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών αναμένονται να είναι μικρότεροι μετά την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος	

3.3. ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ

Στην ενότητα αυτή περιγράφονται τα στοιχεία του δείγματος, οι πηγές τους, η διαδικασία συλλογής και επεξεργασίας τους και ο τρόπος διαμόρφωσης του τελικού δείγματος και όλων των υποσυνόλων του.

3.3.1. Περίοδος Μελέτης την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος

Σε πρώτη φάση, για τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του λόγου ΔP/D την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η εξεταζόμενη περίοδος καλύπτει τα έτη 1997-2004, δηλαδή, αφορά στις οικονομικές χρήσεις 1996-2003[168]. Ο λόγος επιλογής των παραπάνω οχτώ ετών (1997-2004) ως εξεταζόμενης περιόδου είναι διττός. Πρώτον, επειδή δεν κατέστη δυνατό να συλλεχθούν[169] τιμές ανοίγματος για τις εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. πριν από το 1997 και έτσι ήταν αδύνατη η μελέτη του λόγου ΔP/D χρησιμοποιώντας τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο δεύτερος λόγος έχει να κάνει με την υπ' αριθμόν 59 απόφαση του Δ.Σ. του Χ.Α. της 30ης Μαρτίου 2001, όπου ανακοινώθηκε πως από 2 Απριλίου 2001 το ποσό του αποκοπτόμενου μερίσματος παύει να αφαιρείται από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Με την επιλογή τεσσάρων ετών πριν (1997-2000) και μετά (2001-2004) την απόφαση 59 του Χ.Α. καθίσταται εφικτή η (χρονικά συμμετρική) σύγκριση της συμπεριφοράς της αγοράς (κυρίως των τιμών των μετοχών) πριν και μετά τη λήψη της απόφασης 59.

Στην περίοδο 1997-2004 δεν γίνεται καμία προσπάθεια «απομόνωσης» των ανακοινώσεων άλλων εταιρικών πράξεων (π.χ. ανακοινώσεις κερδών, διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγορών και συγχωνεύσεων, αυξήσεων ή μειώσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών) όπως συνιστά η διεθνής βιβλιογραφία[170]. Το αρχικό ή μεικτό δείγμα (contaminated sample) αφορά στο σύνολο των εταιριών που διένειμαν μέρισμα κατά την εξεταζόμενη περίοδο (χρήσεις 1996-2003) και υπάρχουν διαθέσιμες οι τιμές μετοχών (τιμές κλεισίματος και ανοίγματος).

Σε δεύτερη φάση, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αλλά και του λόγου ΔP/D εξετάζεται απομονωμένα από την επίδραση άλλων

[168] Η συντριπτική πλειοψηφία των εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α.. έχουν οικονομική-λογιστική χρήση που ξεκινά από 1η Γενάρη κάθε χρόνου και τελειώνει στις 31 Δεκεμβρίου του ίδιου. Ωστόσο, κάποιες εταιρίες έχουν λογιστική χρήση από 1η Ιουλίου μέχρι 30 Ιουνίου, ενώ η εταιρεία Vodafone έχει λογιστική χρήση από 1η Απριλίου μέχρι 31 Μαρτίου.

[169] Το Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α., απ' όπου συλλέχθηκαν όλες οι χρηματιστηριακές τιμές και ο όγκος συναλλαγών για τις εισηγμένες εταιρίες, δεν παρείχε τιμές ανοίγματος για τα έτη πριν από το 1997.

[170] Όπως αναφέρθηκε στο κεφάλαιο της ανασκόπησης της διεθνούς βιβλιογραφίας, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να εξεταστεί χωρίς την επίδραση τυχόν άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων που λαμβάνουν χώρα την ίδια εξεταζόμενη περίοδο, (συνήθως 20 ημέρες ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής, δηλαδή από -10 έως +10) ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσο το ίδιο το γεγονός της αποκοπής έχει επίδραση στην συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών. Πρώτοι που υιοθέτησαν την παραπάνω προσέγγιση ήταν οι Miller και Scholes (1982).

σημαντικών εταιρικών γεγονότων για μια περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-20, +20). Το δείγμα που προκύπτει, καθαρό δείγμα[171] (uncontaminated sample), καλύπτει τα έτη 2000-2004, δηλαδή, τις οικονομικές χρήσεις 1999-2003. Για τη δημιουργία του παραπάνω δείγματος αξιοποιήθηκαν όλα τα διαθέσιμα ημερήσια δελτία τύπου των εταιριών που δημοσιεύονται στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α.[172], καθώς και οι ανακοινώσεις των εταιριών στον ημερήσιο οικονομικό και πολιτικό τύπο (βλέπε λεπτομέρειες παρακάτω). Για τη μεγαλύτερη αξιοπιστία των πληροφοριών (ημερομηνίες, ποσά, εταιρίες), έγινε διασταύρωση των δελτίων τύπου του ημερήσιου τύπου με αυτών του Χ.Α. Λόγω έλλειψης δελτίων τύπου πριν από το Μάρτιο του 2000 στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α.[173] δεν κατέστη δυνατή η διασταύρωση πληροφοριών για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, με αποτέλεσμα η εξεταζόμενη περίοδος να περιοριστεί για τα έτη 2000-2004 (χρήσεις 1999-2003).

Όσον αφορά στην εξέταση του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, σε πρώτη φάση το μεικτό δείγμα (contaminated sample) αποτελείται από το σύνολο των εταιριών που διένειμαν μέρισμα τα έτη 1997-2004, δηλαδή, τις οικονομικές χρήσεις 1996-2003, χωρίς να προηγηθεί απομόνωση των προαναφερθέντων εταιρικών πράξεων.

Σε δεύτερη φάση, (όπως και στην περίπτωση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών) η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξετάζεται απομονωμένα από την επίδραση άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων για μια περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής (-20, +20). Το καθαρό δείγμα (uncontaminated sample) που προκύπτει, καλύπτει τα έτη 2000-2004, δηλαδή, τις οικονομικές χρήσεις 1999-2003.

3.3.2. Περίοδος Μελέτης την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος

Ακολουθώντας τη διεθνή βιβλιογραφία, οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος εξετάζονται απομονωμένες[174] από αυτές άλλων εταιρικών πράξεων. Για τους ίδιους λόγους που περιγράφηκαν στην περίπτωση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος (έλλειψη δελτίων τύπου

[171] Για λόγους σύγκρισης, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών εξετάζεται για την περίοδο 2000-2004 χωρίς να πραγματοποιηθεί απομόνωση των άλλων εταιρικών πράξεων (μεικτό δείγμα).
[172] Βλέπε www.ase.gr
[173] Σε εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 4 της με αριθμό 5/204/14.11.2000 απόφασης του Δ.Σ. του Χ.Α. οι εισηγμένες εταιρίες στο Χ.Α. οφείλουν να γνωστοποιούν κάθε σημαντική εταιρική πράξη η οποία εκ φύσεως της μπορεί να επιδράσει στην αξία της επιχείρησης. Η γνωστοποίηση των εταιρικών πράξεων αλλά και οποιαδήποτε πληροφορία σχετικά με τη δραστηριότητα των εισηγμένων εταιριών πραγματοποιείται με την αποστολή πληροφοριακού σημειώματος (δελτίο τύπου) προς το Χ.Α. μέσω του συστήματος «ΕΡΜΗΣ» (H.E.R.ME.S- Hellenic Exchanges Remote Messaging). Η εφαρμογή της παραπάνω απόφασης το 2000 είναι και ο λόγος έλλειψης δελτίων τύπου πριν το 2000.
[174] Για μια περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης (-10, +10).

στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α.), η εξεταζόμενη περίοδος[175] καλύπτει τα έτη 2000-2004 (χρήσεις 1999-2003).

Στην περίπτωση της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, το επίκεντρο της έρευνας στρέφεται στην ημέρα ανακοίνωσης (πρόθεσης) της εταιρίας να διανείμει μέρισμα χρήσης, όπως αυτή έρχεται στο φως της δημοσιότητας κατά τη συνεδρίαση του Δ.Σ. της εταιρίας για τον απολογισμό της παρελθούσας χρήσης[176], συνήθως τον Φλεβάρη (Πίνακας 3.6). Η ημερομηνία αυτή καθώς και αυτές που αφορούν άλλες εταιρικές πράξεις συλλέχθηκαν μέσω της ενδελεχούς ανάγνωσης των ημερήσιων δελτίων τύπου των εταιριών (αποδελτίωση) που δημοσιεύονται στον ημερήσιο Ελληνικό τύπο και στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α.

Συχνή πρακτική των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α. είναι η ταυτόχρονη ανακοίνωση[177] των οικονομικών τους αποτελεσμάτων (ετήσιων και Α' τριμήνου) με την πρόθεση τους για διανομή μερίσματος. Για κάποιες χώρες (π.χ. Μεγάλη Βρετανία, Αυστραλία, Κίνα) η απομόνωση των δύο ανακοινώσεων είναι ανέφικτη. Ωστόσο, η μελέτη της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος χωρίς την απομόνωση αυτής των κερδών θα μπορούσε να οδηγήσει σε εσφαλμένα αποτελέσματα, διότι δεν θα ήταν εφικτό να κατανοηθεί ποια από τις δύο ανακοινώσεις επηρέασε τη συμπεριφορά της αγοράς (εάν την επηρέασε). Για την αποφυγή του παραπάνω προβλήματος, η παρούσα μελέτη συνέλεξε μόνο τις ανακοινώσεις πρόθεσης διανομής μερίσματος που απέχουν τουλάχιστον 10 ημέρες από τις ανακοινώσεις κερδών (-10, +10).

3.3.3. Πηγές Στοιχείων

Για τη μελέτη των υποθέσεων προς εξέταση της παρούσας μελέτης χρειάστηκαν:

α) Οι ημερομηνίες αποκοπής του μερίσματος για τα έτη 1997-2004.

β) Οι ημερομηνίες πρόθεσης διανομής μερίσματος για τα έτη 2000-2004.

γ) Οι ημερομηνίες σύγκλισης των Γ.Σ. των εταιριών για τα έτη 2000-2004.

δ) Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης άλλων εταιρικών πράξεων όπως είναι αυτές της διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγοράς ή συγχώνευσης, αύξησης ή μείωσης μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών για τα έτη 2000-2004.

ε) Οι ημερομηνίες ανακοίνωσης κερδών (ετήσιων και τριμηνιαίων) για τα έτη 2000-2004.

[175] Η εξεταζόμενη περίοδος αφορά στη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών (βλέπε την ενότητα όπου παραθέτονται οι υποθέσεις προς έλεγχο).

[176] Κάποιες φορές η πρόθεση της εταιρίας να διανείμει μέρισμα χρήσης έρχεται στο φως της δημοσιότητας κατά την ανακοίνωση των οικονομικών αποτελεσμάτων του πρώτου τριμήνου της τρέχουσας χρήσης (συνήθως το Μάιο).

[177] Υπάρχουν βεβαίως κάποιες εξαιρέσεις όπου η πρόθεση της εταιρίας για διανομή μερίσματος γίνεται γνωστή από τον ημερήσιο τύπο και από τα αποσταλθέντα στο Χ.Α. δελτία τύπου χωρίς την ταυτόχρονη ανακοίνωση των οικονομικών αποτελεσμάτων. Οι περιπτώσεις αυτές εξετάζονται.

στ) Οι ημερήσιες προσαρμοσμένες τιμές κλεισίματος και ανοίγματος των εταιριών του Χ.Α. αλλά και του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α. για τα έτη 1997-2004.

ζ) Ο ημερήσιος προσαρμοσμένος όγκος (σε αξία) συναλλαγών των εταιριών του Χ.Α. αλλά και του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α. για τα έτη 1997-2004.

η) Οι ετήσιοι μητρικοί ισολογισμοί των εταιριών του Χ.Α. για τα έτη 1997-2003,

θ) Τα προσαρμοσμένα μερίσματα ανά μετοχή για τα έτη 1997-2004.

ι) Οι προσαρμοσμένες μερισματικές αποδόσεις ανά μετοχή για τα έτη 1997-2004.

Οι πηγές των παραπάνω στοιχείων ήταν διαφορετικές για κάθε περίπτωση. Συγκεκριμένα, οι προσαρμοσμένες με τη μέθοδο του Fixed Co-efficient ημερήσιες τιμές κλεισίματος και ανοίγματος των εταιριών καθώς και οι τιμές κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α. συλλέχθηκαν από το Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α. Από την ίδια πηγή προήρθε και ο ημερήσιος προσαρμοσμένος όγκος συναλλαγών με τη μέθοδο του Fixed Co-efficient[178] για κάθε εταιρία του δείγματος καθώς και ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χ.Α.

Οι ετήσιοι μητρικοί ισολογισμοί των εταιριών προήλθαν από το Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α. και από την εταιρία παροχής χρηματιστηριακών πληροφοριών «Globalsoft Α.Ε». Οι ημερομηνίες αποκοπής (και πληρωμής) του μερίσματος καθώς και οι ιστορικές και προσαρμοσμένες τιμές μερίσματος ανά μετοχή συλλέχθηκαν από την εταιρία παροχής χρηματιστηριακών πληροφοριών «Effect Εφαρμογές Πληροφορικής Α.Ε.». Τα στοιχεία αυτά διασταυρώθηκαν για την περίοδο 2000-2004 (χρήσεις 1999-2003) και από το διαδικτυακό τόπο του Χ.Α. Τέλος, οι ημερομηνίες ανακοίνωσης πρόθεσης διανομής μερίσματος, σύγκλισης της Γ.Σ. καθώς και η συλλογή των ημερομηνιών άλλων εταιρικών γεγονότων[179] έγινε με τη βοήθεια των δημοσιευθέντων ημερήσιων δελτίων τύπου των εισηγμένων εταιριών στον ημερήσιο Ελληνικό πολιτικό και οικονομικό τύπο, αλλά και στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α. Συγκεκριμένα, για την περίοδο 2000-2004, πραγματοποιήθηκε προσωπική ενδελεχής ανάγνωση (αποδελτίωση) περίπου 120.000 ημερήσιων δελτίων τύπου δημοσιευθέντων στις παρακάτω εφημερίδες: Χρήμα, Μέτοχος, Αξία, Ελευθεροτυπία, Νέα, Επενδυτής, Ισοτιμία, Βήμα, Ημερησία, Χρηματιστήριο, Εξπρές, Κέρδος, Καθημερινή και Ναυτεμπορική, και στους παρακάτω διαδικτυακούς τόπους:

[178] Για τον υπολογισμό των τιμών κλεισίματος και ανοίγματος και του όγκου συναλλαγών, η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη τη μεταβολή που γίνεται στον αριθμό σε κυκλοφορία μετοχών των εταιριών του Χ.Α. μετά από διάσπαση ή σύμπτυξη μετοχών, διανομή μερίσματος με τη μορφή δωρεάν μετοχών (stock dividends), διανομή δωρεάν μετοχών μετά από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δικαιώματος προαίρεσης αγοράς μετοχών σε στελέχη και εργαζομένους και από μετατροπή ομολογιακού δανείου σε μετοχές (convertible bonds). Βλέπε «Απόφαση 37/8-7-04: Προσαρμογή Τιμών Κινητών Αξιών» του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

[179] Για τις εξαγορές και συγχωνεύσεις που προέβησαν οι εταιρίες του Χ.Α. πολύτιμη ήταν και η αποστολή στοιχείων από τη Βρετανική εταιρία «Dealogic Plc». Επίσης, η συλλογή δελτίων τύπου από την εταιρία «Profile Πληροφορικής ΑΒΕΕ» διευκόλυνε τη διασταύρωση των πληροφοριών από αυτά που δημοσιεύθηκαν στον ημερήσιο τύπο.

www.euro2day.gr, www.presspoint.gr, www.ase.gr. Οι πληροφορίες των παραπάνω δελτίων τύπου διασταυρώθηκαν με αυτές των δελτίων τύπου που αποστάλησαν από τις εταιρίες και δημοσιεύθηκαν στο διαδικτυακό τόπο του Χ.Α.

3.3.4. Δείγμα την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος

Για τη δημιουργία του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία. Για την εξεταζόμενη περίοδο 1997-2004 μελετώνται τρία δείγματα. Το πρώτο δείγμα περιέχει το σύνολο των εταιριών που διένειμε μέρισμα και είχε γνωστή ημερομηνία αποκοπής (full sample). Το δεύτερο δείγμα, που αποτελεί υποσύνολο του πρώτου δείγματος, περιέχει το σύνολο των εταιριών του Χ.Α. που διένειμε μέρισμα, εξαιρουμένου των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου (Τράπεζες, Επενδυτικές εταιρίες, εταιρίες Leasing και Ασφάλειες). Συνεπώς το δείγμα αυτό περιλαμβάνει τις εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Το τρίτο δείγμα συμπεριλαμβάνει μόνο τις εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου (sample of financial companies).

Για την εξεταζόμενη περίοδο 1997-2004 (χρήσεις 1996-2003) διανεμήθηκε μέρισμα από 1.804 εταιρίες του Χ.Α. (Πίνακας 3.3). Ωστόσο, κάποιες εταιρίες διαγράφηκαν ή τέθηκαν υπό αναστολή διαπραγμάτευσης και για κάποιες δεν υπήρχαν διαθέσιμες χρηματιστηριακές πληροφορίες. Έτσι, το συνολικό (μεικτό[180]) δείγμα της εξεταζόμενης περιόδου 1997-2004 αποτελείται από 1.456 παρατηρήσεις. Το δεύτερο μεικτό δείγμα, που περιέχει τις εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, αποτελείται από 1.308 παρατηρήσεις. Τέλος, το τρίτο δείγμα που περιλαμβάνει μόνο τις εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου αποτελείται από 148 εταιρίες.

Για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004 (χρήσεις 1999-2003), 1.156 διανομές μερίσματος πραγματοποίησαν οι εταιρίες του Χ.Α. (Πίνακας 3.3). Ωστόσο, μόνο για τις 1.093 διανομές μερίσματος υπήρχαν διαθέσιμες τιμές κλεισίματος και ανοίγματος καθώς και οι όγκοι συναλλαγών. Το παραπάνω δείγμα είναι το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004 (contaminated sample). Για τη δημιουργία του καθαρού δείγματος (uncontaminated sample) για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004, πραγματοποιήθηκε ανάγνωση των ημερήσιων δελτίων τύπου (αποδελτίωση) και η εξαγωγή των ημερομηνιών της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, της ημέρας ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, της ημέρας σύγκλισης της Γ.Σ. και έγκρισης διανομής μερίσματος, καθώς επίσης και των άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων (π.χ. ανακοινώσεις κερδών, διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγορών ή συγχωνεύσεων, αυξήσεων

[180] Μεικτό δείγμα (contaminated sample) είναι εκείνο το οποίο περιλαμβάνει μετοχές με ημερομηνία αποκοπής χωρίς να έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών πράξεων 20 ημέρες γύρω από αυτήν (-10, +10). Αντίθετα, καθαρό δείγμα (uncontaminated sample) είναι εκείνο το οποίο περιλαμβάνει μετοχές με ημερομηνία αποκοπής έχοντας πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών πράξεων 20 ημέρες γύρω από αυτήν.

ή μειώσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών) για μία περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-10, +10). Αφού απομονώθηκαν οι παραπάνω ημερομηνίες από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για μία περίοδο 20 ημερών γύρω από αυτήν (-10, +10), δημιουργήθηκε το συνολικό καθαρό δείγμα των μετοχών (256 παρατηρήσεις). Το συνολικό καθαρό δείγμα της περιόδου 2000-2004 συμπίπτει με αυτό των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, διότι η ημέρα αποκοπής του μερίσματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου απέχει μόνο μία ημέρα από αυτή της Γ.Σ. των μετόχων. Συνεπώς, δεν υφίσταται λόγος το συνολικό καθαρό δείγμα να χωριστεί σε επιμέρους δείγματα.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί πως το τελικό δείγμα των μετοχών με «καθαρή» ημέρα αποκοπής του μερίσματος περιορίστηκε κυρίως λόγω της μικρής χρονικής απόστασης που χώριζε την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από την ημέρα σύγκλισης της Γ.Σ. και έγκρισης διανομής μερίσματος. Συγκεκριμένα, υπήρξαν 725 περιπτώσεις όπου η Γ.Σ. απείχε λιγότερο από 10 ημέρες από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (Πίνακας 3.4).

3.3.5. Δείγμα την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής Μερίσματος

Για την εξέταση της αντίδρασης της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ακολουθήθηκε παρόμοια μεθοδολογία με αυτή για την εξέταση της αντίδρασης της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος την περίοδο 2000-2004. Έτσι, μελετώνται δύο δείγματα, ένα μεικτό και ένα καθαρό. Το μεικτό δείγμα περιέχει το σύνολο των εταιριών που διένειμε μέρισμα και είχε γνωστή την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος[181] (347 παρατηρήσεις).

Όπως και στην περίπτωση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, έτσι και στην περίπτωση της ημέρας διανομής μερίσματος για τη δημιουργία του καθαρού δείγματος πραγματοποιήθηκε ανάγνωση των ημερήσιων δελτίων τύπου (αποδελτίωση) και η εξαγωγή των προαναφερθέντων ημερομηνιών για μία περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα διανομής μερίσματος (-10, +10). Ο αρχικός αριθμός των ημερομηνιών ανακοίνωσης διανομής μερίσματος[182] που συλλέχθηκε ήταν ίσος με 347. Από τις 347 ημερομηνίες ανακοίνωσης διανομής μερίσματος αφαιρέθηκαν: α) 61 περιπτώσεις όπου δεν υπήρχαν χρηματιστηριακές πληροφορίες για διάφορους λόγους (διαγραφή εταιριών, αναστολή διαπραγμάτευσης, πρόθεση διανομής μερίσματος πριν την εισαγωγή των μετοχών στο Χ.Α.). β) 9 περιπτώσεις όπου η πρόθεση ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ανακοινώθηκε ταυτόχρονα με αυτήν της εξαγοράς ή συγχώνευσης. γ) 5 περιπτώσεις όπου η πρόθεση ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ανακοινώθηκε ταυτόχρονα με αυτήν της πρόθεσης

[181] Για όλα τα δείγματα, οι ημερομηνίες ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος απέχουν τουλάχιστον 10 ημέρες από την ανακοίνωση κερδών (-10, +10) για το λόγο που περιγράφτηκε στην παράγραφο 3.3.2.
[182] Οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος απείχαν τουλάχιστον 10 ημέρες από αυτές των κερδών.

διάσπασης ή σύμπτυξης του αριθμού μετοχών. δ) 13 περιπτώσεις όπου η πρόθεση ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ανακοινώθηκε ταυτόχρονα με αυτήν της πρόθεσης αύξησης ή μείωσης του μετοχικού κεφαλαίου. ε) 28 περιπτώσεις όπου η ημέρα πρόθεσης διανομής μερίσματος απείχε λιγότερο από 10 ημέρες από αυτήν της ημέρας της Γ.Σ. Συνεπώς, το συνολικό καθαρό δείγμα την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος αποτελείται από 231 παρατηρήσεις.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3. ΕΞΕΛΙΞΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ Χ.Α.

ΕΤΟΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.	ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ	ΔΕΝ ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ	% ΠΟΥ ΕΔΩΣΑΝ ΜΕΡΙΣΜΑ
1987	82	59	23	71,95
1988	82	56	26	68,29
1989	86	61	25	70,93
1990	114	88	26	77,19
1991	126	95	31	75,40
1992	130	96	34	73,85
1993	147	107	40	72,79
1994	190	153	37	80,53
1995	213	173	40	81,22
1996	223	180	43	80,72
1997	230	190	40	82,61
1998	252	207	45	82,14
1999	299	251	48	83,95
2000	333	256	77	76,88
2001	337	238	99	71,00
2002	342	224	118	65,00
2003	347	212	135	61,00
2004	350	226	124	65,00
2005	322	220	102	68,32
2006	309	188	121	60,84
2007	321	173	148	53,89

Πηγή: Τμήμα Διάχυσης Πληροφόρησης του Χ.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4. ΔΙΑΘΕΣΙΜΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΕΙΣ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ

	ΕΤΟΣ	2000	2001	2002	2003	2004	ΣΥΝΟΛΟ
1	ΣΥΝΟΛΟ ΔΙΑΝΕΜΗΘΕΝΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	256	238	224	212	226	1156
2	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΔΙΑΘΕΣΙΜΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΑΠΟΚΟΠΗΣ	216	220	224	210	223	1093
3	ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	51	51	57	42	55	256
4	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΔΙΑΘΕΣΙΜΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	73	87	67	62	58	347
5	ΚΑΘΑΡΟ ΔΕΙΓΜΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	35	49	52	51	44	231
6	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΔΙΑΘΕΣΙΜΕΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΕΣ ΕΓΚΡΙΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΤΗ Γ.Σ.	197	209	199	132	225	962
7	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ. ΑΠΕΙΧΕ ΛΙΓΟΤΕΡΟ ΑΠΌ 10 ΗΜΕΡΕΣ ΑΠΌ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	145	158	153	103	166	725
8	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ. ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΙ Α.Μ.Κ	37	78	38	13	21	187
9	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ. ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	10	26	6	6	25	73
10	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ. ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΣΠΑΣΗ Η ΣΥΜΠΤΥΞΗ ΜΕΤΟΧΩΝ	7	3	2	0	4	16
11	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ. ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΤΩΝ (10), (11) ΚΑΙ (12)	7	10	3	0	3	23
12	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΠΟΥ Η Γ.Σ ΕΝΕΚΡΙΝΕ ΔΙΑΝΟΜΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΝΑΚΟΙΝΩΘΗΚΕ ΕΞΑΓΟΡΑ Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ	16	16	10	7	7	56

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5. ΑΡΙΘΜΟΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΩΝ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΜΗΝΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΜΗΝΑΣ	2000	2001	ΕΤΗ 2002	2003	2004
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ	0	2	5	3	1
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ	3	4	3	0	1
ΜΑΡΤΙΟΣ	10	5	3	2	7
ΑΠΡΙΛΙΟΣ	11	9	10	7	15
ΜΑΙΟΣ	18	16	19	21	22
ΙΟΥΝΙΟΣ	80	72	69	73	81
ΙΟΥΛΙΟΣ	71	94	95	84	74
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ	16	12	13	12	14
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ	2	0	2	0	1
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ	0	0	0	1	0
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	5	6	6	7	7
ΣΥΝΟΛΟ	**216**	**220**	**224**	**210**	**223**

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6. ΑΡΙΘΜΟΣ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΩΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΑ ΜΗΝΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΜΗΝΑΣ	2000	2001	ΕΤΗ 2002	2003	2004
ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ	4	1	2	0	4
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ	14	34	13	39	33
ΜΑΡΤΙΟΣ	11	13	15	12	5
ΑΠΡΙΛΙΟΣ	9	10	16	3	3
ΜΑΙΟΣ	20	13	14	4	5
ΙΟΥΝΙΟΣ	11	12	6	2	5
ΙΟΥΛΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ	1	0	0	0	0
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	0	0	0	0	0
ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	3	4	1	2	3
ΣΥΝΟΛΟ	**73**	**87**	**67**	**62**	**58**

3.4. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η ανάλυση της επίδρασης της ημέρας αποκοπής του μερίσματος και της ημέρας ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος στις τιμές των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών γίνεται με τη μέθοδο της «Ανάλυσης Επιχειρηματικών Γεγονότων» (event study methodology). Τα δύο αυτά γεγονότα, η ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος, αν και λαμβάνουν χώρα σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα και αναμένονται να έχουν διαφορετικές επιδράσεις στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών, μοιράζονται πολλές κοινές μεθόδους εκτίμησής τους. Η ενότητα αυτή χωρίζεται σε δύο υποενότητες, όπου σε κάθε μία χωριστά περιγράφονται οι μέθοδοι που ακολουθούνται για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων και του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών για την περίπτωση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος και για την περίπτωση της ημέρας ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.

3.4.1. Μεθοδολογία για την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος.

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών γεγονότων, όπως περιγράφεται από τους Brown και Warner (1980 και 1985), ελέγχονται οι υποθέσεις που διατυπώθηκαν στην ενότητα 3.2 και ερευνάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το ενδιαφέρον της μελέτης επικεντρώνεται στην ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος (t=0) και για μία περίοδο γεγονότος (event period) 40 ημερών γύρω από αυτήν (-20, +20).

Αρχικά παρουσιάζονται οι μέθοδοι υπολογισμού του λόγου ΔP/D και των υπερβαλλουσών αποδόσεων (abnormal returns) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και έπειτα παρουσιάζονται οι μέθοδοι υπολογισμού του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (abnormal volume) για την ίδια ημέρα.

3.4.1.1. Μέθοδοι Υπολογισμού του Λόγου ΔP/D και των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων.

Για την ανάλυση της επίδρασης της ημέρας αποκοπής του μερίσματος στις τιμές των μετοχών χρησιμοποιείται ο κλασσικός λόγος ΔP/D των Elton και Gruber (1970):

$$\Delta P / D = RPR_{c-c} \frac{P_c - P_e}{D} \qquad (3.1)$$

Ο λόγος ΔP/D[183] δείχνει την πτώση της τιμής της μετοχής από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) στην ημέρα αποκοπής (P_e) ως προς το ποσό του μερίσματος (D). Οι Elton και Gruber (1970) υπολόγισαν το λόγο αυτό χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, πρώτος ο Kalay (1982) και μετέπειτα πολλοί άλλοι[184] ερευνητές επισήμαναν το μειονέκτημα που προκαλούσε η επιλογή τιμών κλεισίματος και για τις δύο ημέρες. Το κυριότερο επιχείρημά τους ήταν ότι η επιλογή της τιμής κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αγνοούσε πιθανή μεταβολή στην τιμή της μετοχής την ημέρα αυτή από μεταβολές της αγοράς.

Για να «απομονωθεί» η επίδραση της αγοράς, ο Kalay (1982) πρότεινε τη χρήση τιμών κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και τιμών ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e).

$$\Delta P / D = RPR_{c-o} \frac{P_c - P_e}{D} \tag{3.2}$$

Επιπλέον, οι Kalay (1982), Grammatikos (1989) και Michaely (1991) πρότειναν τη χρήση τιμών κλεισίματος και για τις δύο ημέρες, προσαρμόζοντας, όμως, την τιμή κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από μεταβολές της αγοράς ως εξής:

$$\Delta P / D = MARP = \frac{P_c - [P_e /(1 + R_m)]}{D} \tag{3.3}$$

όπου,

P_c = η τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος,

P_e = η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος,

D = το ποσό του μερίσματος,

R_m = η μεταβολή της αγοράς.[185]

Ο λόγος αυτός έμεινε γνωστός και ως προσαρμοσμένος με το δείκτη της αγοράς λόγος ΔP/D (MARP).

Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιούνται και οι τρεις προτεινόμενοι τρόποι υπολογισμού του λόγου ΔP/D. Ο λόγος που χρησιμοποιούνται και οι τρεις τρόποι υπολογισμού του λόγου ΔP/D έχει να κάνει με τις ιδιαιτερότητες της Ελληνικής αγοράς (όπως αυτές περιγράφονται στο τρίτο κεφάλαιο) οι οποίες μπορεί να διαφοροποιήσουν τα αποτελέσματα αν υιοθετηθεί ο ένας από τους τρεις τρόπους. Συνεπώς, με τον υπολογισμό του λόγου ΔP/D και με τους τρεις τρόπους

[183] Ο λόγος ΔP/D στην αγγλική γλώσσα είναι γνωστός ως ex-dividend price drop ratio ή drop-off ratio. Ωστόσο, στα Ελληνικά μπορεί να αποδοθεί μόνο περιφραστικά και για το λόγο αυτό η παρούσα μελέτη όταν αναφέρεται σε αυτόν χρησιμοποιεί ως τίτλο το ΔP/D.

[184] Eades, Hess και Kim (1984), Grammatikos (1989), Michaely (1991) κα.

[185] Η απόδοση της αγοράς μπορεί να υπολογιστεί με το υπόδειγμα της αγοράς, το υπόδειγμα της μέσης προσαρμοσμένης απόδοσης και το στοχαστικό μοντέλο. Για λεπτομέρειες βλέπε τις μελέτες των Kalay (1982) και Michaely (1991).

εξασφαλίζεται η διερεύνηση και η καταλληλότητα αυτών, αλλά και τυχόν ιδιαιτερότητες της Ελληνικής αγοράς που θα οδηγούσαν ίσως σε διαφορετικά αποτελέσματα από αυτά της βιβλιογραφίας. Πιο συγκεκριμένα, η παρούσα μελέτη υπολογίζει τους εξής λόγους ΔP/D:

α) Τον απροσάρμοστο λόγο ΔP/D, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e) (Raw Price Ratio using closing prices-$RPR_{c\text{-}c}$).

β) Τον απροσάρμοστο λόγο ΔP/D, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e) (Raw Price Ratio using closing prices on cum dates and opening on ex-dates-$RPR_{c\text{-}o}$).

γ) Τον προσαρμοσμένο με το δείκτη της αγοράς λόγο ΔP/D, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e), προσαρμόζοντας, όμως, τις τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από μεταβολές της αγοράς[186] (Market-Adjusted Price Ratio using closing prices- MARP).

Επιπλέον, στην παρούσα μελέτη υπολογίζεται και η πτώση της τιμής της μετοχής από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e) ως προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (P_c) (Raw Price Drop Ratio-RPDR). Ο λόγος αυτός αναφέρεται συνοπτικά ως λόγος ΔP/P[187]:

$$\Delta P / P = RPDR = \frac{P_c - P_e}{P_c} \tag{3.4}$$

Σε κατάσταση ισορροπίας όπου την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής πέφτει κατά το ποσό του μερίσματος, ο λόγος ΔP/P θα πρέπει να είναι ίσος με τη μερισματική απόδοση (D/P_c). Ένας λόγος ΔP/P μικρότερος από τη μερισματική απόδοση σημαίνει πως η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πέφτει λιγότερο από το ποσό του μερίσματος και συνεπώς κάποιος μπορεί να αποκομίσει υπερβάλλουσες αποδόσεις αγοράζοντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλώντας τη μετοχή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αντίθετα, ένας λόγος ΔP/P μεγαλύτερος από τη μερισματική απόδοση σημαίνει πως η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πέφτει περισσότερο από το ποσό του μερίσματος και συνεπώς κάποιος μπορεί να αποκομίσει υπερβάλλουσες αποδόσεις πουλώντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και αγοράζοντας τη μετοχή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

[186] Βλέπε εξίσωση 3.3.

[187] Για λεπτομέρειες βλέπε τη μελέτη των Milonas, Travlos, Xiao και Cunkai Tan (2006).

Όπως και στην περίπτωση του λόγου ΔP/D, έτσι και ο λόγος ΔP/P υπολογίζεται με τρεις διαφορετικούς τρόπους:

α) Τον απροσάρμοστο λόγο ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e) (Raw Price Drop Ratio using closing prices-$RPDR_{c-c}$).

β) Τον απροσάρμοστο λόγο ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e) (Raw Price Drop Ratio using closing prices on cum dates and opening on ex-date -$RPDR_{c-o}$).

γ) Τον προσαρμοσμένο με το δείκτη της αγοράς λόγο ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c) και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_e), προσαρμόζοντας, όμως, τις τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από μεταβολές της αγοράς (Market-Adjusted Price Drop Ratio using closing prices- MAPDR).

Οι Eades, Hess και Kim (1984) επισήμαναν, ωστόσο, πως οποιαδήποτε χρήση του λόγου ΔP/D για τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αντιμετωπίζει δύο σοβαρά προβλήματα: το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας και το πρόβλημα της έλλειψης ανεξαρτησίας (heteroscedasticity and lack of independence). Το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας προκύπτει από το γεγονός ότι οι μεταβολές των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ΔP) διαιρούνται δια το ποσό του μερίσματος το οποίο δεν είναι ίδιο για όλες τις μετοχές. Για παράδειγμα, εάν δύο εταιρίες έχουν την ίδια διακύμανση για τις μεταβολές των τιμών των μετοχών τους από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η μία μετοχή διανέμει μέρισμα 1 Ευρώ και η άλλη 0,01 Ευρώ, τότε η διακύμανση του λόγου ΔP/D της πρώτης εταιρίας είναι μόλις 1% της διακύμανσης του λόγου ΔP/D της δεύτερης εταιρίας. Το αποτέλεσμα είναι πως ο λόγος ΔP/D της δεύτερης εταιρίας έχει πολύ μεγαλύτερη βαρύτητα στον υπολογισμό του μέσου όρου του λόγου ΔP/D των δύο εταιριών και το γεγονός αυτό μπορεί να προκαλέσει στρέβλωση των τελικών αποτελεσμάτων. Το πρόβλημα της έλλειψης ανεξαρτησίας του λόγου ΔP/D έχει να κάνει με το γεγονός ότι πολλές μετοχές έχουν κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος (time clustering). Επειδή πολλές μετοχές των ΗΠΑ έχουν κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι Eades, Hess και Kim (1984) και μετέπειτα οι Lakonishok και Vermaelen (1986), Robin (1991), Han (1994), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), και Daunfeldt (2002) θεώρησαν ότι οι μετοχές αυτές θα πρέπει να ομαδοποιηθούν σε χαρτοφυλάκια με κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να θεωρηθούν ως μία παρατήρηση για να αποφευχθούν ακραίες μεταβολές στις τιμές των μετοχών την ημέρα αυτή. Έτσι, οι Eades, Hess και Kim (1984) σχημάτισαν χαρτοφυλάκια μετοχών με κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος

και υπολόγισαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αυτή διαιρώντας τες με την τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου (standardized excess returns –SER). Επιπλέον, οι Eades, Hess και Kim (1984) πρότειναν τη χρήση των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (και γύρω από αυτήν) για την καλύτερη εξέταση του φαινομένου της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος[188]. Ωστόσο, στην Ελλάδα λόγω του μικρού αριθμού εταιριών του Χρηματιστήριο Αθηνών σε σχέση με τις ΗΠΑ και επίσης, λόγω του ό,τι οι εταιρίες διανέμουν μια φορά το χρόνο μέρισμα, αν και υπάρχουν πολλές εταιρίες με κοινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος (βλέπε Πίνακα 3.5), θα διαμορφώνονταν πολύ λίγα χαρτοφυλάκια προς εξέταση. Έτσι, αποφασίστηκε να μην ακολουθηθεί η μεθοδολογία των Eades, Hess και Kim (1984).

Πολλοί ερευνητές όπως οι Venkatesh (1991), Lasfer (1995), French, Varson και Moon (1999), Bauer, Beveridge και Sivakumar (2002) και Florentsen και Rydqvist (2002) υπολόγισαν τις απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ARR[189] (Abnormal Raw Returns) ως εξής:

$$ARR = \frac{P_c + D - P_e}{P_c} \tag{3.5}$$

όπου,

ARR = οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος,

P_c = η τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος,

P_e = η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος,

D = το ποσό του μερίσματος

Ωστόσο, ο υπολογισμός αυτός των υπερβαλλουσών αποδόσεων αντιμετωπίζει το ίδιο πρόβλημα με αυτόν του κλασσικού λόγου ΔP/D, δηλαδή, έλλειψη προσαρμογής των τιμών από μεταβολές της αγοράς. Οι Eades, Hess και Kim (1984), Lakonishok και Vermaelen (1983 και1986), Grammatikos (1989) κα. κατέφυγαν στη χρήση των τριών μεθόδων που πρότειναν οι Brown και Warner (1980, 1985) για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων οι οποίες είναι οι εξής:

α) Το υπόδειγμα της «αγοράς» (market model).

β) Το υπόδειγμα των «μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων» (mean-adjusted model).

---

[188] Ο Michaely (1991) πρότεινε ένα λόγο ΔP/D προσαρμοσμένο από μεταβολές της αγοράς και κατά της ετεροσκεδαστικότητας. Για λεπτομέρειες, βλέπε Michaely (1991) και Liljeblom, Loflund και Hedvall (2001).

[189] Οι Elton, Gruber και Blake (2002) προσάρμοσαν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις από μεταβολές της αγοράς με τον εξής τρόπο: $\text{ARR} = \frac{P_e + D - P_c}{P_c} - r$, όπου r η απόδοση της αγοράς.

γ) Το υπόδειγμα των «προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς» (market-adjusted model)

Και τα τρία υποδείγματα εξουδετερώνουν τις μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές των μετοχών από την αγορά (από γεγονότα ανεξάρτητα με την ημέρα αποκοπής του μερίσματος).

Τα τρία παραπάνω υποδείγματα υπολογίζουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις στην ανακοίνωση κάποιου σημαντικού οικονομικού γεγονότος από την επιχείρηση (στην περίπτωση της παρούσας μελέτης η ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος) ως τη διαφορά μεταξύ «πραγματικών» αποδόσεων την ημέρα του γεγονότος (actual returns) και «κανονικών» ή «αναμενόμενων» αποδόσεων των μετοχών (normal or expected returns).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \tag{3.6}$$

όπου,
AR_{it} = οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της μετοχής i την ημέρα αποκοπής (t=0) και γύρω από αυτήν,
R_{it} = η πραγματική (παρατηρηθείσα) απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και
$E(R_{it})$ = η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής i την ημέρα t.

Η αναμενόμενη ή κανονική απόδοση υπολογίζεται με έναν από τα υποδείγματα των Brown και Warner (1980, 1985) τα οποία παρουσιάζονται παρακάτω.

3.4.1.2. Το Υπόδειγμα της Αγοράς (Market Model)

Το υπόδειγμα της αγοράς υποθέτει πως οι αποδόσεις των μετοχών δημιουργούνται με την παρακάτω διαδικασία:

$$R_{it} = a + \beta * R_{mt} + e_{it} \tag{3.7}$$

όπου,

i = 1…….,N,

t = 1…….,N,

R_{it} = η απόδοση της μετοχής i την ημέρα t,

R_{mt} = η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς την ημέρα t,

$\beta = \dfrac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$ ο συστηματικός κίνδυνος,

$a = E(R_{it}) - \beta * E(R_{mt})$ και

e_{it} = το υπολογιστικό σφάλμα (ή ο διαταρακτικό όρος) της μετοχής i την ημέρα t που έχει κανονική κατανομή και μέσο μηδέν (0). Επίσης, υποθέτουμε ότι η διακύμανση του e_{it} είναι σταθερή διαμέσου του χρόνου.

Για όλα τα υποδείγματα εκτίμησης αποδόσεων, τόσο οι αποδόσεις μετόχων (R_{it}), όσο και οι αποδόσεις της αγοράς (R_{mt}) υπολογίζονται με τη χρήση του νεπέριου λογάριθμου ως εξής:

$$R_{it} = \ln(P_{it}) - \ln(P_{it-1}) \tag{3.8}$$

όπου,
P_{it} = η τιμή μετοχής i την ημέρα t,

P_{it-1} = η τιμή μετοχής i την ημέρα t-1και

R_{it} = ο νεπέριος λογάριθμος της απόδοσης της μετοχής i την ημέρα t. Κατά αντιστοιχία υπολογίζεται και η απόδοση της αγοράς $R_{mt.}$

Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι ο δείκτης που περιέχει όλες τις μετοχές σε αναλογία με την αξία τους στην αγορά. Στην παρούσα μελέτη χρησιμοποιείται ο «Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών» προσαρμοσμένος για τα διανεμηθέντα μερίσματα και συνεπώς αποτελεί αντιπροσωπευτικό μέτρο απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου. Πολλές φορές η έλλειψη για αρκετές μετοχές συναλλαγών επί καθημερινής βάσης και οι ετεροχρονισμένες συναλλαγές δημιουργούν σοβαρά οικονομετρικά προβλήματα στον υπολογισμό του συντελεστή β (non-synchronous or thin trading). Οι Scholes και Williams (1977) και Dimson (1979) παρουσίασαν υποδείγματα επίλυσης αυτών των προβλημάτων. Ωστόσο, στην παρούσα μελέτη δεν έχουν συμπεριληφθεί μετοχές που δεν έχουν καθημερινή συναλλακτική δραστηριότητα και συνεπώς δεν χρειάστηκε να υπολογιστεί ο συντελεστής β σύμφωνα με τα υποδείγματα των Scholes και Williams (1977) και Dimson (1979).

Ο συντελεστής β της μετοχής i είναι το μέτρο της ευαισθησίας της μετοχής αυτής στις μεταβολές της αγοράς (συστηματικός κίνδυνος). Ορίζεται ως το πηλίκο της συνδιακύμανσης της απόδοσης της μετοχής i με αυτή της αγοράς δια τη διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

$$\beta = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})} \tag{3.9}$$

Εκτελώντας μια παλινδρόμηση μέσων ελαχίστων τετραγώνων (Ordinary Least Squares-OLS) μεταξύ των μεταβλητών R_{it} και R_{mt} για 200[190] ημερήσιες αποδόσεις που λήγουν 20

[190] Κάθε μελέτη χρησιμοποιεί διαφορετική περίοδο υπολογισμού ανάλογα με τη γειτνίαση του υπό εξέταση γεγονότος και άλλων γεγονότων που λαμβάνουν χώρα την ίδια περίοδο. Ωστόσο, η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί 200 ημέρες ως

ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-220, -21), δηλαδή, εκτός της περιόδου γεγονότος, υπολογίζουμε τους συντελεστές α και β για κάθε μετοχή του δείγματος.

Χρησιμοποιώντας τους συντελεστές α, και β η εξίσωση (3.7) γίνεται:

$$AR_{it} = e_{it} = R_{it} - [\hat{a} + \hat{\beta} * R_{mt}] \quad (3.10)$$

Η αφαίρεση των αναμενόμενων αποδόσεων από τις αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν προσδιορίζει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις e_{it} (abnormal returns).

Δηλαδή το $[\hat{a} + \hat{\beta} * R_{mt}]$ είναι η «κανονική» απόδοση της μετοχής i την ημέρα t και το e_{it} είναι η έκτακτη ή υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής i την ημέρα t.

Το υπόδειγμα της αγοράς, όπως παρουσιάζεται στην εξίσωση (3.7), δείχνει τη συνολική απόδοση R_{it} της μετοχής i να αποτελείται από την απόδοση της αγοράς και από ένα μέρος που εξαρτάται από τη συγκεκριμένη επιχείρηση. Η αφαίρεση του $[\hat{a} + \hat{\beta} * R_{mt}]$ από την απόδοση της μετοχής (R_{it}) εξουδετερώνει την επίδραση των μεταβολών της αγοράς, αλλά δεν εξουδετερώνει τις μεταβολές που προκαλούνται στις τιμές και από άλλα γεγονότα εκτός από το γεγονός της ημέρας αποκοπής του μερίσματος. Στις παραγράφους όπου παρουσιάζεται το τελικό δείγμα και τα διάφορα υποσύνολα του, αναφέρεται ο τρόπος εξουδετέρωσης των υπόλοιπων γεγονότων.

Για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν (περίοδος γεγονότος) για το σύνολο των εταιριών του δείγματος (χαρτοφυλάκιο εταιριών) χρησιμοποιούνται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (Average Abnormal Returns), οι οποίες είναι ίσες με:

$$\overline{AR_t} = \frac{\sum_{t=1}^{N} AR_{it}}{N} \quad (3.11)$$

όπου,

$\overline{AR_{it}}$ οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα t, όπου t= -20, -19,…,+20,

AR_{it} = οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της μετοχής i την ημέρα t, όπου t= -20, -19,…,+20 και

N = ο αριθμός των εταιριών που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα.

Τελευταίο βήμα στην ανάλυση των υπερβαλλουσών αποδόσεων είναι ο υπολογισμός των «αθροιστικών» ή «σωρευτικών» μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων CAR

περίοδο υπολογισμό, ακολουθώντας τη μελέτη των Bartholdy και Peare (2004) οι οποίοι υποστήριξαν εμπειρικά πως η ιδανική περίοδος υπολογισμού πρέπει να περιέχει τουλάχιστον 200 ημέρες.

(Cumulative Abnormal Returns) για τις ημέρες t_1 έως t_2 στην περίοδο γεγονότος (t=-20, +20) για το σύνολο των εταιριών που συμμετέχει στο δείγμα.

Ο σωρευτικός μέσος των υπερβαλλουσών αποδόσεων για τις N μετοχές του δείγματος από την ημέρα t_1 έως την ημέρα t_2 υπολογίζεται ως εξής:

$$CAR(t_1 - t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \tag{3.12}$$

ή

$$CAR(t_1 - t_2) = \overline{AR_{t_1}} + ... + \overline{AR_{t_2}} \tag{3.13}$$

3.4.1.3. Το Υπόδειγμα των Προσαρμοσμένων Αποδόσεων με το Δείκτη της Αγοράς (Market-Adjusted Returns Model)

Στο υπόδειγμα αυτό η υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής i δίνεται από τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της (R_{it}) και της αντίστοιχης απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την ημέρα t (R_{mt}):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \tag{3.14}$$

Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει ότι σε κάθε περίοδο t οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίδιες για όλες τις μετοχές, δηλαδή R_{mt}, αλλά όχι υποχρεωτικά σταθερές για κάποια συγκεκριμένη μετοχή (δηλαδή, $\alpha = 0$ και $\beta = 1$ για κάθε μετοχή).

Όπως και στην περίπτωση του υποδείγματος της αγοράς, έτσι και στο υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, υπολογίζονται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις ($\overline{AR_{it}}$) και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις [$CAR(t_1, t_2)$] για το δείγμα των N μετοχών χρησιμοποιώντας τους τύπους (3.11) και (3.12), αντίστοιχα.

3.4.1.4. Το Υπόδειγμα των Μέσων Προσαρμοσμένων Αποδόσεων (Mean-Adjusted Returns Model)

Στο υπόδειγμα αυτό ο μέσος των πραγματικών αποδόσεων της μετοχής i (R_{it}) για την περίοδο γεγονότος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής i. Στην περίπτωση αυτή, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της μετοχής i την ημέρα t υπολογίζονται ως εξής:

$$AR_{it} = R_{it} - \overline{R_{it}} \tag{3.15}$$

όπου,

$$\overline{R_{it}} = \frac{\sum_{-21}^{-220} R_{it}}{200} \qquad (3.16)$$

Στη συνέχεια οι υπερβάλλουσες αποδόσεις χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων ($\overline{AR_{it}}$) και των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων [CAR(t_1, t_2)] για το δείγμα των N μετοχών χρησιμοποιώντας τους τύπους (3.11) και (3.12), αντίστοιχα.

Πέρα από τις απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις, η παρούσα μελέτη υπολογίζει τις υπερβάλλουσες αποδόσεις για κάθε μετοχή χρησιμοποιώντας τα υποδείγματα της αγοράς και των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς για μια περίοδο γεγονότος 40 ημερών (-20, +20) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0). Η περίοδος υπολογισμού είναι (estimation period) 200 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος (-220, -21). Ο λόγος που καταφεύγουμε στα δύο παραπάνω υποδείγματα είναι η «ανωτερότητα» τους στην εκτίμηση των αναμενόμενων αποδόσεων στην ανακοίνωση διαφόρων οικονομικών γεγονότων όπως εμπειρικά έχει υποστηριχθεί από τους Brown και Warner (1985). Η ανωτερότητά τους έχει να κάνει με το γεγονός πως εξουδετερώνουν πιθανές μεταβολές που προκαλούνται στην αγορά και επικεντρώνουν το ενδιαφέρον τους στις μεταβολές που προκαλούνται αποκλειστικά από την υπό εξέταση επιχείρηση. Οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις και το υπόδειγμα των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων αποτυγχάνουν να επιτύχουν τα παραπάνω[191].

3.4.1.5. Στατιστικός Έλεγχος του Λόγου ΔP/D και των Υπερβαλλουσών Αποδόσεων

Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου του λόγου ΔP/D (υπολογισμένος και με τους τρεις τρόπους) για να διαπιστωθεί αν αποκλίνει από τη θεωρητική του τιμή (ΔP/D=1) γίνεται με τη στατιστική t-student ως εξής:

$$t = \frac{\mu - 1}{\sigma / \sqrt{n}} \qquad (3.17)$$

όπου,

μ = ο μέσος του λόγου ΔP/D,

n= ο αριθμός των μετοχών του δείγματος και

σ = η τυπική απόκλιση του δείγματος.

όπου,

[191] Βλέπε Τσαγκαράκης (1993).

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum\left(\frac{\Delta P}{D} - \mu\right)^2}{n-1}} \quad (3.18)$$

Η κύρια υπόθεση ότι ο λόγος ΔP/D είναι ίσος με τη μονάδα απορρίπτεται εάν

$$|t| = \left|\frac{\mu - 1}{\sigma / \sqrt{n}}\right| \geq t_{n-1;\, a/2} \quad (3.19)$$

όπου,

a = το επίπεδο σημαντικότητας. Η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί τρία επίπεδα σημαντικότητας: 1%, 5% και 10%.

Ο διάμεσος του λόγου ΔP/D (υπολογισμένος και με τους τρεις τρόπους) για να διαπιστωθεί αν αποκλίνει από τη θεωρητική του τιμή (ΔP/D=1) γίνεται με τη στατιστική του Wilcoxon Signed Rank Test (p-value).

Παρόμοια, ο μέσος του λόγου ΔP/P (υπολογισμένος και με τους τρεις τρόπους) για να διαπιστωθεί αν αποκλίνει από τη θεωρητική του τιμή (ΔP/P=Μερισματική απόδοση) γίνεται με τη στατιστική t-student ως εξής:

$$t = \frac{\mu - \frac{D}{P_c}}{\sigma / \sqrt{n}} \quad (3.20)$$

όπου,

μ = ο μέσος του λόγου ΔP/P,

D/P_c = η μερισματική απόδοση,

n= ο αριθμός των μετοχών του δείγματος και

σ = η τυπική απόκλιση του δείγματος.

Η κύρια υπόθεση (null hypothesis) ότι ο λόγος ΔP/P είναι ίσος με τη μερισματική απόδοση απορρίπτεται εάν:

$$|t| = \left|\frac{\mu - \frac{D}{P_c}}{\sigma / \sqrt{n}}\right| \geq t_{n-1;\, a/2} \quad (3.21)$$

όπου,

a = το επίπεδο σημαντικότητας.

Ο διάμεσος του λόγου ΔP/P (υπολογισμένος και με τους τρεις τρόπους) για να διαπιστωθεί αν αποκλίνει από τη θεωρητική του τιμή (ΔP/P= μερισματική απόδοση) γίνεται με τη στατιστική του Wilcoxon Signed Rank Test (p-value).

Ο έλεγχος που γίνεται για να διαπιστωθεί αν οι υπερβάλλουσες αποδόσεις για κάθε μετοχή i είναι στατιστικά διάφορες από το μηδέν πραγματοποιείται με τη βοήθεια της στατιστικής t (t-statistic) στην περίπτωση των απροσάρμοστων αποδόσεων και στην περίπτωση των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς:

$$\text{Στατιστικός } t(AR_{it}) = \frac{AR_{it} - 0}{\sigma(AR_{it})} \tag{3.22}$$

όπου,

AR_{it}= οι υπερβάλλουσες αποδόσεις της μετοχής i την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

σ (AR_{it}) = η τυπική απόκλιση των υπερβαλλουσών αποδόσεων της μετοχής i την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

$$\sigma\ (AR_{it}) = \sqrt{\frac{\sum\left(AR_{it} - \overline{AR_{it}}\right)^2}{n-1}} \tag{3.23}$$

Ο στατιστικός έλεγχος των μέσων υπερβαλλουσών και των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων για το σύνολο N μετοχών του δείγματος για κάθε ημέρα της περιόδου γεγονότος δίνονται παρακάτω ως εξής (στην περίπτωση των απροσάρμοστων αποδόσεων και στην περίπτωση των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς):

$$\text{Στατιστικός } t(\overline{AR_t}) = \frac{\overline{AR_t} - 0}{\sigma(\overline{AR_t})/\sqrt{n}} \tag{3.24}$$

$$\text{Στατιστικός t } (CAR_t) = \frac{CAR_t}{\sqrt{T} * \sigma(\overline{AR_t})} \tag{3.25}$$

όπου,

$\overline{AR_{it}}$= οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

$\sigma(AR_t)$ = η τυπική απόκλιση των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων του δείγματος την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

n = ο αριθμός των παρατηρήσεων (εταιριών) του δείγματος,

$\overline{CAR_t}$ = οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος την ημέρα t, όπου t=-20,….+20,

σ (AR_t) = η τυπική απόκλιση του δείγματος των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων.

T= $t_2 - t_1 + 1$ = όπου t_1 είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και t_2 η τελευταία ημέρα.

Η κύρια υπόθεση ότι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ίσες με μηδέν απορρίπτεται, αντίστοιχα, εάν:

$$\left|t\right| = \left|\frac{\overline{AR_t} - 0}{\sigma(\overline{AR_t})/\sqrt{n}}\right| \geq t_{n-1;\, a/2} \qquad (3.26)$$

και

$$\left|t\right| = \left|\frac{CAR_t - 0}{\sigma(\overline{AR_t}) * \sqrt{T}}\right| \geq t_{n-1;\, a/2} \qquad (3.27)$$

όπου,

a = το επίπεδο σημαντικότητας.

Για τον υπολογισμό των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων και των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων του δείγματος (χαρτοφυλακίου) με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς[192] χρησιμοποιούνται οι εξής στατιστικές, αντίστοιχα:

Στατιστικός $t(\overline{AR_t}) = \frac{\overline{AR_t} - 0}{\sigma(\overline{AR_t})}$ (3.28)

Στατιστικός $t(CAR_t) = \frac{CAR_t}{\sigma(CAR_t)}$ (3.29)

όπου,

$$\sigma(CAR_t) = \sigma(AR_t) * \sqrt{T} \qquad (3.30)$$

όπου,

$\overline{AR_{it}}$ οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

$\sigma(AR_t)$= η τυπική απόκλιση των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων του δείγματος την περίοδο υπολογισμού (-220, -21).

n = ο αριθμός των παρατηρήσεων (εταιριών) του δείγματος,

$\overline{CAR_t}$ = οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του δείγματος την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

[192] Το υπόδειγμα της αγοράς αν και μοιράζεται τις ίδιες στατιστικές με αυτές των υποδειγμάτων των μέσων αποδόσεων, των απροσάρμοστων αποδόσεων και των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, εν τούτοις χρησιμοποιεί την τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου υπολογισμένη την περίοδο υπολογισμού.

$\sigma(CAR_t)$= η τυπική απόκλιση του δείγματος των μέσων σωρευτικών υπερβαλλουσών αποδόσεων την περίοδο υπολογισμού (-220, -21).

T= $t_2 - t_1 + 1$ = όπου t_1 είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται το CAR και t_2 η τελευταία ημέρα.

Η κύρια υπόθεση ότι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ίσες με μηδέν απορρίπτεται, αντίστοιχα, εάν:

$$|t| = \left| \frac{AR_t - 0}{\sigma(AR_t)} \right| \geq t_{n-1;\, a/2} \tag{3.31}$$

και

$$|t| = \left| \frac{CAR_t - 0}{\sigma(CAR_t)} \right| \geq t_{n-1;\, a/2} \tag{3.32}$$

όπου,

a = το επίπεδο σημαντικότητας.

3.4.1.6. Μέθοδοι Υπολογισμού του Υπερβάλλοντος Όγκου Συναλλαγών

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986)[193] ήταν οι πρώτοι που υπολόγισαν τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για να διαπιστώσουν αν η δραστηριοποίηση των κερδοσκόπων την ημέρα αυτή, με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος, είχε ως συνέπεια την ύπαρξη υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών λίγες ημέρες πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Όπως και στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων, έτσι και ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών (abnormal volume) υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ πραγματικού όγκου συναλλαγών[194] (actual volume) και κανονικού ή αναμενόμενου όγκου συναλλαγών (normal or expected volume) σύμφωνα με την εξίσωση:

$$AV_{it} = V_{it} - E(V_{it}) \tag{3.33}$$

όπου,

AV_{it} = ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της μετοχής i την ημέρα t, όπου t = -20,….+20,

[193] Οι Kato και Loewenstein (1995), Wu και Hsu (1996), Athanassakos (1996), Koski και Scruggs (1998) ακολούθησαν τη μεθοδολογία των Lakonishok και Vermaelen (1986).

[194] Ο όγκος συναλλαγών υπολογίζεται ως το γινόμενο του αριθμού των διακινούμενων μετοχών επί την τιμή της μετοχής για κάθε ημέρα. Εξαίρεση αποτελούν οι μελέτες των Michaely και Vila (1996), Kadapakkam (2000) και Zhen Li (2002) οι οποίοι χρησιμοποιούν τον αριθμό και το ποσοστό των διακινούμενων μετοχών ως προς το συνολικό αριθμό των μετοχών της εταιρίας και όχι την αξία των συναλλαγών για να υπολογίσουν τον υπερβάλλων και τον αναμενόμενο όγκο συναλλαγών.

V_{it} = ο πραγματικός όγκος συναλλαγών της μετοχής i κατά την ημέρα t, όπου t = -20,….+20 και $E(V_{it})$ = ο αναμενόμενος όγκος συναλλαγών της μετοχής i κατά την ημέρα t, όπου t =-20,….+20.

Η πλειοψηφία των μελετών [εξαίρεση αποτελούν ο Stickel (1991) ο οποίος υπολόγισε τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών ως το λογάριθμο του 1 συν τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν οι ιδιώτες επενδυτές μείον τον αναμενόμενο όγκο συναλλαγών υπολογισμένο από το υπόδειγμα της αγοράς και οι Michaely και Vila (1996) και Kadapakkam (2000) οι οποίοι υπολόγισαν τον μέσο ημερήσιο όγκο συναλλαγών ως τον αριθμό των διακινούμενων μετοχών ως προς το συνολικό αριθμό των μετοχών της κάθε εταιρίας (daily turnover)] που έχει ασχοληθεί με τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος υπολογίζει τον αναμενόμενο όγκο συναλλαγών $E(V_{it})$, υπολογίζοντας τον μέσο όγκο συναλλαγών της κάθε μετοχής για μια περίοδο υπολογισμού πριν ή και μετά την περίοδο του γεγονότος. Το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών περιγράφεται παρακάτω.

Η περίοδος υπολογισμού ποικίλλει από μελέτη σε μελέτη. Για παράδειγμα, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού 40 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος (-64, -25). Οι Bowers και Fehrs (1995) χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού 120 ημέρες πριν και μετά την περίοδο γεγονότος (-65, -6, και +6, +65). Michaely και Murgia (1995) χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού 60 ημέρες πριν και μετά την περίοδο γεγονότος (-35, -6, και +6, +35). Ο Athanassakos (1996) χρησιμοποίησε ως περίοδο υπολογισμού 33 ημέρες μετά την περίοδο γεγονότος (+11, +43). Οι Wu και Hsu (1996) χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού 20 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος (-45, -25). Οι Michaely και Vila (1996) και Dhalival και Zhen Li (2006) χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού 80 ημέρες πριν και μετά την περίοδο γεγονότος (-45, -6, και +6, +45).

Για λόγους συνοχής (consistency) και συγκρισιμότητας (comparability) με τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων, η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί ως περίοδο υπολογισμού 200 ημέρες γύρω από την περίοδο γεγονότος. Συγκεκριμένα, η περίοδος υπολογισμού περιλαμβάνει 100 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος (-120, -21) και 100 ημέρες μετά την περίοδο γεγονότος (+21, +120). Ο λόγος που η περίοδος υπολογισμού περιλαμβάνει ημέρες (σε αντίθεση με την περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων) και μετά την περίοδο γεγονότος έχει να κάνει με το επιχείρημα του Athanassakos (1996)[195] ότι επιλογή περιόδου υπολογισμού μόνο πριν την περίοδο γεγονότος θα εγκυμονούσε ο κίνδυνος να υπάρχουν «επιδράσεις μεταφοράς» (spillover effects)

[195] Οι Grinblatt, Masulis και Titman (1984) ήταν από τους πρώτους που χρησιμοποίησαν ως περίοδο υπολογισμού ημέρες πριν και μετά την περίοδο γεγονότος.

από άλλα γεγονότα (π.χ. ανακοινώσεις κερδών, διανομής μερισμάτων κτλ.) που θα επηρέαζαν μονοσήμαντα τον όγκο συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού. Με την επιλογή περιόδου υπολογισμού πριν και μετά την περίοδο γεγονότος αποφεύγεται ο παραπάνω κίνδυνος.

3.4.1.7. Το Υπόδειγμα του Μέσου Προσαρμοσμένου Όγκου Συναλλαγών (Mean-adjusted Volume Model)

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986), Kato και Loewenstein (1995), Wu και Hsu (1996), Athanassakos (1996), Koski και Scruggs (1998) και Dhalival και Zhen Li (2006) χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών για να υπολογίσουν τον αναμενόμενο όγκο συναλλαγών για την περίοδο υπολογισμού. Ο μέσος όγκος συναλλαγών ($\overline{V_{it}}$) υπολογίζεται ως ο μέσος όρος των ημερήσιων συναλλαγών της μετοχής i για την περίοδο υπολογισμού. Στην περίπτωση αυτή, ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών (Abnormal Volume) της μετοχής i κατά την ημέρα t υπολογίζεται ως εξής:

$$AV_{it} = V_{it} - \overline{V_{it}} \tag{3.34}$$

όπου

$$\overline{V_{it}} = \frac{\sum_{t_1}^{t_2} V_{it}}{200} \tag{3.35}$$

όπου,

AV_{it} = ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της μετοχής i την ημέρα t, t= -20….+20,

V_{it} = ο όγκος συναλλαγών της μετοχής i την ημέρα t,

$\overline{V_{it}}$ = ο μέσος όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού της μετοχής i την ημέρα t,

$t_2 - t_1$ = η περίοδος υπολογισμού (-120, -21) και (+21, +120).

Για τον υπολογισμό του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (Average Abnormal Volume) για το χαρτοφυλάκιο των εταιριών που συμμετέχουν στο δείγμα, χρησιμοποιείται ο παρακάτω τύπος:

$$\overline{AV_t} = \frac{\sum_{t=1}^{N} AV_{it}}{N} \tag{3.36}$$

όπου,

$\overline{AV_t}$ = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα t, όπου t= -20, -19,…,+20,

$\overline{AV_{it}}$ = ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της μετοχής i την ημέρα t, όπου t= -20, -19,…,+20 και

N = ο αριθμός των εταιριών που συμπεριλαμβάνεται στο δείγμα.

Τέλος, υπολογίζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών CAV (Cumulative Abnormal Volume) για τις ημέρες t_1 έως t_2 την περίοδο γεγονότος (t = -20, +20) για το σύνολο των εταιριών (N) που συμμετέχει στο δείγμα ως εξής:

$$CAV(t_1 - t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AV_t \tag{3.37}$$

ή

$$CAV(t_1 - t_2) = \overline{AV_{t_1}} + ... + \overline{AV_{t_2}} \tag{3.38}$$

3.4.1.8. Στατιστικός Έλεγχος του Υπερβάλλοντος Όγκου Συναλλαγών

Ο στατιστικός έλεγχος του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (AV_t) και του σωρευτικού μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών (CAV_t) για το σύνολο των N μετοχών του δείγματος για κάθε ημέρα της περιόδου γεγονότος δίνονται παρακάτω, αντίστοιχα, ως εξής:

Στατιστικός $t(\overline{AV_t}) = \dfrac{\overline{AV_t} - 0}{\sigma(\overline{AV_t})/\sqrt{n}}$ (3.39)

Στατιστικός $t(\overline{CAV_t}) = \dfrac{CAV_t}{\sqrt{T} * \sigma(\overline{AV_t})}$ (3.40)

όπου,

$\overline{AV_t}$ = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών του δείγματος την ημέρα t, όπου t=-20,….+20,

$\sigma(AV_t)$ = η τυπική απόκλιση του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών του δείγματος την ημέρα t,

n = ο αριθμός των παρατηρήσεων (εταιριών) του δείγματος,

CAV_t = ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών του δείγματος την ημέρα t, όπου t= -20,….+20,

$\sigma(\overline{AV_t})$ = η τυπική απόκλιση του δείγματος του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και

$T = t_2 - t_1 + 1$ = όπου t_1 είναι η πρώτη ημέρα της περιόδου που υπολογίζεται ο CAV και t_2 η τελευταία ημέρα.

Η κύρια υπόθεση ότι ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών και ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσοι με μηδέν απορρίπτεται, αντίστοιχα, εάν:

$$|t| = \left| \frac{\overline{AV_t} - 0}{\sigma(\overline{AV_t}) / \sqrt{n}} \right| \geq t_{n-1;\, a/2} \tag{3.41}$$

και

$$|t| = \left| \frac{CAV_t - 0}{\sigma(\overline{AV_t}) * \sqrt{T}} \right| \geq t_{n-1;\, a/2} \tag{3.42}$$

όπου,

a = το επίπεδο σημαντικότητας.

3.4.1.9. Μέθοδος Υπολογισμού των Ίσων Τμημάτων (Quintiles)

Για την εξέταση της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (dividend clientele hypothesis)**,** δηλαδή, της σχέσης μεταξύ του λόγου ΔP/D και μερισματικής απόδοσης και αυτής μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης, η παρούσα μελέτη διαιρεί τα εξεταζόμενα δείγματα σε πέντε ίσα τμήματα[196] (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Τα πέντε ίσα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή, δηλαδή, από το τμήμα με τη μικρότερη μερισματική απόδοση (low quintile) στο τμήμα με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση (high quintile). Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, τότε αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ του λόγου ΔP/D και της μερισματικής απόδοσης. Ωστόσο, η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970) και αυτής των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982) διατυπώνουν διαφορετική εκτίμηση για το πρόσημο της σχέσης μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων και της μερισματικής απόδοσης. Οι Elton και Gruber (1970) πιστεύουν ότι η σχέση είναι αρνητική, ενώ ο Kalay (1982) πιστεύει ότι είναι θετική για τους λόγους που αναφέρθηκαν στο δεύτερο κεφάλαιο.

Για να διαπιστωθεί εάν ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος (βραχυπρόθεσμων συναλλαγών) από ομάδες επενδυτών που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, τα εξεταζόμενα δείγματα χωρίζονται αρχικά σε πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και μετέπειτα κάθε τμήμα χωρίζεται σε άλλα πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών. Συνεπώς, δημιουργούνται 25 ίσα τμήματα για κάθε δείγμα. Όλα τα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή με το πρώτο τμήμα (Low Q1) να περιλαμβάνει τις μετοχές με τη μικρότερη μερισματική απόδοση (και να

[196] Οι μελέτες των Hietala (1990), Robin (1991), Lasfer (1995), Siddiqi (1997), Bhardwaj και Brooks (1999) και Lasfer και Zenonos (2003) χωρίζουν τα δείγματα τους σε πέντε ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση.

χωρίζεται περαιτέρω σε πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών) και το τελευταίο τμήμα να περιλαμβάνει τις μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (High Q5). Στην περίπτωση που ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) και αυτές πριν την ημέρα αποκοπής (μετά την ημέρα αποκοπής) να αυξάνονται (μειώνονται) όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών.

Σε αντίθεση με τη μερισματική απόδοση, το μέγεθος του κόστος συναλλαγών δεν είναι εμφανές και συνεπώς χρειάζεται κάποιος τρόπος για να υπολογιστεί. Πρώτοι οι Stoll και Whaley (1983) διατύπωσαν πως το κόστος συναλλαγών συσχετίζεται αρνητικά με το μέγεθος των εταιριών (firm size) όπως αυτό προσεγγίζεται από τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής (market value). Στη συνέχεια, οι Karpoff και Walkling (1988), οι οποίοι εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, διατύπωσαν τέσσερις διαφορετικούς τρόπους προσέγγισης (proxy) του κόστους συναλλαγών: α) τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής στα τέλη του προηγούμενου μήνα πριν τον μήνα αποκοπής του μερίσματος, β) την αγοραία αξία της μετοχής, γ) το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης και δ) την τυπική απόκλιση της απόδοσης της μετοχής.

Ωστόσο, το εύρος τιμών προσφοράς-ζήτησης που θεωρητικά προσεγγίζει καλύτερα το κόστος συναλλαγών[197] δεν υπάρχει διαθέσιμο για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά για την εξεταζόμενη περίοδο και συνεπώς δεν θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί. Μελέτες των Wu και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) και Dhaliwal και Zhen Li (2006) χρησιμοποίησαν τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($1/P_c$) για να προσεγγίσουν το κόστος συναλλαγών. Η παρούσα μελέτη υιοθετεί την παραπάνω μέθοδο υπολογισμού του κόστους συναλλαγών στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων.

Για τη μελέτη της σχέσης μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης ισχύουν αυτά που περιγράφηκαν για τη σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης. Δηλαδή, για κάθε δείγμα δημιουργούνται 5 ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και αντίστοιχα για κάθε τμήμα πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών. Ωστόσο, ο τρόπος υπολογισμού του κόστους συναλλαγών στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών διαφέρει από αυτόν στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Συγκεκριμένα, το κόστος συναλλαγών στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών προσεγγίζεται με τον κανονικό όγκο συναλλαγών περιόδου (normal trading

[197] Βλέπε τη μελέτη των Lasfer και Zenonos (2003).

volume), αφού σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986)[198] ο κανονικός όγκος συναλλαγών συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος συναλλαγών. Οι Fedenia και Grammatikos (1991), Michaely και Vila (1995) και Kato και Loewenstein (1995) επίσης υπολόγισαν το κόστος συναλλαγών με βάση τον κανονικό όγκο συναλλαγών. Έτσι, η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί τον κανονικό όγκο συναλλαγών για να προσεγγίσει το κόστος συναλλαγών και να εξετάσει τη σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και κόστους συναλλαγών. Σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986), εάν ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος από ομάδες επενδυτών ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αναμένεται να συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών.

3.4.1.10. Μέθοδος της Διαστρωματικής Παλινδρόμησης

Για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιείται η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης.

Εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (AR_0) και ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AV_0) για το σύνολο των επιχειρήσεων που συμμετέχει σε κάθε δείγμα. Η επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών βασίστηκε στη σχετική βιβλιογραφία που παρουσιάστηκε εκτενώς στο δεύτερο κεφάλαιο.

Οι εξισώσεις παλινδρόμησης είναι οι ακόλουθες:

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * VOL_i + a_7 * DUMMY_i + e_i \quad (3.43)$$

και

$$VOL_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * AR_i + a_7 * DUMMY_i + e_i \quad (3.44)$$

όπου,

AR_0 = οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής (t = 0). Αναμένεται να συσχετίζονται θετικά με τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών, όταν είναι ανεξάρτητη μεταβλητή (παλινδρόμηση 4.44)

BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (στην περίπτωση μας ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.). Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με βάση το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985) 200 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος, δηλαδή, από την ημέρα -220 έως την ημέρα -21. Ο συντελεστής βήτα αναμένεται να συσχετίζεται αρνητικά με τις υπερβάλλουσες

[198] Βλέπε σελίδα 304 της μελέτης των Lakonishok και Vermaelen (1986).

αποδόσεις και με τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών.

DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c). Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων αναμένεται η μερισματική απόδοση να συσχετίζεται θετικά με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και με τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών .

TRANS = το κόστος συναλλαγών, υπολογισμένο με τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$) στην περίπτωση των υπερβαλλουσών αποδόσεων και με τον κανονικό όγκο συναλλαγών στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών. Εάν ισχύει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών του Kalay (1982) το κόστος συναλλαγών αναμένεται να συσχετίζεται θετικά με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και αρνητικά με τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος [199] [Ln (P_c)]. Εάν ισχύει το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (firm size effect) αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να είναι μεγαλύτερες όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της εταιρίας. Παρόμοια, και στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών.

AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121). Εάν ισχύει η υπόθεση των Lakonishok και Vermaelen (1986), Stickel (1991) και Kato και Loewenstein (1995) ότι ο κανονικός όγκος συναλλαγών προσεγγίζει τη ρευστότητα των μετοχών (liquidity) και ότι αυτή συσχετίζεται αρνητικά με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και θετικά με τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών, τότε το πρόσημο της μεταβλητής αυτής αναμένεται να είναι αρνητικό στην παλινδρόμηση 4.43 και θετικό στην παλινδρόμηση 4.44.

VOL = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υπολογίζεται ως η αξία συναλλαγών των διακινηθέντων μετοχών της κάθε ημέρας και όχι ο αριθμός των διακινηθέντων μετοχών. Το πρόσημο της μεταβλητής VOL αναμένεται να είναι θετικό στην παλινδρόμηση 4.43.

[199] Οι περισσότερες μελέτες που εξετάζουν την επίδραση του μεγέθους των εταιριών στις αποδόσεις των μετοχών χρησιμοποιούν τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση (market capitalization), δηλαδή, το γινόμενο της χρηματιστηριακής τιμής και του αριθμού των μετοχών, για να προσεγγίσουν το μέγεθος της εταιρίας. Ωστόσο, λόγω έλλειψης στοιχείων για τον αριθμό των μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, η παρούσα μελέτη υιοθετεί την προσέγγιση των Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) και Lasfer και Zenonos (2003) που χρησιμοποιούν τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής για τον υπολογισμό του μεγέθους των εταιρών.

DUMMY = Είναι μία ψευδομεταβλητή που δείχνει κατά πόσο η απόφαση 59 του Δ.Σ. του Χ.Α. της 2ας Απριλίου 2001 να μην αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος επηρέασε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών. Οι τιμές που μπορεί να πάρει είναι:

- 0 για την περίοδο που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
- 1 για την περίοδο που δεν αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

3.4.2. Μεθοδολογία για την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος

Οι μελέτες που εξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μεταβολής των μερισμάτων στις ΗΠΑ, υπολόγισαν τις απροσδόκητες μεταβολές μερισμάτων ως τη διαφορά των πραγματικών μερισμάτων από αυτή των αναμενόμενων μερισμάτων. Οι τελευταίες υπολογίστηκαν με δύο τρόπους: με το αφελές υπόδειγμα (naïve model) και τη χρήση της Value Line. Το αφελές υπόδειγμα θεωρεί ότι το τρέχον μέρισμα θα είναι ίσο με το αυτό της προηγούμενης περιόδου ($D_{i,t}=D_{i,t-1}$). Εάν το τρέχον μέρισμα είναι μεγαλύτερο από αυτό της προηγούμενης περιόδου, τότε το τρέχον διανεμηθέν μέρισμα θεωρείται θετική μεταβολή (αύξηση του διανεμηθέντος μερίσματος), ενώ εάν το τρέχον μέρισμα είναι μικρότερο από αυτό της προηγούμενης περιόδου, τότε το τρέχον διανεμηθέν μέρισμα θεωρείται αρνητική μεταβολή (μείωση του διανεμηθέντος μερίσματος). Η Value Line[200] προσδιορίζει το αναμενόμενο μέρισμα με βάση τις προβλέψεις των ειδικών της αγοράς, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες εταιρικές πληροφορίες. Η παρούσα μελέτη υιοθετεί το αφελές υπόδειγμα για τον υπολογισμό των αναμενόμενων μερισμάτων. Έτσι, μία ανακοίνωση διανομής μερίσματος μεγαλύτερη (μικρότερη) από αυτής της προηγούμενης περιόδου θεωρείται αύξηση (μείωση) μερίσματος, ενώ μία ανακοίνωση διανομής μερίσματος ίσης αξίας με της προηγούμενης περιόδου θεωρείται καμία μεταβολή ή μηδενική μεταβολή. Εάν ισχύει η υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, η ανακοίνωση αύξησης (μείωσης) του μερίσματος αναμένεται να έχει θετική (αρνητική) επίδραση στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών, ενώ η ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος αναμένεται να μην έχει σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών.

[200] Η Value Line χρησιμοποιείται για την αγορά των ΗΠΑ.

Ωστόσο, στην περίπτωση της Ελλάδας το αναμενόμενο μέρισμα μπορεί με μεγαλύτερη ακρίβεια να εκτιμηθεί λόγω της ιδιάζουσας Ελληνικής νομοθεσίας που «υποχρεώνει» τις εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. να διανείμουν ελάχιστο πρώτο μέρισμα (ετήσιο πρώτο μέρισμα ίσο με το 35% των καθαρών κερδών μετά φόρων ή μέρισμα ίσο με το 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου, ανάλογα ποιο ποσό είναι μεγαλύτερο). Έτσι, ένα πρώτο μέρισμα μεγαλύτερο από αυτό που προσδιορίζει ο νόμος, ή η διανομή πρόσθετου μερίσματος θεωρείται θετική μεταβολή[201] (αύξηση του διανεμηθέντος μερίσματος). Στην περίπτωση που το ανακοινωθέν μέρισμα είναι το ελάχιστο προς διανομή που ορίζει ο νόμος, δεν αναμένονται σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις καθώς επίσης και σημαντικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης (t=-1, 0, 1). Στην περίπτωση διανομής μεγαλύτερου πρώτου μερίσματος απ' αυτό που ορίζει ο νόμος, ή διανομή πρόσθετου μερίσματος αναμένονται υπερβάλλουσες αποδόσεις και υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης[202]. Ακολουθώντας τις μελέτες των Bajaj και Vijh (1990) και Lee και Yan (2003) η παρούσα μελέτη ορίζει ως περίοδο ανακοίνωσης τις ημέρες -1, 0 και +1. Ο λόγος που η περίοδος ανακοίνωσης περιλαμβάνει εκτός την ημέρα 0 έχει να κάνει με τον τρόπο συλλογής των ημερομηνιών ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Όπως περιγράφηκε στην ενότητα 3.3.3. οι ημερομηνίες διανομής μερίσματος συλλέχθηκαν με την ανάγνωση δελτίων τύπου (αποδελτίωση) των εταιριών του Χ.Α. είτε στον ημερήσιο τύπο, είτε στο διαδίκτυο. Ανάλογα με το μέσο δημοσίευσης, οι ημερομηνίες ανακοίνωσης διανομής μερίσματος μπορούν να απέχουν και δύο ημέρες. Για παράδειγμα, οι ανακοινώσεις μέσω του διαδικτύου μεταφέρουν την είδηση την ίδια ημέρα στο επενδυτικό κοινό, μιας και κοινοποιούνται άμεσα την ίδια μέρα. Αντίθετα, οι ανακοινώσεις που δημοσιεύονται μέσω του τύπου γίνονται γνωστές την επόμενη ημέρα κυκλοφορίας της εφημερίδας ή και την μεθεπόμενη αν μεσολαβεί σαββατοκύριακο. Η πλειοψηφία των μελετών στις ΗΠΑ[203] χρησιμοποιεί δύο ημέρες (-1, 0) ως περίοδο ανακοίνωσης: την πραγματική ημέρα λήψης της απόφασης για διανομή μερίσματος (ημέρα -1) και την ημέρα δημοσίευσης της απόφασης στην οικονομική εφημερίδα Wall Street Journal (ημέρα 0).

[201] Υπάρχει και η περίπτωση μη διανομής μερίσματος. Σε αυτήν την περίπτωση η ανακοίνωση μη διανομής μερίσματος θεωρείται ως αρνητική μεταβολή (παράλειψη μερίσματος)

[202] Η εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών περιορίζεται στην περίοδο ανακοίνωσης όταν η αγορά είναι αποτελεσματική. Σε διαφορετική περίπτωση εμφανίζονται πριν και μετά την περίοδο ανακοίνωσης.

[203] Βλέπε τις μελέτες των Woolridge (1982), Asquith και Mullins (1983), Dielman και Oppenheimer (1984), Healy και Palepu (1988), Ghosh και Woolridge (1988), Mitra και Owers (1995), Impson (1997), Howe και Shen (1998), Alangar και Bathala (1999) και Fuller (2003).

Η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών[204] που εξετάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος χρησιμοποιούν το υπόδειγμα της αγοράς (market model) και το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς[205] (market-adjusted model) των Brown και Warner (1980 και 1985). Έκτος από τις απροσάρμοστες αποδόσεις (raw returns), η παρούσα διατριβή χρησιμοποιεί τα παραπάνω δύο υποδείγματα για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων την περίοδο ανακοίνωσης (t=-1 0, 1) και 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20). Οι 40 ημέρες γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης είναι γνωστή ως περίοδος γεγονότος[206] (event period). Ως περιόδος υπολογισμού (estimation period) ορίζεται το διάστημα των 200 ημερών πριν την περίοδο γεγονότος (-220, -21).

Οι Richardson, Sefcik και Thompson (1986) ήταν οι μόνοι που εξέτασαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος, ενώ οι Gurgul, Mestel και Schleicher (2003) μελέτησαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος Η παρούσα διατριβή εξετάζει τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης (t= -1, 0, 1) και 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20), υιοθετώντας το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών όπως αυτό έχει ήδη περιγραφεί στην ενότητα 3.4.1.7. Για τους λόγους που αναλύθηκαν στην περίπτωση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, η περίοδος υπολογισμού (estimation period) ορίζεται το διάστημα των 100 ημερών πριν και 100 ημερών μετά την περίοδο γεγονότος (-120, -21 και +21, +120).

Για να διαπιστωθεί εάν το ποσό του μερίσματος παίζει σημαντικό ρόλο στην αντίδραση των τιμών των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών, οι αυξήσεις μερίσματος[207] χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες ανάλογα και με το ποσοστό αύξησης του μερίσματος: α) από 0 έως 10%, β) από 10 έως 20%, γ) από 20 έως 30% και δ) άνω του 30%. Εάν ισχύει η υπόθεση του

[204] Βλέπε Aharony και Swary (1980), Kwan (1981), Eades (1982), Divecha και Morse (1983), Kalay και Loewenstein (1985, 1986), Healey και Palepu (1988), Eddy και Seifert (1988, 1992), Ghosh και Woolridge (1988), Venkatesh (1989), Bajaj και Vijh (1990), Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991), Schatzberg και Datta (1992), Christie (1994), Yoon και Starks (1995), Mozes και Rapaccioli (1995), Michaely, Thaler και Womack (1995), DeAngelo, DeAngelo και Skinner (1996, 2000), Firth (1996), Impson (1997), Howe και Shen (1998), Lipson, Maquieria και Megginson (1998), Laux, Starks και Yoon (1998), Canina (1999), Guay και Harford (2000), Gunasekarage και Power (2002), Grullon, Michaely και Swaminathan (2002), Chen, Firth και Gao (2002), Lee και Yan (2003), Caton, Goh και Kohers (2003), Fuller (2003), Cruchley, Hudson και Marshall (2003) και McCluskey κ.α. (2006).

[205] Τα υποδείγματα της αγοράς και αυτό των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, αλλά και ο στατιστικός έλεγχος τους περιγράφηκαν στις ενότητες 3.4.1.1 έως 3.4.1.5 και κρίνεται σκόπιμο να μην περιγραφούν ξανά.

[206] Κάποιες μελέτες χρησιμοποιούν ως περίοδο γεγονότος τις 20 ημέρες (-10, +10), ενώ κάποιες άλλες τις 60 ημέρες (-30, +30). Η παρούσα διατριβή ακολουθεί τη μέση οδό και ορίζει ως περίοδο γεγονότος τις 40 ημέρες. Παρόμοια περίοδο γεγονότος ακολούθησαν οι μελέτες των Divecha Morse (1983), Dielman Oppenheimer (1984), Chhachhi και Davidson (1997) και McCluskey κ.α. (2006).

[207] Δεν ακολουθήθηκε παρόμοια τεχνική στην περίπτωση μείωσης του διανεμηθέντος μερίσματος λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων.

πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων, η συμπεριφορά της αγοράς αναμένεται να είναι μεγαλύτερη όσο μεγαλύτερο είναι και το ανακοινωθέν αυξημένο μέρισμα.

Για το διαχωρισμό των ανακοινώσεων μεταβολής του μερίσματος σε αύξηση και σε μείωση μερίσματος με βάση το νόμο 2190/1920, που ορίζει ελάχιστο προς διανομή μέρισμα ίσο με το 35% των καθαρών κερδών μετά φόρων ή μέρισμα ίσο με το 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου, ανάλογα ποιο ποσό είναι μεγαλύτερο, ακολουθήθηκε η εξής διαδικασία. Πρώτα συγκεντρώθηκαν οι ετήσιοι μητρικοί ισολογισμοί των εταιριών που είχαν γνωστή την ημερομηνία ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Έπειτα, συγκεντρώθηκαν οι μεταβλητές που αφορούσαν στα καθαρά κέρδη μετά φόρων και στο καταβεβλημένο κεφάλαιο. Αφού υπολογίστηκαν τα ποσά που αναλογούν στο 35% των καθαρών κερδών μετά φόρων και στο 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου, προσδιορίστηκαν τα ποσά που όριζε ο νόμος 2190/1920 ως ελάχιστα προς διανομή. Έπειτα, τα παραπάνω ποσά συγκρίθηκαν με τα συνολικά διανεμηθέντα ποσά (πρώτο συν πρόσθετο μέρισμα) και διαπιστώθηκε εάν διανεμήθηκε μεγαλύτερο πόσο από αυτό που όριζε ο νόμος (αύξηση μερίσματος) ή ποσό μικρότερο από αυτό που όριζε ο νόμος (μείωση μερίσματος).

Τέλος, η μελέτη διερευνά τη συμπεριφορά της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος για πρώτη φορά στην ιστορία της επιχείρησης ή μετά από παύση τριών ετών[208] (και οι δυο περιπτώσεις αναφέρονται ως έναρξη μερίσματος). Λόγω αδυναμίας συλλογής πληροφοριών για τις εταιρίες που ανακοίνωσαν παύση διανομής μερίσματος μετά από δεκαετή συνεχή διανομή μερίσματος (παράλειψη μερίσματος), η περίπτωση αυτή δεν εξετάζεται. Τόσο η αντίδραση των τιμών μετοχών όσο και αυτή του όγκου συναλλαγών αναμένεται να είναι θετική στην ανακοίνωση έναρξης μερίσματος, σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

Για την εξέταση της υπόθεσης της πληροφορίας του κινδύνου, η οποία υποστηρίζει πως ο συνολικός και ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών μειώνονται μετά από μία ανακοίνωση έναρξης μερίσματος, υιοθετείται η μεθοδολογία των Dyl και Weigand (1998). Έτσι, στην παρούσα μελέτη ο συνολικός κίνδυνος υπολογίζεται με βάση τη διακύμανση των μετοχών την περίοδο πριν την περίοδο γεγονότος (-220, -21) και συγκρίνεται με το συνολικό κίνδυνο της περιόδου μετά την περίοδο γεγονότος (+21, +220). Από την άλλη πλευρά, ο συστηματικός κίνδυνος (συντελεστής βήτα) υπολογίζεται με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Στη συνέχεια, ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών της περιόδου πριν την περίοδο γεγονότος (-220, -21) συγκρίνεται με αυτόν της περιόδου μετά την περίοδο γεγονότος (+21, +220).

[208] Οι Alangar και Bathala (1999) συμπεριέλαβαν στο δείγμα που εξέταζε τη συμπεριφορά της αγοράς στην ανακοίνωση έναρξης μερίσματος εταιρίες που επαναδιένειμαν μέρισμα μετά από μία περίοδο παύσης τριών ετών.

3.4.2.1. Μέθοδος Υπολογισμού των Ίσων Τμημάτων (Quintiles)

Για την εξέταση της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων (dividend clientele hypothesis), δηλαδή, της σχέσης μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων και της μερισματικής απόδοσης και του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και της μερισματικής απόδοσης, η παρούσα μελέτη διαιρεί τα εξεταζόμενα δείγματα σε πέντε ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Τα πέντε ίσα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή, δηλαδή, από το τμήμα με τη μικρότερη μερισματική απόδοση (low quintile) στο τμήμα με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση (high quintile). Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, τότε αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ των υπερβαλλουσών αποδόσεων και της μερισματικής απόδοσης και του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και της μερισματικής απόδοσης.

3.4.2.2. Μέθοδος της Διαστρωματικής Παλινδρόμησης

Για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος χρησιμοποιείται η μέθοδος της διαστρωματικής παλινδρόμησης. Εξαρτημένες μεταβλητές είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση [εναλλακτικά οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τριών ημερών ($CAR_{-1,+1}$)] και ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών [εναλλακτικά ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών ($CAV_{-1,+1}$)] για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος. Η επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών βασίστηκε στη σχετική βιβλιογραφία όπως αυτή παρουσιάστηκε εκτενώς στο δεύτερο κεφάλαιο.

Οι εξισώσεις παλινδρόμησης είναι οι εξής:

$$AR_0 = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_4 * AVVOL_i + e_i \quad (3.45)$$

ή

$$CAR_{-1,+1} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_4 * AVVOL_i + e_i \quad (3.46)$$

και

$$AV_0 = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_4 * AVVOL_i + e_i \quad (3.47)$$

ή

$$CAV_{-1,+1} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_4 * AVVOL_i + e_i \quad (3.48)$$

όπου,

AR_o = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος του συνολικού δείγματος (t = 0).

$CAR_{-1,+1}$ = οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις της περιόδου ανακοίνωσης διανομής

μερίσματος του συνολικού δείγματος (t = -1, 0, +1).

AV_0 = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος του συνολικού δείγματος (t = 0).

$CAV_{-1,+1}$ = ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος του συνολικού δείγματος (t = -1, 0, +1).

BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (στην περίπτωση μας ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α.). Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με βάση το υπόδειγμα της αγοράς των Brown και Warner (1985) 200 ημέρες πριν την περίοδο γεγονότος, δηλαδή, από την ημέρα -220 έως την ημέρα -21. Ο συντελεστής βήτα αναμένεται να συσχετίζεται αρνητικά με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και με τον υπερβάλλων όγκο συναλλαγών.

DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης (P_{-1}). Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων αναμένεται η μερισματική απόδοση να συσχετίζεται θετικά με τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και με τον υπερβάλλων όγκο συναλλαγών.

SIZE = Το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης [Ln (P_{-1})]. Εάν ισχύει το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (firm size effect) αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να είναι μεγαλύτερες όσο μικρότερο είναι το μέγεθος της εταιρίας [Bajaj και Vijh (1990) και Fuller (2003)]. Παρόμοια, και στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών.

AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121). Σύμφωνα με τους Eberhart και Damodaran (1997), ο κανονικός όγκος συναλλαγών έχει βρεθεί να είναι σημαντικός παράγοντας ερμηνείας των υπερβαλλουσών αποδόσεων στις ανακοινώσεις κερδών. Αντίστοιχα, ο Fuller (2003) βρήκε πως ο κανονικός όγκος συναλλαγών είναι σημαντικός παράγοντας ερμηνείας των υπερβαλλουσών αποδόσεων στις ανακοινώσεις διανομής μερίσματος. Συνεπώς, αναμένεται θετικό πρόσημο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό, εφαρμόζοντας τη μεθοδολογία που παρουσιάστηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο, ερευνώνται οι επιδράσεις της ημέρας αποκοπής και της ημέρας ανακοίνωσης διανομής μερίσματος στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών των εταιριών του Χ.Α. Στην πρώτη ενότητα παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που αναφέρονται στη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Στη δεύτερη ενότητα, παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα που αναφέρονται στη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.

4.1. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.

Τα αποτελέσματα που παρουσιάζονται σε αυτήν την ενότητα αφορούν στη συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P, των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα αφορούν στο συνολικό δείγμα των κοινών μετοχών που είχαν ημέρα αποκοπής του μερίσματος αλλά και σε επιμέρους υποσύνολά του για δύο διαφορετικές περιόδους. Η πρώτη περίοδος καλύπτει τα έτη 1997-2004 και αφορούν μερίσματα που δόθηκαν για τις οικονομικές χρήσεις 1996-2003. Για τους λόγους που περιγράφηκαν στην ενότητα 3.3.1. για την περίοδο 1997-2004 δεν γίνεται καμία προσπάθεια «απομόνωσης» των ανακοινώσεων άλλων εταιρικών πράξεων (π.χ. ανακοινώσεις κερδών, διανομής μερίσματος, διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγορών και συγχωνεύσεων, αυξήσεων ή μειώσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών) όπως συνιστά η διεθνής βιβλιογραφία[209]. Το συνολικό αρχικό ή μεικτό δείγμα (contaminated sample) που προκύπτει αφορά στο σύνολο των εταιριών που διένειμαν μέρισμα κατά την εξεταζόμενη περίοδο (χρήσεις 1996-2003) και υπάρχουν διαθέσιμες οι τιμές μετοχών (τιμές κλεισίματος και ανοίγματος). Επιπλέον, το συνολικό μεικτό δείγμα χωρίζεται σε δύο επιμέρους δείγματα: α) το μεικτό δείγμα που περιλαμβάνει τις μετοχές των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου[210] και β) το μεικτό δείγμα που περιλαμβάνει μόνο τις μετοχές των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου.

[209] Όπως αναφέρθηκε στο κεφάλαιο της ανασκόπησης της διεθνούς βιβλιογραφίας, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να εξεταστεί χωρίς την επίδραση τυχόν άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων που λαμβάνουν χώρα την ίδια εξεταζόμενη περίοδο, (συνήθως 20 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής) ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσο το ίδιο γεγονός της αποκοπής έχει επίδραση στη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών. Πρώτοι που υιοθέτησαν την παραπάνω προσέγγιση ήταν οι Miller και Scholes (1982).

[210] Ο Εμποροβιομηχανικός κλάδος περιλαμβάνει όλες τις εταιρίες του Χ.Α. εκτός αυτές του Χρηματοοικονομικού κλάδου (Τράπεζες, Ασφάλειες, Leasing, Επενδυτικές).

Σε δεύτερη φάση, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών αλλά και των λόγων ΔP/D και ΔP/P εξετάζεται απομονωμένα από την επίδραση άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων για μια περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-20, +20). Το δείγμα που προκύπτει, καθαρό δείγμα (uncontaminated sample), καλύπτει τα έτη 2000-2004, δηλαδή, τις οικονομικές χρήσεις 1999-2003. Για τη δημιουργία του παραπάνω δείγματος πραγματοποιήθηκε «απομόνωση» των ανακοινώσεων άλλων εταιρικών πράξεων όπως είναι αυτές των κερδών, διανομής μερίσματος, διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγορών και συγχωνεύσεων, αυξήσεων ή μειώσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών για μία περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-10, +10). Για λόγους σύγκρισης, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών και των λόγων ΔP/D και ΔP/P εξετάζεται για την περίοδο 2000-2004 χωρίς να πραγματοποιηθεί απομόνωση των άλλων εταιρικών πράξεων (μεικτό δείγμα).

Οι εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου έχουν πάγια τακτική να ορίζουν ως ημέρα αποκοπής του μερίσματος την επόμενη ημέρα από την ημέρα της ετήσιας τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, όπου παρουσιάζονται τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών, τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια αλλά και λαμβάνονται συχνά αποφάσεις για έγκριση μεταβολής του μετοχικού κεφαλαίου, διασπάσεις ή συμπτύξεις μετοχών, αγορά ιδίων μετοχών κα. Για το λόγο αυτό, όλες οι εταιρίες του κλάδου αυτού αποκλείστηκαν από τη δημιουργία του συνολικού καθαρού δείγματος με αποτέλεσμα το τελευταίο να συμπίπτει με το δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Συνεπώς, δεν συντρέχει λόγος για το διαχωρισμό του συνολικού καθαρού υποδείγματος σε επιμέρους δείγματα (εταιρίες του Χρηματοοικονομικού και Εμποροβιομηχανικού κλάδου) όπως γίνεται την περίοδο 1997-2004.

Για κάθε εξεταζόμενο δείγμα τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής παρουσιάζονται με τα ακόλουθα συνοπτικά μέσα: α) Ένα πίνακα που περιέχει το μέσο των λόγων ΔP/D και ΔP/P, τις θεωρητικές τιμές τους, τον στατιστικό συντελεστή t από την κατανομή t-student, την τιμή p-value, το διάμεσο των λόγων ΔP/D και ΔP/P, τις θεωρητικές τιμές τους και την τιμή p-value της κατανομής του Wilcoxon Signed Rank Test. β) Ένα πίνακα που περιέχει τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, από την ημέρα -20 έως την ημέρα +20 όπου ημέρα 0 είναι η ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι αποδόσεις αυτές είναι υπολογισμένες με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς, του υποδείγματος των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς αλλά και τις απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις. Για κάθε ημέρα και για κάθε υπόδειγμα ακολουθεί η στατιστική του t-student. γ) Μία γραφική παράσταση που απεικονίζει τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 40 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, υπολογισμένες και με τα τρία προαναφερθέντα υποδείγματα. δ) Ένα πίνακα που περιέχει τις

σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και την αντίστοιχη στατιστική t-student για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους [π.χ. CAR (-20, -1), CAR (+1, +20) κτλ] και με τα τρία υποδείγματα. ε) Μία γραφική παράσταση όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζονται οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) και στον οριζόντιο η περίοδος γεγονότος (ημέρες από -20 έως +20). στ) Ένα πίνακα που περιέχει το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών, υπολογισμένο με το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών, για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, την αντίστοιχη στατιστική t-student και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών. ζ) Μία γραφική παράσταση που απεικονίζει το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρες από -20 έως +20). η) Ένα πίνακα που περιέχει το σωρευτικό μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους [π.χ. CAV (-20, -1), CAV (+1, +20) κτλ.) και την αντίστοιχη στατιστική t-student και τέλος, θ) μία γραφική παράσταση όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών (CAV) και στον οριζόντιο η περίοδος γεγονότος (ημέρες από -20 έως +20).

4.1.1. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς και των Λόγων ΔP/D και ΔP/P την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 1997-2004.

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζεται η συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P όπως αυτοί περιγράφηκαν στην ενότητα 3.4.1.1. Για τη μελέτη του λόγου ΔP/D, υπολογίζονται οι εξής λόγοι:

α) Ο απροσάρμοστος λόγος ΔP/D[211], χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (RPR_{c-c}).

β) Ο απροσάρμοστος λόγος ΔP/D[212], χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (RPR_{c-o}).

γ) Ο προσαρμοσμένος με το δείκτη της αγοράς λόγος ΔP/D[213], χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, προσαρμόζοντας όμως τις τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από μεταβολές της αγοράς (MARP).

Για τη μελέτη του λόγου ΔP/P[214], υπολογίζονται οι εξής λόγοι:

α) Ο απροσάρμοστος λόγος ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($RPDR_{c-c}$).

[211] Βλέπε τη μελέτη των Elton και Gruber (1970).
[212] Βλέπε τη μελέτη των Eades, Hess και Kim (1984).
[213] Βλέπε τη μελέτη του Michaely (1991).
[214] Βλέπε τη μελέτη των Milonas, Travlos, Xiao και Cunkai Tan (2006).

β) Ο απροσάρμοστος λόγος ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τιμές ανοίγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($RPDR_{c\text{-}o}$).
γ) Ο προσαρμοσμένος με το δείκτη της αγοράς λόγος ΔP/P, χρησιμοποιώντας τιμές κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, προσαρμόζοντας όμως τις τιμές κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από μεταβολές της αγοράς (MAPDR).

Επιπλέον, παρουσιάζονται οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος[215] (ARR) και η μερισματική απόδοση (DY) που αντιστοιχούν για κάθε δείγμα.

4.1.1.1. Οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Μεικτού Δείγματος την Περίοδο 1997-2004.

Ο Πίνακας 4.1 παρουσιάζει τους λόγους ΔP/D και ΔP/P την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 1997-2004. Παρατηρείται πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$, $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι αντίστοιχα 0,395, 0,165 και 0,371. Και οι τρεις λόγοι εμφανίζονται στατιστικά διάφοροι (t= -4,28, -6,45 και -5,01, αντίστοιχα) από τη θεωρητική τους τιμή (ίση με τη μονάδα). Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται να επιβεβαιώσει τις μελέτες της διεθνούς βιβλιογραφίας που βρίσκουν το λόγο ΔP/D (υπολογισμένο με οποιοδήποτε από τους προαναφερθέντες τρόπους) μικρότερο της μονάδας. Πρακτικά αυτό σημαίνει πως οι τιμές των κοινών μετοχών των εταιριών του Χ.Α. δεν προσαρμόζονται (πέφτουν) κατά το ποσό του διανεμηθέντος μερίσματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, όπως προβλέπεται σε μία τέλεια (Βαλρανσιανή) αγορά.

Συγκεκριμένα, ο κλασικός λόγος $RPR_{c\text{-}c}$, των Elton και Gruber (1970) είναι ίσος με 0,395 που σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πέφτουν μόνο κατά 40% του ποσού του μερίσματος. Έτσι, δημιουργούνται επενδυτικές ευκαιρίες που κάποιοι επενδυτές θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν αγοράζοντας τις μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλώντας τες την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, καρπώνοντας το ποσό του μερίσματος αλλά και τη μικρότερη πτώση των τιμών την ημέρα αυτή. Η χαμηλή τιμή του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ (0,165) έρχεται να επιβεβαιώσει τις πιθανές επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αρχή της συνεδρίασης του Χ.Α. (τιμή ανοίγματος) όπου διαφαίνεται πως η πτώση των τιμών των μετοχών από την προηγούμενη ημέρα στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρή (16,5% του ποσού του μερίσματος).

[215] Οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος υπολογίζονται σύμφωνα με τον τύπο 3.5 και δεν θα πρέπει να συγχέονται με τις απροσάρμοστες αποδόσεις που υπολογίζονται για όλες τις υπόλοιπες ημέρες γεγονότος με τη χρήση του νεπέριου λογάριθμου (βλέπε εξίσωση 3.8).

Αντίθετα, ο λόγος MARP (0,371) είναι σχεδόν ίσος με αυτόν του $RPR_{c\text{-}c}$. Όσον αφορά τους λόγους ΔP/P, παρατηρείται πως ακολουθούν την πορεία των αντίστοιχων λόγων ΔP/D. Συγκεκριμένα, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR έχει τιμές ίσες με 0,016, 0,011 και 0,021, αντίστοιχα και είναι στατιστικά διάφορος και μικρότερος από τη θεωρητική του τιμή που είναι η μερισματική απόδοση (0,031). Τέλος, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) εμφανίζουν θετική απόδοση[216] ίση με 1,7%, μία διόλου ευκαταφρόνητη απόδοση για μία ημέρα συναλλαγής.

Οι Πίνακες 4.2 έως 4.9 απεικονίζουν όλους τους λόγους ΔP/D και ΔP/P για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου χωριστά. Μία πρώτη διαπίστωση είναι πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$, $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP για το έτος 1999 είναι αρνητικός και στατιστικά διάφορος της μονάδας (-1,790, -2,179 και -0,574, αντίστοιχα). Αυτό σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το έτος 1999 όχι μόνο δεν έπεφταν κατά το ποσό του μερίσματος, αλλά αντίθετα ανέβαιναν. Η εξήγηση που δίνεται για αυτήν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έχει να κάνει με την ανοδική πορεία όλων των μετοχών του Χ.Α. και κατ' επέκταση του Γενικού Δείκτη Τιμών (ΓΔΤ) το έτος 1999. Αξίζει να σημειωθεί πως εντός του 1999 (17 Σεπτεμβρίου, 1999) ο ΓΔΤ έφτασε στο υψηλότερο επίπεδο όλων των εποχών (6.350 μονάδες), καταγράφοντας συνολική άνοδο 102,19% στο τέλος του 1999 σε σχέση με το έτος 1998. Με εξαίρεση το μέσο του λόγου MAPDR, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ εμφανίζει αρνητικές τιμές (-0,004 για τον $RPDR_{c\text{-}c}$, -0,004 για τον $RPDR_{c\text{-}o}$ και 0,002 για τον MAPDR) που σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών πέφτουν ποσοστιαία περισσότερο από τη μερισματική απόδοση. Από την άλλη πλευρά, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) εμφανίζουν απόδοση της τάξεως του 3,72%, αφού οι επενδυτές που αγόραζαν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος καρπώνονταν το ποσό του μερίσματος και την υψηλότερη τιμή των μετοχών σε σχέση με αυτήν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Μία άλλη διαπίστωση από την εξέταση των λόγων ΔP/D και ΔP/P είναι πως οι λόγοι αυτοί το έτος 2000 παρουσιάζουν αντίθετη συμπεριφορά σε σχέση με το έτος 1999. Συγκεκριμένα, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$ και MARP έχει τιμές μεγαλύτερες από τη μονάδα (2,467 και 1,660), ενώ ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ είναι ίσος με 0,834 και στατιστικά μη σημαντικός. Παρόμοια συμπεριφορά εμφανίζουν και οι λόγοι $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR (0,021, 0,009 και 0,017, αντίστοιχα). Πρακτικά αυτό σημαίνει πως για το έτος 2000 οι τιμές των μετοχών την ημέρα

[216] Σε αυτήν την απόδοση θα πρέπει να αφαιρεθεί η προμήθεια που πληρώνουν οι επενδυτές στη χρηματιστηριακή εταιρία για κάθε αγορά και πώληση καθώς και ο φόρος που επιβάλλεται από το κράτος για κάθε πώληση μετοχών (βλέπε Κεφάλαιο 3). Μετά την αφαίρεση των παραπάνω, ο επενδυτής θα βρει την καθαρή απόδοση.

αποκοπής του μερίσματος έπεφταν περισσότερο από το ποσό του μερίσματος. Η μεγάλη αυτή άνοδος του μέσου των λόγων ΔP/D και ΔP/P οφείλεται στη ραγδαία πτώση των τιμών των μετοχών της συντριπτικής πλειοψηφίας των εταιριών του Χ.Α. το έτος 2000[217]. Για το λόγο αυτό οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής για το έτος 2000 (ARR) εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο (-0,47%). Αυτό σημαίνει πως οι επενδυτές οι οποίοι προέβαιναν σε αγορά μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πώληση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είχαν αρνητικές αποδόσεις (ζημίες).

Τέλος, παρατηρείται πως από το έτος 2001 και έπειτα (με λιγοστές εξαιρέσεις) οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P εμφανίζουν σημαντική μείωση φτάνοντας μάλιστα σε χαμηλά επίπεδα, ακόμα και αρνητικά (για το έτος 2004 ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}c}$ είναι μόλις 0,050, ενώ ο μέσος του λόγου MARP είναι ίσος με -0,015). Η εξήγηση για τη ραγδαία μείωση των λόγων ΔP/D και ΔP/P βρίσκεται στην απόφαση 59 της 30ης Μαρτίου του 2001 που έλαβε το Δ.Σ. του Χ.Α. να σταματήσει να αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, πλέον, οι τιμές των μετοχών διαπραγματεύονται χωρίς να υφίστανται αρχική μείωση κατά το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα η τελική πτώση των τιμών των μετοχών (εάν υπάρχει) να είναι πολύ μικρή και αντίστοιχα να είναι μικρός ο λόγος ΔP/D και ο λόγος ΔP/P. Προς επιβεβαίωση των παραπάνω, παρατηρείται μία αύξηση στις απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από 0,66% το 2001 σε 1,05% το 2002, 1,56% το 2003 και 1,68% το 2004. Με την απόφαση να μην αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, φαίνεται να βγαίνουν κερδισμένοι οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αυτή.

Κάνοντας μία σύγκριση των λόγων ΔP/D και ΔP/P (Πίνακας 4.10) μεταξύ της περιόδου που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής (1997-2000) και της περιόδου που έπαψε να αποκόπτεται (2001-2004), παρατηρείται μία πτώση των λόγων ΔP/D και ΔP/P. Συγκεκριμένα, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}c}$ από 0,489 την περίοδο 1997-2004, μειώνεται σε 0,320 την περίοδο 2001-2004. Παρόμοια, οι μέσοι των λόγων $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR από 0,589 και 0,570 την περίοδο 1997-2000, μειώνονται σε 0,437 και 0,213 την περίοδο 2001-2004. Αντίστοιχη πορεία έχει ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR (0,016, 0,019 και 0,017 την περίοδο 1997-2000 και 0,016, 0,013 και 0,014 την περίοδο 2001-2004). Η πτώση των λόγων ΔP/D και ΔP/P, όπως ειπώθηκε προηγουμένως, οφείλεται στην απόφαση που έλαβε το Δ.Σ. του Χ.Α. να σταματήσει να αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής. Συνέπεια της

[217] Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χ.Α. έχασε το 38,77% της αξίας του από τα τέλη του 1999 στα τέλη του 2000.

παραπάνω απόφασης ήταν οι τιμές των μετοχών να μην προσαρμόζονται κατά το ύψος του μερίσματος και έτσι να υπάρξουν μικρότεροι λόγοι ΔP/D και ΔP/P. Ωστόσο, θα περίμενε κανείς η απόφαση αυτή να προκαλέσει μεγαλύτερες απροσάρμοστες αποδόσεις σε όλους όσους δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, πράγμα που δεν έγινε. Οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από 2,34% την περίοδο 1997-2000 μειώθηκαν σε 1,24% την περίοδο 2001-2004. Η πτώση αυτή οφείλεται κυρίως στη μικρότερη μερισματική απόδοση που είχαν οι κοινές μετοχές του δείγματος την περίοδο 2001-2004 (από 3,95% την περίοδο 1997-2000 σε 2,48% την περίοδο 2001-2004). Έτσι, παρ' όλο που το ποσό του μερίσματος δεν αποκόπτονταν από τις τιμές των μετοχών, η μικρότερη μερισματική απόδοση την περίοδο 2001-2004 φαίνεται να εξουδετερώνει το παραπάνω όφελος που προέκυπτε από την απόφαση 59 του Χ.Α.

Συμπερασματικά, η υπόθεση ότι οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πέφτουν ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος με αποτέλεσμα ο λόγος ΔP/D (ΔP/P) να είναι ίσος με τη μονάδα (μερισματική απόδοση) δεν φαίνεται να ισχύει για το συνολικό μεικτό δείγμα των μετοχών της περιόδου 1997-2004 στο Χ.Α.

4.1.1.2. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004.

Ο Πίνακας 4.11 και το Διάγραμμα 4.1 δείχνουν τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 1997-2004. Οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις μελετώνται την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0) και 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20) και έχουν υπολογιστεί με τρεις διαφορετικούς τρόπους: με το υπόδειγμα της αγοράς, με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς και με τις απροσάρμοστες αποδόσεις[218]. Για λόγους συντομίας, θα αναφέρονται μόνο τα αποτελέσματα από το υπόδειγμα της αγοράς, αφού σύμφωνα με τους Brown και Warner (1985) το υπόδειγμα αυτό είναι ανώτερο από τα υπόλοιπα υποδείγματα για τον υπολογισμό των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0) είναι ίση με 1,967%[219], στατιστικά διάφορη του μηδενός (t = 16,86) στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις προηγούμενες ημέρες πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι θετικές, ενώ τις ημέρες αμέσως μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι

[218] Οι απροσάρμοστες αποδόσεις δεν πρέπει να συγχέονται με τις απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος όπως αυτές έχουν υπολογιστεί με τον τύπο 3.5 και έχουν παρουσιαστεί στην παράγραφο 4.1.1.1.

[219] Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής είναι ίση με 1,908% και 1,807% υπολογισμένη αντίστοιχα με το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς και με τις απροσάρμοστες αποδόσεις.

αρνητικές. Τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας[220], όπου διαπιστώνεται πως κάποιοι επενδυτές αγοράζουν μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ή και λίγες ημέρες νωρίτερα (αγοραστικό ενδιαφέρον που οδηγεί σε αύξηση των τιμών) και τις πωλούν την επόμενη ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα +1) ή αργότερα, με αποτέλεσμα να υπάρχει πτώση των τιμών, γεγονός που παρατηρείται. Ειδικότερα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα +1 είναι ίση με -0,222% και στατιστικά σημαντική (t = -1,90). Συνδυάζοντας την απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την τιμή του λόγου ΔP/D, διαπιστώνεται πως η Ελληνική κεφαλαιαγορά δεν λειτουργεί τέλεια, δημιουργώντας σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες για τους επενδυτές.

Ο Πίνακας 4.12 και το Διάγραμμα 4.2 παρουσιάζουν τις σωρευτικές (ή αθροιστικές) μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για διάφορες περιόδους. Για τις περιόδους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (-20, -1), CAR (-10, -1) και CAR (-5, -1)] οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές (1,636%, 1,156% και 0,522%, αντίστοιχα). Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται να επιβεβαιώσουν το αγοραστικό ενδιαφέρον που υπάρχει την περίοδο πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από τους επενδυτές. Αντίθετα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +10) και CAR (+1, +5)] είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές (-0,040% και -0,531%, αντίστοιχα), δείχνοντας πως οι επενδυτές αφού καρπωθούν το ποσό του μερίσματος και τη μικρότερη πτώση των μετοχών την ημέρα αποκοπής σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα, πωλούν τις μετοχές με αποτέλεσμα να εμφανίζονται αρνητικές αποδόσεις την περίοδο μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τέλος, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο και τριών ημερών [CAR (-1, 0) και CAR (-1, +1)] γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ίσες με 2,135% και 1,913%, αντίστοιχα, στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

4.1.1.3. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004.

Ακολουθώντας τη μελέτη των Lakonishok και Vermaelen (1986) όπου διατυπώθηκε για πρώτη φορά ότι η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών αυξάνεται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, εξετάζεται κατά πόσο ισχύει η παραπάνω πρόταση και για την Ελληνική κεφαλαιαγορά. Ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών μελετάται για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0). Από τον Πίνακα 4.13 και το

[220] Βλέπε τις μελέτες των Lakonishok και Vermaelen (1986), Kato και Loewenstein (1995), Lasfer και Zenonos (2004) κα.

Διάγραμμα 4.3 διαπιστώνεται πως υπάρχει θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών από την ημέρα -8 (52.563,91 Ευρώ) και συνεχίζεται (με εξαίρεση την ημέρα -5) μέχρι την ημέρα 0 (110.263,97 Ευρώ). Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά σημαντικός και ίσος με 17,51%, 31,30% και 13,69% του κανονικού όγκου συναλλαγών[221] για τις ημέρες -2, -1 και 0, αντίστοιχα. Η εξήγηση για αυτήν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών βρίσκεται στο γεγονός πως κάποιοι επενδυτές δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για να αποκομίσουν υπεραποδόσεις. Συγκεκριμένα, προβαίνουν σε αγορά μετοχών την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ή λίγες ημέρες πριν από αυτήν (αγοραστικό ενδιαφέρον) και αφού πάρουν το μέρισμα προβαίνουν σε πώληση των μετοχών την ημέρα αποκοπής ή μετέπειτα.

Ο Πίνακας 4.14 και το Διάγραμμα 4.4 δείχνουν τη συμπεριφορά του σωρευτικού μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών για διάφορα διαστήματα γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAV (-20, -1), CAV (-10, -1), CAV (-5, -1), CAV (+1, +20), CAV (+1, +10) και CAV (+1, +5)]. Όπως οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, έτσι και ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών παρουσιάζει θετική αντίδραση την περίοδο πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αρνητική αντίδραση μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Συγκεκριμένα, για τις περιόδους (-20, -1), (-10, -1) και (-5, -1) ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 572.504,7 Ευρώ, 481.820,19 Ευρώ και 428.873,5 Ευρώ, αντίστοιχα. Από την άλλη πλευρά ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών για τις περιόδους (+1, +20), (+1, +10) και (+1, +5) είναι αρνητικός και ίσος με -1.230.242,49 Ευρώ, -819.929,72 Ευρώ και -224.578,23 Ευρώ, αντίστοιχα. Τέλος, για τους επενδυτές που δραστηριοποιούνται δύο και τρεις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAV (-1, 0) και CAV (-1, +1)], ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά σημαντικός και ίσος με 1.255.273,38 Ευρώ και 338.425,49 Ευρώ, αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά επιβεβαιώνουν την ύπαρξη επενδυτών που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος.

4.1.1.4. Οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Στην υποενότητα αυτή παρουσιάζεται η συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου[222] για την περίοδο 1997-2004. Ο Πίνακας 4.15 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του παραπάνω

[221] Υπενθυμίζεται πως ο κανονικός όγκος συναλλαγών υπολογίζεται για 200 ημέρες πριν και μετά την περίοδο γεγονότος, δηλαδή, την περίοδο από -120 έως -21 και από +21 έως +120.

[222] Ο Εμποροβιομηχανικός κλάδος αποτελείται από το σύνολο των εταιριών του Χ.Α.. εκτός αυτών του Χρηματοοικονομικού κλάδου.

δείγματος. Παρατηρείται πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι στατιστικά διάφορος και μικρότερος της μονάδας (0,401, 0,107 και 0,368, αντίστοιχα). Η συμπεριφορά αυτή του λόγου ΔP/D είναι παρόμοια με αυτή του συνολικού δείγματος. Με όποιον τρόπο και να υπολογιστεί ο λόγος ΔP/D, ο μέσος του είναι μικρότερος από τη θεωρητική του τιμή (τη μονάδα). Αυτό σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου δεν προσαρμόζονται κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής. Έτσι, δημιουργούνται επενδυτικές ευκαιρίες που κάποιοι επενδυτές θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν αγοράζοντας τις μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και πουλώντας τες την ημέρα αποκοπής, καρπώνοντας το ποσό του μερίσματος αλλά και τη μικρότερη πτώση των τιμών την ημέρα αποκοπής.

Παρόμοια συμπεριφορά με αυτή του λόγου ΔP/D παρουσιάζει και ο λόγος ΔP/P. Ο μέσος των λόγων των $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 0,014, 0,008 και 0,019, αντίστοιχα, στατιστικά διάφορος από τη μερισματική απόδοση, με μόνη εξαίρεση το μέσο του λόγου MAPDR. Τέλος, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) είναι θετικές (1,4%) και στατιστικά σημαντικές. Μία πρώτη διαπίστωση είναι πως η συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P του Εμποροβιομηχανικού κλάδου είναι σχεδόν παρόμοια με αυτή του συνολικού δείγματος. Άλλωστε η συντριπτική πλειοψηφία του συνολικού δείγματος αποτελείται από τις εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (ποσοστό 91%). Η ελαφρώς υψηλότερη απροσάρμοστη υπερβάλλουσα απόδοση του συνολικού δείγματος (1,7%) έναντι του Εμποροβιομηχανικού (1,4%) την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, εξηγείται από τον υψηλότερο λόγο $RPR_{c\text{-}c}$[223] του δεύτερου δείγματος, αλλά και από την υψηλότερη μερισματική απόδοση του συνολικού δείγματος (3,1% έναντι 2,7%).

Οι Πίνακες 4.16 έως 4.23 απεικονίζουν όλους τους λόγους ΔP/D και ΔP/P για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου χωριστά. Όπως και στην περίπτωση του συνολικού δείγματος, έτσι και στην περίπτωση του δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P για το έτος 1999 είναι αρνητικοί. Συγκεκριμένα, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$, MARP, $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με -2,008, -2,492, -0,775, -0,011, -0,015 και -0,005 αντίστοιχα, όλοι τους στατιστικά σημαντικοί. Η αιτία για τις αρνητικές τιμές είναι η κατακόρυφη άνοδος των τιμών σχεδόν όλων των μετοχών του Χ.Α. το έτος 1999. Συνεπώς, οι τιμές των μετοχών αντί να πέσουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ανέβαιναν με αποτέλεσμα να υπάρξουν σημαντικά οφέλη για τους επενδυτές που δραστηριοποιούνταν γύρω από την ημέρα αυτή (και όχι μόνο). Έτσι, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του

[223] Σύμφωνα με του Elton και Gruber (1970), όσο υψηλότερος ο λόγος $RPR_{c\text{-}c}$, τόσο μικρότερη η απροσάρμοστη απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η τελευταία υπολογίζεται με τιμές κλεισίματος.

μερίσματος (ARR) διαμορφώνονται στο 2,4%, ενώ η μερισματική απόδοση στο 1,4%. Αντίθετα, λόγω της μεγάλης πτώσης των τιμών των μετοχών το έτος 2000, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$, $RPR_{c\text{-}o}$, MARP, $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 3,040, 0,614, 2,097, 0,017, 0,002 και 0,013 αντίστοιχα. Οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) εμφανίζονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές (0,8%). Αυτό σημαίνει πως οι επενδυτές που αγόρασαν μετοχές του Εμποροβιομηχανικού κλάδου την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τις πούλησαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος βγήκαν χαμένοι το έτος 2000. Τέλος, όπως διαπιστώθηκε για το συνολικό μεικτό δείγμα, έτσι και για το μεικτό δείγμα του Εμποροβιομηχανικού κλάδου οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P μειώνονται από το έτος 2001 και έπειτα λόγω της απόφασης 59 του Χ.Α. να μην αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής. Από την άλλη πλευρά, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) παρουσιάζονται αυξανόμενες από το έτος 2001 (0,7%) έως το 2004 (1,9%), λόγω της παραπάνω απόφασης (59) και της αυξητικής τάσης της μερισματικής απόδοσης (2,1% το 2001 έναντι 2,9% το 2004).

Ο Πίνακας 4.24 συγκρίνει τους λόγους ΔP/D και ΔP/P για την περίοδο πριν από την εφαρμογή της απόφασης 59 (1997-2000) και την περίοδο μετά την εφαρμογή της (2001-2004). Παρατηρείται πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$, $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP μειώνεται σημαντικά την περίοδο 2001-2004 σε σχέση με την περίοδο 1997-2000. Ειδικότερα, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}c}$ από 0,500 την πρώτη περίοδο μειώνεται σε 0,293 τη δεύτερη περίοδο, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ από 0,583 την πρώτη περίοδο μειώνεται σε 0,424 τη δεύτερη περίοδο και ο μέσος του λόγου MARP από 0,568 την πρώτη περίοδο μειώνεται σε 0,188 τη δεύτερη περίοδο. Παρόμοια συμπεριφορά παρουσιάζουν και οι λόγοι ΔP/P, με εξαίρεση το λόγο $RPDR_{c\text{-}c}$ που εμφανίζει μικρή άνοδο. Τέλος, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) εμφανίζονται μεγαλύτερες την πρώτη περίοδο (1,6%) απ' ότι τη δεύτερη (1,3%) λόγω της υψηλότερης μερισματικής απόδοσης την πρώτη περίοδο (2,9% την πρώτη περίοδο έναντι 2,4% τη δεύτερη περίοδο).

4.1.1.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Στον Πίνακα 4.25 και στο Διάγραμμα 4.5 απεικονίζονται οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για την περίοδο γεγονότος (-20, +20). Την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0) η μέση υπερβάλλουσα απόδοση με το υπόδειγμα της αγοράς είναι ίση με 1,565% και στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Θετικές είναι και οι αποδόσεις και τις προηγούμενες τρεις ημέρες (-3, -2 και -1) και μάλιστα την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του

μερίσματος (ημέρα -1) είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Αντίθετα, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις επόμενες τρεις ημέρες (ημέρες +1, +2 και +3) είναι αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές. Από τα παραπάνω αποτελέσματα σε συνδυασμό με αυτά από τους λόγους ΔP/D και ΔP/P, διαπιστώνεται ότι προκύπτουν σημαντικές υπεραποδόσεις για τους επενδυτές από τη μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα την ημέρα αποκοπής. Συνεπώς, κάποιοι επενδυτές που επιδιώκουν την κατοχή μετοχών που δεν προσαρμόζονται κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής, προβαίνουν σε αγορά αυτών των μετοχών λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής και τις πωλούν μετέπειτα, αφού καρπωθούν το μέρισμα. Για το λόγο αυτό παρατηρούνται θετικές αποδόσεις τις προηγούμενες ημέρες πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αρνητικές μετά από αυτήν. Ο Πίνακας 4.26 και το Διάγραμμα 4.6 παρουσιάζουν την παραπάνω συμπεριφορά για διάφορες περιόδους πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Για τις περιόδους πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές (με εξαίρεση την περίοδο -5, -1), ενώ τις ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι είτε θετικές και στατιστικά μη σημαντικές, είτε αρνητικές και στατιστικά σημαντικές (π.χ. η CAR (+1, +5) είναι ίση με -0,474% και στατιστικά σημαντική).

4.1.1.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Εμποροβιομηχανικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Ο Πίνακας 4.27 και το Διάγραμμα 4.7 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών του μεικτού δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου την περίοδο γεγονότος (-20, +20). Σε αντίθεση με το συνολικό μεικτό δείγμα, η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών περιορίζεται στις ημέρες -1 και 0. Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τις δύο αυτές ημέρες είναι ίσος με 148.406,67 Ευρώ και 29.182,93 Ευρώ, αντίστοιχα και στατιστικά σημαντικός την ημέρα -1 (t=1,69). Τις υπόλοιπες ημέρες ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών εμφανίζεται αρνητικός[224]. Τα αποτελέσματα αυτά έρχονται να ενισχύσουν την άποψη πως υπάρχει αγοραστικό ενδιαφέρον γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με αποτέλεσμα τη θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών. Ωστόσο, το αγοραστικό ενδιαφέρον στην περίπτωση των μετοχών των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου περιορίζεται την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος σε σχέση με το συνολικό δείγμα, όπου υπάρχει θετική αντίδραση αρκετές ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του

[224] Σε σύγκριση με το συνολικό δείγμα, το δείγμα του εμποροβιομηχανικού κλάδου δεν έχει θετικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών τις υπόλοιπες ημέρες πλην της προηγούμενης ημέρας και της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, γιατί όπως περιγράφεται παρακάτω, το θετικό πρόσημο του συνολικού δείγματος οφείλεται εν πολλοίς στις εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου.

μερίσματος. Προς ενίσχυση αυτού του συμπεράσματος, από τον Πίνακα 4.28 και το Διάγραμμα 4.8 παρατηρείται πως το αγοραστικό ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, όπου ο σωρευτικός μέσος όγκος συναλλαγών των δύο αυτών ημερών [CAV (-1, 0)] είναι στατιστικά σημαντικός και ίσος με 177.589,6 Ευρώ.

4.1.1.7. Οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Στην υποενότητα αυτή παρουσιάζεται η συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου[225] για την περίοδο 1997-2004. Ο Πίνακας 4.29 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του παραπάνω δείγματος. Παρατηρείται πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι μικρότερος της μονάδας (0,488, 0,360 και 0,492, αντίστοιχα) και στατιστικά διάφορος αυτής, ενώ ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι στατιστικά διάφορος της μερισματικής απόδοσης (0,036, 0,034 και 0,048, αντίστοιχα). Συγκρίνοντας, τους λόγους ΔP/D και ΔP/P του συνολικού δείγματος και του δείγματος του Εμποροβιομηχανικού κλάδου με τους αντίστοιχους του Χρηματοοικονομικού κλάδου, παρατηρείται πως οι τελευταίοι είναι ελαφρώς υψηλότεροι. Αυτό σημαίνει πως οι τιμές των μετοχών των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου πέφτουν σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα λιγότερο την ημέρα αποκοπής του μερίσματος απ' ότι οι τιμές των μετοχών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Παραδόξως, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) είναι υψηλότερες για τις εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου (5,1%) απ' ότι για τις εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (1,4%). Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στην πολύ υψηλότερη μερισματική απόδοση που έχουν οι εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου (8,7%) απ' ότι οι εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (2,7%). Συμπερασματικά, προκύπτει πως η αγορά και πώληση μετοχών εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποφέρει πολύ μεγάλες αποδόσεις για τους επενδυτές.

Οι Πίνακες 4.30 έως 4.37 παρουσιάζουν όλους τους λόγους ΔP/D και ΔP/P για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου χωριστά. Όπως και στην περίπτωση των εταιριών του συνολικού και του Εμποροβιομηχανικού δείγματος, έτσι και στην περίπτωση του δείγματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου, ο λόγος ΔP/D είναι αρνητικός για το έτος 1999. Συγκεκριμένα, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$, και MARP είναι ίσος με -2,070, -0,670 και -0,450 αντίστοιχα, ενώ ο λόγος $RPR_{c\text{-}c}$ είναι μεγαλύτερος της μονάδας (1,256) το έτος 2000. Η μεγάλη άνοδος των

[225] Ο Χρηματοοικονομικός κλάδος αποτελείται από τις τράπεζες, τις ασφάλειες, τις εταιρίες leasing και τις επενδυτικές εταιρίες.

τιμών των μετοχών το έτος 1999 και η μεγάλη πτώση αυτών των 2000 φαίνεται να εξηγεί την παραπάνω συμπεριφορά και στην περίπτωση των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου.

Τέλος, ο Πίνακας 4.38 δείχνει πως, για τις μετοχές των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου, η απόφαση 59 του Χ.Α. να σταματήσει να αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής, δεν οδήγησε σε μικρότερο λόγο ΔP/D την περίοδο μετά την εφαρμογή της παραπάνω απόφασης. Συγκεκριμένα, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$, και MARP αυξήθηκε από 0,227 σε 0,849, από 0,038 σε 0,795 και από 0,309 σε 0,747, αντίστοιχα για τις περιόδους 1997-2000 και 2001-2004. Ωστόσο, ο λόγος ΔP/P παρουσίασε πτώση για την περίοδο 2001-2004 λόγω της χαμηλότερης μερισματικής απόδοσης (12,6% έναντι 3,4%), γεγονός που εξηγεί και τις μεγαλύτερες απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος την περίοδο 1997-2004 (8,5% έναντι 0,3%).

4.1.1.8. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Από τον Πίνακα 4.39 και το Διάγραμμα 4.9 διαπιστώνεται πως η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι στατιστικά σημαντική και ίση με 5,326% για τις εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου, κατά πολύ υψηλότερη από αυτή του συνολικού δείγματος (1,967%) και του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (1,565%). Η εξήγηση για την πολύ υψηλή απόδοση των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου βρίσκεται στην πολύ υψηλή μερισματική απόδοση που έχουν οι εταιρίες αυτού του κλάδου (8,7%) σε σχέση με αυτές του συνολικού δείγματος (3,14%) και του δείγματος του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (2,70%). Οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις προηγούμενες ημέρες από την αποκοπή του μερίσματος είναι θετικές, γεγονός που αποδεικνύει το αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών για μετοχές που έχουν κοντινή ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ενώ εμφανίζονται αρνητικές τις επόμενες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Προς επιβεβαίωση των παραπάνω, από τον Πίνακα 4.40 και το Διάγραμμα 4.10 παρατηρείται πως οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές [CAR (-20, -1), CAR (-10, -1) και CAR (-5, -1) ίσες με 4,073%, 3,111% και 2,140%, αντίστοιχα], ενώ είναι αρνητικές την περίοδο μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10) και CAR (+1, +5) ίσες με -0,056%, -0,716% και -0,600% αντίστοιχα].

4.1.1.9. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Μεικτού Δείγματος του Χρηματοοικονομικού Κλάδου της Περιόδου 1997-2004.

Ο Πίνακας 4.41 και το Διάγραμμα 4.11 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών του μεικτού δείγματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου την περίοδο γεγονότος (-20, +20). Σε αντίθεση με το μεικτό δείγμα του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών αρχίζει από την ημέρα -10 και συνεχίζει μέχρι την ημέρα +6. Ωστόσο σε καμία ημέρα από αυτές ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Από την άλλη πλευρά, εμφανίζει αυξητική τάση τις ημέρες -2 και -1 (7,72% και 6,27% επί του κανονικού όγκου συναλλαγών) και φτάνει να είναι ίσος με 58.317,41 Ευρώ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (2,78% επί του κανονικού όγκου συναλλαγών). Η ειδοποιός διαφορά της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών (όπως και των αποδόσεων) των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου σε σχέση με αυτές του Εμποροβιομηχανικού κλάδου είναι πως υπάρχει θετική αντίδραση αρκετές ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να ερμηνευθεί από τις υψηλές μερισματικές αποδόσεις που προσφέρουν παραδοσιακά οι εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα οι επενδυτές που ενδιαφέρονται για εισοδήματα από μερίσματα να σπεύδουν να αγοράσουν τις μετοχές των εταιριών του κλάδου αυτού πολύ νωρίτερα από την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος. Με άλλα λόγια, ο ιδιότυπος ανταγωνισμός που επικρατεί μεταξύ των επενδυτών να καρπωθούν το υψηλό μέρισμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου, οδηγεί σε θετική αντίδραση τόσο του όγκου συναλλαγών όσο και των τιμών των μετοχών αρκετές ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Μία ακόμη διαπίστωση είναι πως υπάρχει θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αρκετές ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (μέχρι την ημέρα +6). Από τον Πίνακα 4.42 και το Διάγραμμα 4.12 φαίνεται πως ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών παραμένει θετικός και τις περιόδους μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Συγκεκριμένα, οι CAV (+1, +20), CAV (+1, +10) και CAV (+1, +5) είναι ίσοι με 648.332,06 Ευρώ, 340.166,10 Ευρώ και 320.579,71 Ευρώ, αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν πως υπάρχει αγοραστικό ενδιαφέρον για τις μετοχές των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου και την περίοδο μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, οι λόγοι που υπάρχει θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πρέπει να αναζητηθούν σε άλλες εταιρικές πληροφορίες (γεγονότα) που δεν συσχετίζονται με την ημέρα αποκοπή του μερίσματος[226].

[226] Όπως έχει περιγραφεί, για την περίοδο 1997-2004 δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών γεγονότων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν είτε θετικά είτε αρνητικά τις τιμές των μετοχών και τον όγκο συναλλαγών.

4.1.1.10. Οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P Χωρισμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 1997-2004.

Η υποενότητα αυτή εξετάζει κατά πόσο επαληθεύεται εμπειρικά η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων των Modigliani και Miller (1961). Ειδικότερα, εξετάζεται αν ισχύει η θετική σχέση μεταξύ των λόγων ΔP/D και ΔP/P και της μερισματικής απόδοσης για τα τρία εξεταζόμενα δείγματα. Για τον σκοπό αυτό, τα εξεταζόμενα δείγματα χωρίζονται σε πέντε ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Ο Πίνακας 4.43 παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το συνολικό μεικτό δείγμα. Παρατηρείται πως ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP από 0,186, -0,373 και 0,246 αντίστοιχα, που είναι στο πρώτο τμήμα (1 quintile) αυξάνεται από τμήμα σε τμήμα και φτάνει να είναι ίσος με 0,553, 0,485 και 0,536 αντίστοιχα, στο πέμπτο τμήμα (5 quintile). Σε όλα τα τμήματα ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι μικρότερος και στατιστικά διάφορος της μονάδας.

Παρόμοια συμπεριφορά επιδεικνύει και ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c,}$ $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR. Στο πρώτο τμήμα[227] (1 quintile) ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c,}$ $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 0,002, -0,003 και 0,022 αντίστοιχα, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσος με 0,041, 0,039 και 0,043 αντίστοιχα. Ωστόσο, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) αυξάνονται αντί να μειώνονται όπως προβλέπει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, από 0,3% που είναι στο πρώτο τμήμα (1 quintile) προσεγγίζουν το 4,8% στο πέμπτο τμήμα (5 quintile). Για την παράδοξη αυτή συμπεριφορά των απροσάρμοστων αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η εξήγηση βρίσκεται στην πολύ υψηλή μερισματική απόδοση του πέμπτου τμήματος (5 quintile). Στο πρώτο τμήμα (1 quintile) η μερισματική απόδοση είναι ίση με 0,5%, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίση με 9%. Συνεπώς, η μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στο πέμπτο τμήμα (που οδηγεί σε υψηλότερους λόγους ΔP/D και ΔP/P), αντισταθμίζεται με το παραπάνω από την υψηλή μερισματική απόδοση του τμήματος αυτού, με συνέπεια οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) να αυξάνονται από το χαμηλότερο τμήμα στο υψηλότερο τμήμα.

Ο Πίνακας 4.44 εξετάζει τη συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Η συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P του δείγματος αυτού είναι παρόμοια με αυτή του μεικτού συνολικού δείγματος. Συγκεκριμένα, ο

Παρακάτω, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για την περίοδο 2000-2004 όπου έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση των υπολοίπων εταιρικών γεγονότων.

[227] Το πρώτο τμήμα περιέχει τις εταιρίες με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση, ενώ το πέμπτο τμήμα περιέχει τις εταιρίες με την υψηλότερη μερισματική απόδοση.

μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP στο πρώτο τμήμα (1 quintile) είναι ίσος με 0,265, -0,511 και 0,235 αντίστοιχα, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσος με 0,535, 0,465 και 0,519 αντίστοιχα. Σε όλα τα τμήματα ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι μικρότερος και στατιστικά διάφορος της μονάδας. Παρόμοια, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR στο πρώτο τμήμα (1 quintile) είναι ίσος με 0,001, -0,003 και 0,025 αντίστοιχα, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσος με 0,034, 0,029 και 0,033 αντίστοιχα. Οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής (ARR) εμφανίζονται αυξημένες από τμήμα σε τμήμα. Στο πρώτο τμήμα (1 quintile) είναι ίσες με 0,4%, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσες με 3,1%. Όπως και στην περίπτωση του συνολικού μεικτού δείγματος, έτσι και στο μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) στο πέμπτο τμήμα αυξάνονται αντί να μειώνονται λόγω της πολύ υψηλής μερισματικής απόδοσης του πέμπτου τμήματος (6,5%).

Ο Πίνακας 4.45 παρουσιάζει τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά των λόγων ΔP/D και ΔP/P για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου. Αντίθετα με τα δύο προηγούμενα δείγματα, η συμπεριφορά του λόγου ΔP/D δεν φαίνεται να παρουσιάζει κάποια συστηματική σχέση με τη μερισματική απόδοση. Ειδικότερα, ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP στο πρώτο τμήμα (1 quintile) είναι ίσος με -0,880, -0,320 και -0,590 αντίστοιχα, στο δεύτερο τμήμα (2 quintile) είναι ίσος με 1,365, 0,505 και 1,160 αντίστοιχα, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσος με 0,493, 0,425 και 0,487 αντίστοιχα. Αντίθετα, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR βαίνει αυξανόμενος από τμήμα σε τμήμα. Από 0, 0,002 και 0,003 αντίστοιχα στο πρώτο τμήμα, αυξάνεται σε 0,096, 0,110 και 0,093 αντίστοιχα στο πέμπτο τμήμα. Από την άλλη πλευρά, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) από 0,6% στο πρώτο τμήμα, γίνονται αρνητικές στο δεύτερο τμήμα (-0,7%) για να ξαναγίνουν θετικές στα επόμενα τρία τμήματα (0,7% στο τρίτο τμήμα, 2,2% στο τέταρτο τμήμα και 23% στο πέμπτο τμήμα).

Συμπερασματικά, για το συνολικό μεικτό δείγμα και το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου για την εξεταζόμενη περίοδο 1997-2004, η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων φαίνεται να βρίσκει μερική εμπειρική υποστήριξη. Συγκεκριμένα, οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P συσχετίζονται θετικά με τη μερισματική απόδοση. Εξαίρεση αποτελούν οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) οι οποίες, αντίθετα με ότι προβλέπει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, αυξάνονται από τμήμα σε τμήμα. Η παραπάνω συμπεριφορά εξηγείται από την πολύ υψηλή μερισματική απόδοση που έχουν τα τελευταία τμήματα (τμήματα 4 και 5), η οποία αντισταθμίζει με το παραπάνω τη μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του

μερίσματος. Ωστόσο, για το δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P και των απροσάρμοστων αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) δεν φαίνονται να συσχετίζονται συστηματικά με τη μερισματική απόδοση. Μία πιθανή αιτία είναι ο μικρός αριθμός των εταιριών του δείγματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου (148) σε σχέση με το συνολικό δείγμα (1.456) και αυτό των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (1.308), ώστε να μην μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα.

4.1.1.11. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004.

Η ενότητα αυτή εξετάζει τη συμπεριφορά των μέσων υπερβαλλουσών και των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν για το συνολικό μεικτό δείγμα και για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου[228]. Ακολουθώντας τη μελέτη των Lakonishok και Vermaelen (1986)[229], για να διαπιστωθεί εάν ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος (βραχυπρόθεσμων συναλλαγών) από ομάδες επενδυτών που δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, τα εξεταζόμενα δείγματα χωρίζονται αρχικά σε πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και μετέπειτα κάθε τμήμα χωρίζεται σε άλλα πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών. Συνεπώς, δημιουργούνται 25 ίσα τμήματα για κάθε δείγμα. Όλα τα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή με το πρώτο τμήμα (Low Q1) να περιλαμβάνει τις μετοχές με τη μικρότερη μερισματική απόδοση (και να χωρίζεται περαιτέρω σε πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών) και το τελευταίο τμήμα να περιλαμβάνει τις μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (High Q5). Στην περίπτωση που ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) και αυτές πριν την ημέρα αυτή (μετά την ημέρα αυτή) να αυξάνονται (μειώνονται) όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών[230].

Ο Πίνακας 4.46 παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 1997-2004. Τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος των Lakonishok και Vermaelen (1986). Έτσι, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) αυξάνεται καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση

[228] Δεν εξετάζεται το μεικτό δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου λόγω ότι θα σχηματίζονταν ίσα τμήματα με πολύ μικρό αριθμό παρατηρήσεων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μη ασφαλή συμπεράσματα.

[229] Επίσης, η μελέτη των Lasfer και Zenonos (2003) εξετάζει τη συμπεριφορά των υπερβαλλουσών αποδόσεων σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών.

[230] Το κόστος συναλλαγών προσεγγίζεται με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$) σύμφωνα με τις μελέτες των Wu και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) και Dhalival και Zhen Li (2006).

και το κόστος συναλλαγών. Συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με -0,404% για το τμήμα με το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και φτάνει στο 0,625% στο τμήμα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά σημαντική (t=20,55) και ίση με 5,764% για το τμήμα με το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και στατιστικά σημαντική (t=30,79) και ίση με 11,450% στο τμήμα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Από την άλλη πλευρά, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (CARs) για διάφορες περιόδους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι θετικές και ως επί των πλείστον αυξάνονται όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Για παράδειγμα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (-20 -1), CAR (-10, -1), CAR (-5, -1)] είναι ίσες με 2,560%, 0,604% και 0,897% αντίστοιχα, για το τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση και το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών, ενώ είναι στατιστικά σημαντικές και ίσες με 5,158%, 3,744% και 3,168% αντίστοιχα, για το τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Αντίθετα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10), CAR (+1, +5)], με ελάχιστες εξαιρέσεις, ακολουθούν αντίθετη πορεία, δηλαδή, γίνονται στατιστικά σημαντικές και αρνητικές όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών.

Ο Πίνακας 4.47 παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου για την περίοδο 1997-2004. Όπως και για το συνολικό μεικτό δείγμα, έτσι και για το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου οι προβλέψεις της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος των Lakonishok και Vermaelen (1986) επιβεβαιώνονται. Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) είναι στατιστικά μη σημαντική (t=-0,53) και αρνητική (-0,302%) στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση και το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών. Καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών, αυξάνεται και η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος φτάνοντας στο 3,491% (t=8,52) στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Παρόμοια συμπεριφορά με αυτή του συνολικού μεικτού δείγματος ακολουθούν και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του μεικτού δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Έτσι, για τις περιόδους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (-20 -1), CAR (-10, -1), CAR (-5, -1)], οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις αυξάνονται και γίνονται στατιστικά σημαντικές καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών.

Αντίθετα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις περιόδους μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10), CAR (+1, +5)] μειώνονται και γίνονται στατιστικά σημαντικές και αρνητικές.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από τα δύο παραπάνω δείγματα (συνολικό μεικτό και Εμποροβιομηχανικού κλάδου) επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος. Έτσι, το πολύ υψηλό κόστος συναλλαγών αποτρέπει τους επενδυτές να δραστηριοποιηθούν γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να εξαλείψουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που δημιουργούνται λόγω της μικρότερης πτώσης των τιμών των μετοχών από το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να συσχετίζονται θετικά με το ύψος του κόστους συναλλαγών.

4.1.1.12. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 1997-2004.

Για τη μελέτη της σχέσης μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης ισχύουν αυτά που περιγράφηκαν για τη σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης. Δηλαδή, για κάθε δείγμα δημιουργούνται πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και αντίστοιχα για κάθε τμήμα, πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών. Ωστόσο, ο τρόπος υπολογισμού του κόστους συναλλαγών στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών διαφέρει από αυτόν των υπερβαλλουσών αποδόσεων. Συγκεκριμένα, το κόστος συναλλαγών στην περίπτωση του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών προσεγγίζεται με τον κανονικό όγκο συναλλαγών περιόδου (normal trading volume), αφού σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986)[231] ο κανονικός όγκος συναλλαγών συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος συναλλαγών. Οι Fedenia και Grammatikos (1991), Michaely και Vila (1995) και Kato και Loewenstein (1995), επίσης, υπολόγισαν το κόστος συναλλαγών με βάση τον κανονικό όγκο συναλλαγών. Έτσι, και η παρούσα μελέτη προσεγγίζει το κόστος συναλλαγών με τον κανονικό όγκο συναλλαγών για να εξετάσει τη σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και κόστους συναλλαγών. Σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986), εάν ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος αναμένεται ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών να συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών.

Ο Πίνακας 4.48 περιλαμβάνει τα εμπειρικά ευρήματα για το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) για το συνολικό

[231] Βλέπε σελίδα 304 της μελέτης των Lakonishok και Vermaelen (1986).

μεικτό δείγμα της περιόδου 1997-2004. Τα αποτελέσματα είναι σε απόλυτη συμφωνία με αυτά των Lakonishok και Vermaelen (1986) και Kato και Loewenstein (1995). Ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αυξάνεται όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το μέγεθος συναλλαγών[232]. Στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1) και το μικρότερο μέγεθος συναλλαγών (μεγαλύτερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 16.450,82 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 25,06% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5) και το μεγαλύτερο μέγεθος συναλλαγών (μικρότερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 1.146.575,13 Ευρώ, στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 (t = 2,90) και ίσος με το 61,68% του κανονικού όγκου συναλλαγών.

Ο Πίνακας 4.49 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του μέσου όγκου συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) του μεικτού δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου[233] για την περίοδο 1997-2004, χωρισμένο σε ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Όπως και στο συνολικό μεικτό δείγμα, έτσι και στο μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά (αρνητικά) με τη μερισματική απόδοση και το μέγεθος συναλλαγών (κόστος συναλλαγών). Στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1) και το μικρότερο μέγεθος συναλλαγών (μεγαλύτερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 17.450,17 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 32,11% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5) και το μεγαλύτερο μέγεθος συναλλαγών (μικρότερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 697.814,83 Ευρώ, στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05 (t=2,38) και ίσος με το 48,29% του κανονικού όγκου συναλλαγών.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά των Lakonishok και Vermaelen (1986) και Kato και Loewenstein (1995). Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών, επιβεβαιώνοντας ένα ακόμα «σύμπτωμα» της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος.

[232] Το μέγεθος συναλλαγών (trading size) προσεγγίζεται με τον κανονικό όγκο συναλλαγών περιόδου, ο οποίος με τη σειρά του συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος συναλλαγών, σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986).
[233] Το δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου δεν εξετάζεται λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων.

4.1.2. Εμπειρικά Αποτελέσματα από την Εξέταση της Συμπεριφοράς της Αγοράς και των Λόγων ΔP/D και ΔP/P την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος για την Περίοδο 2000-2004.

Για τους λόγους που περιγράφηκαν στην ενότητα 4.2.1. η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών αλλά και των λόγων ΔP/D και ΔP/P εξετάζεται απομονωμένα από την επίδραση άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων για μια περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-20, +20). Το δείγμα που προκύπτει είναι το καθαρό δείγμα (uncontaminated sample) και καλύπτει τα έτη 2000-2004, δηλαδή, τις οικονομικές χρήσεις 1999-2003. Για τη δημιουργία του παραπάνω δείγματος πραγματοποιήθηκε «απομόνωση» των ανακοινώσεων άλλων εταιρικών πράξεων (γεγονότων) όπως είναι αυτές των κερδών, διανομής μερίσματος, διάσπασης ή σύμπτυξης μετοχών, εξαγορών και συγχωνεύσεων, αυξήσεων ή μειώσεων μετοχικού κεφαλαίου και αγοράς ιδίων μετοχών για μία περίοδο 20 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-10, +10). Για λόγους σύγκρισης, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών και των λόγων ΔP/D και ΔP/P εξετάζεται για την περίοδο 2000-2004 χωρίς να πραγματοποιηθεί απομόνωση των άλλων εταιρικών πράξεων (μεικτό δείγμα).

4.1.2.1. Οι λόγοι ΔP/D και ΔP/P του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος την Περίοδο 2000-2004.

Οι Πίνακες 4.50 και 4.51 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς των λόγων ΔP/D και ΔP/P του συνολικού καθαρού[234] και του συνολικού μεικτού δείγματος αντίστοιχα, την περίοδο 2000-2004. Ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}c}$ είναι ίσος με 0,877 για το καθαρό δείγμα και 0,744 για το μεικτό δείγμα, αμφότεροι μικρότεροι αλλά στατιστικά μη σημαντικοί από τη θεωρητική τους τιμή (μονάδα). Ωστόσο, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ για το συνολικό καθαρό και μεικτό δείγμα είναι ίσος με 0,146 και 0,516 αντίστοιχα, ενώ ο μέσος του λόγου MARP είναι ίσος με 0,580 και 0,499 αντίστοιχα, όλοι τους στατιστικά διάφοροι της μονάδας.

Όπως και στην περίοδο 1997-2004, έτσι και στην περίοδο 2000-2004 οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πέφτουν λιγότερο από το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα ο λόγος ΔP/D να είναι μικρότερος της μονάδας. Συνεπώς, κάποιος επενδυτής που αγοράζει κοινές μετοχές των εταιριών του Χ.Α. την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τις

[234] Λόγω της πάγιας τακτικής των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου να ορίζουν ως ημέρα αποκοπής την επόμενη ημέρα από την ημέρα της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων, όπου παρουσιάζονται τα οικονομικά αποτελέσματα των εταιριών, τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια αλλά και λαμβάνονται συχνά αποφάσεις για έγκριση μεταβολής του μετοχικού κεφαλαίου, διασπάσεις ή συμπτύξεις μετοχών, αγορά ιδίων μετοχών κα, όλες οι εταιρίες του κλάδου αυτού αποκλείστηκαν από τη δημιουργία του συνολικού καθαρού δείγματος με αποτέλεσμα το τελευταίο να συμπίπτει με το δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου. Συνεπώς, δεν συντρέχει λόγος για το διαχωρισμό του συνολικού καθαρού δείγματος σε υποσύνολα (εταιρίες του Χρηματοοικονομικού και Εμποροβιομηχανικού κλάδου) όπως γίνεται για την περίοδο 1997-2004.

πουλάει την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποκομίζει υπερβάλλουσες αποδόσεις. Συγκεκριμένα, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) για το συνολικό καθαρό και μεικτό δείγμα είναι ίσες με 0,80% και 0,90% αντίστοιχα[235]. Όσον αφορά το λόγο ΔP/P, παρατηρείται πως και για τα δύο δείγματα (καθαρό και μεικτό) είναι μικρότερος της μερισματικής απόδοσης. Συγκεκριμένα, για το συνολικό καθαρό δείγμα ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 0,009, 0,008 και 0,016, ενώ για το συνολικό μεικτό δείγμα είναι ίσος με 0,017, 0,012 και 0,022 αντίστοιχα. Με εξαίρεση το μέσο του λόγου MAPDR, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$ και $RPDR_{c\text{-}o}$ είναι στατιστικά διάφορος από τη μερισματική απόδοση (θεωρητική τιμή) και για τα δύο δείγματα. Τα αποτελέσματα αυτά αποτελούν ακόμη μία απόδειξη πως οι τιμές των κοινών μετοχών των εταιριών του Χ.Α. δεν προσαρμόζονται κατά το ποσό του μερίσματος, δημιουργώντας επενδυτικές ευκαιρίες για όλους όσους δραστηριοποιούνται γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Πίνακες 4.52 έως 4.59 απεικονίζουν όλους τους λόγους ΔP/D και ΔP/P του συνολικού καθαρού δείγματος[236] για κάθε έτος της εξεταζόμενης περιόδου χωριστά. Για το έτος 2000 ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c}$ και MARP είναι ίσος με 1,852 και 1,556 αντίστοιχα, στατιστικά διάφορος της μονάδας (t =1,93 και t = 1,78). Ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ αν και μεγαλύτερος της μονάδας (1,163) δεν είναι στατιστικά σημαντικός (t=-0,53). Παρόμοια, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι στατιστικά διάφορος και μεγαλύτερος της μερισματικής απόδοσης (0,014, 0,011 και 0,012 αντίστοιχα). Τα αποτελέσματα αυτά αποδεικνύουν πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το έτος 2000 πέφτουν πολύ περισσότερο από το ποσό του μερίσματος με αποτέλεσμα ο λόγος ΔP/D να είναι μεγαλύτερος της μονάδας και αντίστοιχα ο λόγος ΔP/P μεγαλύτερος της μερισματικής απόδοσης.

Η εξήγηση για τη μεγάλη πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (και όχι μόνο) το έτος 2000 βρίσκεται στην κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών της συντριπτικής πλειοψηφίας των μετοχών των εταιριών του Χ.Α. από το τέλος του 1999 έως το τέλος του 2000. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών των μετοχών έχασε μέσα σε ένα έτος (από το 1999 στο 2000) 38,77% της αξίας του λόγω της ρευστοποίησης των χαρτοφυλακίων μεγάλων θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού[237] οι οποίοι είχαν τοποθετήσει πολύ μεγάλα ποσά την προηγούμενη διετία (1998-1999) σε μετοχές του Χ.Α. Συνεπώς, για το έτος 2000 κάποιος ο

[235] Οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το μεικτό δείγμα είναι μεγαλύτερες απ' ότι οι αντίστοιχες αποδόσεις του καθαρού δείγματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στο πρώτο (μεικτό) δείγμα δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών γεγονότων γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος που θα μπορούσαν να επηρεάσουν θετικά τις τιμές των μετοχών και να οδηγήσουν σε μεγαλύτερες αποδόσεις.

[236] Για το συνολικό μεικτό δείγμα και τους αντίστοιχους λόγους ΔP/D και ΔP/P, βλέπε τους Πίνακες 4.2 έως 4.9.

[237] Βλέπε άρθρα του Δ. Κοκκόρη στην οικονομική εφημερίδα «Ο Κόσμος του Επενδυτή» στις 20/2/05 και 30/5/04 και του Αλ. Κασιμάτη στο οικονομικό ένθετο της εφημερίδας «Το Βήμα» στις 21/11/03 και 14/3/04.

οποίος αγόραζε μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής και τις πωλούσε την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είχε απώλειες, οι οποίες εκτιμώνται σε -0,60% σύμφωνα με τον τύπο των απροσάρμοστων υπερβαλλουσών αποδόσεων (ARR). Από το 2001 και έπειτα, ο λόγος ΔP/D εμφανίζει καθοδική τάση με όλους τους τρόπους υπολογισμού. Ειδικότερα, μετά την εφαρμογή της απόφασης 59 του Χ.Α., όπου αποφασίστηκε να μην αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής, ο λόγος ΔP/D μειώνεται σταδιακά. Στο γεγονός αυτό συνετέλεσε και η άνοδος των τιμών των μετοχών από τις αρχές του 2003 και έπειτα, με αποτέλεσμα να μειώνεται η πτώση των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Έτσι, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}c}$ είναι ίσος με 0,904 το 2001, 0,666 το 2002, 0,559 το 2003 και 0,102 το 2004, ο μέσος του λόγου $RPR_{c\text{-}o}$ είναι ίσος με 0,676 το 2001, 0,652 το 2002, 0,011 το 2003 και 0,489 το 2004 και ο μέσος του λόγου MARP είναι 0,518 το 2001, 0,339 το 2002, 0,127 το 2003 και 0,062 το 2004.

Παρόμοια συμπεριφορά παρουσίασε και ο λόγος ΔP/P. Συγκεκριμένα, ο μέσος του λόγου $RPDR_{c\text{-}c}$ είναι ίσος με 0,015 το 2001, 0,005 το 2002, 0,005 το 2003 και 0,007 το 2004, ο μέσος του λόγου $RPDR_{c\text{-}o}$ είναι ίσος με 0,010 το 2001, 0,008 το 2002, 0,007 το 2003 και 0,014 το 2004 και ο μέσος του λόγου MAPDR είναι ίσος με 0,003 το 2001, 0,005 το 2002, 0,005 το 2003 και 0,007 το 2004. Τέλος, οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) κατά αντιστοιχία με το λόγο $RPR_{c\text{-}c}$[238] εμφανίζουν ανοδική τάση μετά το 2001. Έτσι το 2001 διαμορφώνονται σε 0,2%, το 2002 σε 1,3%, το 2003 σε 1,4% και το 2004 σε 1,6%. Επιπρόσθετα, στην αύξηση των απροσάρμοστων υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συνεπικουρεί και η υψηλότερη μερισματική απόδοση από το 2001 και έπειτα. Έτσι, η μερισματική απόδοση το 2001 είναι ίση με 1,7%, το 2002 ίση με 1,8%, το 2003 ίση με 1,9% και το 2004 ίση με 2,3%.

4.1.2.2. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος την Περίοδο 2000-2004.

Οι Πίνακες 4.60 και 4.61 και τα Διαγράμματα 4.13 και 4.14 παρουσιάζουν τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-20, +20) για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα αντίστοιχα, την περίοδο 2000-2004. Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ημέρα 0) για το συνολικό καθαρό δείγμα είναι ίση με 0,968%, ενώ για το συνολικό μεικτό

[238] Υπενθυμίζεται ότι οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κινούνται αντίθετα απ' ότι ο λόγος $RPR_{c\text{-}c}$ με συνέπεια όταν ο λόγος $RPR_{c\text{-}c}$ μειώνεται οι απροσάρμοστες υπερβάλλουσες αποδόσεις να αυξάνονται.

δείγμα είναι ίση με 1,246%[239]. Και για τα δύο δείγματα οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Επιπλέον, και για τα δύο δείγματα υπάρχει θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και αρνητική τις επόμενες ημέρες. Ειδικότερα, για το συνολικό καθαρό δείγμα υπάρχουν θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις από την ημέρα -5 (0,208%) μέχρι την ημέρα 0 (0.968%). Μάλιστα, τις ημέρες -2 και -1 (0,397% και 0,456%) οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές[240] (t=1,82 και t=2,09). Για το συνολικό μεικτό δείγμα υπάρχουν θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις ημέρες -3, -2 και -1, (0,056%, 0,014% και 0,098% αντίστοιχα), αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Αντίθετα, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις επόμενες ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έχουν αρνητικό πρόσημο και για τα δύο δείγματα.

Η παραπάνω συμπεριφορά των τιμών των μετοχών για διάφορα διαστήματα πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξετάζεται με τη βοήθεια των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων (CAR). Οι Πίνακες 4.62 και 4.63 και τα Διαγράμματα 4.15 και 4.16 παρουσιάζουν τις σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα αντίστοιχα, την περίοδο 2000-2004. Για το συνολικό καθαρό δείγμα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις περιόδους (-20, -1), (-10, -1) και (-5, -1) είναι στατιστικά σημαντικές και ίσες με 1,872%, 1,333% και 1,432% αντίστοιχα. Από την άλλη πλευρά, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις περιόδους (+1, +20), (+1, +10) και (+1, +5) είναι ίσες με -0,459%, 0,433% και -0,208%, στατιστικά μη σημαντικές. Συνεπώς, παρατηρείται αγοραστικό ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος με αποτέλεσμα να υπάρχει θετική αντίδραση τις ημέρες αυτές. Αφότου αποκομίσουν το διανεμόμενο μέρισμα, κάποιοι από αυτούς τους επενδυτές προβαίνουν σε πώληση των μετοχών που είχαν αγοράσει λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής, με συνέπεια την εμφάνιση αρνητικών αποδόσεων τις ημέρες μετά την ημέρα αποκοπής. Παρόμοια συμπεριφορά παρατηρείται και για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004. Έτσι τις περιόδους (-20, -1), (-10, -1) και (-5, -1) οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ίσες με 0,546%, 0,434% και 0,064% αντίστοιχα, ενώ για τις περιόδους (+1, +20), (+1, +10) και (+1, +5) είναι ίσες -0,074%, 0,118% και -0,442%. Ωστόσο, λόγω της παρουσίας άλλων εταιρικών

[239] Η υψηλότερη απόδοση του μεικτού δείγματος οφείλεται στην πιθανή επίδραση άλλων εταιρικών γεγονότων που ενδεχομένως είχαν θετικό αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών, μιας και δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση αυτών των γεγονότων γύρω από την ημέρα αποκοπής.

[240] Η μελέτη των Eades, Hess και Kim (1984) επίσης βρίσκει θετικές και στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις τις προηγούμενες τρεις ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής (-3, -2 και -1).

γεγονότων την εξεταζόμενη περίοδο (-20, +20), οι υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν είναι τόσο έντονες (στατιστικά σημαντικές) όπως στο συνολικό καθαρό δείγμα.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας[241] όπου διαπιστώνεται ότι οι τιμές των μετοχών δεν προσαρμόζονται (πέφτουν) κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής με αποτέλεσμα να δημιουργούνται υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αυτή. Στην Ελλάδα λόγω της μηδενικής φορολόγησης των εισοδημάτων από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη, λόγω της έλλειψης τιμών εύρους προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread) αλλά και λόγω του πολύ χαμηλού βήματος τιμής (tick size), οι υποθέσεις της επίδρασης της φορολογίας (tax effect hypothesis), του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread hypothesis) και της διακριτότητας των τιμών (tick size effect hypothesis) δεν θα μπορούσαν να ερμηνεύσουν την εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ωστόσο, η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (short-term trading hypothesis) φαίνεται ικανή να ερμηνεύσει τη δημιουργία υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Για να διαπιστωθεί κατά πόσο η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών εξηγεί τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι Lakonishok και Vermaelen (1986) πρότειναν τη μελέτη του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και γύρω από αυτήν. Επίσης, πρότειναν να εξεταστεί τόσο η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών όσο και του όγκου συναλλαγών σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών. Παρακάτω παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα για τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επίσης, ερευνάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών σε υποσύνολα διαμορφωμένα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών.

4.1.2.3. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος την Περίοδο 2000-2004.

Οι Πίνακες 4.64 και 4.65α και τα Διαγράμματα 4.17 και 4.18 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών 40 ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα αντίστοιχα. Για το συνολικό καθαρό δείγμα διαπιστώνεται πως υπάρχει θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ίσος με 24.917,67 Ευρώ και 7.242,54 Ευρώ αντίστοιχα. Τις υπόλοιπες ημέρες πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Σε συνδυασμό με τις θετικές

[241] Βλέπε, για παράδειγμα, τις μελέτες των Eades, Hess και Kim (1984), Michaely (1991) κα.

μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τις αντίστοιχες ημέρες διαπιστώνεται πως υπάρχει αγοραστικό ενδιαφέρον για τις μετοχές του καθαρού δείγματος την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (7,34% υψηλότερο από τον κανονικό όγκο συναλλαγών) και ρευστοποίηση των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το αποτέλεσμα αυτό θα πρέπει να συγκριθεί με αυτό του Πίνακα 4.27 και του Διαγράμματος 4.7 του μεικτού δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου για την περίοδο 1997-2004. Το συνολικό καθαρό δείγμα, όπως έχει περιγραφεί, αποτελείται μόνο από εταιρίες του Εμποροβιομηχανικού κλάδου και όχι από εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου οι οποίες παρουσιάζουν υψηλές υπερβάλλουσες αποδόσεις και υψηλό υπερβάλλων όγκο συναλλαγών αρκετές ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (βλέπε Πίνακες 4.39 και 4.41). Έτσι, το αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών που αναζητούν μετοχές με κοντινή ημέρα αποκοπής περιορίζεται κυρίως την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται από τους Πίνακες 4.65α, 4.65β και 4.65γ που παρουσιάζουν τα αποτελέσματα από το συνολικό μεικτό δείγμα, το μεικτό δείγμα των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου και το μεικτό δείγμα των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου αντίστοιχα. Έτσι, ο θετικός όγκος συναλλαγών του συνολικού μεικτού δείγματος ξεκινάει ουσιαστικά από την ημέρα -4 (15.613,53 Ευρώ) και συνεχίζει μέχρι την ημέρα -1 (131.617,68 Ευρώ) και την ημέρα 0 (130.542,08 Ευρώ). Τις δύο τελευταίες ημέρες (ημέρα -1 και 0) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά σημαντικός (t=2,25 και t=1,70). Αντίθετα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών του μεικτού δείγματος των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου (Πίνακας 4.65β) περιορίζεται τις ημέρες -1 και 0 (86.962,02 Ευρώ και 58.069,17 Ευρώ) όπως συμβαίνει και στο αντίστοιχο δείγμα της περιόδους 1997-2004 (Πίνακας 4.27) και στο συνολικό καθαρό δείγμα της περιόδου 2000-2004 (Πίνακας 4.64). Η διαφορετική συμπεριφορά του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών στα δύο δείγματα (συνολικό μεικτό και μεικτό του Εμποροβιομηχανικού κλάδου) εξηγείται από τη συμπεριφορά του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών του μεικτού δείγματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου (Πίνακας 4.65γ). Στο τελευταίο δείγμα παρατηρείται πως υπάρχει θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών από την ημέρα -10 (481.284,27 Ευρώ) και συνεχίζει μέχρι την ημέρα +6 (40.832,26 Ευρώ)[242].

Οι Πίνακες 4.66 και 4.67 και τα Διαγράμματα 4.19 και 4.20 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών για διάφορες περιόδους πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα αντίστοιχα. Ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών δύο ημερών CAV (-1, 0) είναι θετικός και ίσος με

[242] Ακριβώς την ίδια συμπεριφορά επιδεικνύει ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών του μεικτού δείγματος των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου της περιόδου 1997-2004 (Πίνακας 4.41).

32.160,21 Ευρώ για το συνολικό καθαρό δείγμα και αρνητικός όλες τις υπόλοιπες περιόδους, επιβεβαιώνοντας το γεγονός ότι το αγοραστικό ενδιαφέρον για τις μετοχές του δείγματος αυτού περιορίζεται στις δύο μόνο αυτές ημέρες. Το αντίστοιχο συνολικό μεικτό δείγμα παρουσιάζει θετικό σωρευτικό μέσο υπερβάλλων όγκο συναλλαγών τις περιόδους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [(1, +20), (+1, +10) και (+1, +5) ίσο με 1.031.805,99 Ευρώ, 379.477,11 Ευρώ και 212.368,18 Ευρώ, αντίστοιχα] και αρνητικό σωρευτικό μέσο υπερβάλλων όγκο συναλλαγών τις περιόδους πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [(+1, +20), (+1, +10) και (+1, +5) ίσο με -1.323.367,62 Ευρώ, -806.997,99 Ευρώ και -230.255,66 Ευρώ αντίστοιχα]. Η συμπεριφορά αυτή του συνολικού μεικτού δείγματος οφείλεται κυρίως στη συμπεριφορά των μετοχών του Χρηματοοικονομικού κλάδου.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα οδηγούν στο συμπέρασμα πως υπάρχει αγοραστικό ενδιαφέρον από την πλευρά των επενδυτών για μετοχές με κοντινή ημέρα αποκοπής με σκοπό την παρακράτηση του μερίσματος. Ωστόσο, το ενδιαφέρον αυτό περιορίζεται στην προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (ημέρα -1) για τις μετοχές των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου, ενώ εξαπλώνεται αρκετές ημέρες πριν για τις μετοχές των εταιριών του Χρηματοοικονομικού κλάδου. Η εξήγηση για το εκτεταμένο (σε διάρκεια) αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών οφείλεται στα υψηλά μερίσματα που παραδοσιακά προσφέρουν στους μετόχους τους οι εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου, με αποτέλεσμα το επενδυτικό ενδιαφέρον να επικεντρώνεται προς αυτές τις μετοχές και έτσι να υπάρχει έντονος ανταγωνισμός για την αγορά αυτών των μετοχών που οδηγεί σε «πρώιμη» δραστηριοποίηση των υποψηφίων επενδυτών.

Τα μέχρι τώρα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις των Lakonishok και Vermaelen (1986) και της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Ωστόσο για ασφαλέστερα συμπεράσματα θα πρέπει να μελετηθεί η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Εάν υπάρχει θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης, θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και κόστους συναλλαγών, θετική σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης και αρνητική σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και κόστους συναλλαγών θα επιβεβαιώνεται άλλη μία πρόβλεψη της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Στις παρακάτω ενότητες εξετάζονται οι παραπάνω σχέσεις.

4.1.2.4. Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένοι σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση για την Περίοδο 2000-2004.

Η υποενότητα αυτή εξετάζει κατά πόσο επαληθεύεται εμπειρικά η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων των Modigliani και Miller (1961). Ειδικότερα, εξετάζεται αν ισχύει η θετική σχέση μεταξύ των λόγων ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ και της μερισματικής απόδοσης για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα. Για το σκοπό αυτό, τα εξεταζόμενα δείγματα χωρίζονται σε πέντε ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Ο Πίνακας 4.68 παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το συνολικό καθαρό δείγμα και ο Πίνακας 4.69 τα αποτελέσματα για το συνολικό μεικτό δείγμα για την περίοδο 2000-2004.

Τα αποτελέσματα για το συνολικό καθαρό δείγμα, δεν υποστηρίζουν την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, στο πρώτο τμήμα[243] (1 quintile) ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι ίσος με 2,053, -1,330 και 1,206 αντίστοιχα, ενώ μειώνεται στο δεύτερο τμήμα (2 quintile), στο τρίτο τμήμα (3 quintile) και στο τέταρτο τμήμα (1 quintile), για να αυξηθεί πάλι στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) και να είναι στατιστικά διάφορος της μονάδας και ίσος με 0,419, 0,535 και 0,482 αντίστοιχα. Παρόμοια μη συστηματική συμπεριφορά δείχνει και ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR. Στο πρώτο τμήμα (1 quintile) ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 0,008, -0,004 και 0,153 αντίστοιχα, στο τρίτο τμήμα (3 quintile) είναι ίσος με 0,002, 0,008 και 0,003 αντίστοιχα, ενώ στο πέμπτο τμήμα (5 quintile) είναι ίσος με 0,017, 0,021 και 0,018 αντίστοιχα. Ωστόσο, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) δείχνουν μία θετική και συστηματική σχέση με τη μερισματική απόδοση. Έτσι, στο πρώτο τμήμα είναι ίσες με -0,4%, στο δεύτερο τμήμα ίσες με -0,6%, στο τρίτο τμήμα ίσες με 1,2%, στο τέταρτο τμήμα ίσες με 1,8% και στο πέμπτο τμήμα ίσες με 1,9%. Η συμπεριφορά αυτή κυρίως οφείλεται στη μερισματική απόδοση, η οποία αυξάνεται από τμήμα σε τμήμα με αποτέλεσμα να οδηγεί προς την ίδια κατεύθυνση και τις απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι λόγοι ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ του συνολικού μεικτού δείγματος παρουσιάζουν παρόμοια μη συστηματική συμπεριφορά με αυτή του συνολικού καθαρού δείγματος (Πίνακας 4.69). Ειδικότερα, στο πρώτο τμήμα ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι ίσος με 1,441, 0,715 και 0,614 αντίστοιχα, έπειτα εμφανίζει μία μείωση στο δεύτερο και στο τρίτο τμήμα και από το τέταρτο τμήμα εμφανίζει μία αύξηση. Στο πέμπτο τμήμα ο μέσος των λόγων $RPR_{c\text{-}c,}$ $RPR_{c\text{-}o}$ και MARP είναι στατιστικά διάφορος της μονάδας και ίσος με 0,642, 0,667 και 0,607,

[243] Το πρώτο τμήμα περιέχει τις εταιρίες με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση, ενώ το πέμπτο τμήμα περιέχει τις εταιρίες με την υψηλότερη μερισματική απόδοση.

αντίστοιχα. Την ίδια ακριβώς συμπεριφορά ακολουθεί ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR. Έτσι, στο πρώτο τμήμα, ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι ίσος με 0,006, 0,001 και 0,033 αντίστοιχα, στο δεύτερο και τρίτο τμήμα εμφανίζει μία κάμψη και από το τέταρτο τμήμα αρχίζει να αυξάνεται. Στο πέμπτο τμήμα ο μέσος των λόγων $RPDR_{c\text{-}c}$, $RPDR_{c\text{-}o}$ και MAPDR είναι στατιστικά διάφορος της μερισματικής απόδοσης και ίσος με 0,036, 0,036 και 0,037, αντίστοιχα. Όπως και στο συνολικό καθαρό δείγμα, έτσι και στο συνολικό μεικτό δείγμα, οι απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (ARR) επιδεικνύουν μία θετική και συστηματική σχέση με τη μερισματική απόδοση. Έτσι, στο πρώτο τμήμα είναι ίσες με -0,1%, στο δεύτερο τμήμα ίσες με 0,2%, στο τρίτο τμήμα ίσες με 1,1%, στο τέταρτο τμήμα ίσες με 1,4% και στο πέμπτο τμήμα ίσες με 2%. Η συμπεριφορά αυτή οφείλεται κυρίως στη μερισματική απόδοση, η οποία αυξάνεται από τμήμα σε τμήμα με αποτέλεσμα να οδηγεί προς την ίδια κατεύθυνση και τις απροσάρμοστες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Συνολικά, η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, δηλαδή, η θετική σχέση μεταξύ των λόγων ΔP/D και ΔP/P και της μερισματικής απόδοσης δεν βρίσκει εμπειρική υποστήριξη σε κανένα εξεταζόμενο δείγμα (καθαρό και μεικτό) για την περίοδο 2000-2004.

4.1.2.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004.

Η υποενότητα αυτή εξετάζει τη συμπεριφορά των μέσων υπερβαλλουσών και των σωρευτικών μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και γύρω από αυτήν για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004, χωρίζοντας τα δείγματα σε 25 ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Όλα τα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή με το πρώτο τμήμα (Low Q1) να περιλαμβάνει τις μετοχές με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (και να χωρίζεται περαιτέρω σε πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το κόστος συναλλαγών) και το τελευταίο τμήμα να περιλαμβάνει τις μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (High Q5). Στην περίπτωση που ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος των Lakonishok και Vermaelen (1986) αναμένεται οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) και πριν από αυτήν (μετά από αυτήν) να αυξάνονται (μειώνονται) όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών[244].

[244] Το κόστος συναλλαγών προσεγγίζεται με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$).

Ο Πίνακας 4.70 παρουσιάζει τα αποτελέσματα του συνολικού καθαρού δείγματος της περιόδου 2000-2004, ενώ ο Πίνακας 4.71 αυτά του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004. Στο συνολικό καθαρό δείγμα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) αυξάνεται καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Στο πρώτο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με -0,872% για το τμήμα με το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και φτάνει στο 1,454% στο τμήμα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 1,181% για το τμήμα με το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και στατιστικά σημαντική και ίση με 3,932% στο τμήμα με το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Από την άλλη πλευρά, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (CARs) για διάφορες περιόδους πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι θετικές και ως επί τον πλείστον αυξάνονται όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Για παράδειγμα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (-20 -1), CAR (-10, -1), CAR (-5, -1)] είναι ίσες με -2,685%, -4,284% και 0,619% αντίστοιχα, για το τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση και το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών, ενώ είναι στατιστικά σημαντικές και ίσες με 2,818%, 3,901% και 3,414% αντίστοιχα, για το τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Αντίθετα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10), CAR (+1, +5)], με ελάχιστες εξαιρέσεις, ακολουθούν αντίθετη πορεία, δηλαδή, γίνονται στατιστικά σημαντικές και αρνητικές όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Έτσι, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10), CAR (+1, +5)] για το τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών είναι ίσες με -2,812%, -2,885% και -5,744% αντίστοιχα.

Ο Πίνακας 4.71 παρουσιάζει τα αποτελέσματα για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004. Όπως και για το συνολικό καθαρό δείγμα, έτσι και για το συνολικό μεικτό δείγμα η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Συγκεκριμένα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) είναι στατιστικά μη σημαντική και αρνητική (-0,663%) στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση και το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών. Καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών, αυξάνεται και η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος φτάνοντας

στο 2,543% (t=6,44) στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Παρόμοια συμπεριφορά με αυτή του συνολικού καθαρού δείγματος ακολουθούν και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του συνολικού μεικτού δείγματος. Έτσι, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών πριν την ημέρα αποκοπής [CAR (-20 -1), CAR (-10, -1), CAR (-5, -1)] είναι ίσες με -0,964%, -1,947% και -0,146% αντίστοιχα, για το τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση και το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και αυξάνονται σε 2,646%, 1,461% και 0,549% αντίστοιχα για το τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών. Αντίθετη πορεία ακολουθούν οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για τις περιόδους μετά την ημέρα αποκοπής [CAR (+1, +20), CAR (+1, +10), CAR (+1, +5)], όπου είναι ίσες με -3,371%, -1,808% και -2,010% αντίστοιχα, για το τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση και το υψηλότερο κόστος συναλλαγών.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από τα δύο παραπάνω δείγματα (συνολικό καθαρό και συνολικό μεικτό) επιβεβαιώνουν τις προβλέψεις της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος. Έτσι, το πολύ υψηλό κόστος συναλλαγών αποτρέπει τους επενδυτές να δραστηριοποιηθούν γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να εξαλείψουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις που δημιουργούνται λόγω της μικρότερης πτώσης των τιμών των μετοχών από το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα οι υπερβάλλουσες αποδόσεις να συσχετίζονται θετικά με το ύψος του κόστους συναλλαγών.

4.1.2.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση και το Κόστος Συναλλαγών για την Περίοδο 2000-2004.

Η υποενότητα αυτή μελετά τη σχέση μεταξύ του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) και της μερισματικής απόδοσης και μεταξύ του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) και του κόστους συναλλαγών. Για το λόγο αυτό δημιουργούνται πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση και σε κάθε ένα από αυτά δημιουργούνται άλλα πέντε ίσα τμήματα σύμφωνα με το μέγεθος συναλλαγών (trading size), το οποίο σύμφωνα με τους Lakonishok και Vermaelen (1986) συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος συναλλαγών. Συνεπώς, δημιουργούνται συνολικά 25 ίσα τμήματα όπου η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών είναι σε αύξουσα μορφή. Εάν ισχύει η υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος, τότε ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν

από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αναμένεται να συσχετίζεται θετικά (αρνητικά) με τη μερισματική απόδοση και το μέγεθος συναλλαγών (κόστος συναλλαγών).

Ο Πίνακας 4.72 περιλαμβάνει τα εμπειρικά αποτελέσματα για το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών τριών ημερών πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) για το συνολικό καθαρό δείγμα της περιόδου 2000-2004. Ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών αυξάνεται όσο αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το μέγεθος συναλλαγών. Στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1) και το μικρότερο μέγεθος συναλλαγών (μεγαλύτερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 7.550,46 Ευρώ. Ωστόσο, στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5) και το μεγαλύτερο μέγεθος συναλλαγών (μικρότερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 267.968,26 Ευρώ, στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 (t=5,71) και ίσος με το 46,83% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με αυτά των ερευνών των Lakonishok και Vermaelen (1986) και Kato και Loewenstein (1995), επιβεβαιώνοντας την πρόβλεψη της υπόθεσης της παρακράτησης του μερίσματος για τη σχέση μεταξύ του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και της μερισματικής απόδοσης αλλά και της σχέσης μεταξύ του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών του κόστους συναλλαγών.

Ο Πίνακας 4.73 παρουσιάζει αντίστοιχα τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του μέσου όγκου συναλλαγών τριών ημερών πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-3, -2, -1) του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004. Όπως και στο συνολικό καθαρό δείγμα, έτσι και στο συνολικό μεικτό δείγμα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά (αρνητικά) με τη μερισματική απόδοση και το μέγεθος συναλλαγών (κόστος συναλλαγών). Στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (LOW Q1) και το μικρότερο μέγεθος συναλλαγών (μεγαλύτερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 23.703 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 43,17% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών, αυξάνεται και ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών. Έτσι, στο τμήμα με την υψηλότερη μερισματική απόδοση (HIGH Q5) και το μεγαλύτερο μέγεθος συναλλαγών (μικρότερο κόστος συναλλαγών), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 1.591.214,83 Ευρώ, στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 (t=2,81) και ίσος με το 61,19% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Ο υψηλότερος μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών σχεδόν σε κάθε ίσο τμήμα του συνολικού μεικτού δείγματος σε σύγκριση με το συνολικό καθαρό δείγμα, οφείλεται στο γεγονός πως για το μεικτό δείγμα δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών πράξεων που θα μπορούσαν να επηρεάσουν

θετικά τον όγκο συναλλαγών. Επίσης, οφείλεται στο γεγονός πως στο συνολικό μεικτό δείγμα συμπεριλαμβάνονται εταιρίες του χρηματοοικονομικού κλάδου (κυρίως τράπεζες) οι οποίες εμφανίζουν μεγάλους όγκους συναλλαγών λόγω του μεγέθους τους.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με την υπόθεση της παρακράτησης του μερίσματος. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές επικεντρώνουν το αγοραστικό ενδιαφέρον τους στις μετοχές οι οποίες έχουν υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλό κόστος συναλλαγών, λίγες ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

4.1.3. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων

4.1.3.1. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 1997-2004

Τα ως τώρα αποτελέσματα για όλα τα εξεταζόμενα δείγματα της περιόδου 1997-2004 και της περιόδου 2000-2004 αποδεικνύουν πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δεν προσαρμόζονται (πέφτουν) κατά το ποσό του μερίσματος, αλλά λιγότερο. Συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι η εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος που κάποιοι επενδυτές θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν, εάν αγόραζαν τις μετοχές την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ή και λίγες ημέρες νωρίτερα και τις πωλούσαν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ή μετέπειτα. Εξετάζοντας τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών συνολικά, αλλά και με βάση τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών, διαπιστώνεται πως όλες οι σχετικές προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (της παρακράτησης του μερίσματος) επαληθεύονται εμπειρικά και για τις δύο εξεταζόμενες περιόδους.

Ακολουθώντας τις μελέτες των Kato και Loewenstein (1995), Michaely και Vila (1996), Wu και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), Lasfer και Zenonos (2003) και Dhalival και Zhen Li (2006), η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης (cross-section regression analysis) για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Εξαρτημένες μεταβλητές (dependent variables) είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς και ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL_0) υπολογισμένος με το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών. Ανεξάρτητες μεταβλητές (independent variables) είναι ο συντελεστής βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το κόστος συναλλαγών (TRANS), το μέγεθος των εταιριών (SIZE), ο κανονικός όγκος συναλλαγών

(AVVOL), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών[245] (VOL) και μία ψευδομεταβλητή (DUMMY). Η επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών βασίστηκε στη σχετική βιβλιογραφία.

Ο Πίνακας 4.74 περιλαμβάνει τις παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 1997-2004, όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής (AR_0). Λόγω της εμφάνισης του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας (multicollinearity) μεταξύ της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) και του μεγέθους εταιριών[246] (SIZE), διενεργούνται δύο διαφορετικές παλινδρομήσεις[247] με την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή (μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής), αλλά διαφορετικές ανεξάρτητες μεταβλητές. Έτσι, στην παλινδρόμηση 1, ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ο συντελεστής βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το κόστος συναλλαγών (TRANS), ο μέσος κανονικός όγκος συναλλαγών (AVVOL), ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL) και μία ψευδομεταβλητή (DUMMY). Στην παλινδρόμηση 2, συμμετέχουν οι παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές, εκτός από αυτή του κόστους συναλλαγών (TRANS), όπου τη θέση της παίρνει η μεταβλητή του μεγέθους των εταιριών (SIZE). Με τη διενέργεια δύο διαφορετικών παλινδρομήσεων χωρίς μία από τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές που συσχετίζονται επιλύεται το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας.

Τα αποτελέσματα από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 1997-2004 είναι σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής α_1 της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και στις δύο παλινδρομήσεις (1 και 2). Αυτό σημαίνει πως όσο μικρότερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος τόσο μεγαλύτερες είναι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο συντελεστής α_2 της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και στις δύο παλινδρομήσεις. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση (DY), τόσο μεγαλύτερες είναι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Ο συντελεστής α_3 της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) είναι επίσης θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 στην παλινδρόμηση 1. Το αποτέλεσμα αυτό είναι επίσης σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών η

[245] Στην παλινδρόμηση 4.43, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ανεξάρτητη μεταβλητή και η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι εξαρτημένη, ενώ στην παλινδρόμηση 4.44 είναι το αντίστροφο.

[246] Από τη μήτρα συσχέτισης (correlation matrix) διαπιστώνεται πως οι μεταβλητές του κόστους συναλλαγών και του μεγέθους εταιριών έχουν συντελεστή συσχέτισης ίσο με -0,78, πράγμα που σημαίνει πως ο βαθμός συσχέτισης τους είναι πολύ υψηλός και είναι μία από τις ενδείξεις του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας.

[247] Παρόμοια προσέγγιση ακολουθούν και οι μελέτες των Kato και Loewenstein (1995) και Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000).

οποία προβλέπει ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζονται θετικά με το κόστος συναλλαγών. Ο συντελεστής α_4 της μεταβλητής του μεγέθους των εταιριών (SIZE) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 στην παλινδρόμηση 2. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται να επιβεβαιώσει την υπόθεση του μεγέθους των εταιριών (firm size effect), η οποία προβλέπει πως οι μικρότερες εταιρίες εμφανίζουν μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις απ' ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες. Ο συντελεστής α_5 της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών έχει το αναμενόμενο πρόσημο (αρνητικό) και στις δύο παλινδρομήσεις, ωστόσο, είναι στατιστικά μη σημαντικός. Παρόμοια, ο συντελεστής α_6 της μεταβλητής του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών έχει το αναμενόμενο πρόσημο (θετικό) και στις δύο παλινδρομήσεις χωρίς, ωστόσο, να είναι στατιστικά σημαντικός. Τέλος, ο συντελεστής α_7 της ψευδομεταβλητής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στην παλινδρόμηση 1, πράγμα που σημαίνει πως η απόφαση 59 του Χ.Α. να μην αποκόπτεται πλέον το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής από τις 2 Απριλίου 2001 και έπειτα, επηρέασε θετικά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής, όπως αναμενόταν.

Ο Πίνακας 4.75 περιλαμβάνει τις παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 1997-2004, όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL_0). Όπως και στην περίπτωση που εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, έτσι και στην περίπτωση που εξαρτημένη μεταβλητή είναι ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, εμφανίζεται το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας (multicollinearity) μεταξύ της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) και του μεγέθους των εταιριών (SIZE). Για το λόγο αυτό, διενεργούνται δύο διαφορετικές παλινδρομήσεις με την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή (μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος), όπου στην παλινδρόμηση 1 ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ο συντελεστής βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το κόστος συναλλαγών (TRANS), ο μέσος κανονικός όγκος συναλλαγών (AVVOL), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) και μία ψευδομεταβλητή (DUMMY). Στην παλινδρόμηση 2, συμμετέχουν οι παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές, εκτός από αυτή του κόστους συναλλαγών (TRANS), όπου τη θέση της παίρνει η μεταβλητή του μεγέθους των εταιριών (SIZE).

Τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τον μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δείχνουν πως ο συντελεστής α_1 της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι στατιστικά σημαντικός και αρνητικός και στις δύο παλινδρομήσεις (1 και 2). Αυτό σημαίνει πως όσο μικρότερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος τόσο μεγαλύτερος είναι ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την

ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο συντελεστής α_2 της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις. Ο συντελεστής α_3 της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 στην παλινδρόμηση 1. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών η οποία προβλέπει ότι ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζεται αρνητικά με το κόστος συναλλαγών. Ο συντελεστής α_4 της μεταβλητής του μεγέθους των εταιριών (SIZE) είναι θετικός και στατιστικά μη σημαντικός στην παλινδρόμηση 2. Ο συντελεστής α_5 της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών έχει το αναμενόμενο πρόσημο (θετικό) και στις δύο παλινδρομήσεις και είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών που προβλέπει πως ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζεται θετικά με τις μετοχές με μεγάλη ρευστότητα όπως αυτή προσεγγίζεται από τον κανονικό όγκο συναλλαγών. Ο συντελεστής α_6 της μεταβλητής της μέσης υπερβάλλουσας απόδοσης την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) έχει το αναμενόμενο πρόσημο (θετικό) και στις δύο παλινδρομήσεις χωρίς, ωστόσο, να είναι στατιστικά σημαντικός. Τέλος, ο συντελεστής α_7 της ψευδομεταβλητής είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις, πράγμα που σημαίνει πως η απόφαση 59 του Χ.Α. να μην αποκόπτεται πλέον το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής από τις 2 Απριλίου 2001 και έπειτα, δεν επηρέασε τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά των μελετών που υποστηρίζουν εμπειρικά την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Ειδικότερα, το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Micaely και Vila (1996) και Dhalival και Zhen Li (2006). Το θετικό πρόσημο της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης (DY) στις παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Kato και Loewenstein (1995), Michaely και Vila (1996), Wu και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), Lasfer και Zenonos (2003) και Dhalival και Zhen Li (2006). Το θετικό πρόσημο της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) στις παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Wu και Hsu (1996) και Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000). Αντίθετα το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) στις παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τον μέσο υπερβάλλων όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τη μελέτη των Wu και Hsu (1996) και Dhalival και

Zhen Li (2006). Το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του μεγέθους εταιριών (SIZE) στην παλινδρόμηση 2 με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Kato και Loewenstein (1995), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) και Lasfer και Zenonos (2003). Τέλος, το αρνητικό (θετικό) πρόσημο της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών (AVVOL) (του μέσου υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών-VOL) στις παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τη μελέτη των Kato και Loewenstein (1995).

4.1.3.2. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 1997-2004

Μία σημαντική υπόθεση του υποδείγματος της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης είναι ότι οι διαταρακτικοί όροι (disturbance terms) e_i των εξισώσεων παλινδρόμησης έχουν όλοι την ίδια διακύμανση (variance), δηλαδή, είναι ομοσκεδαστικοί (homoskedastic). Το οικονομετρικό πρόβλημα που εμφανίζεται όταν δεν ισχύει η παραπάνω υπόθεση είναι αυτό της ετεροσκεδαστικότητας (heteroskedasticity) που μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικούς και αναποτελεσματικούς εκτιμητές. Για να διαπιστωθεί το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας θα πρέπει πρώτα να διαπιστωθεί η ύπαρξη της. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκε το τεστ του White, το οποίο έδειξε πως όντως υπήρχε το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας σε όλες τις παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 1997-2004. Για την επίλυση του προβλήματος της ετεροσκεδαστικότητας θα πρέπει πρώτα να βρεθεί η μορφή της[248]. Για τον σκοπό αυτό πραγματοποιήθηκαν τα τεστ των Breusch-Pagan, Glesjer και Harvey-Godfrey. Με τη βοήθεια του οικονομετρικού πακέτου E-views 4.1 διαπιστώθηκε πως το τεστ του Glesjer ήταν αυτό το οποίο έδειχνε τη μορφή της ετεροσκεδαστικότητας. Το τεστ του Glesjer έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\sigma_t = a_1 + a_2 * Z_{t2} + a_{t3} + ... + a_p * Z_{tp} \quad (5.1)$$

Συνεπώς, για την επίλυση του προβλήματος της ετεροσκεδαστικότητας ακολουθήθηκαν τα εξής βήματα[249]:

[248] Για την επίλυση του προβλήματος της ετεροσκεδαστικότητας βλέπε Ramanathan (2004), Vogelvang (2005) και Λαζαρίδης (2002).
[249] Βλέπε Ramanathan (2004), σελίδες 347-361.

α) Αρχικά πραγματοποιήθηκε η παλινδρόμηση μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής Y και των ανεξάρτητων μεταβλητών X_i με τη μέθοδο των μέσων ελαχίστων τετραγώνων (OLS), όπου εξήχθησαν οι εκτιμητές β.

β) Υπολογίστηκαν τα κατάλοιπα (residuals) ως εξής:

$$u_t = Y_t - \beta_1 * X_{t1} - \beta_2 * X_{t2} - \beta_{t3} * X_{\tau 3} - \ldots - \beta_k * X_{tk} \quad (5.2)$$

γ) Πραγματοποιήθηκε παλινδρόμηση των $|u_t|$ προς τη σταθερά και τις ανεξάρτητες μεταβλητές και εξήχθησαν οι εκτιμητές α της παλινδρόμησης 5.1 με τη βοήθεια της μεθόδου των μέσων ελαχίστων τετραγώνων. Αυτή η παλινδρόμηση αποτελεί βοηθητική της παλινδρόμησης 5.1 (auxiliary regression) του Glesjer. Έπειτα, αντικαταστάθηκαν οι εκτιμητές α στην παλινδρόμηση 5.1 για να εξαχθεί ο σ_t. Η στάθμιση (weight) όπου διαιρέθηκαν οι εξαρτημένες και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι το αντίστροφο του σ_t. Συνεπώς, οι αρχικές παλινδρομήσεις 4.43 και 4.44 επαναλήφθηκαν αφού είχαν ήδη σταθμιστεί τόσο η εξαρτημένη, όσο και οι ανεξάρτητες μεταβλητές. Η παλινδρόμηση αυτή πραγματοποιείται με τη μέθοδο των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (weighted least squares).

Μία άλλη παραβίαση της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης είναι το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας (multicollinearity). Το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας εμφανίζεται όταν οι ανεξάρτητες μεταβλητές που συμμετέχουν στην παλινδρόμηση έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης. Στην περίπτωση που υπάρχει το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας, τότε δημιουργούνται τα εξής προβλήματα[250]:

α) Μικρές μεταβολές στα στοιχεία μπορεί να προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στους συντελεστές.

β) Οι συντελεστές μπορεί να έχουν μεγάλο τυπικό σφάλμα και χαμηλό επίπεδο σημαντικότητας παρά το γεγονός ότι μαζί είναι πολύ σημαντικοί και ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2) της παλινδρόμησης είναι πολύ υψηλός.

γ) Οι συντελεστές θα έχουν λάθος πρόσημο ή θα είναι πολύ μεγάλοι.

Για την εξακρίβωση του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας, χρησιμοποιείται η μήτρα συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών[251] (correlation matrix). Ένας πολύ υψηλός συντελεστής συσχέτισης μεταξύ δύο μεταβλητών (άνω του 70%) είναι σαφής ένδειξη της ύπαρξης του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας. Σε όλες τις παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος διαπιστώθηκε το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας μεταξύ των μεταβλητών του κόστους συναλλαγών (TRANS) και του μεγέθους των εταιριών (SIZE). Ακολουθώντας τις

[250] Βλέπε Τσαγκαράκης (1993).

[251] Οι Belsley, Kuh, και Welsh (1980) πρότειναν επίσης ένα μέτρο για την εξακρίβωση του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας.

μελέτες των Kato και Loewenstein (1995) και Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), πραγματοποιούνται δύο διαφορετικές παλινδρομήσεις (παλινδρόμηση 1 και 2) κάθε φορά με την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή και τις ίδιες ανεξάρτητες μεταβλητές αντικαθιστώντας στην παλινδρόμηση 1 τη μεταβλητή του μεγέθους εταιριών και στην παλινδρόμηση 2 τη μεταβλητή του κόστους συναλλαγών. Ως επί των πλείστων τα πρόσημα των υπολοίπων ανεξάρτητων μεταβλητών παραμένουν τα ίδια και στις δύο παλινδρομήσεις.

Τέλος, με τη βοήθεια της στατιστικής των Durbin-Watson (DW-statistic) εξετάζεται κατά πόσο οι διαταρακτικοί όροι της παλινδρόμησης συσχετίζονται μεταξύ τους (περίπτωση αυτοσυσχέτισης). Έτσι, πρώτου βαθμού αυτοσυσχέτιση (first-order autocorrelation) του διαταρακτικού όρου u_t δίνεται από το υπόδειγμα AR(1) και είναι ίσο με:

$$u_t = \phi_1 * u_{t-1} + e_t \tag{5.3}$$

όπου,

$|\phi_1| < 1$, $\varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$

Η στατιστική των Durbin-Watson ορίζεται ως εξής:

$$DW = \frac{\sum (e_t - e_{t-1})^2}{\sum e_t^2} \tag{5.4}$$

$$DW \approx 2(1-\phi_1) \tag{5.5}$$

όπου,

e_t είναι τα κατάλοιπα από τη μέθοδο των μέσων ελαχίστων τετραγώνων (OLS)

Για τη μη ύπαρξη αυτοσυσχέτισης θα πρέπει: $\phi_1 = 0$ ή $DW \approx 2$

Θετική αυτοσυσχέτιση υπάρχει όταν: $\phi_1 > 0$ ή $DW < 2$

Αρνητική αυτοσυσχέτιση υπάρχει όταν: $\phi_1 < 0$ ή $DW > 2$

Για όλες τις παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου ισχύει η μηδενική υπόθεση που υποστηρίζει τη μη ύπαρξη αυτοσυσχέτισης. Συνεπώς, δεν έχουμε αυτοσυσχέτιση.

4.1.3.3. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Καθαρού και Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία που περιγράφηκε στην ενότητα 5.1.3.1 για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 1997-2004, πραγματοποιούνται διαστρωματικές παλινδρομήσεις για το συνολικό καθαρό και το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004. Παραθέτονται μόνο οι παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή (dependent variables) τη μέση υπερβάλλουσα

απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0) υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς και όχι οι παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών (VOL_0), διότι ο τελευταίος δεν είναι στατιστικά σημαντικός την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για το συνολικό καθαρό δείγμα (βλέπε Πίνακα 4.64). Ανεξάρτητες μεταβλητές (independent variables) της διαστρωματικής παλινδρόμησης είναι ο συντελεστής βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το κόστος συναλλαγών (TRANS), το μέγεθος εταιριών (SIZE), ο κανονικός όγκος συναλλαγών (AVVOL), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος [252] (VOL) και μία ψευδομεταβλητή (DUMMY).

Ο Πίνακας 4.76 περιλαμβάνει τις παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού δείγματος της περιόδου 2000-2004, όπου εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (AR_0). Λόγω της εμφάνισης του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας (multicollinearity) μεταξύ της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) και του μεγέθους εταιριών[253] (SIZE), διενεργούνται δύο διαφορετικές παλινδρομήσεις με την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή (μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος), αλλά διαφορετικές ανεξάρτητες μεταβλητές. Έτσι, στην παλινδρόμηση 1, ανεξάρτητες μεταβλητές είναι ο συντελεστής βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το κόστος συναλλαγών (TRANS), ο μέσος κανονικός όγκος συναλλαγών (AVVOL), ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL) και μία ψευδομεταβλητή (DUMMY). Στην παλινδρόμηση 2, συμμετέχουν οι παραπάνω ανεξάρτητες μεταβλητές, εκτός από αυτή του κόστους συναλλαγών (TRANS), όπου τη θέση της παίρνει η μεταβλητή του μεγέθους των εταιριών (SIZE). Με τη διενέργεια δύο διαφορετικών παλινδρομήσεων χωρίς μία από τις δύο ανεξάρτητες μεταβλητές που συσχετίζονται, επιλύεται το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας.

Τα αποτελέσματα από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού δείγματος της περιόδου 2000-2004 είναι σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας. Συγκεκριμένα, ο συντελεστής α_1 της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και 0,1 στις παλινδρομήσεις 1 και 2, αντίστοιχα. Αυτό σημαίνει πως όσο μικρότερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος, τόσο μεγαλύτερες είναι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Ο συντελεστής α_2 της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης (DY) είναι θετικός και στατιστικά

[252] Στην παλινδρόμηση 4.43, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ανεξάρτητη μεταβλητή και η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι εξαρτημένη, ενώ στην παλινδρόμηση 4.44 είναι το αντίστροφο.

[253] Από τη μήτρα συσχέτισης (correlation matrix) διαπιστώνεται πως οι μεταβλητές του κόστους συναλλαγών και του μεγέθους εταιριών έχουν συντελεστή συσχέτισης ίσο με -0,90.

σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1 και στις δύο παλινδρομήσεις. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο μεγαλύτερες είναι οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Ο συντελεστής α_3 της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1 στην παλινδρόμηση 1. Το αποτέλεσμα αυτό είναι επίσης σύμφωνο με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, η οποία προβλέπει ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζονται θετικά με το κόστος συναλλαγών. Ο συντελεστής α_4 της μεταβλητής του μεγέθους των εταιριών (SIZE) είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός στην παλινδρόμηση 2. Το αποτέλεσμα αυτό δεν επιβεβαιώνει την υπόθεση του μεγέθους των εταιριών (firm size effect), η οποία προβλέπει πως οι μικρότερες εταιρίες εμφανίζουν μεγαλύτερες υπερβάλλουσες αποδόσεις απ' ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες. Ο συντελεστής α_5 της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών (AVVOL) έχει το αναμενόμενο πρόσημο (αρνητικό) και στις δύο παλινδρομήσεις, ωστόσο, είναι στατιστικά μη σημαντικός. Παρόμοια, ο συντελεστής α_6 της μεταβλητής του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL) είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις. Τέλος, ο συντελεστής α_7 της ψευδομεταβλητής είναι θετικός, αλλά στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις, πράγμα που σημαίνει πως η απόφαση 59 του Χ.Α. να μην αποκόπτεται πλέον το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής από τις 2 Απριλίου 2001 και έπειτα, δεν επηρέασε σημαντικά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής.

Για λόγους σύγκρισης παραθέτονται οι παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004 (Πίνακας 4.77). Τα αποτελέσματα από τις παλινδρομήσεις 1 και 2 του συνολικού μεικτού δείγματος διαφοροποιούνται από αυτά του συνολικού καθαρού δείγματος. Στην περίπτωση του συνολικού μεικτού δείγματος ο συντελεστής α_1 της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις, σε αντίθεση με τις παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού δείγματος, όπου ο συντελεστής βήτα είναι στατιστικά σημαντικός. Ο συντελεστής α_2 της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης (DY) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και στις δύο παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος, όπως συμβαίνει και με το συνολικό καθαρό δείγμα. Ο συντελεστής α_3 της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05 στην παλινδρόμηση 1, ενώ ο συντελεστής α_4 της μεταβλητής του μεγέθους των εταιριών (SIZE) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 στην παλινδρόμηση 2. Ο συντελεστής της τελευταίας μεταβλητής (SIZE) αν και αρνητικός, δεν είναι

στατιστικά σημαντικός στο συνολικό καθαρό δείγμα. Αντίθετα, είναι στατιστικά σημαντικός στο συνολικό μεικτό δείγμα, πράγμα που σημαίνει πως υπάρχει επίδραση του μεγέθους των εταιριών (firm size effect), δηλαδή, οι μικρότερες εταιρίες εμφανίζουν μεγαλύτερες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής απ' ότι οι μεγαλύτερες. Ο συντελεστής α_5 της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών (AVVOL) έχει αρνητικό πρόσημο και στις δύο παλινδρομήσεις, ωστόσο, είναι στατιστικά μη σημαντικός, όπως και στο συνολικό καθαρό δείγμα. Ο συντελεστής α_6 της μεταβλητής του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (VOL) είναι θετικός και στατιστικά μη σημαντικός και στις δύο παλινδρομήσεις του συνολικού μεικτού δείγματος, σε αντίθεση με το συνολικό καθαρό δείγμα όπου το πρόσημο του συντελεστή α_6 είναι αρνητικό. Τέλος, ο συντελεστής α_7 της ψευδομεταβλητής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και στις δύο παλινδρομήσεις, πράγμα που σημαίνει πως η απόφαση 59 του Χ.Α. να μην αποκόπτεται πλέον το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής από τις 2 Απριλίου 2001 και έπειτα, επηρέασε τις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής. Στην περίπτωση του συνολικού καθαρού δείγματος το πρόσημο α_7 της ψευδομεταβλητής είναι θετικό, αλλά όχι στατιστικά σημαντικό.

Μία λογική εξήγηση για τα διαφορετικά αποτελέσματα από τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις των δύο δειγμάτων είναι ο διαφορετικός αριθμός των εταιριών που συμμετέχουν σε κάθε δείγμα. Το συνολικό μεικτό δείγμα έχει περίπου τέσσερις φορές μεγαλύτερο αριθμό εταιριών απ' ότι το συνολικό καθαρό δείγμα. Μία άλλη εξήγηση είναι τα χαρακτηριστικά των εταιριών που συμμετέχουν σε κάθε δείγμα. Έτσι, στο συνολικό μεικτό δείγμα περιλαμβάνονται όλες οι εταιρίες του Χ.Α. που έδωσαν μέρισμα την περίοδο 2000-2004, ακόμα και αυτές του Χρηματοοικονομικού κλάδου, ενώ στο συνολικό καθαρό δείγμα δεν συμπεριλαμβάνονται οι τελευταίες. Τέλος, στο συνολικό καθαρό δείγμα συμπεριλαμβάνονται μόνο οι εταιρίες που δεν έχουν άλλη εταιρική πράξη εντός 20 ημερών γύρω από την ημέρα αποκοπής (-10, +10) που θα μπορούσε να επηρεάσει την αντίδραση των τιμών των μετοχών.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από τα δύο δείγματα (συνολικό καθαρό και συνολικό καθαρό) της περιόδου 2000-2004 επιβεβαιώνουν αυτά των μελετών των Kato και Loewenstein (1995), Michaely και Vila (1996), Wu και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), Lasfer και Zenonos (2003) και Dhalival και Zhen Li (2006) και της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Ειδικότερα, το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του συντελεστή βήτα (BETA) είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Micaely και Vila (1996) και Dhalival και Zhen Li (2006). Το θετικό πρόσημο της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης (DY) στις παλινδρομήσεις με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Kato και Loewenstein (1995), Michaely και Vila (1996), Wu

και Hsu (1996), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000), Lasfer και Zenonos (2003). Το θετικό πρόσημο της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Wu και Hsu (1996) και Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000). Το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του μεγέθους των εταιριών (SIZE) στην παλινδρόμηση 2 είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Kato και Loewenstein (1995), Naranjo, Nimalendran και Ryngaert (2000) και Lasfer και Zenonos (2003). Τέλος, το αρνητικό πρόσημο της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών (AVVOL) είναι σύμφωνο με τη μελέτη των Kato και Loewenstein (1995).

4.1.3.4. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 2000-2004

Όπως για την εξεταζόμενη περίοδο 1997-2004, έτσι και για την περίοδο 2000-2004, ελέγχεται κατά πόσο παραβιάζονται οι υποθέσεις της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης. Για το συνολικό καθαρό δείγμα, δεν υφίσταται το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας, ούτε και αυτό της αυτοσυσχέτισης. Το μόνο πρόβλημα που εμφανίζεται είναι αυτό της πολυσυγραμμικότητας μεταξύ των μεταβλητών του κόστους συναλλαγών (TRANS) και του μεγέθους των εταιριών (SIZE). Το πρόβλημα αυτό επιλύεται με την πραγματοποίηση δύο διαφορετικών παλινδρομήσεων (1 και 2) με την ίδια εξαρτημένη μεταβλητή και τις ίδιες ανεξάρτητες μεταβλητές, αντικαθιστώντας τη μεταβλητή του κόστους συναλλαγών (TRANS) με αυτή του μεγέθους των εταιριών (SIZE) στην παλινδρόμηση 2.

Για το συνολικό μεικτό δείγμα της περιόδου 2000-2004, παρουσιάζεται το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας, όπως για το αντίστοιχο δείγμα την περίοδο 1997-2004. Επιλύεται ακριβώς με την ίδια διαδικασία η οποία περιγράφηκε στην ενότητα 5.1.3.2. Το ίδιο συνέβη και με το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας, όπου πραγματοποιήθηκαν δύο παλινδρομήσεις με αντικατάσταση της μεταβλητής του κόστους συναλλαγών (TRANS) με αυτή του μεγέθους εταιριών (SIZE). Τέλος, δεν υπήρξε πρόβλημα αυτοσυσχέτισης των καταλοίπων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=1454							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,395***	-4,28	0,000	1,000	0,556***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,165***	-6,45	0,000	1,000	0,286***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,371***	-5,01	0,000	1,000	0,540***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,031	0,016***	-7,34	0,000	0,019	0,014***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,031	0,011***	-19,22	0,000	0,019	0,006***	0,000
97-04 MAPDR	0,031	0,021**	-1,94	0,052	0,019	0,013***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,017***	9,42	0,000	0,000	0,010***	0,000
97-04 DY		0,031				0,019***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-c ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-c	137	1,000	0,373***	-5,45	0,000	1,000	0,500***	0,000
1998 RPR c-c	145	1,000	0,431**	-2,02	0,045	1,000	0,524***	0,000
1999 RPR c-c	163	1,000	-1,790***	-4,30	0,000	1,000	-0,333***	0,000
2000 RPR c-c	199	1,000	2,467**	2,21	0,028	1,000	1,613***	0,002
2001 RPR c-c	203	1,000	0,570*	-1,67	0,096	1,000	0,764**	0,014
2002 RPR c-c	207	1,000	0,584**	-2,25	0,026	1,000	0,552***	0,000
2003 RPR c-c	194	1,000	0,063***	-2,96	0,003	1,000	0,500***	0,000
2004 RPR c-c	206	1,000	0,050***	-4,09	0,000	1,000	0,567***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-o ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-o	137	1,000	0,423***	-6,58	0,000	1,000	0,413***	0,000
1998 RPR c-o	145	1,000	0,130***	-2,96	0,004	1,000	0,300***	0,000
1999 RPR c-o	163	1,000	-2,179***	-4,53	0,000	1,000	-0,576***	0,000
2000 RPR c-o	199	1,000	0,834	-0,27	0,786	1,000	0,312***	0,002
2001 RPR c-o	203	1,000	0,540**	-2,22	0,028	1,000	0,262***	0,000
2002 RPR c-o	207	1,000	0,456***	-4,26	0,000	1,000	0,286***	0,000
2003 RPR c-o	194	1,000	0,240***	-5,81	0,000	1,000	0,333***	0,000
2004 RPR c-o	206	1,000	0,501***	-4,11	0,000	1,000	0,571***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4. Ο ΛΟΓΟΣ MARP ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MARP	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MARP	137	1,000	0,374***	-5,61	0,000	1,000	0,549***	0,000
1998 MARP	145	1,000	0,539*	-1,76	0,080	1,000	0,473***	0,000
1999 MARP	163	1,000	-0,574**	-2,51	0,013	1,000	-0,018***	0,001
2000 MARP	199	1,000	1,660	1,17	0,242	1,000	1,112	0,211
2001 MARP	203	1,000	0,107***	-3,98	0,000	1,000	0,406***	0,000
2002 MARP	207	1,000	0,456***	-3,15	0,002	1,000	0,431***	0,000
2003 MARP	194	1,000	0,306***	-2,74	0,007	1,000	0,566***	0,000
2004 MARP	206	1,000	-0,015***	-4,15	0,000	1,000	0,620***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-c ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPD c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-c	137	0,060	0,025***	-10,36	0,000	0,049	0,023***	0,005
1998 RPDR c-c	145	0,059	0,022***	-10,3	0,000	0,030	0,025**	0,012
1999 RPDR c-c	163	0,034	-0,004***	-9,33	0,000	0,010	-0,005***	0,000
2000 RPDR c-c	199	0,016	0,021	1,61	0,110	0,008	0,019***	0,000
2001 RPDR c-c	203	0,021	0,015***	-2,65	0,009	0,018	0,015	0,234
2002 RPDR c-c	207	0,022	0,012***	-6,22	0,000	0,019	0,011***	0,000
2003 RPDR c-c	194	0,025	0,023	-0,14	0,887	0,022	0,013***	0,000
2004 RPDR c-c	206	0,030	0,013***	-6,91	0,000	0,025	0,015***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-o ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-o	137	0,056	0,022***	-13,25	0,000	0,049	0,019***	0,000
1998 RPDR c-o	145	0,059	0,014***	-13,45	0,000	0,030	0,010***	0,000
1999 RPDR c-o	163	0,034	-0,004***	-6,54	0,000	0,010	-0,009***	0,000
2000 RPDR c-o	199	0,016	0,009**	-2,85	0,005	0,008	0,003	0,142
2001 RPDR c-o	203	0,021	0,011***	-6,04	0,000	0,018	0,004***	0,000
2002 RPDR c-o	207	0,022	0,011***	-8,08	0,000	0,019	0,006***	0,000
2003 RPDR c-o	194	0,025	0,012***	-8,20	0,000	0,022	0,006***	0,000
2004 RPDR c-o	206	0,030	0,018***	-6,48	0,000	0,025	0,016***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7. Ο ΛΟΓΟΣ MAPDR ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MAPDR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEAN	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEDIAN	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MAPDR	137	0,060	0,026***	-10,47	0,000	0,049	0,027***	0,012
1998 MAPDR	145	0,059	0,027***	-4,75	0,000	0,030	0,025***	0,008
1999 MAPDR	163	0,034	0,002***	-8,55	0,000	0,010	0,000***	0,003
2000 MAPDR	199	0,016	0,017	0,19	0,848	0,008	0,012***	0,003
2001 MAPDR	203	0,021	0,015	-0,87	0,387	0,018	0,010***	0,000
2002 MAPDR	207	0,022	0,005***	-3,32	0,001	0,019	0,008***	0,000
2003 MAPDR	194	0,025	0,057	0,82	0,416	0,022	0,016***	0,000
2004 MAPDR	206	0,030	0,019*	-1,94	0,054	0,025	0,016***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8. ΟΙ ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ (ARR) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ARR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 ARR	137	0,000	0,034***	7,72	0,000	0,000	0,030***	0,000
1998 ARR	145	0,000	0,037***	3,35	0,001	0,000	0,020***	0,000
1999 ARR	163	0,000	0,037***	3,68	0,000	0,000	0,022***	0,000
2000 ARR	199	0,000	-0,005	-1,46	0,145	0,000	-0,007***	0,002
2001 ARR	203	0,000	0,007**	2,86	0,005	0,000	0,005***	0,008
2002 ARR	207	0,000	0,011***	6,29	0,000	0,000	0,012***	0,000
2003 ARR	194	0,000	0,016***	5,77	0,000	0,000	0,012***	0,000
2004 ARR	206	0,000	0,017***	6,94	0,000	0,000	0,010***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (DY) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	N	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ
1997 DY	137	0,060	0,049
1998 DY	145	0,059	0,030
1999 DY	163	0,034	0,010
2000 DY	199	0,016	0,008
2001 DY	203	0,021	0,018
2002 DY	207	0,022	0,019
2003 DY	194	0,025	0,022
2004 DY	206	0,030	0,025

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΩΝ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-2000 ΚΑΙ 2001-2004

ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPR c-c**	**01-04 RPR c-c**	**97-00 RPR c-o**	**01-04 RPR c-o**	**97-00 MARP**	**01-04 MARP**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΜΕΣΟΣ	0,489*	0,320***	0,589***	0,437***	0,570*	0,213***
t-Statistic	-1,84	-5,43	-8,24	-7,43	-1,75	-7,00
P-Value	0,066	0,000	0,000	0,000	0,080	0,000
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,545***	0,571***	0,482***	0,354***	0,575***	0,518***
P-Value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPDR c-c**	**01-04 RPDR c-c**	**97-00 RPDR c-o**	**01-04 RPDR c-o**	**97-00 MAPDR**	**01-04 MAPDR**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,040	0,025	0,040	0,025	0,040	0,025
ΜΕΣΟΣ	0,016***	0,016**	0,019***	0,013***	0,017***	0,014
t-Statistic	-13,28	-2,57	-15,22	-14,07	-10,73	-1,13
P-Value	0,000	0,010	0,000	0,000	0,000	0,895
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,016	0,021	0,016	0,021	0,016	0,021
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,016	0,013***	0,014***	0,007***	0,014	0,012***
P-Value	0,535	0,000	0,000	0,000	0,596	0,000

ΤΙΜΕΣ	**97-00 ARR**	**01-04 ARR**	**97-00 DY**	**01-04 DY**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000		
ΜΕΣΟΣ	0,023***	0,012***	0,040	0,025
t-Statistic	6,07	10,71		
P-Value	0,000	0,000		
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000	0,016	0,021
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,012***	0,010***		
P-Value	0,000	0,000		

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=1456	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,117	1,00	0,186**	2,46	0,200**	2,33
-19	0,170	1,46	0,156**	2,12	0,211**	2,49
-18	-0,022	-0,19	0,018	0,23	0,090	1,00
-17	-0,093	-0,79	-0,072	-1,02	0,015	0,19
-16	0,019	0,16	0,083	1,10	0,094	1,14
-15	0,075	0,64	0,128*	1,71	-0,036	-0,43
-14	-0,040	-0,34	-0,052	-0,74	-0,110	-1,41
-13	0,177	1,52	0,219***	2,98	0,131	1,61
-12	0,011	0,09	0,043	0,60	-0,027	-0,33
-11	0,067	0,57	0,065	0,91	0,049	0,61
-10	0,155	1,33	0,153**	2,15	0,041	0,49
-9	0,142	1,22	0,150**	2,11	0,081	1,03
-8	0,023	0,20	-0,026	-0,37	-0,171**	-2,17
-7	0,137	1,17	0,086	1,18	-0,096	-1,19
-6	0,177	1,51	0,152**	2,06	-0,061	-0,75
-5	0,059	0,51	0,061	0,80	-0,119	-1,35
-4	0,007	0,06	0,055	0,74	0,019	0,23
-3	0,143	1,23	0,157**	2,13	0,157*	1,86
-2	0,144	1,24	0,180**	2,51	0,174**	2,15
-1	0,168	1,44	0,176**	2,48	0,056	0,71
0	1,967***	16,86	1,908***	9,18	1,807***	8,57
1	-0,222*	-1,90	-0,225***	-2,89	-0,267***	-3,11
2	-0,141	-1,21	-0,148**	-2,09	-0,121	-1,50
3	-0,166	-1,43	-0,155**	-2,21	-0,072	-0,92
4	0,005	0,04	0,031	0,44	0,063	0,77
5	-0,006	-0,06	-0,026	-0,37	0,025	0,30
6	0,045	0,38	0,025	0,35	-0,006	-0,07
7	0,314***	2,69	0,288***	4,01	0,277***	3,50
8	0,033	0,28	0,032	0,45	0,088	1,12
9	0,103	0,88	0,158**	2,30	0,139*	1,78
10	-0,003	-0,03	0,032	0,43	0,082	0,95
11	-0,186	-1,60	-0,197***	-2,86	-0,072	-0,88
12	-0,091	-0,78	-0,105	-1,48	0,095	1,15
13	-0,016	-0,14	0,008	0,11	0,250***	3,04
14	0,135	1,16	0,130*	1,75	0,159*	1,94
15	0,141	1,20	0,065	0,94	0,111	1,37
16	0,062	0,53	0,038	0,50	0,099	1,16
17	0,181	1,55	0,147**	2,02	0,086	1,03
18	-0,027	-0,23	0,014	0,18	0,197**	2,33
19	0,092	0,79	0,055	0,76	0,107	1,29
20	0,141	1,21	0,182**	2,42	0,343	4,00

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -1)	1,636***	3,14	1,918	1,38	0,697	0,52
CAR (+1 +20)	0,391	0,75	0,348	0,25	1,582	1,18
CAR (-10 -1)	1,156***	3,13	1,145	1,16	0,081	0,09
CAR (+1 +10)	-0,040	-0,11	0,011	0,01	0,207	0,22
CAR (-5 -1)	0,522**	2,00	0,629	0,90	0,288	0,43
CAR (+1 +5)	-0,531**	-2,03	-0,522	-0,75	-0,374	-0,56
CAR (-1 +1)	1,913***	9,46	1,859***	3,45	1,595***	3,06
CAR (-1 0)	2,135***	12,94	2,084***	4,74	1,863***	4,38

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	150.33,11	0,36	1,87
-19	-440.44,41	-1,05	-5,47
-18	251.307,37	1,10	31,21
-17	-70.442,50*	-1,87	-8,75
-16	-31.604,51	-0,73	-3,92
-15	8.171,62	0,17	1,01
-14	-8.031,94	-0,21	-1,00
-13	10.829,45	0,20	1,34
-12	-23.433,10	-0,56	-2,91
-11	-17.100,57	-0,40	-2,12
-10	-14.342,66	-0,34	-1,78
-9	-51.703,20	-0,98	-6,42
-8	52.563,91	0,75	6,53
-7	19.071,70	0,32	2,37
-6	47.356,95	0,61	5,88
-5	-98.365,87***	-2,80	-12,21
-4	56.009,36	1,07	6,95
-3	78.199,82	1,57	9,71
-2	140.993,66*	1,73	17,51
-1	252.036,53***	2,84	31,30
0	110.263,97*	1,72	13,69
1	-23.875,01	-0,51	-2,96
2	2.922,83	0,05	0,36
3	-99.153,69**	-1,99	-12,31
4	-46.593,04	-0,65	-5,79
5	-57.879,32	-1,01	-7,19
6	-115.488,07***	-2,61	-14,34
7	-141.055,62***	-3,47	-17,52
8	-127.844,94***	-3,21	-15,87
9	-151.276,11***	-4,69	-18,78
10	-59.686,76	-1,17	-7,41
11	-48.342,57	-1,02	-6,00
12	155.816,70	0,70	19,35
13	-66.302,62	-1,31	-8,23
14	-81.434,11**	-2,14	-10,11
15	-136.862,17***	-3,55	-16,99
16	114.376,43	0,49	14,20
17	-103.052,91**	-2,48	-12,80
18	-65.060,53	-1,42	-8,08
19	-90.840,37**	-2,25	-11,28
20	-88.610,62**	-2,12	-11,00

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 805.329,5092 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 -1)	572.504,703	1,31
CAV (+1 +20)	-1.230.242,492***	-2,82
CAV (-10 -1)	481.820,191	1,56
CAV (+1 +10)	-819.929,718***	-2,66
CAV (-5 -1)	428.873,499**	1,97
CAV (+1 +5)	-224.578,225	-1,03
CAV (-1 +1)	338.425,487**	2,00
CAV (-1 0)	1.255.273,378***	2,63

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=1308							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,401***	-4,33	0,000	1,000	0,545***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,107***	-6,57	0,000	1,000	0,250***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,368***	-5,08	0,000	1,000	0,521***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,027	0,014***	-4,89	0,000	0,019	0,014***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,027	0,008***	-20,51	0,000	0,019	0,005***	0,000
97-04 MAPDR	0,027	0,019	-1,17	0,244	0,019	0,012***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,014***	12,77	0,000	0,000	0,010***	0,000
97-04 DY		0,027				0,019	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
Ν = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-c ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-c	127	1,000	0,352***	-5,10	0,000	1,000	0,500***	0,000
1998 RPR c-c	129	1,000	0,320**	-2,26	0,026	1,000	0,550***	0,000
1999 RPR c-c	135	1,000	-2,008***	-4,14	0,000	1,000	-0,571***	0,000
2000 RPR c-c	150	1,000	3,040***	3,36	0,001	1,000	1,787***	0,001
2001 RPR c-c	182	1,000	0,626	-1,25	0,214	1,000	0,784*	0,074
2002 RPR c-c	195	1,000	0,574**	-2,06	0,041	1,000	0,476***	0,000
2003 RPR c-c	194	1,000	0,061***	-2,76	0,006	1,000	0,431***	0,000
2004 RPR c-c	196	1,000	-0,066***	-4,07	0,000	1,000	0,500***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.17. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-o ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-o	127	1,000	0,361***	-7,04	0,000	1,000	0,375***	0,000
1998 RPR c-o	129	1,000	0,062***	-2,67	0,009	1,000	0,333***	0,000
1999 RPR c-o	135	1,000	-2,492***	-4,51	0,000	1,000	-0,800***	0,000
2000 RPR c-o	150	1,000	0,614	-0,52	0,601	1,000	0,142***	0,003
2001 RPR c-o	182	1,000	0,541*	-1,87	0,064	1,000	0,129***	0,000
2002 RPR c-o	195	1,000	0,460***	-3,87	0,000	1,000	0,250***	0,000
2003 RPR c-o	194	1,000	0,215***	-5,61	0,000	1,000	0,250***	0,000
2004 RPR c-o	196	1,000	0,486***	-3,74	0,000	1,000	0,571***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18. Ο ΛΟΓΟΣ MARP ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MARP	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MARP	127	1,000	0,341***	-5,25	0,000	1,000	0,568***	0,000
1998 MARP	129	1,000	0,418**	-1,99	0,049	1,000	0,473***	0,000
1999 MARP	135	1,000	-0,775**	-2,55	0,012	1,000	-0,066***	0,005
2000 MARP	150	1,000	2,097**	2,11	0,037	1,000	1,115	0,197
2001 MARP	182	1,000	0,086***	-3,49	0,001	1,000	0,354***	0,000
2002 MARP	195	1,000	0,449***	-2,80	0,006	1,000	0,413***	0,000
2003 MARP	194	1,000	0,338**	-2,45	0,015	1,000	0,561***	0,000
2004 MARP	196	1,000	-0,127***	-4,08	0,000	1,000	0,605***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.19. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-c ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-c	127	0,058	0,025***	-9,24	0,000	0,049	0,024***	0,000
1998 RPDR c-c	129	0,041	0,021***	-5,40	0,000	0,030	0,021***	0,009
1999 RPDR c-c	135	0,014	-0,011***	-6,52	0,000	0,010	-0,010***	0,000
2000 RPDR c-c	150	0,009	0,017***	3,14	0,002	0,008	0,019***	0,000
2001 RPDR c-c	182	0,021	0,014**	-2,52	0,013	0,018	0,015	0,323
2002 RPDR c-c	195	0,022	0,011***	-5,92	0,000	0,019	0,007***	0,000
2003 RPDR c-c	194	0,025	0,024	1,16	0,248	0,022	0,012***	0,000
2004 RPDR c-c	196	0,029	0,011***	-7,10	0,000	0,024	0,013***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.20. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-o ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-o	127	0,058	0,020***	-12,72	0,000	0,049	0,019***	0,000
1998 RPDR c-o	129	0,041	0,012***	-7,78	0,000	0,030	0,009***	0,000
1999 RPDR c-o	135	0,014	-0,015***	-9,51	0,000	0,010	-0,010***	0,000
2000 RPDR c-o	150	0,009	0,002***	-3,16	0,002	0,008	0,001***	0,003
2001 RPDR c-o	182	0,021	0,009***	-6,49	0,000	0,018	0,002***	0,000
2002 RPDR c-o	195	0,022	0,009***	-7,91	0,000	0,019	0,005***	0,000
2003 RPDR c-o	194	0,025	0,011	-0,10	0,918	0,022	0,005***	0,000
2004 RPDR c-o	196	0,029	0,017***	-5,98	0,000	0,024	0,014***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.21. Ο ΛΟΓΟΣ MAPDR ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MAPDR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MAPDR	127	0,058	0,025***	-9,39	0,000	0,049	0,027***	0,000
1998 MAPDR	129	0,041	0,019***	-6,42	0,000	0,030	0,023***	0,003
1999 MAPDR	135	0,014	-0,005***	-5,35	0,000	0,010	-0,002***	0,000
2000 MAPDR	150	0,009	0,013	1,57	0,118	0,008	0,011**	0,046
2001 MAPDR	182	0,021	0,015	-0,69	0,492	0,018	0,008***	0,000
2002 MAPDR	195	0,022	0,003***	-3,09	0,002	0,019	0,007***	0,000
2003 MAPDR	194	0,025	0,060***	-8,15	0,000	0,022	0,014***	0,000
2004 MAPDR	196	0,029	0,012***	-4,13	0,000	0,024	0,013***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.22. ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (ARR) ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ARR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 ARR	127	0,000	0,031***	6,84	0,000	0,000	0,030***	0,000
1998 ARR	129	0,000	0,020***	5,36	0,000	0,000	0,017***	0,000
1999 ARR	135	0,000	0,024***	6,33	0,000	0,000	0,021***	0,000
2000 ARR	150	0,000	-0,008***	-3,12	0,002	0,000	-0,007***	0,001
2001 ARR	182	0,000	0,007***	2,62	0,009	0,000	0,004**	0,025
2002 ARR	195	0,000	0,011***	5,92	0,000	0,000	0,012***	0,000
2003 ARR	194	0,000	0,016***	5,67	0,000	0,000	0,013***	0,000
2004 ARR	196	0,000	0,019***	7,02	0,000	0,000	0,011***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.23. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (DY) ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	N	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ
1997 DY	127	0,058	0,049
1998 DY	129	0,041	0,030
1999 DY	135	0,014	0,010
2000 DY	150	0,009	0,008
2001 DY	182	0,021	0,018
2002 DY	195	0,022	0,019
2003 DY	194	0,025	0,022
2004 DY	196	0,029	0,024

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.24. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΩΝ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-2000 ΚΑΙ 2001-2004

ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPR c-c**	**01-04 RPR c-c**	**97-00 RPR c-o**	**01-04 RPR c-o**	**97-00 MARP**	**01-04 MARP**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΜΕΣΟΣ	0,500*	0,293***	0,583***	0,424***	0,568*	0,188***
t-Statistic	-1,85	-5,03	-8,43	-6,79	-1,79	-6,42
P-Value	0,065	0,000	0,000	0,000	0,074	0,000
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,550***	0,533***	0,095***	0,314***	0,603***	0,477***
P-Value	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPDR c-c**	**01-04 RPDR c-c**	**97-00 RPDR c-o**	**01-04 RPDR c-o**	**97-00 MAPDR**	**01-04 MAPDR**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,029	0,024	0,029	0,024	0,029	0,024
ΜΕΣΟΣ	0,013***	0,015**	0,014***	0,011***	0,013***	0,012***
t-Statistic	-9,09	-2,39	-6,08	-13,92	-10,23	-5,14
P-Value	0,000	0,017	0,000	0,000	0,000	0,000
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,016	0,021	0,016	0,021	0,016	0,021
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,015	0,012***	0,012***	0,006***	0,014*	0,011***
P-Value	0,147	0,000	0,000	0,000	0,079	0,000
ΛΟΓΟΣ	**97-00 ARR**	**01-04 ARR**	**97-00 DY**	**01-04 DY**		
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000				
ΜΕΣΟΣ	0,016***	0,013***	0,029	0,024		
t-Statistic	8,18	10,48				
P-Value	0,000	0,000				
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000				
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,012***	0,010***	0,016	0,021		
P-Value	0,000	0,000				

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

Ν = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.25. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=1308	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,075	0,63	0,172**	2,11	0,188**	2,06
-19	0,177	1,48	0,202**	2,55	0,272***	3,03
-18	-0,006	-0,05	-0,016	-0,21	0,055	0,65
-17	-0,060	-0,50	-0,082	-1,07	0,025	0,29
-16	0,093	0,78	0,103	1,28	0,111	1,28
-15	0,106	0,89	0,144*	1,79	-0,039	-0,44
-14	-0,112	-0,94	-0,105	-1,40	-0,163**	-1,98
-13	0,108	0,90	0,176**	2,26	0,100	1,17
-12	0,001	0,01	0,035	0,47	-0,054	-0,63
-11	0,058	0,49	0,083	1,09	0,042	0,50
-10	0,185	1,55	0,175**	2,28	0,020	0,22
-9	0,181	1,52	0,162**	2,14	0,081	0,97
-8	0,031	0,26	-0,025	-0,34	-0,178**	-2,17
-7	0,093	0,78	0,060	0,76	-0,127	-1,48
-6	0,087	0,73	0,102	1,30	-0,121	-1,39
-5	-0,036	-0,30	0,010	0,13	-0,167*	-1,87
-4	-0,021	-0,17	0,056	0,71	0,004	0,05
-3	0,122	1,02	0,117	1,50	0,109	1,21
-2	0,064	0,54	0,126*	1,68	0,103	1,21
-1	0,213*	1,78	0,171**	2,29	0,046	0,56
0	1,565***	13,13	1,601***	10,30	1,499***	9,40
1	-0,190	-1,60	-0,195**	-2,37	-0,243***	-2,67
2	-0,157	-1,32	-0,182**	-2,42	-0,187**	-2,20
3	-0,129	-1,08	-0,136*	-1,81	-0,071	-0,85
4	0,005	0,04	0,044	0,57	0,096	1,11
5	-0,002	-0,02	-0,009	-0,13	0,014	0,16
6	0,035	0,29	0,002	0,02	-0,025	-0,30
7	0,335***	2,81	0,297***	3,91	0,261***	3,11
8	0,041	0,34	0,039	0,52	0,114	1,36
9	0,137	1,15	0,192***	2,61	0,183**	2,19
10	0,018	0,15	0,036	0,46	0,089	0,98
11	-0,169	-1,42	-0,172**	-2,34	-0,034	-0,39
12	-0,093	-0,78	-0,156**	-2,09	0,050	0,57
13	-0,053	-0,44	-0,007	-0,09	0,253***	2,87
14	0,159	1,33	0,129	1,62	0,157*	1,79
15	0,121	1,02	0,042	0,57	0,102	1,19
16	0,044	0,37	0,038	0,46	0,105	1,16
17	0,249**	2,09	0,156**	2,00	0,083	0,94
18	0,011	0,09	0,018	0,22	0,172*	1,89
19	0,116	0,97	0,057	0,73	0,090	1,01
20	0,157	1,32	0,208***	2,60	0,378***	4,12

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
N = Αριθμός Παρατηρήσεων
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.26. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -1)	1,358**	2,55	1,668	1,39	0,308	0,26
CAR (+1 +20)	0,635	1,19	0,398	0,33	1,588	1,34
CAR (-10 -1)	0,919**	2,44	0,956	1,12	-0,230	-0,27
CAR (+1 +10)	0,092	0,24	0,086	0,10	0,232	0,28
CAR (-5 -1)	0,342	1,28	0,481	0,80	0,096	0,16
CAR (+1 +5)	-0,474*	-1,78	-0,480	-0,80	-0,390	-0,66
CAR (-1 +1)	1,588***	7,69	1,577***	3,39	1,303**	2,85
CAR (-1 0)	1,778***	10,55	1,772***	4,66	1,545***	4,14

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.27. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	31.839,39	0,79	4,89
-19	-35.045,40	-1,01	-5,39
-18	-27.027,96	-0,67	-4,15
-17	-58.334,90*	-1,74	-8,97
-16	-39.435,28	-0,95	-6,06
-15	16.281,76	0,31	2,50
-14	-40.285,33	-1,21	-6,19
-13	-18.437,47	-0,35	-2,83
-12	-48.700,64	-1,28	-7,49
-11	-15.599,13	-0,40	-2,40
-10	-53.523,01	-1,59	-8,23
-9	-116.868,50***	-4,01	-17,96
-8	-63.640,50	-1,41	-9,78
-7	-59.660,17	-1,43	-9,17
-6	-102.587,77***	-3,12	-15,77
-5	-144.347,21***	-5,15	-22,19
-4	-69.829,00**	-2,26	-10,73
-3	-4.542,18	-0,12	-0,70
-2	-22.402,42	-0,62	-3,44
-1	148.406,67*	1,69	22,81
0	29.182,93	0,57	4,49
1	-57.153,62	-1,18	-8,79
2	-69.526,00	-1,52	-10,69
3	-154.331,36***	-4,39	-23,72
4	-148.726,60***	-4,90	-22,86
5	-99.743,71***	-2,76	-15,33
6	-134.887,32***	-4,13	-20,73
7	-132.264,42***	-3,65	-20,33
8	-116.739,92***	-3,13	-17,94
9	-130.357,38***	-4,22	-20,04
10	-73.194,12	-1,50	-11,25
11	-109.085,68***	-3,75	-16,77
12	-96.580,86***	-3,28	-14,85
13	-107.571,03***	-2,71	-16,54
14	-103.112,75***	-3,42	-15,85
15	-151.953,44***	-5,56	-23,36
16	179.468,95	0,64	27,59
17	-112.686,79***	-3,54	-17,32
18	-58.639,52	-1,38	-9,01
19	-67.184,80**	-2,16	-10,33
20	-68.243,92*	-1,76	-10,49

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 650.544,0182 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.28. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 -1)	-723.739,05**	-2,27
CAV (+1 +20)	-1.812.514,29***	-5,69
CAV (-10 -1)	-488.994,09**	-2,17
CAV (+1 +10)	-1.116.924,43***	-4,96
CAV (-5 -1)	-92.714,14	-0,58
CAV (+1 +5)	-529.481,28***	-3,32
CAV (-1 +1)	120.435,98	0,98
CAV (-1 0)	177.589,60*	1,76

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.29. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=148							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,488*	-1,68	0,080	1,000	0,788***	0,001
97-04 RPR c-o	1,000	0,360*	-1,79	0,075	1,000	0,482***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,492*	-1,65	0,070	1,000	0,628***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,087	0,036***	-11,23	0,000	0,031	0,031	0,950
97-04 RPDR c-o	0,087	0,034***	-7,73	0,000	0,031	0,020**	0,018
97-04 MAPDR	0,087	0,048***	-3,98	0,000	0,031	0,027	0,718
97-04 ARR	0,000	0,051***	3,11	0,002	0,000	0,007***	0,000
97-04 DY		0,087				0,031	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
Ν = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.30. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-c ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-c	16	1,000	0,569	-1,20	0,248	1,000	0,298**	0,038
1998 RPR c-c	20	1,000	1,371	0,41	0,683	1,000	0,353	0,380
1999 RPR c-c	24	1,000	-2,070	-1,55	0,134	1,000	0,200**	0,010
2000 RPR c-c	26	1,000	1,256	0,39	0,699	1,000	1,067	0,819
2001 RPR c-c	22	1,000	0,725	-1,12	0,274	1,000	0,862	0,408
2002 RPR c-c	15	1,000	0,794*	-1,87	0,082	1,000	0,800	0,118
2003 RPR c-c	9	1,000	1,144	0,48	0,642	1,000	1,040	0,624
2004 RPR c-c	16	1,000	0,906	-0,75	0,466	1,000	0,907	0,490

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.31. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-o ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPR c-o	16	1,000	0,688	-0,85	0,411	1,000	0,421*	0,065
1998 RPR c-o	20	1,000	0,109***	-3,13	0,006	1,000	0,069***	0,007
1999 RPR c-o	24	1,000	-0,670	-0,79	0,437	1,000	0,100***	0,003
2000 RPR c-o	26	1,000	0,263	-1,62	0,118	1,000	0,385*	0,076
2001 RPR c-o	22	1,000	0,643***	-2,86	0,009	1,000	0,627**	0,012
2002 RPR c-o	15	1,000	0,981	-0,09	0,926	1,000	0,946	0,349
2003 RPR c-o	9	1,000	0,952	-0,23	0,824	1,000	0,960	0,813
2004 RPR c-o	16	1,000	0,743**	-2,34	0,033	1,000	0,780	0,044

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.32. Ο ΛΟΓΟΣ MARP ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MARP	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MARP	16	1,000	0,668	-1,13	0,275	1,000	0,513**	0,041
1998 MARP	20	1,000	0,814	-0,29	0,773	1,000	0,369	0,225
1999 MARP	24	1,000	-0,450	-0,71	0,487	1,000	0,580*	0,084
2000 MARP	26	1,000	0,396	-0,67	0,507	1,000	0,763	0,477
2001 MARP	22	1,000	0,731	-1,47	0,155	1,000	0,862	0,205
2002 MARP	15	1,000	0,722*	-1,78	0,097	1,000	0,796**	0,038
2003 MARP	9	1,000	1,008	0,03	0,973	1,000	0,930	1,000
2004 MARP	16	1,000	0,645**	-2,26	0,039	1,000	0,652**	0,028

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.33. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-c ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEAN	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEDIAN	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-c	16	0,083	0,031***	-3,75	0,002	0,073	0,028**	0,010
1998 RPDR c-c	20	0,185	0,033***	-13,46	0,00	0,067	0,041***	0,009
1999 RPDR c-c	24	0,162	0,036***	-7,20	0,000	0,028	0,018	0,786
2000 RPDR c-c	26	0,075	0,058	-1,19	0,246	0,016	0,039**	0,016
2001 RPDR c-c	22	0,032	0,028	-0,45	0,657	0,024	0,026	0,745
2002 RPDR c-c	15	0,034	0,027	-1,45	0,170	0,036	0,029*	0,083
2003 RPDR c-c	9	0,037	0,038	0,13	0,902	0,036	0,037	0,722
2004 RPDR c-c	16	0,034	0,031	-0,63	0,538	0,030	0,033	0,737

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.34. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-o ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 RPDR c-o	16	0,083	0,031***	-4,24	0,001	0,073	0,024***	0,007
1998 RPDR c-o	20	0,185	0,018***	-16,24	0,000	0,067	0,021***	0,000
1999 RPDR c-o	24	0,162	0,060***	-2,85	0,009	0,028	0,002	0,875
2000 RPDR c-o	26	0,075	0,048*	-1,75	0,092	0,016	0,021	0,347
2001 RPDR c-o	22	0,032	0,021*	-1,71	0,102	0,024	0,016*	0,069
2002 RPDR c-o	15	0,034	0,029	-1,10	0,290	0,036	0,032	0,201
2003 RPDR c-o	9	0,037	0,033	-0,69	0,510	0,036	0,042	0,813
2004 RPDR c-o	16	0,034	0,025**	-2,24	0,040	0,030	0,021	0,245

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.35. Ο ΛΟΓΟΣ MAPDR ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MAPDR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEAN	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEDIAN	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 MAPDR	16	0,083	0,036***	-3,82	0,002	0,073	0,031**	0,016
1998 MAPDR	20	0,185	0,081**	-2,24	0,037	0,067	0,036*	0,076
1999 MAPDR	24	0,162	0,040***	-7,58	0,000	0,028	0,027	0,432
2000 MAPDR	26	0,075	0,051*	-1,84	0,078	0,016	0,029*	0,060
2001 MAPDR	22	0,032	0,026	-0,81	0,425	0,024	0,020	0,559
2002 MAPDR	15	0,034	0,024**	-2,19	0,046	0,036	0,028**	0,033
2003 MAPDR	9	0,037	0,035	-0,30	0,774	0,036	0,033	1,000
2004 MAPDR	16	0,034	0,086	0,84	0,416	0,030	0,024	0,289

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.36. ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (ARR) ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ARR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEAN	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	MEDIAN	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
1997 ARR	16	0,000	0,053***	2,98	0,009	0,000	0,033**	0,012
1998 ARR	20	0,000	0,151*	1,92	0,070	0,000	0,045**	0,014
1999 ARR	24	0,000	0,126*	1,83	0,081	0,000	0,020***	0,001
2000 ARR	26	0,000	0,017	0,87	0,391	0,000	-0,001	0,706
2001 ARR	22	0,000	0,004	0,72	0,478	0,000	0,004	0,721
2002 ARR	15	0,000	0,006*	1,90	0,078	0,000	0,006*	0,074
2003 ARR	9	0,000	-0,001	-0,10	0,922	0,000	-0,002	0,944
2004 ARR	16	0,000	0,003	0,83	0,422	0,000	0,003	0,490

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.37. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (DY) ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 1997 ΕΩΣ 2004

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	N	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ
1997 DY	16	0,083	0,073
1998 DY	20	0,185	0,067
1999 DY	24	0,162	0,028
2000 DY	26	0,075	0,016
2001 DY	22	0,032	0,024
2002 DY	15	0,034	0,036
2003 DY	9	0,037	0,036
2004 DY	16	0,034	0,030

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.38. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΩΝ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥΣ 1997-2000 ΚΑΙ 2001-2004

ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPR c-c**	**01-04 RPR c-c**	**97-00 RPR c-o**	**01-04 RPR c-o**	**97-00 MARP**	**01-04 MARP**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΜΕΣΟΣ	0,227	0,849	0,038	0,795***	0,309	0,747***
t-Statistic	-1,22	-1,44	-1,56	-2,61	-1,07	-2,81
P-Value	0,227	0,156	0,123	0,011	0,286	0,007
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,415***	0,880	0,243***	0,763***	0,549***	0,807***
P-Value	0,009	0,128	0,000	0,001	0,007	0,006
ΛΟΓΟΣ	**97-00 RPDR c-c**	**01-04 RPDR c-c**	**97-00 RPDR c-o**	**01-04 RPDR c-o**	**97-00 MAPDR**	**01-04 MAPDR**
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,126	0,034	0,126	0,034	0,126	0,034
ΜΕΣΟΣ	0,041***	0,030	0,042***	0,026***	0,052***	0,042
t-Statistic	-11,5	-0,99	-7,27	-2,86	-5,97	0,54
P-Value	0,000	0,325	0,000	0,006	0,000	0,593
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,035	0,030	0,035	0,030	0,035	0,030
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,034	0,029	0,020*	0,021**	0,032	0,023
P-Value	0,945	0,994	0,096	0,041	0,833	0,102
ΛΟΓΟΣ	**97-00 ARR**	**01-04 ARR**	**97-00 DY**	**01-04 DY**		
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000				
ΜΕΣΟΣ	0,085***	0,003	0,126	0,034		
t-Statistic	3,08	1,37				
P-Value	0,003	0,175				
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	0,000	0,000				
ΔΙΑΜΕΣΟΣ	0,015***	0,004	0,035	0,030		
P-Value	0,000	0,201				

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.39. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

N=148	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
	ARs %	t-Statistic	ARs %	t-Statistic	ARs %	t-Statistic
-20	0,216	0,86	0,304*	1,68	0,346	1,40
-19	-0,056	-0,22	-0,117	-0,61	-0,184	-0,76
-18	0,011	0,05	-0,058	-0,31	0,019	0,08
-17	0,124	0,49	0,120	0,73	0,002	0,01
-16	-0,155	-0,61	-0,040	-0,19	0,019	0,07
-15	-0,201	-0,80	-0,090	-0,46	-0,044	-0,18
-14	0,293	1,16	0,239	1,33	0,194	0,83
-13	0,540**	2,14	0,646***	3,16	0,399	1,56
-12	0,261	1,04	0,236	0,98	0,305	1,10
-11	-0,072	-0,29	-0,123	-0,60	0,108	0,42
-10	-0,061	-0,24	-0,151	-0,80	0,135	0,58
-9	-0,054	-0,21	-0,092	-0,47	0,015	0,07
-8	0,110	0,44	0,114	0,52	0,054	0,20
-7	0,367	1,45	0,395**	2,09	0,225	0,92
-6	0,609**	2,41	0,622***	2,88	0,531**	2,06
-5	0,338	1,34	0,364	1,61	0,229	0,78
-4	0,240	0,95	0,242	1,07	0,367	1,35
-3	0,619**	2,45	0,657***	2,74	0,737***	2,91
-2	0,648***	2,57	0,638***	2,79	0,799***	3,33
-1	0,295	1,17	0,238	1,09	0,158	0,65
0	5,326***	21,11	5,189***	3,18	5,141***	3,14
1	-0,439*	-1,74	-0,519**	-2,10	-0,506*	-1,80
2	0,138	0,55	0,120	0,58	0,401	1,56
3	-0,192	-0,76	-0,192	-1,01	0,019	0,08
4	0,062	0,25	0,004	0,02	-0,089	-0,37
5	-0,169	-0,67	-0,250	-1,13	0,145	0,57
6	0,117	0,46	0,230	1,12	0,210	0,86
7	0,108	0,43	0,073	0,34	0,252	1,10
8	-0,163	-0,65	-0,119	-0,57	-0,220	-0,93
9	-0,190	-0,75	-0,175	-0,96	-0,237	-1,00
10	0,012	0,05	-0,018	-0,08	0,042	0,16
11	-0,490*	-1,94	-0,532***	-2,60	-0,554**	-2,13
12	0,317	1,26	0,336	1,61	0,453*	1,72
13	0,133	0,53	0,169	1,00	0,185	0,82
14	0,053	0,21	0,120	0,66	0,202	0,93
15	0,277	1,10	0,267	1,32	0,259	0,99
16	0,219	0,87	0,171	0,86	0,111	0,46
17	-0,034	-0,14	0,022	0,12	-0,048	-0,19
18	0,017	0,07	0,057	0,27	0,452*	1,82
19	0,061	0,24	0,020	0,11	0,254	1,14
20	0,108	0,43	0,065	0,28	0,131	0,53

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.40. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -1)	4,073***	3,61	4,144	1,10	4,415	1,20
CAR (+1 +20)	-0,056	-0,05	-0,153	-0,04	1,462	0,40
CAR (-10 -1)	3,111***	3,90	3,028	1,14	3,251	1,24
CAR (+1 +10)	-0,716	-0,90	-0,846	-0,32	0,017	0,01
CAR (-5 -1)	2,140***	3,79	2,140	1,14	2,290	1,24
CAR (+1 +5)	-0,600	-1,06	-0,837	-0,45	-0,030	-0,02
CAR (-1 +1)	5,182***	11,86	4,908***	3,37	4,793***	3,35
CAR (-1 0)	5,621***	15,75	5,427***	4,57	5,298***	4,54

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.41. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-78.038,46	-0,34	-3,72
-19	-6.378,56	-0,02	-0,30
-18	263.901,61	0,11	12,58
-17	-8.666,12	-0,03	-0,41
-16	13.956,55	0,05	0,67
-15	13.034,05	0,07	0,62
-14	36.040,94	0,15	1,72
-13	27.320,45	0,09	1,30
-12	28.838,51	0,11	1,38
-11	-15.021,76	-0,06	-0,72
-10	36.980,81	0,11	1,76
-9	45.585,77	0,10	2,17
-8	101.501,17	0,17	4,84
-7	86.055,64	0,17	4,10
-6	151.359,40	0,20	7,22
-5	18.845,91	0,08	0,90
-4	106.716,43	0,24	5,09
-3	82.932,75	0,22	3,95
-2	161.917,47	0,21	7,72
-1	131.419,70	0,26	6,27
0	58.317,41	0,20	2,78
1	38.545,99	0,16	1,84
2	80.075,28	0,18	3,82
3	58.499,14	0,14	2,79
4	94.410,23	0,14	4,50
5	49.049,07	0,10	2,34
6	29.012,79	0,08	1,38
7	-4.468,65	-0,02	-0,21
8	-5.851,94	-0,02	-0,28
9	-27.291,55	-0,15	-1,30
10	28.185,66	0,09	1,34
11	60.563,95	0,15	2,89
12	255.900,28	0,11	12,20
13	24.420,38	0,06	1,16
14	24.102,93	0,08	1,15
15	2.151,95	0,01	0,10
16	-20.343,52	-0,08	-0,97
17	-538,41	0,00	-0,03
18	-1.601,61	-0,01	-0,08
19	-17.386,83	-0,06	-0,83
20	-19.103,07	-0,07	-0,91

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 2.097.167,114 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.42. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 -1)	1.198.302,26***	3,82
CAV (+1 +20)	648.332,06**	2,07
CAV (-10 -1)	923.315,05***	4,16
CAV (+1 +10)	340.166,07	1,53
CAV (-5 -1)	501.832,25***	3,20
CAV (+1 +5)	320.579,71**	2,04
CAV (-1 +1)	228.283,10*	1,88
CAV (-1 0)	189.737,10*	1,91

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.43. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

1 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,186**	-2,22	0,024	1,000	0,800	0,506
97-04 RPR c-o	1,000	-0,373**	-2,23	0,026	1,000	0,000***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,246	-1,28	0,203	1,000	0,673	0,374
97-04 RPDR c-c	0,005	0,002	-1,47	0,142	0,005	0,003	0,374
97-04 RPDR c-o	0,005	-0,003***	-4,22	0,000	0,005	0,000***	0,000
97-04 MAPDR	0,005	0,022	0,71	0,480	0,005	0,004	0,328
97-04 ARR	0,000	0,003	1,51	0,132	0,000	0,001	0,421
97-04 DY		0,005				0,005	

2 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,374***	-3,24	0,001	1,000	0,400***	0,001
97-04 RPR c-o	1,000	-0,020***	-7,08	0,000	1,000	0,000***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,315***	-3,82	0,000	1,000	0,483***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,011	0,014	0,23	0,817	0,011	0,005***	0,001
97-04 RPDR c-o	0,011	0,001***	-7,23	0,000	0,011	0,000***	0,000
97-04 MAPDR	0,011	0,013	0,18	0,858	0,011	0,006***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,007	3,14	0,002	0,000	0,007***	0,001
97-04 DY		0,011				0,001	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.43. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

3 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,367***	-5,85	0,000	1,000	0,583***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,313***	-8,37	0,000	1,000	0,200***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,312***	-7,44	0,000	1,000	0,437***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,019	0,008***	-6,02	0,000	0,019	0,012***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,019	0,006***	-8,73	0,000	0,019	0,004***	0,000
97-04 MAPDR	0,019	0,009	-1,56	0,121	0,019	0,009***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,012***	5,92	0,000	0,000	0,008***	0,000
97-04 DY		0,019				0,019***	

4 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,494***	-8,91	0,000	1,000	0,556***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,435***	-12,29	0,000	1,000	0,375***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,447***	-10,40	0,000	1,000	0,560***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,031	0,015***	-9,34	0,000	0,030	0,017***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,031	0,014***	-12,11	0,000	0,030	0,012***	0,000
97-04 MAPDR	0,031	0,016***	-4,33	0,000	0,030	0,016***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,016***	9,26	0,000	0,000	0,014***	0,000
97-04 DY		0,031				0,030	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.43. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

5 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,553***	-11,47	0,000	1,000	0,571***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,485***	-14,89	0,000	1,000	0,500***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,536***	-11,85	0,000	1,000	0,571***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,090	0,041***	-18,36	0,000	0,058	0,038***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,090	0,039***	-14,41	0,000	0,058	0,032***	0,000
97-04 MAPDR	0,090	0,043***	-11,91	0,000	0,058	0,038***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,048***	6,09	0,000	0,000	0,026***	0,000
97-04 DY		0,090				0,058	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.44. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

1 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,265**	-2,13	0,019	1,000	0,873	0,742
97-04 RPR c-o	1,000	-0,511**	-2,34	0,022	1,000	0,000***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,235**	-2,31	0,020	1,000	0,802	0,383
97-04 RPD c-c	0,005	0,001*	-1,68	0,093	0,006	0,005	0,520
97-04 RPD c-o	0,005	-0,003***	-4,31	0,000	0,006	0,000***	0,000
97-04 MAPD	0,005	0,025	0,67	0,506	0,006	0,004	0,252
97-04 RAW R	0,000	0,004*	1,72	0,087	0,000	0,001	0,581
97-04 DY		0,005				0,006	

2 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,407***	-3,09	0,002	1,000	0,400***	0,001
97-04 RPR c-o	1,000	-0,093***	-7,27	0,000	1,000	0,000***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,435***	-3,21	0,002	1,000	0,557***	0,000
97-04 RPD c-c	0,012	0,016	0,34	0,734	0,012	0,005***	0,002
97-04 RPD c-o	0,012	-0,001***	-7,38	0,000	0,012	0,000***	0,000
97-04 MAPD	0,012	0,016	0,37	0,715	0,012	0,007***	0,000
97-04 RAW R	0,000	0,007***	3,03	0,003	0,000	0,007***	0,002
97-04 DY		0,012				0,012	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.44. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

3 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,311***	-5,85	0,000	1,000	0,500***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,306***	-7,54	0,000	1,000	0,250***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,227***	-7,50	0,000	1,000	0,338***	0,000
97-04 RPD c-c	0,020	0,006***	-6,04	0,000	0,020	0,011***	0,000
97-04 RPD c-o	0,020	0,006***	-7,98	0,000	0,020	0,004***	0,000
97-04 MAPD	0,020	0,008	-1,43	0,155	0,020	0,007***	0,000
97-04 RAW R	0,000	0,013***	5,92	0,000	0,000	0,009***	0,000
97-04 DY		0,020				0,020***	

4 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,487***	-7,98	0,000	1,000	0,507***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,388***	-13,07	0,000	1,000	0,286***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,424***	-9,55	0,000	1,000	0,522***	0,000
97-04 RPD c-c	0,030	0,015***	-8,26	0,000	0,030	0,015***	0,000
97-04 RPD c-o	0,030	0,012***	-12,93	0,000	0,030	0,009***	0,000
97-04 MAPD	0,030	0,013***	-9,72	0,000	0,030	0,015***	0,000
97-04 RAW R	0,000	0,016***	8,22	0,000	0,000	0,015***	0,000
97-04 DY		0,030				0,030	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.44. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

5 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,535***	-10,35	0,000	1,000	0,571***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,465***	-13,18	0,000	1,000	0,500***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,519***	-10,54	0,000	1,000	0,606***	0,000
97-04 RPD c-c	0,065	0,034***	-12,96	0,000	0,055	0,036***	0,000
97-04 RPD c-o	0,065	0,029***	-17,81	0,000	0,055	0,026***	0,000
97-04 MAPD	0,065	0,033***	-14,72	0,000	0,055	0,034***	0,000
97-04 RAW R	0,000	0,031***	10,21	0,000	0,000	0,025***	0,000
97-04 DY		0,065***				0,055***	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.45. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

1 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	-0,880	-1,05	0,304	1,000	0,000	0,233
97-04 RPR c-o	1,000	-0,320	-0,74	0,466	1,000	0,420	0,166
97-04 MARP	1,000	-0,590	-0,86	0,394	1,000	0,050	0,225
97-04 RPDR c-c	0,006	0,000	-1,12	0,271	0,006	0,000	0,294
97-04 RPDR c-o	0,006	0,002	-1,12	0,272	0,006	0,002	0,411
97-04 MAPDR	0,006	0,003	-0,76	0,454	0,006	0,002	0,497
97-04 ARR	0,000	0,006	1,16	0,254	0,000	0,005	0,187
97-04 DY		0,006				0,006	

2 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	1,365	1,20	0,242	1,000	1,188	0,344
97-04 RPR c-o	1,000	0,505*	-1,73	0,095	1,000	0,330**	0,027
97-04 MARP	1,000	1,160	0,67	0,509	1,000	1,174	0,484
97-04 RPDR c-c	0,019	0,025	1,20	0,240	0,018	0,024	0,294
97-04 RPDR c-o	0,019	0,010	-1,63	0,114	0,018	0,007*	0,063
97-04 MAPDR	0,019	0,022	0,85	0,400	0,018	0,024	0,411
97-04 ARR	0,000	-0,007	-1,21	0,238	0,000	-0,004	0,276
97-04 DY		0,019				0,018	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.45. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

3 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,810	-1,34	0,189	1,000	0,880	0,327
97-04 RPR c-o	1,000	0,561***	-2,92	0,007	1,000	0,532***	0,009
97-04 MARP	1,000	0,705**	-2,32	0,028	1,000	0,735**	0,022
97-04 RPDR c-c	0,032	0,025	-1,55	0,131	0,032	0,027	0,399
97-04 RPDR c-o	0,032	0,017***	-3,12	0,004	0,032	0,019***	0,003
97-04 MAPDR	0,032	0,082	1,11	0,276	0,032	0,020*	0,056
97-04 ARR	0,000	0,007	1,47	0,152	0,000	0,004	0,345
97-04 DY		0,032				0,032	

4 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
97-04 RPR c-c	1,000	0,654***	-2,86	0,008	1,000	0,810**	0,016
97-04 RPR c-o	1,000	0,621***	-4,58	0,000	1,000	0,717***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,706***	-2,94	0,007	1,000	0,732**	0,011
97-04 RPDR c-c	0,060	0,038***	-2,96	0,006	0,051	0,040*	0,066
97-04 RPDR c-o	0,060	0,036***	-4,19	0,000	0,051	0,040***	0,009
97-04 MAPDR	0,060	0,042***	-2,88	0,008	0,051	0,041*	0,088
97-04 ARR	0,000	0,022***	2,94	0,006	0,000	0,009**	0,017
97-04 DY		0,060				0,051	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.45. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

5 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
97-04 RPR c-c	1,000	0,493***	-5,05	0,000	1,000	0,392***	0,000
97-04 RPR c-o	1,000	0,425***	-5,97	0,000	1,000	0,284***	0,000
97-04 MARP	1,000	0,487***	-5,75	0,000	1,000	0,407***	0,000
97-04 RPDR c-c	0,327	0,096***	-15,69	0,000	0,179	0,093***	0,000
97-04 RPDR c-o	0,327	0,110***	-7,52	0,000	0,179	0,066***	0,001
97-04 MAPDR	0,327	0,093***	-17,74	0,000	0,179	0,098***	0,000
97-04 ARR	0,000	0,230***	3,08	0,005	0,000	0,124***	0,000
97-04 DY		0,327				0,179	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.46. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

DY	TRANS.	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 -1 %)	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	-0,404	-0,67	2,560	0,95	-3,455	-1,29	0,604	0,32	-0,251	-0,13
Q1	Q2	0,341	0,56	3,872	1,42	-1,210	-0,45	1,013	0,53	3,085	1,61
Q1	Q3	0,228	0,37	-0,412	-0,15	-0,115	-0,04	-0,146	-0,07	-0,562	-0,29
Q1	Q4	0,073	0,16	1,120	0,55	0,208	0,10	0,306	0,21	-0,432	-0,30
Q1	Q5 HIGH	0,625	1,52	0,720	0,39	0,696	0,38	1,004	0,77	0,241	0,18
Q2	Q1 LOW	0,514	1,31	3,568**	2,04	0,224	0,13	1,069	0,86	0,073	0,06
Q2	Q2	0,693	1,54	0,703	0,35	-1,193	-0,59	1,304	0,92	0,192	0,14
Q2	Q3	0,765*	1,86	0,928	0,50	-2,687	-1,46	0,810	0,62	-1,091	-0,84
Q2	Q4	0,717*	1,69	2,992	1,58	1,398	0,74	2,535*	1,89	1,689	1,26
Q2	Q5 HIGH	1,092**	2,42	-1,494	-0,74	5,020**	2,49	-1,952	-1,37	2,595*	1,82
Q3	Q1 LOW	0,824***	2,71	1,698	1,25	-0,454	-0,33	1,037	1,08	-0,023	-0,02
Q3	Q2	0,110	0,31	1,853	1,18	2,082	1,33	1,126	1,01	0,879	0,79
Q3	Q3	1,609***	4,37	1,119	0,68	-2,601	-1,58	1,328	1,14	-2,125*	-1,82
Q3	Q4	1,479***	3,28	-1,928	-0,96	4,037**	2,00	-1,788	-1,26	1,784	1,25
Q3	Q5 HIGH	2,150***	5,70	0,470	0,28	3,502**	2,07	-0,180	-0,15	1,626	1,36
Q4	Q1 LOW	0,864***	3,11	3,316***	2,67	-0,467	-0,38	2,402***	2,74	-0,634	-0,72
Q4	Q2	1,973***	5,96	1,834	1,24	-0,571	-0,39	1,857*	1,77	-1,254	-1,20
Q4	Q3	1,958***	6,18	1,949	1,38	0,011	0,01	2,285**	2,28	0,678	0,68
Q4	Q4	1,628***	4,56	0,220	0,14	2,511	1,57	0,062	0,05	0,172	0,15
Q4	Q5 HIGH	1,780***	4,47	1,877	1,05	2,496	1,40	2,875**	2,28	0,802	0,64
HIGH Q5	Q1 LOW	5,764***	20,55	1,569	1,25	-2,617**	-2,09	1,794**	2,02	-3,078***	-3,47
Q5	Q2	4,386***	12,92	3,060**	2,02	-3,339**	-2,20	2,409**	2,24	-3,197***	-2,98
Q5	Q3	4,559***	12,10	3,316**	1,97	-0,467	-0,28	2,402**	2,02	-0,634	-0,53
Q5	Q4	4,145***	12,62	5,122***	3,49	2,569*	1,75	3,439***	3,31	0,085	0,08
Q5	Q5 HIGH	11,450***	30,79	5,158***	3,64	2,208	1,33	3,744***	3,48	-1,237	-1,05

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.46. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

DY	TRANS.	CAR (-5 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	0,897	0,67	-0,090	-0,07	-0,437	-0,42	-0,094	-0,11
Q1	Q2	0,251	0,18	0,789	0,58	0,099	0,09	0,207	0,24
Q1	Q3	0,439	0,32	-0,915	-0,66	0,285	0,27	0,306	0,35
Q1	Q4	-0,541	-0,53	0,490	0,48	-0,386	-0,49	0,079	0,12
Q1	Q5 HIGH	0,026	0,03	-0,742	-0,80	-0,087	-0,12	0,368	0,63
Q2	Q1 LOW	0,714	0,81	-0,812	-0,93	0,644	0,95	0,869	1,57
Q2	Q2	1,298	1,29	-0,664	-0,66	0,870	1,12	0,930	1,46
Q2	Q3	0,493	0,53	-0,960	-1,04	0,518	0,72	0,863	1,48
Q2	Q4	0,254	0,27	0,858	0,91	0,358	0,49	0,148	0,25
Q2	Q5 HIGH	-1,264	-1,25	0,409	0,41	0,876	1,12	1,005	1,58
Q3	Q1 LOW	0,490	0,72	-0,951	-1,40	1,326**	2,52	1,174***	2,73
Q3	Q2	1,623**	2,07	-0,615	-0,78	-0,565	-0,93	0,038	0,08
Q3	Q3	-0,093	-0,11	-2,161***	-2,62	0,801	1,26	1,512***	2,90
Q3	Q4	-1,630	-1,62	1,139	1,13	1,662**	2,13	1,218*	1,91
Q3	Q5 HIGH	-1,332	-1,58	0,762	0,90	2,534***	3,88	2,377***	4,45
Q4	Q1 LOW	1,522**	2,45	-0,762	-1,23	1,662***	3,46	1,205***	3,07
Q4	Q2	1,345*	1,82	-1,273*	-1,72	1,389***	2,42	2,129***	4,55
Q4	Q3	0,212	0,30	-0,214	-0,30	2,403***	4,38	2,280***	5,09
Q4	Q4	0,549	0,69	0,197	0,25	2,126***	3,44	1,888***	3,74
Q4	Q5 HIGH	1,128	1,27	-0,625	-0,70	1,362**	1,97	1,862***	3,30
Q5	Q1 LOW	0,880	1,40	-2,056***	-3,28	6,236***	12,83	6,605***	16,65
Q5	Q2	1,327*	1,75	-2,814***	-3,71	4,136***	7,03	5,064***	10,55
Q5	Q3	1,522*	1,81	-0,762	-0,90	1,662***	2,55	1,205**	2,26
Q5	Q4	2,989***	4,07	-1,236*	-1,68	3,943***	6,93	4,694***	10,11
Q5	Q5 HIGH	3,168***	3,80	-0,128	-0,15	11,157***	17,32	11,648***	22,15

DY = Μερισματική απόδοση, TRANS = Κόστος συναλλαγών ίσο με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$),
ARs = Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής, CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.47. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

DY	TRANS.	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	-0,302	-0,53	0,099	0,04	-3,911	-1,53	0,131	0,07	-0,216	-0,12
Q1	Q2	-0,122	-0,24	2,542	1,10	0,208	0,09	0,179	0,11	1,871	1,15
Q1	Q3	0,618	1,24	0,732	0,33	-1,853	-0,83	0,687	0,44	-1,187	-0,75
Q1	Q4	0,451	0,96	1,980	0,95	-4,310**	-2,06	1,356	0,92	-1,682	-1,14
Q1	Q5 HIGH	1,178**	2,54	-0,644	-0,31	5,971***	2,88	-0,802	-0,55	2,520*	1,72
Q2	Q1 LOW	0,677*	1,82	4,422***	2,66	2,931*	1,76	0,351	0,30	2,270*	1,93
Q2	Q2	0,657	1,47	0,934	0,47	-1,938	-0,97	1,446	1,02	-0,642	-0,45
Q2	Q3	0,371	0,74	0,780	0,35	-0,638	-0,28	1,428	0,90	0,682	0,43
Q2	Q4	1,033**	2,32	2,080	1,04	2,450	1,23	2,089	1,48	1,647	1,17
Q2	Q5 HIGH	0,956*	1,92	-1,349	-0,61	3,023	1,36	-2,945*	-1,87	2,734*	1,74
Q3	Q1 LOW	1,186***	2,85	-0,098	-0,05	-0,573	-0,31	-0,709	-0,54	-0,776	-0,59
Q3	Q2	0,308	0,97	2,608*	1,83	2,952**	2,07	2,011**	2,00	1,836*	1,83
Q3	Q3	2,053***	5,08	1,059	0,59	-2,893	-1,60	1,349	1,06	-0,712	-0,56
Q3	Q4	1,321**	2,56	-2,841	-1,23	4,899**	2,12	-2,495	-1,53	1,312	0,80
Q3	Q5 HIGH	2,688***	6,70	0,969	0,54	4,410**	2,46	0,599	0,47	1,594	1,26
Q4	Q1 LOW	1,160***	3,28	-0,224	-0,14	-0,842	-0,53	0,085	0,08	-0,517	-0,46
Q4	Q2	1,564***	4,47	1,586	1,01	-0,637	-0,41	2,243**	2,02	-1,077	-0,97
Q4	Q3	2,181***	6,66	3,314**	2,26	1,661	1,13	1,497	1,44	0,867	0,84
Q4	Q4	1,270***	3,26	2,771	1,59	1,349	0,78	2,179*	1,77	0,163	0,13
Q4	Q5 HIGH	2,229***	5,12	-0,559	-0,29	3,817*	1,96	1,940	1,41	1,251	0,91
Q5	Q1 LOW	2,970***	10,64	1,508	1,21	-2,382*	-1,91	0,725	0,82	-2,818***	-3,19
Q5	Q2	2,749***	8,05	2,804*	1,84	-2,429	-1,59	2,178**	2,02	-3,224***	-2,99
Q5	Q3	3,568***	9,86	0,143	0,09	0,973	0,60	0,835	0,73	-1,532	-1,34
Q5	Q4	3,449***	9,96	6,466***	4,17	1,236	0,80	4,543***	4,15	-0,599	-0,55
HIGH Q5	Q5 HIGH	-3,491***	-8,52	3,371**	2,03	-4,032**	-2,20	2,970	2,29	-3,938***	-3,04

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.47. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004 (συνέχεια)

DY	TRANS.	CAR (-5 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	0,107	0,08	-0,896	-0,70	-0,016	-0,02	0,233	0,29
Q1	Q2	-0,301	-0,26	0,446	0,39	-0,196	-0,22	-0,242	-0,33
Q1	Q3	1,207	1,08	-0,563	-0,51	0,890	1,03	1,022	1,45
Q1	Q4	0,001	0,00	-0,497	-0,47	0,350	0,43	0,526	0,79
Q1	Q5 HIGH	-0,436	-0,42	0,594	0,57	0,194	0,24	0,990	1,51
Q2	Q1 LOW	0,930	1,12	0,496	0,60	1,518**	2,36	1,112**	2,12
Q2	Q2	1,150	1,15	-1,599	-1,60	0,486	0,63	0,824	1,30
Q2	Q3	1,035	0,92	1,060	0,94	0,737	0,84	0,628	0,88
Q2	Q4	0,246	0,25	0,379	0,38	0,668	0,86	0,672	1,07
Q2	Q5 HIGH	-1,836*	-1,65	0,362	0,33	0,694	0,81	0,728	1,03
Q3	Q1 LOW	-0,250	-0,27	-1,250	-1,34	1,382*	1,91	1,401**	2,38
Q3	Q2	1,783**	2,51	-0,309	-0,43	-0,222	-0,40	0,391	0,87
Q3	Q3	0,319	0,35	-1,298	-1,44	1,973***	2,82	2,050***	3,59
Q3	Q4	-2,358**	-2,04	0,554	0,48	1,056	1,18	0,992	1,36
Q3	Q5 HIGH	-0,392	-0,44	0,639	0,71	3,056***	4,40	2,933***	5,17
Q4	Q1 LOW	0,345	0,44	-0,686	-0,87	1,722***	2,81	1,433***	2,87
Q4	Q2	0,008	0,01	-1,482*	-1,89	1,075*	1,77	1,534***	3,10
Q4	Q3	0,019	0,03	0,834	1,14	2,803***	4,94	2,173***	4,69
Q4	Q4	0,961	1,10	-0,371	-0,43	2,016***	2,99	2,154***	3,91
Q4	Q5 HIGH	0,663	0,68	-0,062	-0,06	1,962***	2,60	2,276***	3,70
Q5	Q1 LOW	0,110	0,18	-1,881***	-3,01	3,336***	6,90	3,626***	9,18
Q5	Q2	0,903	1,18	-2,507***	-3,29	2,760***	4,67	3,786***	7,84
Q5	Q3	0,404	0,50	-2,467***	-3,05	3,228***	5,15	3,973***	7,76
Q5	Q4	3,471***	4,48	-1,351*	-1,74	3,288***	5,48	3,960***	8,08
Q5	Q5 HIGH	3,632***	3,97	-1,860**	-2,03	3,352***	4,72	4,033***	-1,44

DY = Μερισματική απόδοση, TRANS = Κόστος συναλλαγών ίσο με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$), ARs = Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής, CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, * Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.48. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

DY	TS	AVs σε ΕΥΡΩ	t-Statistic	AVS %	NV
LOW Q1	Q1 LOW	16.450,82	1,57	25,06	65.642,12
Q1	Q2	54.468,22	1,15	19,24	283.107,30
Q1	Q3	-78.884,13*	-1,90	-13,18	598.739,99
Q1	Q4	523.732,90**	2,46	44,68	1.172.055,56
Q1	Q5 HIGH	-199.717,51	-1,11	-6,50	3.070.510,43
Q2	Q1 LOW	20.123,39	1,23	69,39	29.000,69
Q2	Q2	-20.351,95**	-2,04	-16,78	121.309,545
Q2	Q3	-33.904,97	-1,53	-11,42	296.858,46
Q2	Q4	-256.112,66***	-7,12	-32,58	785.986,58
Q2	Q5 HIGH	670.109,25	1,15	16,60	4.036.395,60
Q3	Q1 LOW	-4.887,38***	-3,05	-22,62	21.605,40
Q3	Q2	38.028,78	1,10	50,57	75.198,53
Q3	Q3	-14.322,55	-1,00	-8,18	175.097,67
Q3	Q4	-87.194,88***	-3,32	-20,58	423.725,38
Q3	Q5 HIGH	1.550.916,23**	2,26	50,32	3.082.310,87
Q4	Q1 LOW	39.714,34*	1,68	270,45	14.684,80
Q4	Q2	15.705,70	1,32	24,12	65.125,50
Q4	Q3	-14.912,97	-0,99	-9,69	153.972,99
Q4	Q4	-12.344,38	-0,43	-3,39	364.214,30
Q4	Q5 HIGH	496.602,08	1,48	15,93	3.117.219,96
HIGH Q5	Q1 LOW	1.196,67	0,69	12,57	9.518,93
Q5	Q2	14.266,90*	1,71	36,67	38.902,14
Q5	Q3	16.704,74*	1,77	17,50	95.441,97
Q5	Q4	66.050,59**	2,44	28,67	230.381,56
Q5	Q5 HIGH	1.146.575,13***	2,90	61,68	1.858.886,59

DY = Μερισματική απόδοση, TS = Μέγεθος συναλλαγών, AVs = Μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής (-3, -2, -1), NV = Κανονικός όγκος συναλλαγών περιόδου (-120, -21 και +21, +121), * Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.49. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1997-2004

DY	TS	AVs σε ΕΥΡΩ	t-Statistic	AVS %	NV
LOW Q1	Q1 LOW	17.450,17	1,53	32,11	54.348,06
Q1	Q2	60.051,96	1,11	24,53	244.838,84
Q1	Q3	-60.368,91	-1,38	-11,13	542.322,56
Q1	Q4	512.843,39**	2,12	44,07	1.163.828
Q1	Q5 HIGH	378.370,0734	0,59	11,33	3.339.542,26
Q2	Q1 LOW	20.064,73	1,04	81,28	24.687,41
Q2	Q2	-14.139,73	-1,37	-13,11	107.860,71
Q2	Q3	-19.512,99	-0,78	-7,33	266.308,04
Q2	Q4	-190.025,03***	-4,98	-27,41	693.368,80
Q2	Q5 HIGH	-22.630,58	-0,09	-0,89	2.549.989,92
Q3	Q1 LOW	-6.546,24***	-4,79	-34,33	19.070,11
Q3	Q2	50.202,35	1,23	76,06	66.006,54
Q3	Q3	-5.435,97	-0,39	-3,49	155.803,30
Q3	Q4	-78.168,97***	-2,69	-20,64	378.716,41
Q3	Q5 HIGH	93.998,01	0,53	5,78	1.625.940,39
Q4	Q1 LOW	6.897,93**	2,28	52,46	13.148,54
Q4	Q2	20.998,39	1,56	37,07	56.644,71
Q4	Q3	-10.771,04	-0,68	-8,41	128.121,203
Q4	Q4	-12.972,62	-0,45	-4,04	321.448,19
Q4	Q5 HIGH	441.441,47*	1,70	15,64	2.822.416,31
HIGH Q5	Q1 LOW	-1.345,55*	-1,65	-17,14	7.848,96
Q5	Q2	11.167,75	1,19	35,19	31.731,39
Q5	Q3	15.433,41*	1,75	17,96	85.920,25
Q5	Q4	39.250,40**	2,39	20,80	188.695,19
Q5	Q5 HIGH	697.814,83**	2,38	48,29	1.444.926,01

DY = Μερισματική απόδοση, TS = Μέγεθος συναλλαγών, AVs = Μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής (-3, -2, -1), NV = Κανονικός όγκος συναλλαγών περιόδου (-120, -21 και +21, +121), * Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.50. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=256

ΛΟΓΟΣ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,877	-0,49	0,622	1,000	0,500***	0,005
00-04 RPR c-o	1,000	0,146***	-3,69	0,000	1,000	0,250***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,580*	-1,85	0,066	1,000	0,352***	0,000
00-04 RPD c-c	0,017	0,009***	-3,44	0,001	0,014	0,006***	0,021
00-04 RPD c-o	0,017	0,008***	-5,28	0,000	0,014	0,004***	0,000
00-04 MAPD	0,017	0,016	0,66	0,512	0,014	0,006***	0,000
00-04 RAW R	0,000	0,008***	3,38	0,001	0,000	0,007***	0,000
00-04 DY		0,017				0,014	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
Ν = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.51. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=1093

ΛΟΓΟΣ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,744	-1,53	0,126	1,000	0,667***	0,000
00-04 RPR c-o	1,000	0,516***	-3,57	0,000	1,000	0,351***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,499***	-3,48	0,001	1,000	0,560***	0,000
00-04 RPD c-c	0,023	0,017***	-2,20	0,028	0,018	0,014***	0,000
00-04 RPD c-o	0,023	0,012***	-12,83	0,000	0,018	0,006***	0,000
00-04 MAPD	0,023	0,022	-0,12	0,906	0,018	0,012***	0,000
00-04 RAW R	0,000	0,009***	7,88	0,000	0,000	0,007***	0,000
00-04 DY		0,023				0,018	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
Ν = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.52. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-c ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 RPR c-c	51	1	1,852*	1,93	0,358	1	0,933	0,589
2001 RPR c-c	51	1	0,904	-0,25	0,807	1	0,909	0,660
2002 RPR c-c	57	1	0,666	-0,85	0,397	1	0,429**	0,014
2003 RPR c-c	42	1	0,959	-0,06	0,952	1	0,000	0,220
2004 RPR c-c	55	1	0,102***	-3,70	0,001	1	0,400***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.53. Ο ΛΟΓΟΣ RPR c-o ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 RPR c-o	51	1,000	1,163	-0,52	0,515	1,000	0,083**	0,034
2001 RPR c-o	51	1,000	0,676	-0,69	0,495	1,000	0,000***	0,007
2002 RPR c-o	57	1,000	0,652	-1,11	0,273	1,000	0,353***	0,005
2003 RPR c-o	42	1,000	0,011**	-2,06	0,046	1,000	0,000***	0,003
2004 RPR c-o	55	1,000	0,489**	-1,88	0,066	1,000	0,571***	0,008

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.54. Ο ΛΟΓΟΣ MARP ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MARP	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 MARP	51	1,000	1,556*	1,78	0,061	1,000	0,856	0,623
2001 MARP	51	1,000	0,518	-1,52	0,140	1,000	0,207***	0,001
2002 MARP	57	1,000	0,339	-1,39	0,171	1,000	0,254***	0,001
2003 MARP	42	1,000	0,127*	1,72	0,085	1,000	0,594	0,299
2004 MARP	55	1,000	0,062***	-3,70	0,001	1,000	0,294***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.55. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-c ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPD c-c	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 RPDR c-c	51	0,007	0,014***	-11,45	0,000	0,007	0,008	0,356
2001 RPDR c-c	51	0,017	0,015	-0,37	0,716	0,015	0,014	0,922
2002 RPDR c-c	57	0,018	0,005***	-3,84	0,000	0,014	0,005***	0,006
2003 RPDR c-c	42	0,019	0,005*	-1,91	0,063	0,015	0,000*	0,096
2004 RPDR c-c	55	0,023	0,007***	-3,38	0,001	0,019	0,006**	0,024

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.56. Ο ΛΟΓΟΣ RPDR c-o ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ RPDR c-o	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 RPDR c-o	51	0,007	0,011***	-2,90	0,002	0,007	0,001*	0,092
2001 RPDR c-o	51	0,017	0,010*	-1,80	0,078	0,015	0,000*	0,071
2002 RPDR c-o	57	0,018	0,008***	-3,41	0,001	0,014	0,007**	0,012
2003 RPDR c-o	42	0,019	0,007***	-2,58	0,014	0,015	0,000**	0,010
2004 RPDR c-o	55	0,023	0,014**	-2,18	0,034	0,019	0,013*	0,058

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.57. Ο ΛΟΓΟΣ MAPDR ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΛΟΓΟΣ MAPDR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 MAPDR	51	0,007	0,012***	-15,5	0,000	0,007	0,009	0,428
2001 MAPDR	51	0,017	0,003**	-2,69	0,010	0,015	0,004**	0,012
2002 MAPDR	57	0,018	0,005***	-4,16	0,000	0,014	0,004***	0,001
2003 MAPDR	42	0,019	0,005***	-3,94	0,000	0,015	0,009***	0,006
2004 MAPDR	55	0,023	0,007***	-3,69	0,001	0,019	0,007**	0,009

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.58. ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ (ARR) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ARR	N	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
2000 RAW R	51	0,000	-0,006	-1,23	0,224	0,000	0,000	0,451
2001 RAW R	51	0,000	0,002	0,37	0,713	0,000	0,002	0,718
2002 RAW R	57	0,000	0,013***	3,60	0,001	0,000	0,008***	0,000
2003 RAW R	42	0,000	0,014*	1,84	0,072	0,000	0,016**	0,025
2004 RAW R	55	0,000	0,016***	3,73	0,000	0,000	0,009***	0,001

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01
N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.59. ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (DY) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΑ ΕΤΗ 2000 ΕΩΣ 2004

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	N	ΜΕΣΟΣ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ
2000 DY	51	0,007	0,007
2001 DY	51	0,017	0,015
2002 DY	57	0,018	0,014
2003 DY	42	0,019	0,015
2004 DY	55	0,023	0,019

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.60. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=256	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,205	0,94	0,123	0,64	-0,077	-0,35
-19	0,248	1,14	0,172	0,89	0,102	0,46
-18	-0,340	-1,56	-0,490***	-3,13	-0,723***	-4,02
-17	-0,165	-0,76	-0,176	-0,96	-0,274	-1,35
-16	0,148	0,68	0,121	0,61	-0,035	-0,16
-15	0,094	0,43	-0,098	-0,50	-0,345	-1,56
-14	-0,174	-0,80	-0,313*	-1,68	-0,558**	-2,56
-13	0,148	0,68	0,019	0,10	-0,180	-0,83
-12	0,156	0,72	0,049	0,27	0,007	0,03
-11	0,217	1,00	0,114	0,61	0,034	0,16
-10	-0,110	-0,50	-0,178	-1,06	-0,357*	-1,79
-9	0,035	0,16	-0,090	-0,49	-0,217	-1,02
-8	0,267	1,22	0,211	1,19	0,033	0,17
-7	-0,138	-0,63	-0,188	-0,95	-0,322	-1,44
-6	-0,154	-0,71	-0,219	-1,16	-0,340	-1,52
-5	0,208	0,95	0,141	0,79	0,068	0,32
-4	0,189	0,87	0,109	0,58	0,024	0,11
-3	0,181	0,83	0,132	0,72	0,182	0,85
-2	0,397*	1,82	0,382**	2,18	0,288	1,41
-1	0,456**	2,09	0,343**	2,19	0,371**	2,01
0	0,968***	4,44	0,889***	4,48	0,738***	3,24
1	-0,118	-0,54	-0,199	-1,21	-0,131	-0,67
2	-0,155	-0,71	-0,278*	-1,76	-0,223	-1,20
3	0,111	0,51	-0,012	-0,07	-0,030	-0,15
4	0,147	0,67	0,112	0,62	0,140	0,66
5	-0,193	-0,89	-0,280	-1,61	-0,282	-1,40
6	-0,186	-0,85	-0,312*	-1,73	-0,221	-1,05
7	0,104	0,48	-0,066	-0,39	-0,121	-0,63
8	0,371*	1,70	0,359**	2,12	0,559***	2,77
9	0,188	0,86	0,050	0,28	-0,030	-0,14
10	0,164	0,75	0,110	0,58	0,009	0,04
11	-0,254	-1,16	-0,253	-1,43	-0,102	-0,50
12	0,159	0,73	0,024	0,13	0,000	0,00
13	-0,396*	-1,82	-0,400**	-2,32	-0,307	-1,56
14	-0,028	-0,13	-0,083	-0,52	-0,002	-0,01
15	0,010	0,05	-0,169	-1,10	-0,290	-1,51
16	0,070	0,32	-0,142	-0,69	-0,259	-1,07
17	-0,094	-0,43	-0,255	-1,44	-0,533**	-2,49
18	-0,192	-0,88	-0,330	-1,59	-0,257	-1,13
19	0,043	0,20	-0,158	-0,85	-0,526***	-2,50
20	-0,209	-0,96	-0,355*	-1,95	-0,522**	-2,38

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.61. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=1093	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,099	0,72	0,114	1,31	0,083	0,82
-19	0,160	1,16	0,112	1,35	0,029	0,30
-18	-0,196	-1,43	-0,201***	-2,67	-0,285***	-3,23
-17	-0,148	-1,08	-0,141*	-1,80	-0,108	-1,20
-16	0,036	0,26	0,062	0,72	0,082	0,84
-15	-0,003	-0,02	-0,018	-0,21	-0,188**	-1,97
-14	-0,039	-0,28	-0,127	-1,61	-0,248***	-2,77
-13	0,140	1,02	0,125	1,52	-0,004	-0,04
-12	-0,023	-0,17	-0,058	-0,73	-0,111	-1,19
-11	0,085	0,62	0,028	0,36	-0,079	-0,88
-10	0,141	1,03	0,055	0,71	-0,158*	-1,70
-9	0,189	1,37	0,130	1,63	-0,037	-0,41
-8	0,001	0,01	-0,109	-1,41	-0,383***	-4,31
-7	0,027	0,20	-0,088	-1,07	-0,377***	-4,04
-6	0,012	0,09	-0,115	-1,43	-0,398***	-4,28
-5	-0,073	-0,53	-0,154*	-1,75	-0,438***	-4,22
-4	-0,031	-0,22	-0,026	-0,30	-0,141	-1,40
-3	0,056	0,40	0,012	0,14	-0,029	-0,29
-2	0,014	0,10	0,005	0,06	-0,070	-0,75
-1	0,098	0,71	0,023	0,29	-0,088	-0,98
0	1,246***	9,06	1,106***	10,16	0,877***	7,46
1	-0,204	-1,48	-0,248***	-2,94	-0,437***	-4,48
2	-0,085	-0,62	-0,135*	-1,70	-0,240***	-2,59
3	-0,194	-1,41	-0,212***	-2,69	-0,198**	-2,16
4	0,041	0,30	0,040	0,50	-0,036	-0,37
5	-0,001	0,00	-0,040	-0,51	-0,219**	-2,32
6	0,079	0,57	0,008	0,10	-0,152*	-1,69
7	0,305**	2,22	0,244***	2,95	0,082	0,88
8	0,117	0,85	0,077	0,95	0,050	0,54
9	0,144	1,05	0,173**	2,19	0,085	0,91
10	-0,085	-0,62	-0,056	-0,67	-0,176*	-1,74
11	-0,146	-1,06	-0,173**	-2,21	-0,113	-1,17
12	-0,172	-1,25	-0,177**	-2,16	-0,055	-0,56
13	-0,092	-0,67	-0,069	-0,84	0,186*	1,89
14	0,129	0,94	0,092	1,12	0,007	0,07
15	0,051	0,37	-0,051	-0,67	-0,115	-1,23
16	-0,066	-0,48	-0,143*	-1,70	-0,120	-1,23
17	0,134	0,97	0,042	0,51	-0,086	-0,88
18	-0,118	-0,86	-0,096	-1,09	0,135	1,34
19	0,086	0,62	-0,016	-0,19	0,000	0,00
20	0,002	0,01	0,001	0,01	0,130	1,30

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,0

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.62. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -1)	1,872*	1,92	0,166	0,14	-2,321*	-1,77
CAR (+1 +20)	-0,459	-0,47	-2,633**	-2,26	-3,130**	-2,39
CAR (-10 -1)	1,333*	1,93	0,644	0,78	-0,270	-0,29
CAR (+1 +10)	0,433	0,63	-0,514	-0,62	-0,331	-0,36
CAR (-5 -1)	1,432***	2,94	1,108*	1,90	0,932	1,42
CAR (+1 +5)	-0,208	-0,43	-0,656	-1,13	-0,527	-0,80
CAR (-1 +1)	1,306***	3,46	1,034**	2,29	0,977*	1,93

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.63. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -1)	0,546	0,89	-0,372	-0,40	-2,946***	-2,99
CAR (+1 +20)	-0,074	-0,12	-0,738	-0,79	-1,272	-1,29
CAR (-10 -1)	0,434	1,00	-0,268	-0,40	-2,118***	-3,04
CAR (+1 +10)	0,118	0,27	-0,149	-0,22	-1,240*	-1,78
CAR (-5 -1)	0,064	0,21	-0,140	-0,30	-0,766	-1,55
CAR (+1 +5)	-0,442	-1,44	-0,595	-1,27	-1,130**	-2,29
CAR (-1 +1)	1,139***	4,78	0,881**	2,42	0,352	0,92

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.64. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	7.619,08	0,17	2,24
-19	-37.744,06	-0,90	-11,12
-18	75.865,07	0,48	22,34
-17	-35.121,99	-1,22	-10,34
-16	-55.448,91*	-1,83	-16,33
-15	-53.842,31	-1,48	-15,86
-14	-50.728,98	-1,06	-14,94
-13	43.009,40	0,32	12,67
-12	22.068,10	0,26	6,50
-11	24.018,25	0,33	7,07
-10	-57.647,38	-1,04	-16,98
-9	-20.442,25	-0,25	-6,02
-8	63.295,13	0,46	18,64
-7	-14.338,72	-0,23	-4,22
-6	-82.808,49***	-2,73	-24,39
-5	-102.387,85***	-4,12	-30,16
-4	-14.900,76	-0,30	-4,39
-3	-1.222,86	-0,03	-0,36
-2	-113.797,99***	-4,75	-33,52
-1	24.917,67	0,53	7,34
0	7.242,54	0,08	2,13
1	-40.921,65	-0,52	-12,05
2	-44.133,87	-1,14	-13,00
3	-106.657,82***	-4,06	-31,41
4	-123.786,47***	-4,62	-36,46
5	-36.699,13	-0,76	-10,81
6	-19.419,84	-0,27	-5,72
7	-89.835,17***	-3,36	-26,46
8	-40.303,85	-0,98	-11,87
9	-20.919,06	-0,50	-6,16
10	63.292,02	0,33	18,64
11	-75.441,44***	-2,79	-22,22
12	-63.634,68*	-1,65	-18,74
13	-37.284,93	-0,84	-10,98
14	-55.369,75	-1,30	-16,31
15	-53.589,75	-1,17	-15,78
16	-48.166,69	-1,13	-14,19
17	-23.956,53	-0,49	-7,06
18	-10.665,94	-0,17	-3,14
19	-85.047,19***	-3,07	-25,05
20	-119.870,49***	-5,13	-35,30

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 339.535,6082 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.65α. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	87.725,71**	2,00	13,70
-19	-26.685,37	-0,69	-4,17
-18	385.699,69	1,18	60,24
-17	23.756,49	0,64	3,71
-16	48.552,49	0,93	7,58
-15	40.691,59	0,68	6,36
-14	45.542,13	1,03	7,11
-13	35.347,21	0,64	5,52
-12	-265,04	-0,01	-0,04
-11	11.963,97	0,29	1,87
-10	26.671,61	0,55	4,17
-9	-42.495,33	-1,06	-6,64
-8	74.680,60	1,02	11,66
-7	75.739,67	1,09	11,83
-6	32.512,38	0,39	5,08
-5	-94.189,31***	-2,81	-14,71
-4	15.613,53	0,42	2,44
-3	56.253,26	1,16	8,79
-2	103.073,02	1,40	16,10
-1	131.617,68**	2,25	20,56
0	130.542,08*	1,70	20,39
1	-4.107,26	-0,07	-0,64
2	6.462,33	0,10	1,01
3	-76.330,61	-1,27	-11,92
4	-96.158,73	-1,48	-15,02
5	-60.121,40	-0,91	-9,39
6	-108.761,92**	-2,52	-16,99
7	-154.924,14***	-4,73	-24,20
8	-125.702,49***	-3,14	-19,63
9	-128.156,18***	-4,13	-20,02
10	-59.197,59	-1,05	-9,25
11	-59.443,73	-1,19	-9,28
12	-51.555,86	-1,38	-8,05
13	-108.133,55***	-3,63	-16,89
14	-59.168,38	-1,61	-9,24
15	-152.990,18***	-5,42	-23,89
16	208.824,91	0,62	32,62
17	-81.509,07*	-1,76	-12,73
18	-44.807,22	-0,85	-7,00
19	-70.604,62*	-1,89	-11,03
20	-96.981,93**	-2,24	-15,15

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 522.383,2424 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.65β. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	99.224,42**	2,08	18,99
-19	-3.592,93	-0,09	-0,69
-18	-1.523,18	-0,03	-0,29
-17	30.832,72	0,82	5,90
-16	39.131,26	0,73	7,49
-15	63.047,20	0,94	12,07
-14	26.480,06	0,63	5,07
-13	22.984,40	0,40	4,40
-12	-23.751,30	-0,64	-4,55
-11	2.340,73	0,06	0,45
-10	-19.564,45	-0,55	-3,75
-9	-66.226,64*	-1,82	-12,68
-8	19.499,46	0,33	3,73
-7	14.613,66	0,27	2,80
-6	-61.262,67	-1,59	-11,73
-5	-131.709,21***	-4,91	-25,21
-4	-31.601,74	-0,98	-6,05
-3	21.446,76	0,50	4,11
-2	-4.256,75	-0,10	-0,81
-1	86.962,02	1,44	16,65
0	58.069,17	1,03	11,12
1	-5.120,49	-0,08	-0,98
2	-69.795,47	-1,59	-13,36
3	-135.176,21***	-3,57	-25,88
4	-145.073,25***	-4,87	-27,77
5	-97.441,01***	-2,89	-18,65
6	-105.355,62***	-2,96	-20,17
7	-146.089,08***	-4,45	-27,97
8	-83.459,10*	-1,90	-15,98
9	-107.907,42***	-3,49	-20,66
10	-69.388,45	-1,15	-13,28
11	-124.009,06***	-4,26	-23,74
12	-82.376,91***	-2,68	-15,77
13	-115.277,41***	-3,98	-22,07
14	-73.183,18**	-2,43	-14,01
15	-135.351,60***	-5,24	-25,91
16	293.479,71	0,73	56,18
17	-99.753,30***	-2,84	-19,10
18	-42.835,93	-0,80	-8,20
19	-54.150,77	-1,52	-10,37
20	-70.871,60	-1,57	-13,57

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 522.383,2424 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.65γ. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-100.559,29	-0,70	-5,63
-19	-295.873,82	-1,43	-16,57
-18	4.354.252,41	1,09	243,85
-17	-45.149,23	-0,23	-2,53
-16	289.936,98	0,91	16,24
-15	-8.679,03	-0,04	-0,49
-14	271.293,15	0,94	15,19
-13	84.328,50	0,31	4,72
-12	221.961,64	0,82	12,43
-11	-164.071,04	-1,04	-9,19
-10	481.284,27	1,08	26,95
-9	83.509,41	0,34	4,68
-8	549.882,83	0,94	30,80
-7	888.750,18	1,38	49,77
-6	1.229.329,66	1,31	68,85
-5	82.541,72	0,38	4,62
-4	365.111,21	1,63	20,45
-3	616.302,75	1,59	34,52
-2	1.367.497,56*	1,79	76,59
-1	795.757,88**	2,38	44,57
0	483.213,41	1,59	27,06
1	149.503,11	0,80	8,37
2	990.687,54	1,48	55,48
3	777.521,17	1,26	43,54
4	512.577,03	0,70	28,71
5	437.901,10	0,60	24,52
6	40.832,26	0,11	2,29
7	-160.595,58	-0,83	-8,99
8	-472.091,03***	-3,21	-26,44
9	-349.452,54**	-2,21	-19,57
10	200.847,69	0,70	11,25
11	668.352,90	1,31	37,43
12	361.628,91	1,19	20,25
13	-2.835,57	-0,02	-0,16
14	344.143,15	1,09	19,27
15	-346.724,59*	-1,96	-19,42
16	-276.829,81	-1,60	-15,50
17	27.430,61	0,07	1,54
18	-98.899,90	-0,45	-5,54
19	-22.8708,00	-1,00	-12,81
20	-359.400,20*	-1,73	-20,13

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 522.383,2424 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.66. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	CAV σε ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 -1)	-379.639,84*	-1,71
CAV (+1 +20)	-1.032.412,24***	-4,65
CAV (-10 -1)	-319.333,50**	-2,03
CAV (+1 +10)	-459.384,84***	-2,92
CAV (-5 -1)	-207.391,79*	-1,87
CAV (+1 +5)	-352.198,94***	-3,17
CAV (-1 +1)	-8.761,44	-0,10
CAV (-1 0)	32.160,21	0,46

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.67. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DAYS	CAV σε ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 -1)	1.031.805,99**	2,20
CAV (+1 +20)	-1.323.367,62***	-2,83
CAV (-10 -1)	379.477,11	1,15
CAV (+1 +10)	-806.997,99**	-2,44
CAV (-5 -1)	212.368,18	0,91
CAV (+1 +5)	-230.255,66	-0,98
CAV (-1 +1)	258.052,50	1,42
CAV (-1 0)	262.159,75*	1,77

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.68. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

1 QUINTILE ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	2,053**	2,06	0,094	1,000	0,857	0,571
00-04 RPR c-o	1,000	-1,330**	-2,29	0,027	1,000	0,000**	0,021
00-04 MARP	1,000	1,206	0,22	0,826	1,000	0,352	0,840
00-04 RPD c-c	0,004	0,008	0,95	0,346	0,005	0,005	0,862
00-04 RPD c-o	0,004	-0,004**	-2,11	0,040	0,005	0,000**	0,016
00-04 MAPD	0,004	0,153	1,01	0,315	0,005	0,001	0,951
00-04 RAW R	0,000	-0,004	-0,95	0,348	0,000	0,001	0,697
00-04 DY		0,004				0,005	

2 QUINTILE ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	1,725*	1,86	0,081	1,000	1,000	0,263
00-04 RPR c-o	1,000	0,525	-1,32	0,193	1,000	0,000*	0,084
00-04 MARP	1,000	1,219	0,46	0,647	1,000	1,125	0,818
00-04 RPD c-c	0,009	0,015	1,28	0,206	0,009	0,009	0,309
00-04 RPD c-o	0,009	0,005	-1,24	0,219	0,009	0,000	0,114
00-04 MAPD	0,009	0,011	0,43	0,665	0,009	0,011	0,855
00-04 RAW R	0,000	-0,006	-1,28	0,207	0,000	0,000	0,292
00-04 DY		0,009				0,009	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.68. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

3 QUINTILE ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,094**	-2,16	0,035	1,000	0,000***	0,008
00-04 RPR c-o	1,000	0,551	-1,40	0,167	1,000	0,000**	0,027
00-04 MARP	1,000	0,034**	-2,53	0,015	1,000	0,076***	0,001
00-04 RPD c-c	0,014	0,002*	-1,93	0,059	0,014	0,000**	0,011
00-04 RPD c-o	0,014	0,008	-1,25	0,216	0,014	0,000**	0,023
00-04 MAPD	0,014	0,003**	-2,08	0,043	0,014	0,001***	0,001
00-04 RAW R	0,000	0,012*	1,95	0,057	0,000	0,015**	0,011
00-04 DY		0,014				0,014	

4 QUINTILE ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,101***	-3,80	0,000	1,000	0,000***	0,001
00-04 RPR c-o	1,000	0,448***	-2,93	0,005	1,000	0,083***	0,002
00-04 MARP	1,000	-0,038***	-5,47	0,000	1,000	0,082***	0,000
00-04 RPD c-c	0,021	0,003***	-3,65	0,001	0,021	0,000***	0,001
00-04 RPD c-o	0,021	0,009***	-3,08	0,003	0,021	0,002***	0,002
00-04 MAPD	0,021	-0,005***	-4,85	0,000	0,021	0,001***	0,000
00-04 RAW R	0,000	0,018***	3,60	0,001	0,000	0,017***	0,002
00-04 DY		0,021				0,021	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.68. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

5 QUINTILE ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,419***	-4,09	0,000	1,000	0,522***	0,000
00-04 RPR c-o	1,000	0,535***	-6,79	0,000	1,000	0,535***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,482***	-4,39	0,000	1,000	0,636***	0,000
00-04 RPD c-c	0,036	0,017***	-3,89	0,000	0,033	0,018***	0,003
00-04 RPD c-o	0,036	0,021***	-5,48	0,000	0,033	0,016***	0,000
00-04 MAPD	0,036	0,018***	-4,12	0,000	0,033	0,019***	0,002
00-04 RAW R	0,000	0,019***	4,19	0,000	0,000	0,016***	0,000
00-04 DY		0,036				0,033	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.69. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

1 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	1,441	0,56	0,575	1,000	1,000	0,161
00-04 RPR c-o	1,000	0,715	-0,44	0,662	1,000	0,000***	0,002
00-04 MARP	1,000	0,617	-0,57	0,571	1,000	0,673	0,626
00-04 RPDR c-c	0,005	0,006	0,54	0,587	0,005	0,005	0,224
00-04 RPDR c-o	0,005	0,001**	-2,32	0,021	0,005	0,000***	0,001
00-04 MAPDR	0,005	0,033	0,81	0,420	0,005	0,003	0,703
00-04 ARR	0,000	-0,001	-0,50	0,620	0,000	0,000	0,189
00-04 DY		0,005				0,005	

2 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,778	-0,98	0,330	1,000	0,636	0,158
00-04 RPR c-o	1,000	0,425***	-3,81	0,000	1,000	0,000***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,501**	-2,39	0,018	1,000	0,540***	0,003
00-04 RPDR c-c	0,011	0,022	0,82	0,411	0,011	0,006	0,187
00-04 RPDR c-o	0,011	0,005***	-3,79	0,000	0,011	0,000***	0,000
00-04 MAPDR	0,011	0,019	0,57	0,568	0,011	0,006***	0,004
00-04 ARR	0,000	0,002	0,89	0,376	0,000	0,004***	0,000
00-04 DY		0,011				0,011	

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.69. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

3 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,332***	-4,92	0,000	1,000	0,600***	0,000
00-04 RPR c-o	1,000	0,354***	-6,75	0,000	1,000	0,200***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,330***	-5,71	0,000	1,000	0,483***	0,000
00-04 RPDR c-c	0,018	0,006***	-4,88	0,000	0,018	0,012***	0,000
00-04 RPDR c-o	0,018	0,006***	-7,05	0,000	0,018	0,004***	0,000
00-04 MAPDR	0,018	0,010	-0,86	0,388	0,018	0,009***	0,000
00-04 ARR	0,000	0,011***	4,78	0,000	0,000	0,006***	0,000
00-04 DY		0,018				0,018***	0,000

4 QUINTILE

ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΜΕΣΟΣ	t-Statistic	P-Value	ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ	ΔΙΑΜΕΣΟΣ	WILCOXON SIGNED RANK TEST P-Value
00-04 RPR c-c	1,000	0,478***	-6,70	0,000	1,000	0,500***	0,000
00-04 RPR c-o	1,000	0,399***	-10,24	0,000	1,000	0,236***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,388***	-8,38	0,000	1,000	0,444***	0,000
00-04 RPDR c-c	0,027	0,013***	-6,70	0,000	0,027	0,013***	0,000
00-04 RPDR c-o	0,027	0,010***	-10,86	0,000	0,027	0,006***	0,000
00-04 MAPDR	0,027	0,011***	-7,39	0,000	0,027	0,013***	0,000
00-04 ARR	0,000	0,014***	6,62	0,000	0,000	0,013***	0,000
00-04 DY		0,027		0,000		0,027***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.69. ΟΙ ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D ΚΑΙ ΔΡ/Ρ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΔΙΑΙΡΕΜΕΝΟΙ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

5 QUINTILE							WILCOXON SIGNED RANK TEST
ΛΟΓΟΙ ΔΡ/D και ΔΡ/Ρ	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**P-Value**	**ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΙΜΗ**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
00-04 RPR c-c	1,000	0,642***	-7,74	0,000	1,000	0,700***	0,000
00-04 RPR c-o	1,000	0,667***	-8,56	0,000	1,000	0,622***	0,000
00-04 MARP	1,000	0,607***	-9,21	0,000	1,000	0,673***	0,000
00-04 RPDR c-c	0,056	0,036***	-7,27	0,000	0,044	0,035***	0,000
00-04 RPDR c-o	0,056	0,036***	-7,97	0,000	0,044	0,030***	0,000
00-04 MAPDR	0,056	0,037***	-3,55	0,000	0,044	0,030***	0,000
00-04 ARR	0,000	0,020***	6,28	0,000	0,000	0,015***	0,000
00-04 DY		0,056		0,000		0,044***	0,000

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.70. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	TRANS.	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 -1 %)	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	-0,872	-0,72	-2,685	-0,49	-8,683	-1,59	-4,284	-1,11	-2,149	-0,56
Q1	Q2	0,436	0,38	3,325	0,65	-1,756	-0,34	1,011	0,28	3,582	0,99
Q1	Q3	0,833	0,91	1,812	0,44	-2,276	-0,56	0,906	0,31	-0,468	-0,16
Q1	Q4	1,293	1,27	-2,234	-0,49	-9,906**	-2,18	-3,756	-1,17	-5,184	-1,62
Q1	Q5 HIGH	1,454*	1,72	1,059	0,29	0,836	0,22	1,021	0,38	0,895	0,34
Q2	Q1 LOW	-0,488	-0,38	-1,517	-0,27	-2,099	-0,37	-2,432	-0,60	0,859	0,21
Q2	Q2	0,487	0,39	1,202	0,21	-7,411	-1,32	-0,883	-0,22	-7,174*	-1,81
Q2	Q3	-1,797*	-1,74	4,553	0,99	-4,150	-0,90	6,314*	1,93	3,799	1,16
Q2	Q4	1,316	1,27	-0,552	-0,12	4,678	1,01	-0,670	-0,21	1,670	0,51
Q2	Q5 HIGH	1,408	1,37	1,888	0,41	0,109	0,02	-1,340	-0,41	0,792	0,24
Q3	Q1 LOW	2,407***	2,98	2,056	0,57	-0,765	-0,21	-2,224	-0,87	0,198	0,08
Q3	Q2	-1,462	-1,61	1,751	0,43	2,126	0,52	3,604	1,26	0,852	0,30
Q3	Q3	1,985**	2,31	2,134	0,55	3,035	0,79	0,359	0,13	0,877	0,32
Q3	Q4	1,164	1,15	10,236**	2,26	6,204	1,37	6,988**	2,18	7,272**	2,27
Q3	Q5 HIGH	1,450	1,48	1,516	0,34	2,870	0,65	3,868	1,24	5,544*	1,78
Q4	Q1 LOW	1,985**	2,09	-4,188	-0,98	-1,307	-0,31	-1,495	-0,50	-2,178	-0,72
Q4	Q2	2,240***	2,64	4,713	1,24	2,696	0,71	5,228*	1,95	2,124	0,79
Q4	Q3	1,592*	1,68	6,785	1,60	5,551	1,31	3,048	1,02	3,366	1,12
Q4	Q4	2,070**	2,18	-3,197	-0,75	-1,707	-0,40	0,738	0,25	0,014	0,00
Q4	Q5 HIGH	3,712***	3,85	0,800	0,19	5,141	1,19	3,041	1,00	0,902	0,30
HIGH Q5	Q1 LOW	1,181	1,63	0,967	0,30	-0,552	-0,17	1,480	0,65	-1,676	-0,73
Q5	Q2	1,815***	2,64	3,348	1,09	-0,164	-0,05	-0,212	-0,10	0,170	0,08
Q5	Q3	1,945***	2,67	2,840	0,87	1,874	0,57	2,870	1,24	-0,048	-0,02
Q5	Q4	1,132	1,47	-2,361	-0,69	-4,481	-1,30	-0,349	-0,14	-0,678	-0,28
Q5	Q5 HIGH	3,932***	4,24	2,818	0,84	-2,812	-0,84	3,901*	1,64	-2,885	-1,21

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.70. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

DY	TRANS.	CAR (-5 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	0,619	0,23	-0,546	-0,20	0,748	0,35	0,693	0,40
Q1	Q2	-0,519	-0,20	1,890	0,74	0,419	0,21	1,578	0,98
Q1	Q3	1,334	0,66	-1,062	-0,52	2,418	1,53	2,249*	1,75
Q1	Q4	-0,168	-0,07	-0,217	-0,10	-1,792	-1,02	-1,349	-0,94
Q1	Q5 HIGH	2,819	1,50	0,211	0,11	-1,008	-0,69	-0,658	-0,55
Q2	Q1 LOW	2,329	0,82	1,599	0,56	0,119	0,05	0,016	0,01
Q2	Q2	0,541	0,19	-3,655	-1,30	0,599	0,28	0,129	0,07
Q2	Q3	3,588	1,55	1,340	0,58	-0,006	0,00	-0,931	-0,64
Q2	Q4	-1,601	-0,69	0,208	0,09	1,903	1,06	1,254	0,86
Q2	Q5 HIGH	-0,337	-0,15	-0,126	-0,05	1,493	0,84	1,614	1,11
Q3	Q1 LOW	-1,040	-0,58	-0,132	-0,07	2,100	1,50	2,000*	1,75
Q3	Q2	2,651	1,31	-0,819	-0,40	-1,542	-0,98	-0,852	-0,66
Q3	Q3	-0,359	-0,19	0,508	0,26	1,205	0,81	2,036*	1,67
Q3	Q4	4,341*	1,91	2,320	1,02	0,637	0,36	0,580	0,40
Q3	Q5 HIGH	2,721	1,24	1,492	0,68	1,130	0,66	1,484	1,07
Q4	Q1 LOW	0,408	0,19	-2,694	-1,27	1,180	0,72	1,780	1,32
Q4	Q2	0,624	0,33	0,042	0,02	1,532	1,04	1,521	1,27
Q4	Q3	2,042	0,96	2,160	1,02	2,496	1,52	1,896	1,41
Q4	Q4	2,497	1,18	2,297	1,08	4,844***	2,94	4,363***	3,25
Q4	Q5 HIGH	2,746	1,28	-0,518	-0,24	4,642***	2,78	4,398***	3,23
HIGH Q5	Q1 LOW	1,719	1,06	-1,139	-0,70	1,710	1,36	2,737***	2,67
Q5	Q2	0,128	0,08	-1,933	-1,26	1,096	0,92	1,864*	1,92
Q5	Q3	3,299**	2,02	1,669	1,02	2,672**	2,12	2,144**	2,08
Q5	Q4	-0,187	-0,11	-2,026	-1,18	2,640*	1,98	2,208**	2,03
Q5	Q5 HIGH	3,414**	2,03	-5,744***	-3,41	1,723	1,32	2,833***	2,66

DY = Μερισματική απόδοση, TRANS = Κόστος συναλλαγών ίσο με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$),
AR_0 = Μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής, CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.71. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	TRANS.	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	-0,663	-0,81	-0,964	-0,26	-4,419	-1,21	-1,947	-0,76	-1,258	-0,49
Q1	Q2	0,076	0,11	1,981	0,64	-7,589**	-2,43	0,710	0,32	-0,998	-0,45
Q1	Q3	-0,065	-0,09	0,751	0,25	-1,978	-0,65	-2,505	-1,16	-0,501	-0,23
Q1	Q4	0,764	1,44	-1,278	-0,54	-3,897	-1,64	-0,617	-0,37	-2,521	-1,50
Q1	Q5 HIGH	0,704	1,41	1,916	0,86	3,005	1,35	0,411	0,26	2,355	1,49
Q2	Q1 LOW	0,368	0,79	0,414	0,20	1,904	0,91	0,393	0,27	2,219	1,50
Q2	Q2	0,533	0,97	-4,648*	-1,89	-5,499**	-2,24	-2,312	-1,33	-1,928	-1,11
Q2	Q3	0,676	1,34	1,772	0,79	-0,171	-0,08	2,529	1,59	0,704	0,44
Q2	Q4	0,268	0,57	3,562*	1,69	4,666**	2,21	2,749*	1,85	3,265**	2,19
Q2	Q5 HIGH	1,380**	2,53	-2,111	-0,87	3,831	1,57	-2,015	-1,17	3,141*	1,82
Q3	Q1 LOW	0,724***	2,98	0,928	0,85	-0,953	-0,88	0,849	1,11	0,464	0,60
Q3	Q2	-0,014	-0,03	-0,714	-0,38	0,499	0,26	0,267	0,20	1,001	0,74
Q3	Q3	2,280***	5,24	0,798	0,41	-0,203	-0,10	0,692	0,50	-0,142	-0,10
Q3	Q4	0,898*	1,80	0,365	0,16	4,860**	2,18	-0,687	-0,43	3,819**	2,42
Q3	Q5 HIGH	2,479***	5,02	-2,330	-1,05	2,603	1,18	-0,912	-0,58	1,112	0,71
Q4	Q1 LOW	0,705**	2,18	1,910	1,32	-1,479	-1,02	1,262	1,23	-2,406**	-2,35
Q4	Q2	1,790***	5,08	2,984*	1,89	0,692	0,44	2,621**	2,35	-0,365	-0,33
Q4	Q3	1,514***	4,05	0,456	0,27	0,816	0,49	0,910	0,77	1,144	0,97
Q4	Q4	1,653***	3,77	2,269	1,16	4,065**	2,07	1,347	0,97	1,880	1,36
Q4	Q5 HIGH	1,834***	3,62	-2,460	-1,09	2,262	1,00	-0,374	-0,23	0,987	0,62
HIGH Q5	Q1 LOW	1,538***	5,39	0,914	0,72	-1,042	-0,82	1,459	1,62	-1,426	-1,58
Q5	Q2	1,188***	5,08	0,454	0,26	-2,209	-1,26	1,455	1,18	-2,470**	-2,00
Q5	Q3	2,520***	6,07	2,919	1,57	-4,052**	-2,18	2,420*	1,84	-3,270**	-2,49
Q5	Q4	2,535***	6,64	1,012	0,59	-0,427	-0,25	0,572	0,47	-1,615	-1,34
Q5	Q5 HIGH	2,543***	6,44	2,646	1,50	-3,371*	-1,91	1,461	1,17	-1,808	-1,45

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.71. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΕΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004 (συνέχεια)

DY	TRANS.	CAR (-5 -1) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	Q1 LOW	-0,146	-0,08	-0,471	-0,26	-0,692	-0,49	-0,462	-0,40
Q1	Q2	0,338	0,22	-0,562	-0,36	-0,401	-0,33	-0,050	-0,05
Q1	Q3	0,091	0,06	-0,903	-0,59	-0,337	-0,29	0,189	0,20
Q1	Q4	-1,410	-1,19	0,288	0,24	0,569	0,62	0,641	0,85
Q1	Q5 HIGH	-0,090	-0,08	0,609	0,55	0,082	0,09	0,678	0,96
Q2	Q1 LOW	0,086	0,08	0,864	0,83	0,263	0,32	0,585	0,88
Q2	Q2	-0,656	-0,53	-0,921	-0,75	0,116	0,12	0,364	0,47
Q2	Q3	0,245	0,22	0,075	0,07	1,298	1,49	0,641	0,90
Q2	Q4	-0,251	-0,24	0,957	0,91	-0,078	-0,10	-0,412	-0,62
Q2	Q5 HIGH	-0,969	-0,80	0,375	0,31	1,265	1,34	1,195	1,55
Q3	Q1 LOW	0,983*	1,81	0,081	0,15	1,124***	2,67	1,037***	3,02
Q3	Q2	0,760	0,80	-0,248	-0,26	-0,121	-0,16	0,334	0,56
Q3	Q3	0,300	0,31	0,024	0,02	2,330***	3,09	2,379***	3,87
Q3	Q4	-0,431	-0,39	1,873*	1,68	1,514*	1,75	0,747	1,06
Q3	Q5 HIGH	-1,021	-0,92	1,136	1,03	2,844***	3,32	2,778***	3,98
Q4	Q1 LOW	0,781	1,08	-1,090	-1,51	0,853	1,52	0,845*	1,85
Q4	Q2	1,035	1,31	-1,047	-1,33	1,302**	2,13	1,558***	3,13
Q4	Q3	-0,605	-0,72	-1,160	-1,39	1,084*	1,68	1,502***	2,84
Q4	Q4	0,901	0,92	0,885	0,90	2,550***	3,36	1,808***	2,92
Q4	Q5 HIGH	-1,696	-1,50	-0,697	-0,62	1,580*	1,80	1,505**	2,10
HIGH Q5	Q1 LOW	1,491**	2,34	-1,573**	-2,47	2,042***	4,13	2,453***	6,08
Q5	Q2	0,977	1,12	-2,062**	-2,36	2,583***	3,81	3,347***	6,05
Q5	Q3	0,362	0,39	-2,579***	-2,78	2,192***	3,05	3,157***	5,38
Q5	Q4	-0,130	-0,15	-2,862***	-3,35	2,839***	4,30	4,016***	7,44
Q5	Q5 HIGH	0,549	0,62	-2,010**	-2,28	1,770***	2,59	2,850***	5,11

DY = Μερισματική απόδοση, TRANS = Κόστος συναλλαγών ίσο με τον αντίστροφο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής ($1/P_c$),
AR_0 = Μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής, CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1, ** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.72. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	TS	AVs in EUROS	t-Statistic	AVS %	NV
LOW Q1	Q1 LOW	7.550,46	1,43	115,34	6.546,30
Q1	Q2	-6.001,09	-1,57	-27,49	21.829,08
Q1	Q3	-39.378,08***	-6,29	-55,20	71.330,71
Q1	Q4	45.589,54	0,66	15,10	301.824,33
Q1	Q5 HIGH	662.092,10*	1,65	47,01	1.408.532,31
Q2	Q1 LOW	3.039,79	1,47	25,18	12.069,93
Q2	Q2	-18.910,39***	-3,24	-40,82	46.325,72
Q2	Q3	-56.472,12***	-5,25	-46,02	122.714,22
Q2	Q4	72.890,97*	1,73	21,70	335.875,30
Q2	Q5 HIGH	234.249,63	1,00	16,28	1.438.727,58
Q3	Q1 LOW	-5.798,74*	-1,66	-25,08	23.124,48
Q3	Q2	82.345,07	1,42	100,40	82.016,75
Q3	Q3	40.041,36	0,73	21,51	186.165,03
Q3	Q4	3.066,87	0,03	0,83	369.140,34
Q3	Q5 HIGH	462.703,43***	4,49	46,46	995.962,09
Q4	Q1 LOW	19.613,54**	2,04	117,11	16.747,61
Q4	Q2	19.970,43	0,76	37,20	53.683,40
Q4	Q3	42.345,26	1,05	33,86	125.046,29
Q4	Q4	36.690,39	1,10	14,14	259.497,99
Q4	Q5 HIGH	373.659,01**	2,28	30,89	1.209.784,87
HIGH Q5	Q1 LOW	10.775,68	1,14	75,48	14.275,99
Q5	Q2	20.665,36	1,56	40,25	51.343,31
Q5	Q3	34.376,06*	1,64	-21,63	158.953,67
Q5	Q4	81.104,14	1,63	28,66	282.992,50
Q5	Q5 HIGH	267.968,26***	5,71	46,83	572.181,37

DY = Μερισματική απόδοση, TS = Μέγεθος συναλλαγών, AVs = Μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής (-3, -2, -1), NV = Κανονικός όγκος συναλλαγών περιόδου (-120, -21 και +21, +121), * Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1,
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.73. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟΣ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	TS	AVs in EUROS	t-Statistic	AVS %	NV
LOW Q1	Q1 LOW	23.703,00*	1,77	43,17	54.909,86
Q1	Q2	-30.334,74	-1,33	-13,72	221.141,25
Q1	Q3	51.046,87	0,74	11,70	436.279,26
Q1	Q4	190.822,52	1,22	22,11	862.899,51
Q1	Q5 HIGH	101.376,14	0,42	4,59	2.209.540,36
Q2	Q1 LOW	27.427,68	1,21	122,47	22.394,68
Q2	Q2	-7.266,97	-0,79	-8,52	85.297,91
Q2	Q3	-6.406,61	-0,25	-3,22	199.093,38
Q2	Q4	-203.207,02***	-9,33	-44,20	459.738,85
Q2	Q5 HIGH	409.864,32	1,17	19,33	2.120.726,18
Q3	Q1 LOW	-4.957,75***	-2,75	-22,88	21.665,18
Q3	Q2	45.615,29	0,93	60,92	74.878,33
Q3	Q3	-28.224,41**	-2,18	-17,95	157.196,07
Q3	Q4	-32.530,58	-1,34	-9,84	330.608,66
Q3	Q5 HIGH	112.458,68	0,33	5,01	2.242.763,21
Q4	Q1 LOW	258,32	0,09	1,34	19.314,69
Q4	Q2	30.453,06*	1,86	49,25	61.835,14
Q4	Q3	-48.811,11***	-6,35	-35,29	138.300,60
Q4	Q4	25.854,41	0,78	9,06	285.281,38
Q4	Q5 HIGH	228.150,15	0,64	7,34	3.109.554,54
HIGH Q5	Q1 LOW	7.496,86**	2,31	46,69	16.057,01
Q5	Q2	16.402,59**	2,15	27,41	59.838,99
Q5	Q3	18.279,43	0,99	14,19	128.838,53
Q5	Q4	160.907,49***	2,93	47,12	341.519,24
Q5	Q5 HIGH	1.591.214,83***	2,81	61,19	2.600.369,27

DY = Μερισματική απόδοση, TS = Μέγεθος συναλλαγών, AVs = Μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τριών ημερών πριν την ημέρα αποκοπής (-3, -2, -1),
NV = Κανονικός όγκος συναλλαγών περιόδου (-120, -21 και +21, +121), * Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1,
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05, *** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.74. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (AR_0) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1997-2004

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * VOL_i + a_7 * DUMMY_i + e_i$$

1	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	-0,002	-0,004	0,631	0,006	-	-1,75E-10	2,88E-10	0,004	1456	0,233	2,02	62,84
t-Statistic	(0,67)	(-2,37)**	(21,10)***	(2,66)	-	(-0,34)	(0,89)	(2,05)**				

2	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,006	-0,005	0,628	-	-0,003	-1,92E-10	2,83E-10	0,003	1456	0,232	2,03	62,49
t-Statistic	(1,83)*	(-2,53)**	(21,00)***	-	(-3,11)***	(-0,38)	(0,87)	(1,50)				

AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (P_c).
TRANS = το κόστος συναλλαγών, υπολογισμένο με τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ($1/P_c$).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος [Ln (P_c)].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).
VOL = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
DUMMY = Η ψευδομεταβλητή που παίρνει τιμή 0 για την περίοδο που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής και 1 για την περίοδο που δεν αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
Οι παλινδρομήσεις 1 και 2 πραγματοποιήθηκαν με τη μέθοδο των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (weighted least squares).

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.75. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΣΟΥ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΝΤΟΣ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (AR_0) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1997-2004

$$VOL_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * AR_0 + a_7 * DUMMY_i + e_i$$

1	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	410417,6	-263950,6	-1590312	-265499,2	-	0,167118	881155,3	-49124,08	1456	0,017	2,13	3,58
t-Statistic	(2,38)**	(-1,84)*	(-0,94)	(-1,81)*	-	(5,11)***	(0,50)	(-0,36)				
2	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	175182,2	-256470	-1739696	-	81693	0,166263	812290,6	-21846,76	1456	0,016	2,13	3,36
t-Statistic	(0,86)	(-1,78)*	(-1,03)	-	(1,25)	(5,08)***	(0,46)	(-0,16)				

AV_0 = ο μέσος υπερβάλλοντας όγκος συναλλαγών του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (P_c).
TRANS = το κόστος συναλλαγών, υπολογισμένο με τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ($1/P_c$).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος [Ln (P_c)].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).
AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
DUMMY = Η ψευδομεταβλητή που παίρνει τιμή 0 για την περίοδο που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής και 1 για την περίοδο που δεν αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
Οι παλινδρομήσεις 1 και 2 πραγματοποιήθηκαν με τη μέθοδο των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (weighted least squares).

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.76. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (AR_0) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2004

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * VOL_i + a_7 * DUMMY_i + e_i$$

1	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,007	-0,011	0,35	0,013	-	-6,63E-10	-4,10E-10	0,008	256	0,061	1,94	3,56
t-Statistic	(0,78)	(-1,98)**	(1,93)*	(1,69)*	-	(-0,19)	(-0,29)	(1,27)				
2	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,018	-0,011	0,35	-	-0,004	-1,23E-10	-5,15E-10	0,006	256	0,059	1,94	3,45
t-Statistic	(1,32)	(-1,94)*	(1,92)*	-	(-1,31)	(-0,04)	(-0,36)	(1,00)				

AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (P_c).
TRANS = το κόστος συναλλαγών, υπολογισμένο με τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ($1/P_c$).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος [Ln (P_c)].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).
VOL = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
DUMMY = Η ψευδομεταβλητή που παίρνει τιμή 0 για την περίοδο που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής και 1 για την περίοδο που δεν αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
Οι παλινδρομήσεις 1 και 2 πραγματοποιήθηκαν με τη μέθοδο των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (weighted least squares).

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

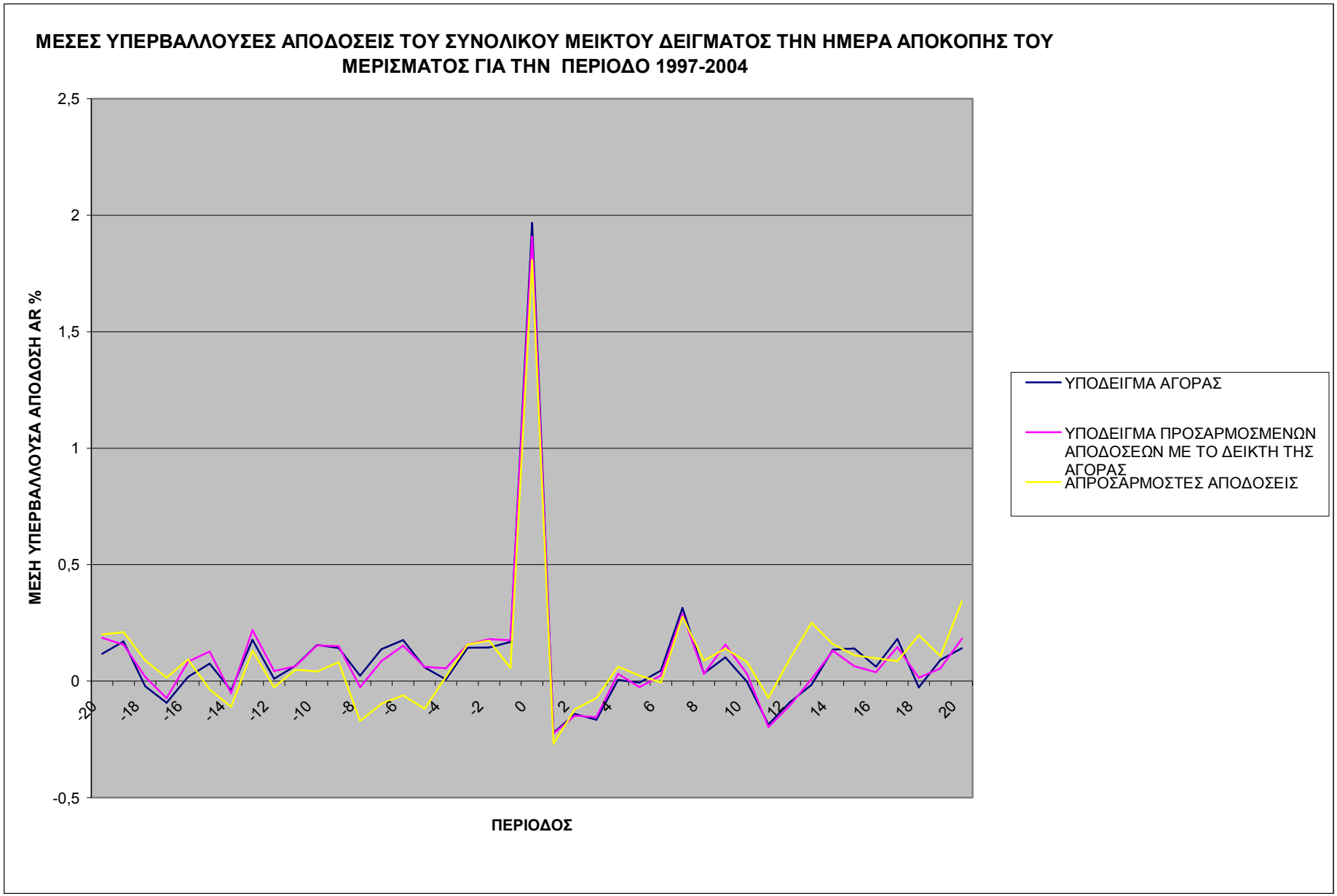
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.77. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ (AR_0) ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2004

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * TRANS_i + a_4 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + a_6 * VOL_i + a_7 * DUMMY_i + e_i$$

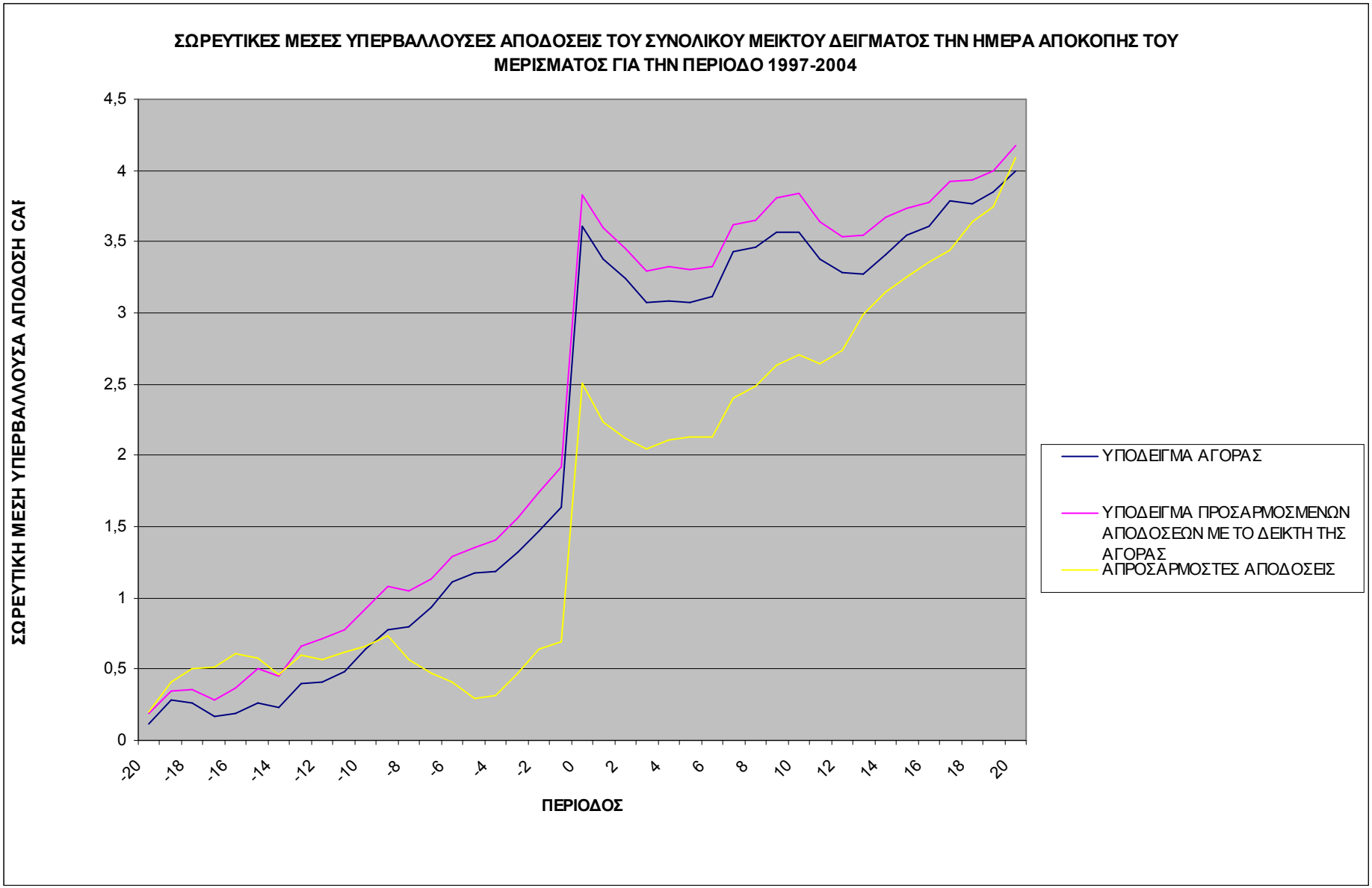
1	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	-0,004	-0,002	0,319	0,012	-	-8,53E-10	6,71E-10	0,009	1093	0,043	2,09	6,96
t-Statistic	(-1,03)	(-0,80)	(4,49)***	(2,57)***	-	(-1,35)	(1,13)	(3,35)***				
	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	α_6	α_7	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,006	-0,002	0,311	-	-0.004	-8.29E-10	7.90E-10	0,008	1093	0,045	2,1	7,30
t-Statistic	(1,09)	(-0,79)	(4,43)***	-	(-2,91)***	(-1,32)	(1,33)	(2,88)***				

AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος (P_c).
TRANS = το κόστος συναλλαγών, υπολογισμένο με τον αντίστροφο λόγο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος ($1/P_c$).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος [Ln (P_c)].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).
VOL = ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
DUMMY = Η ψευδομεταβλητή που παίρνει τιμή 0 για την περίοδο που αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής και 1 για την περίοδο που δεν αποκόπτονταν το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
Οι παλινδρομήσεις 1 και 2 πραγματοποιήθηκαν με τη μέθοδο των σταθμισμένων ελαχίστων τετραγώνων (weighted least squares).
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

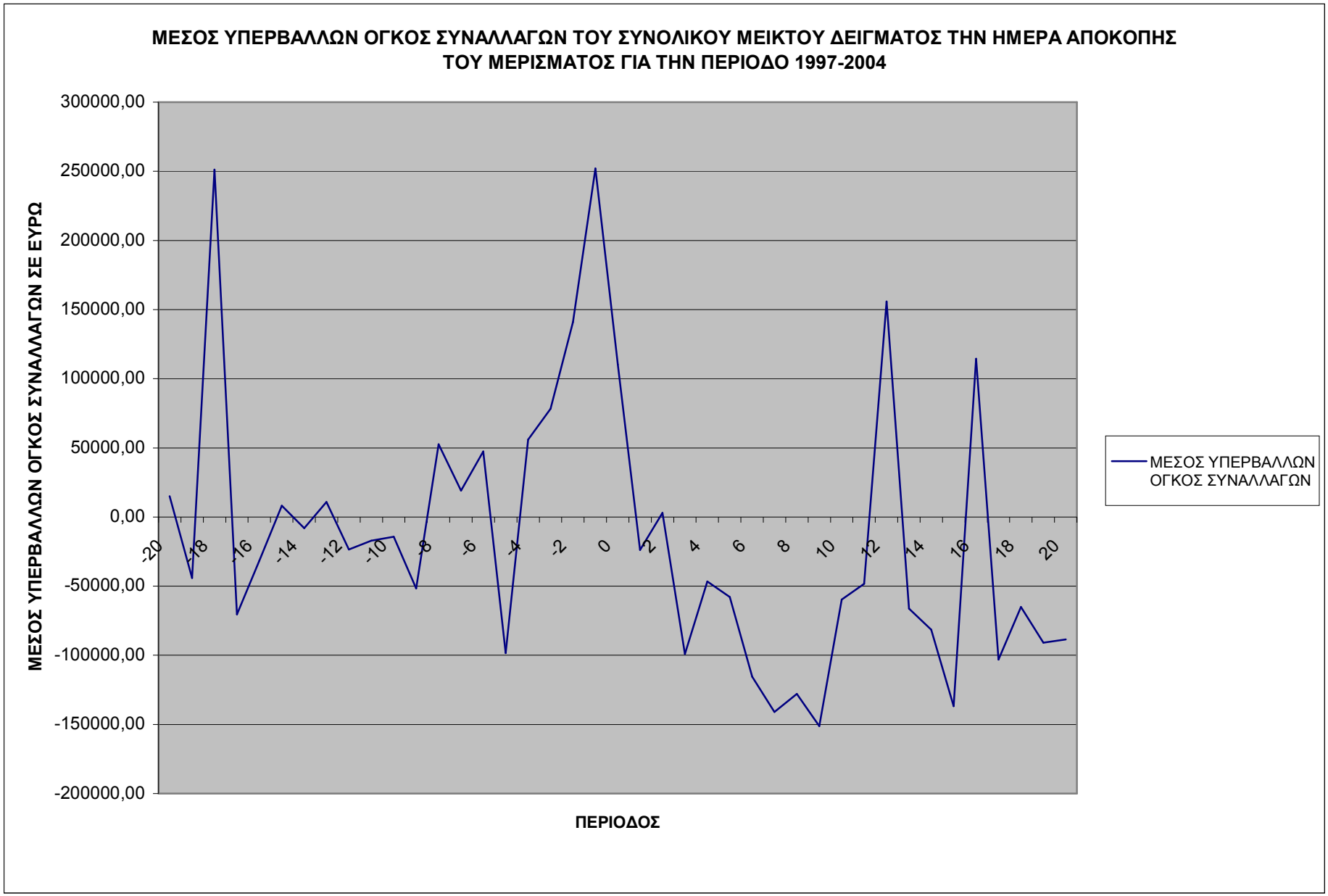
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1



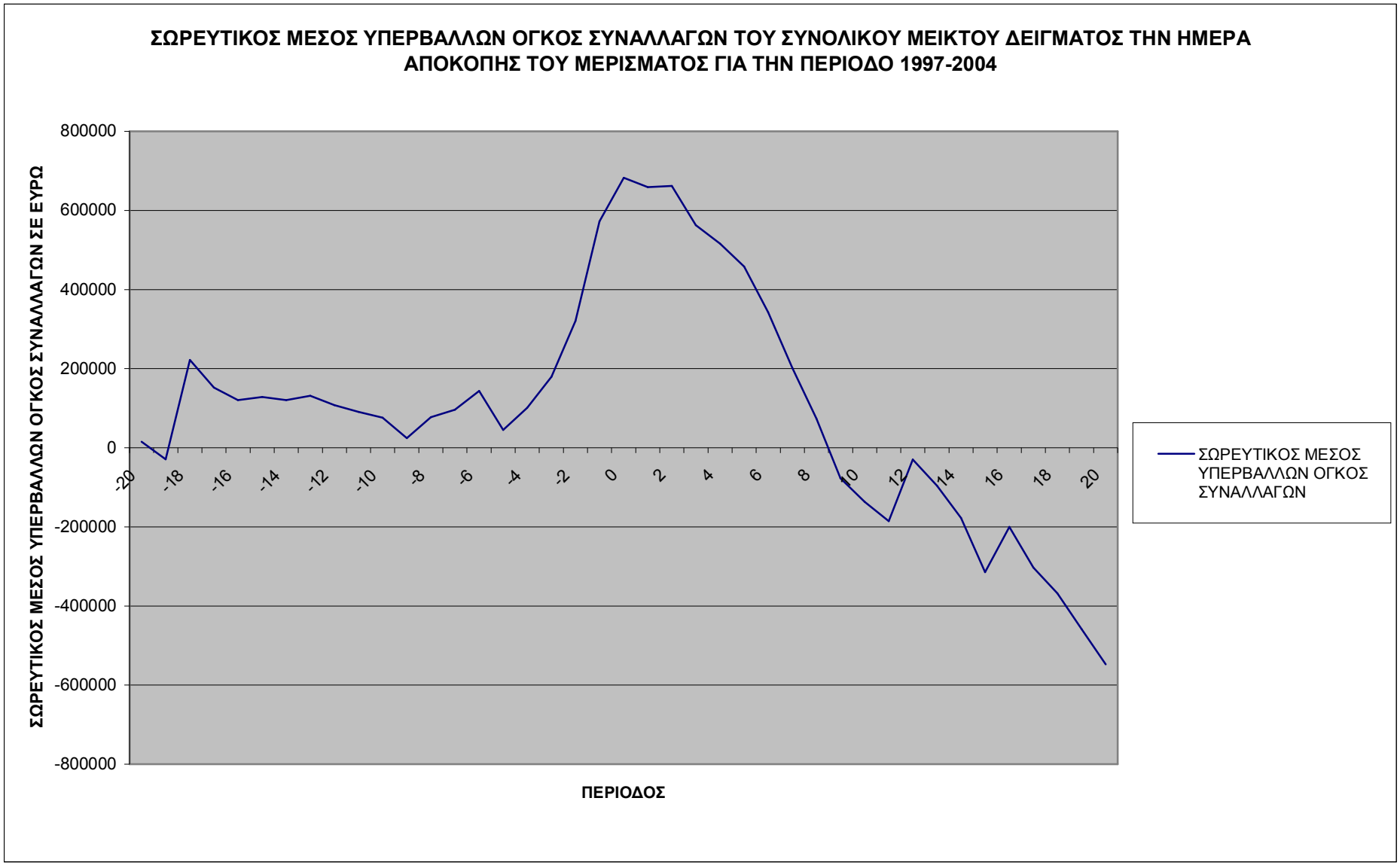
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.



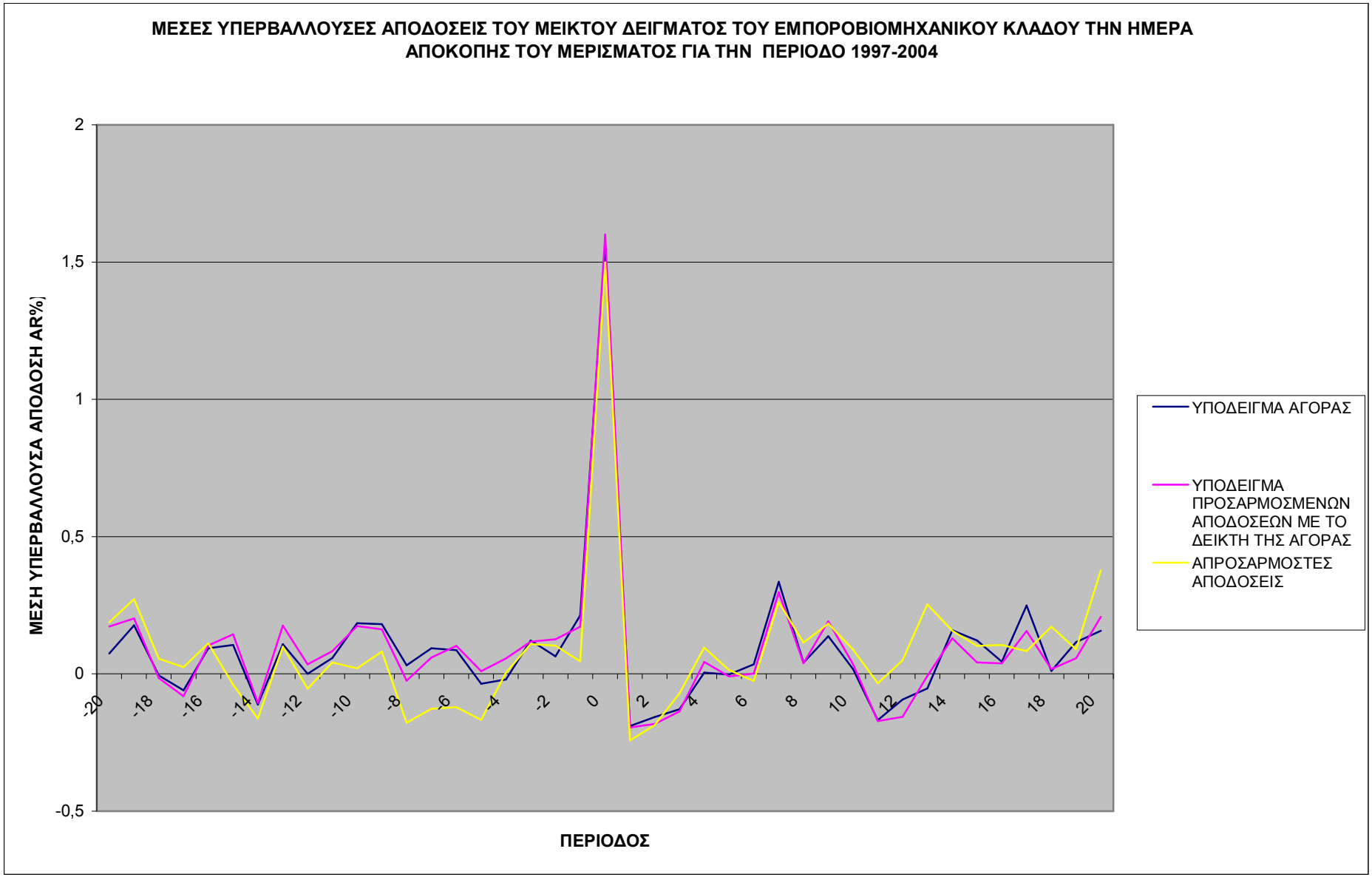
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3.



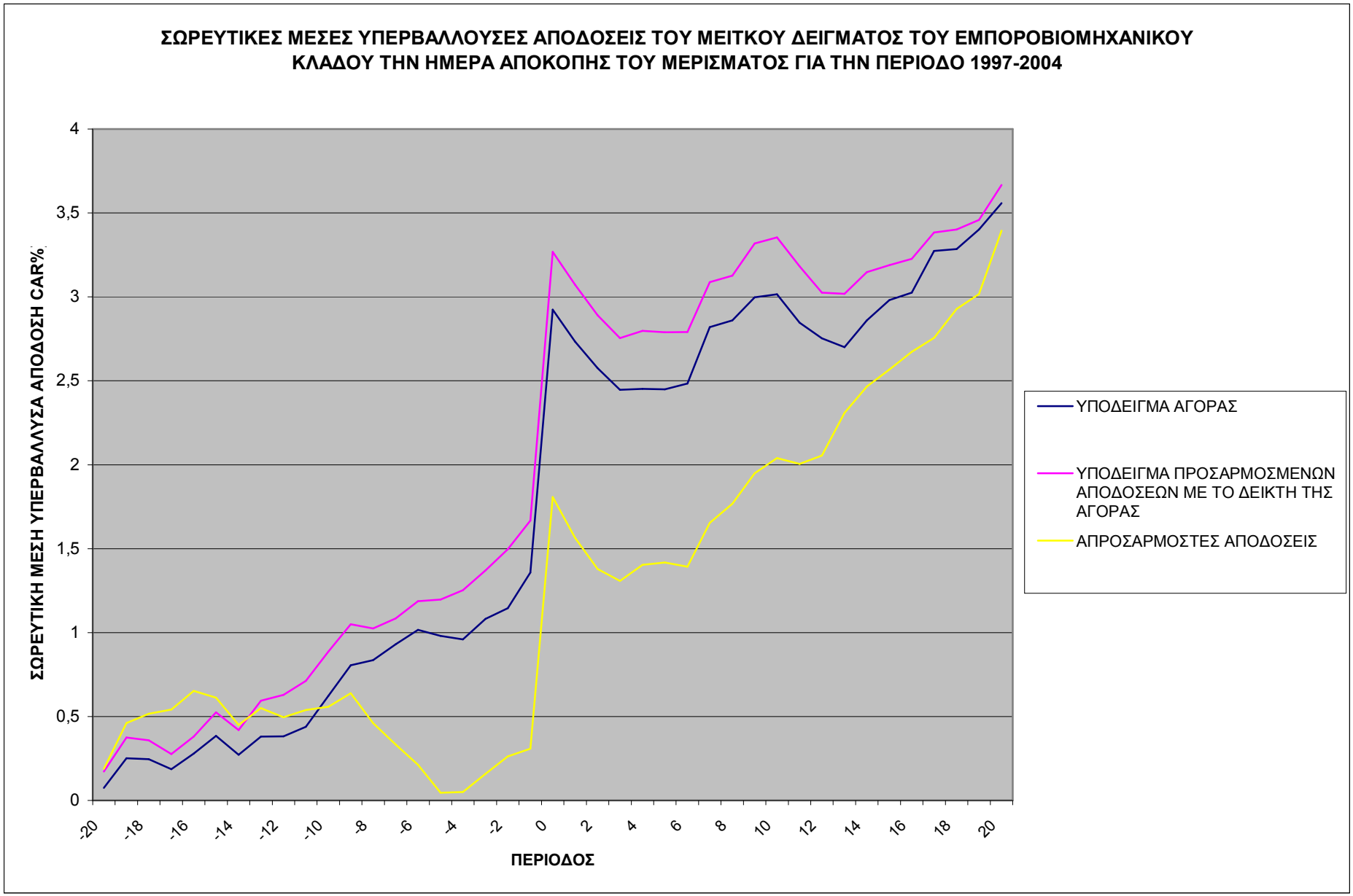
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4.



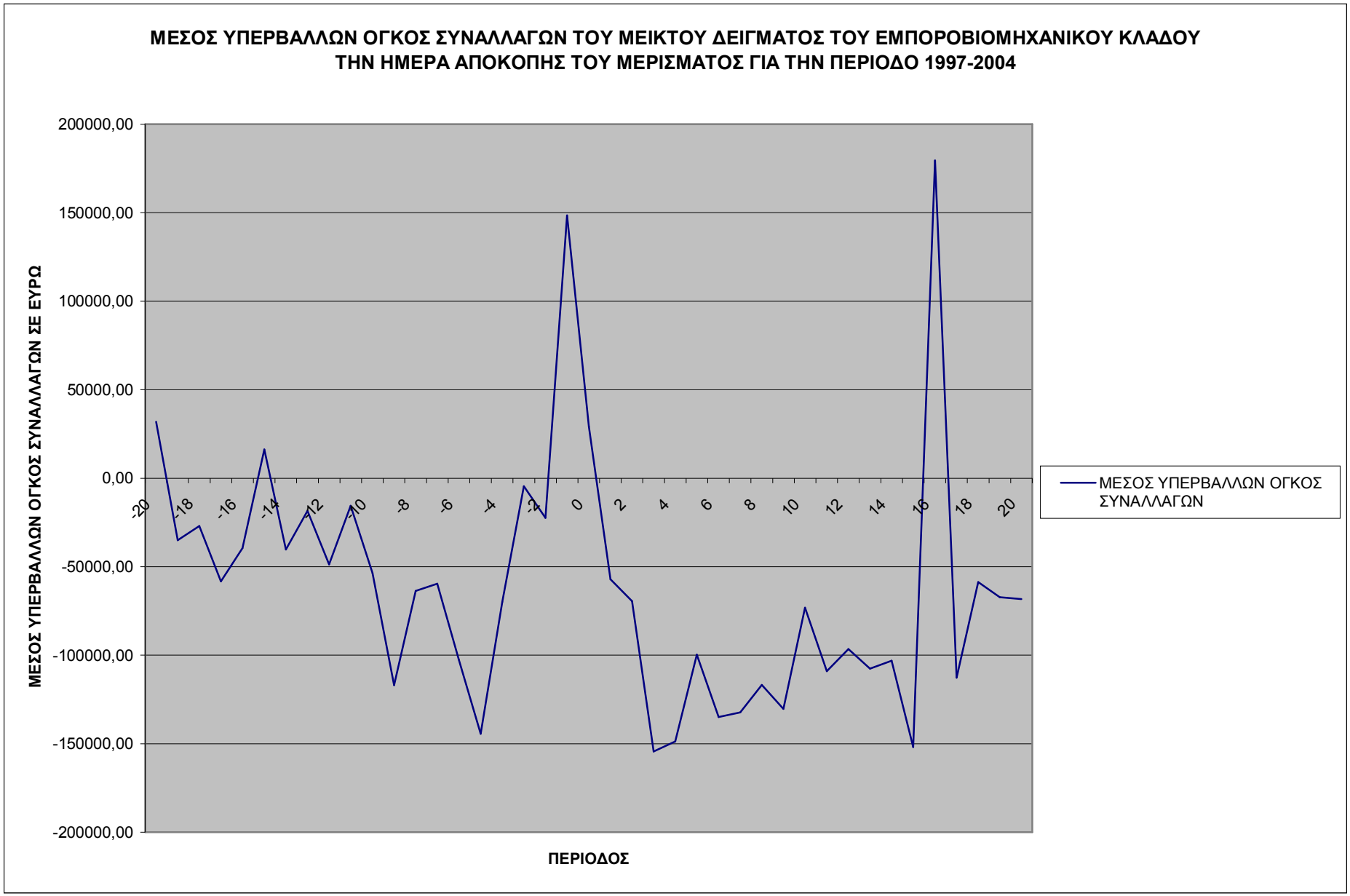
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.5.



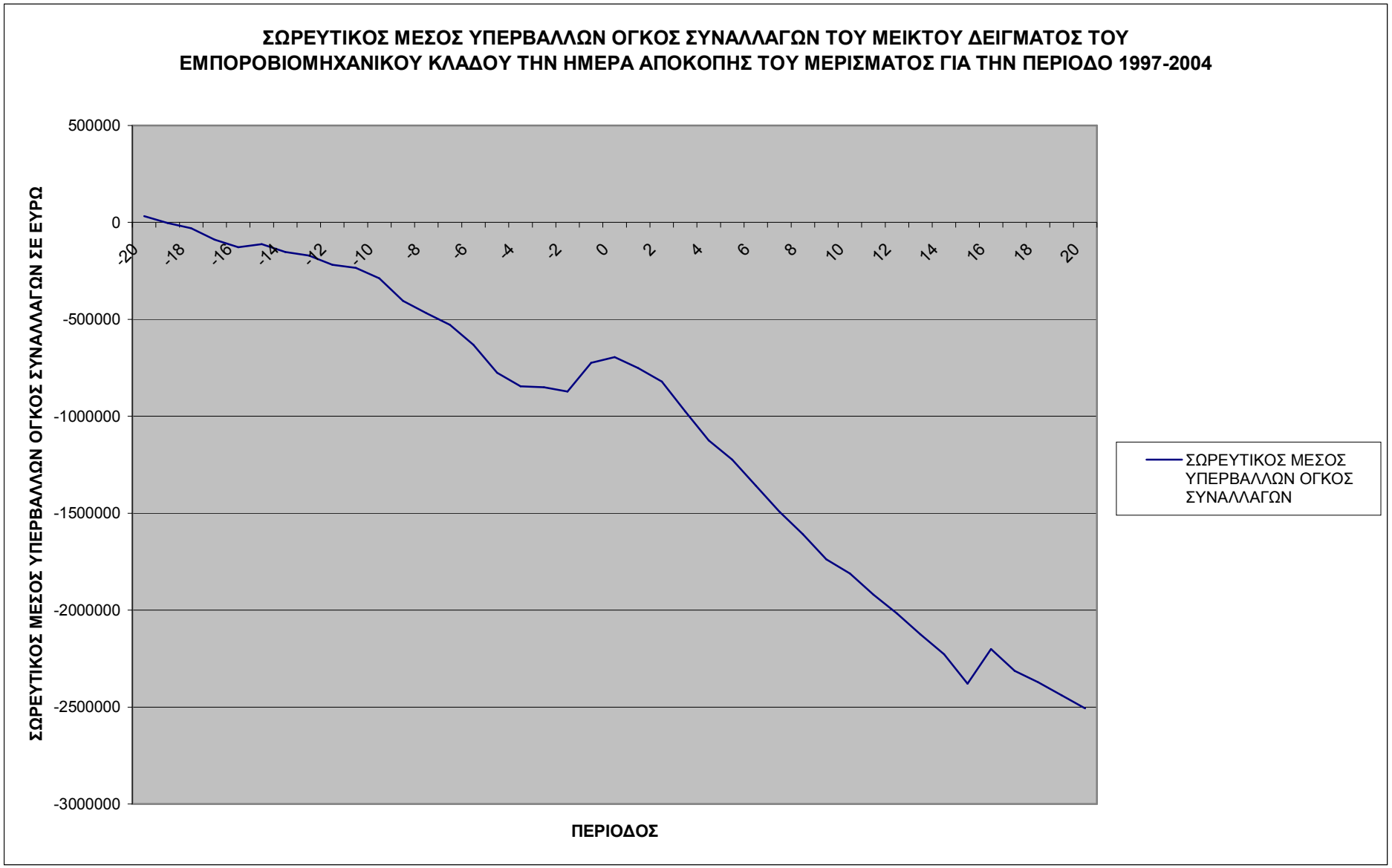
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.6.



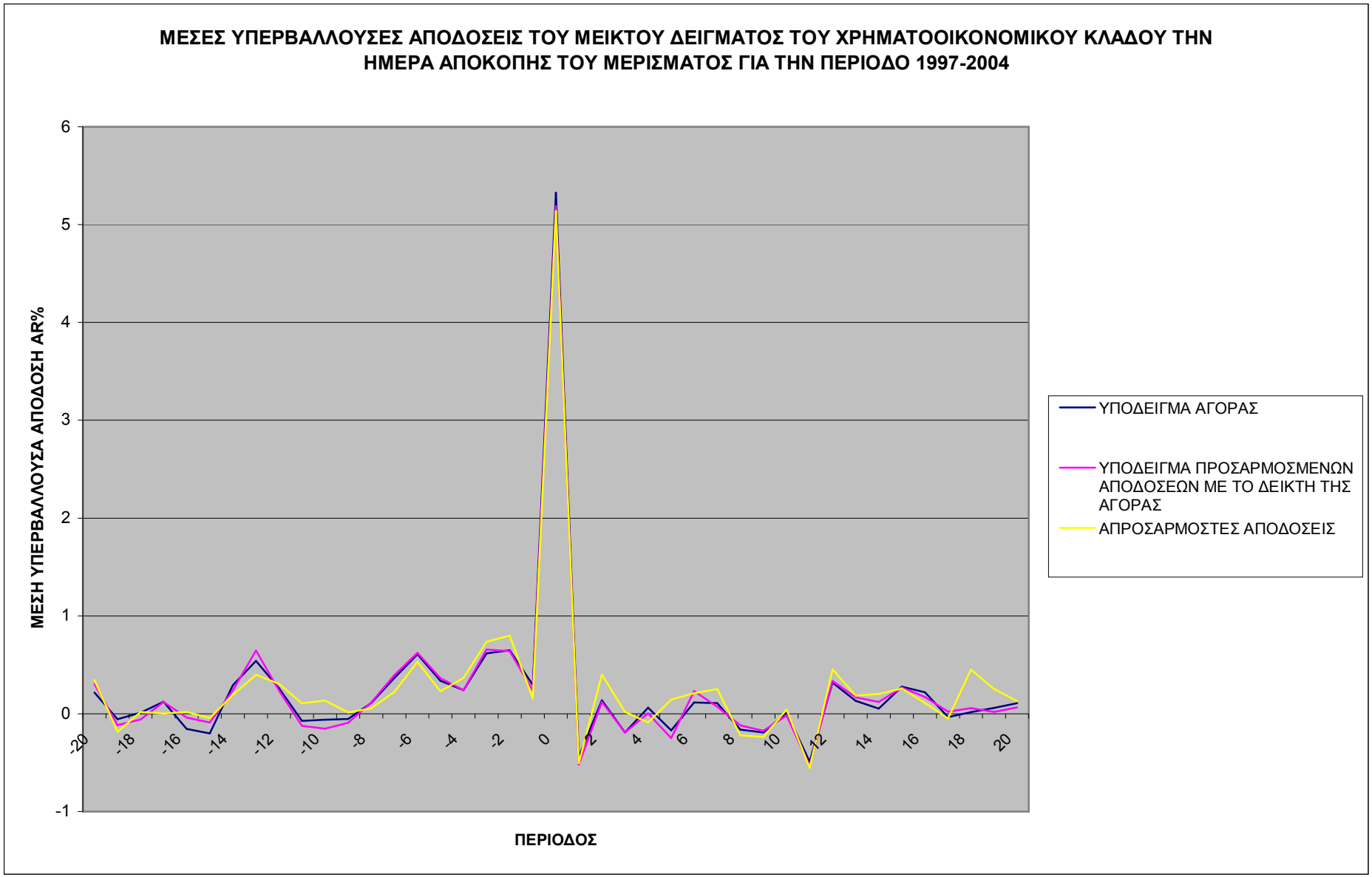
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.7.



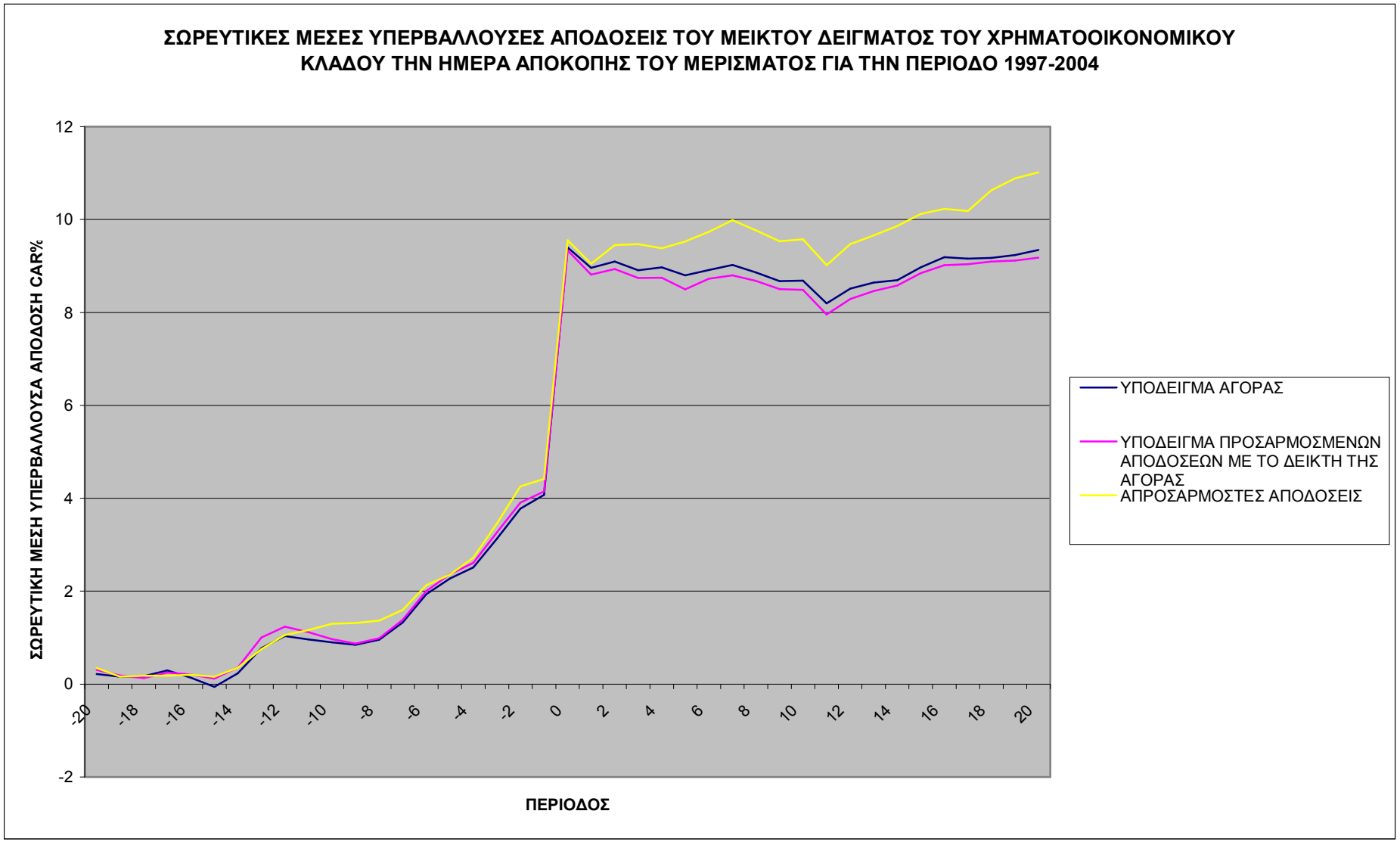
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.8.



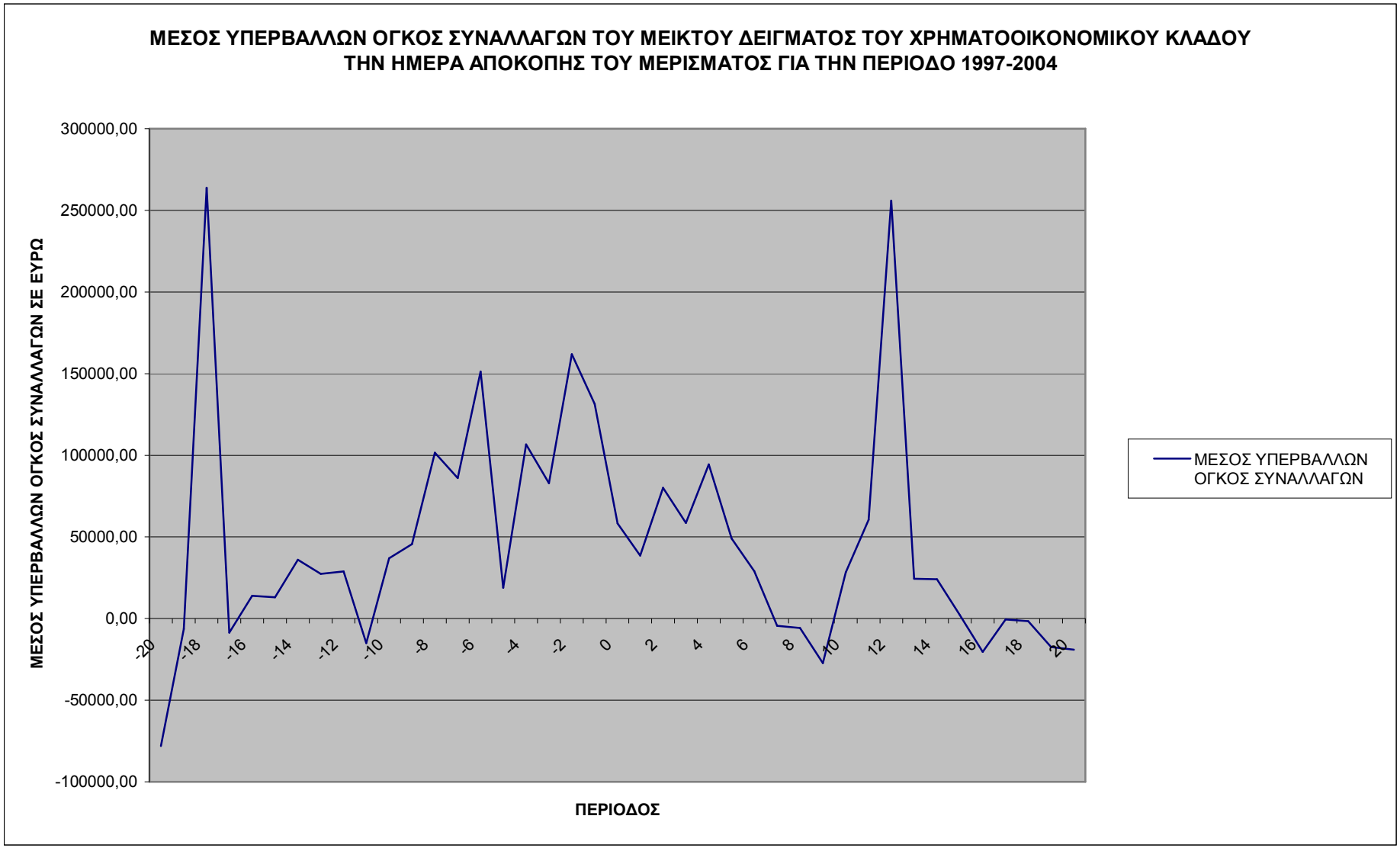
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.9.



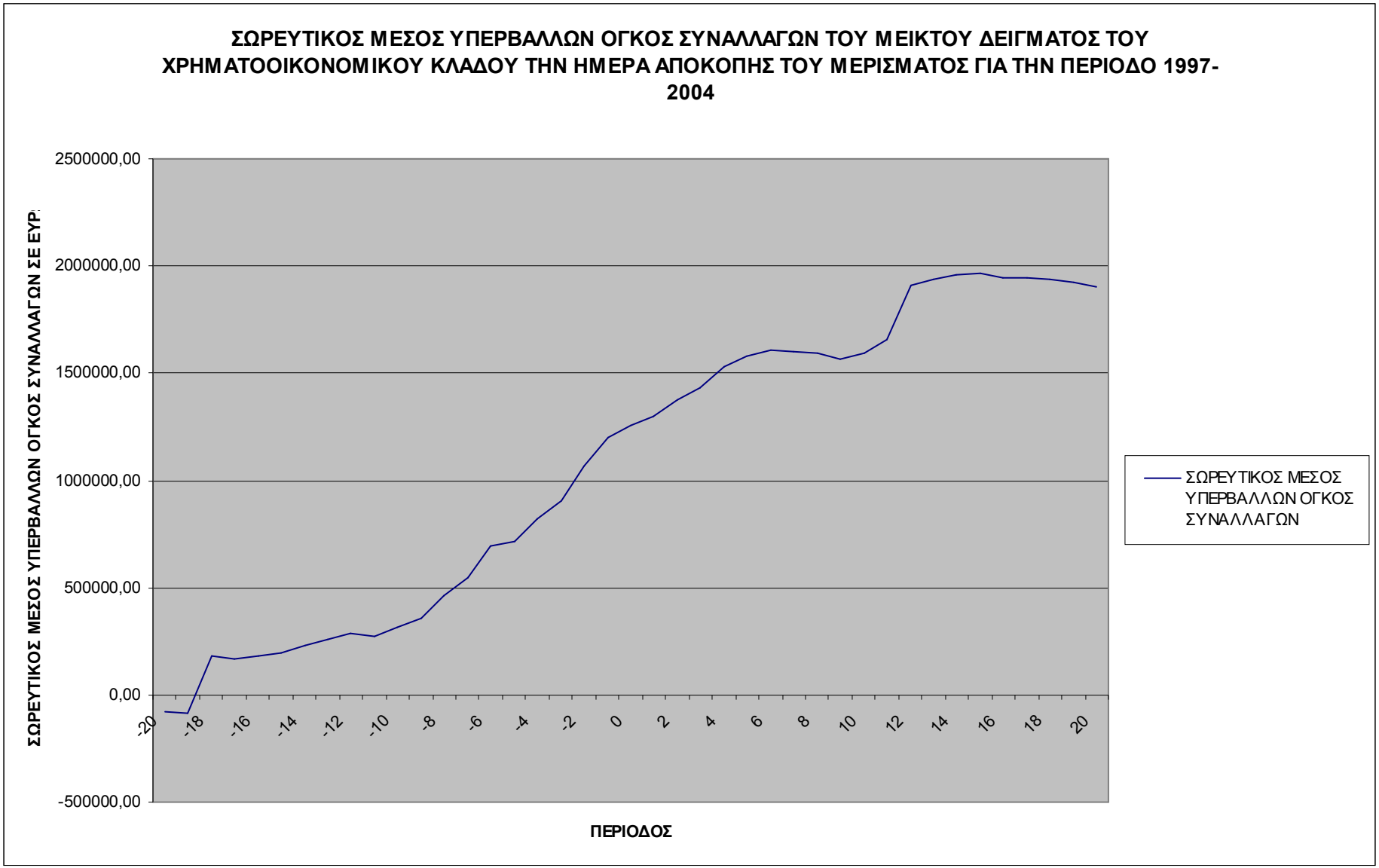
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.10.



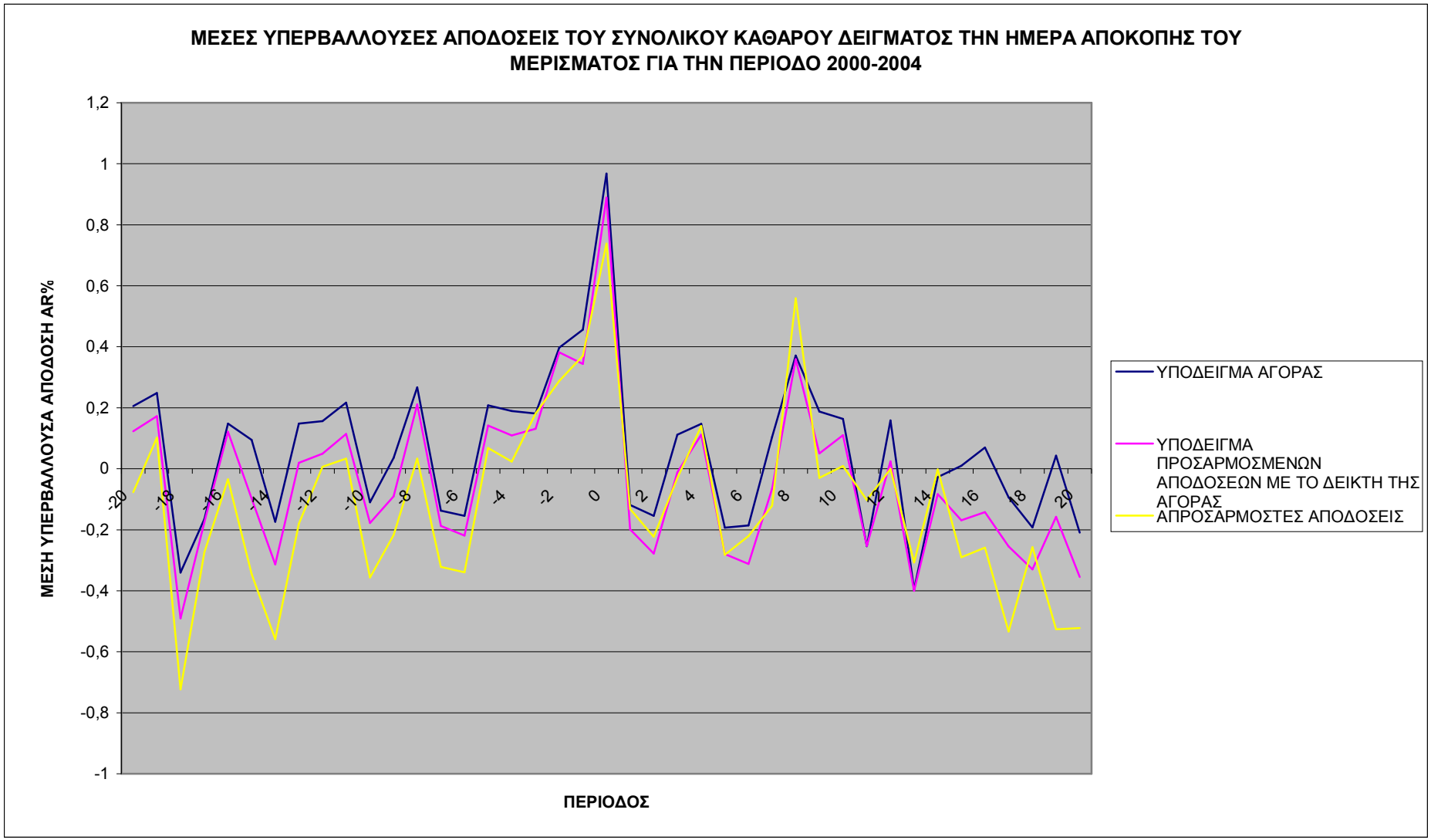
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.11.



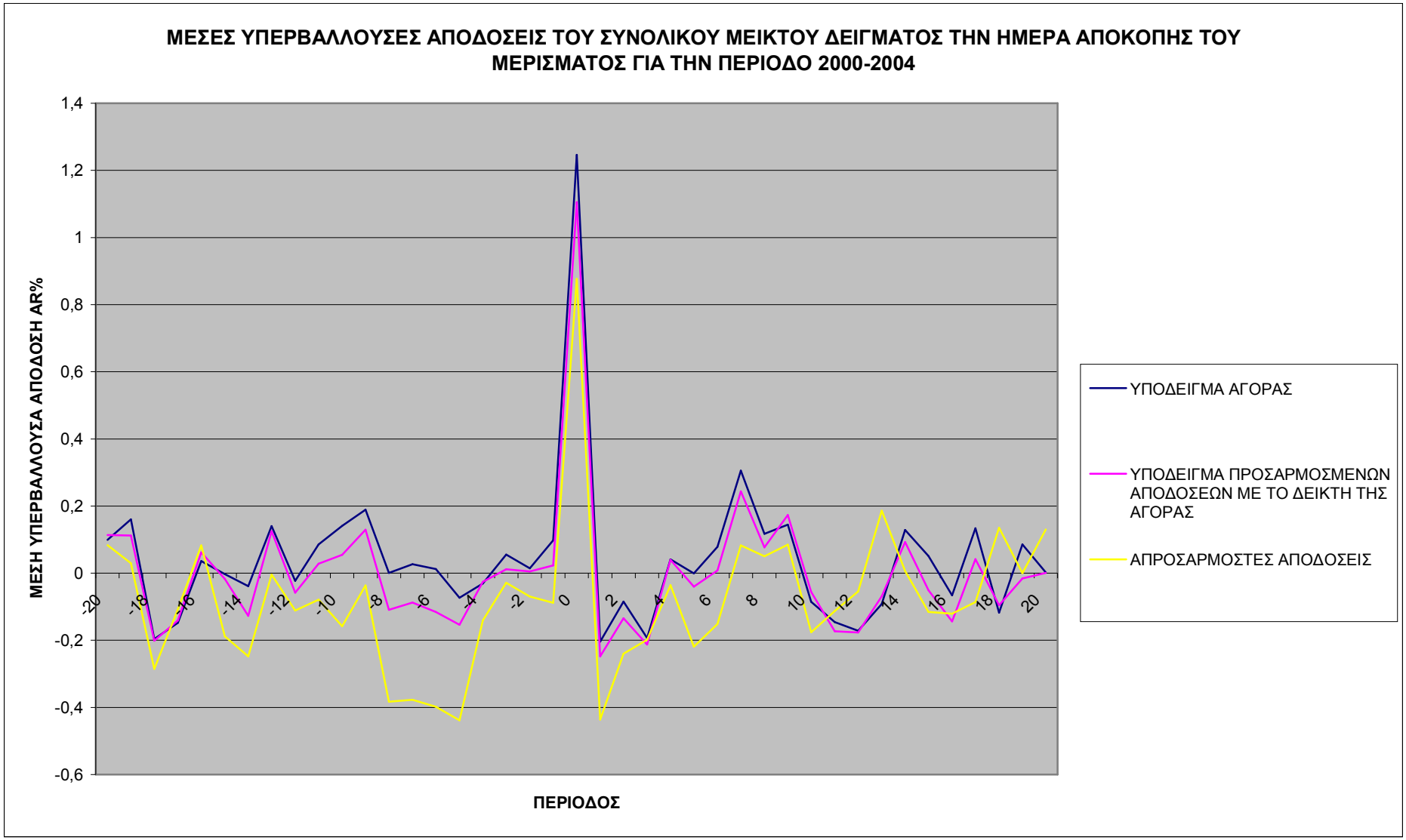
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.12.



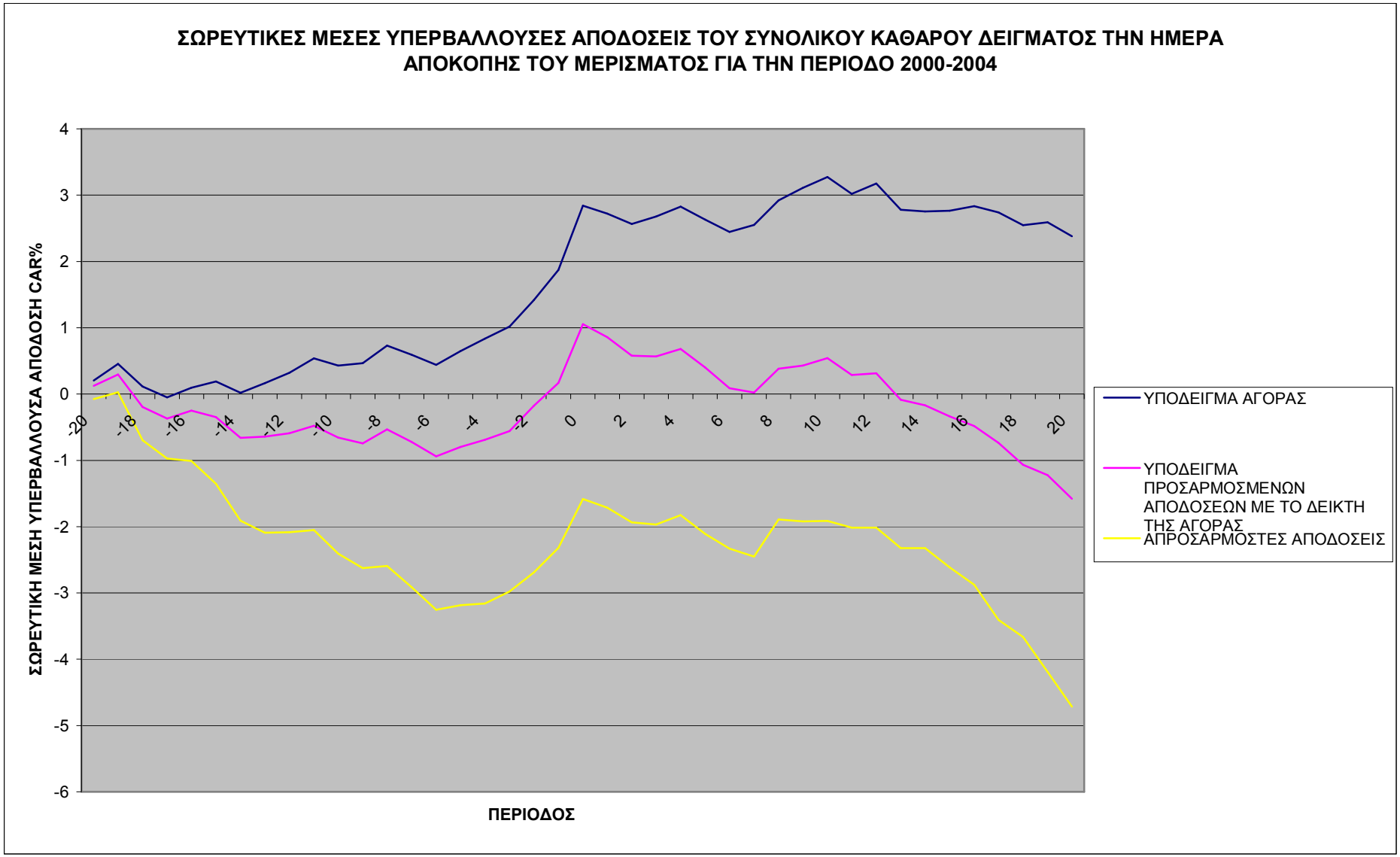
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.13.



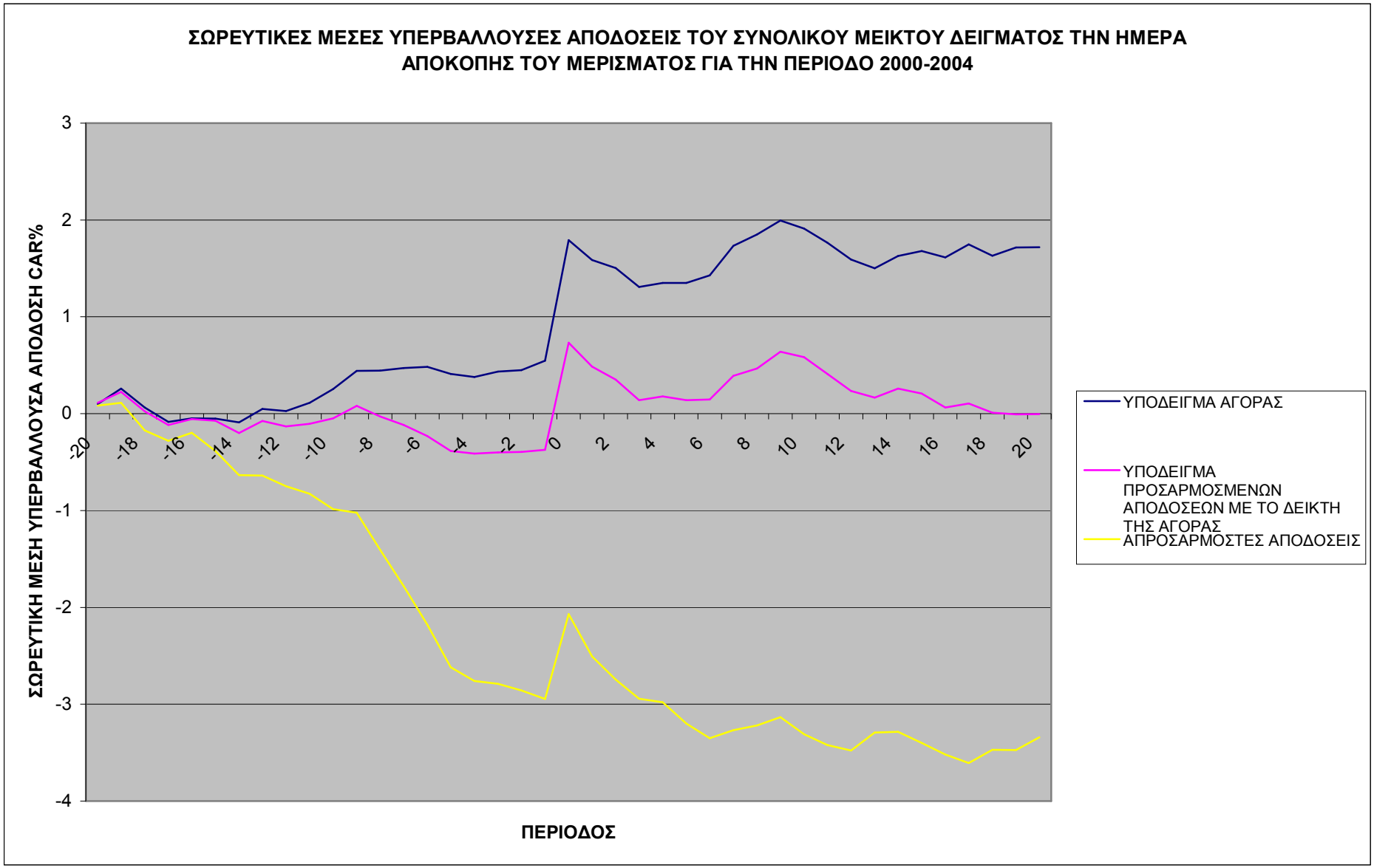
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.14.



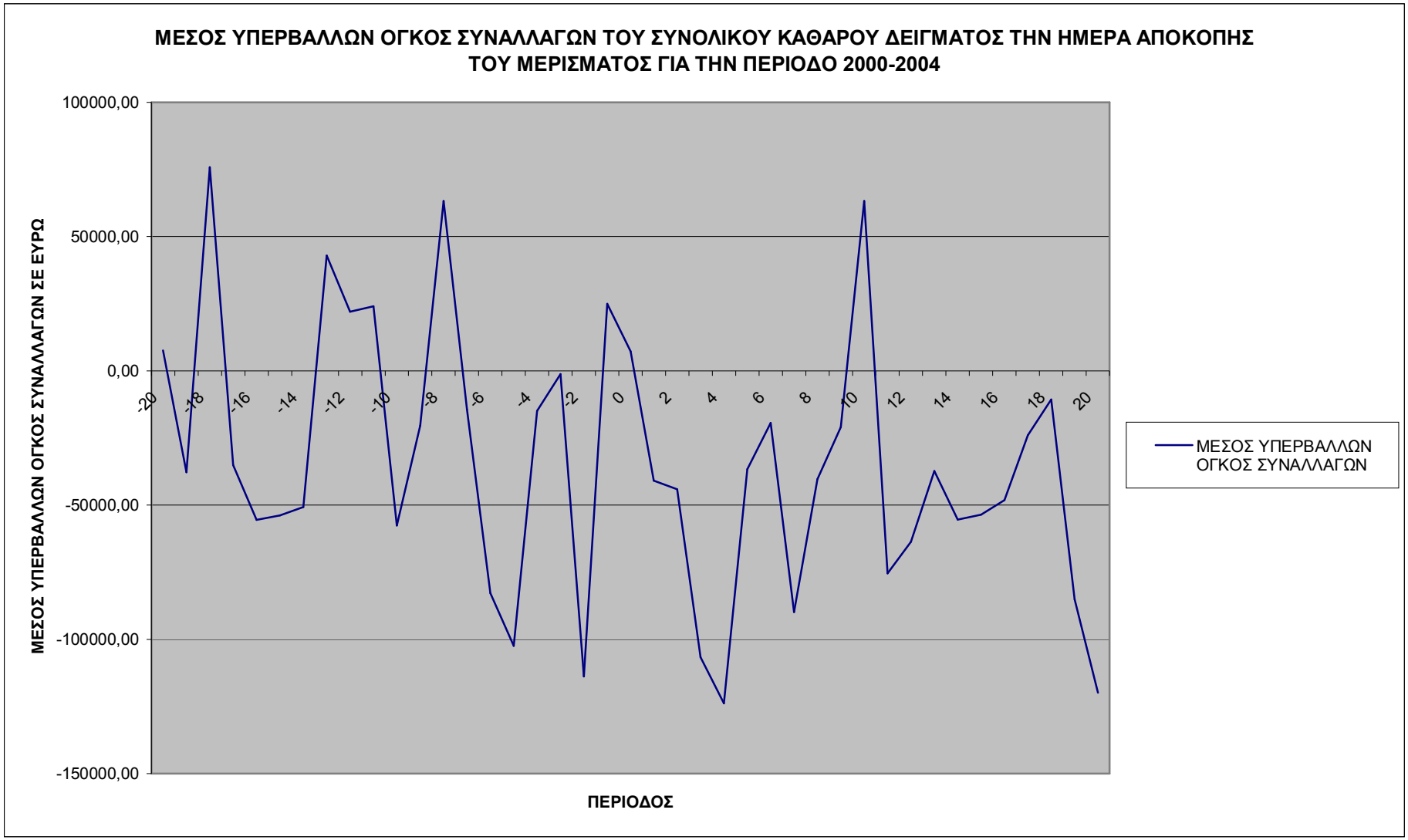
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.15.



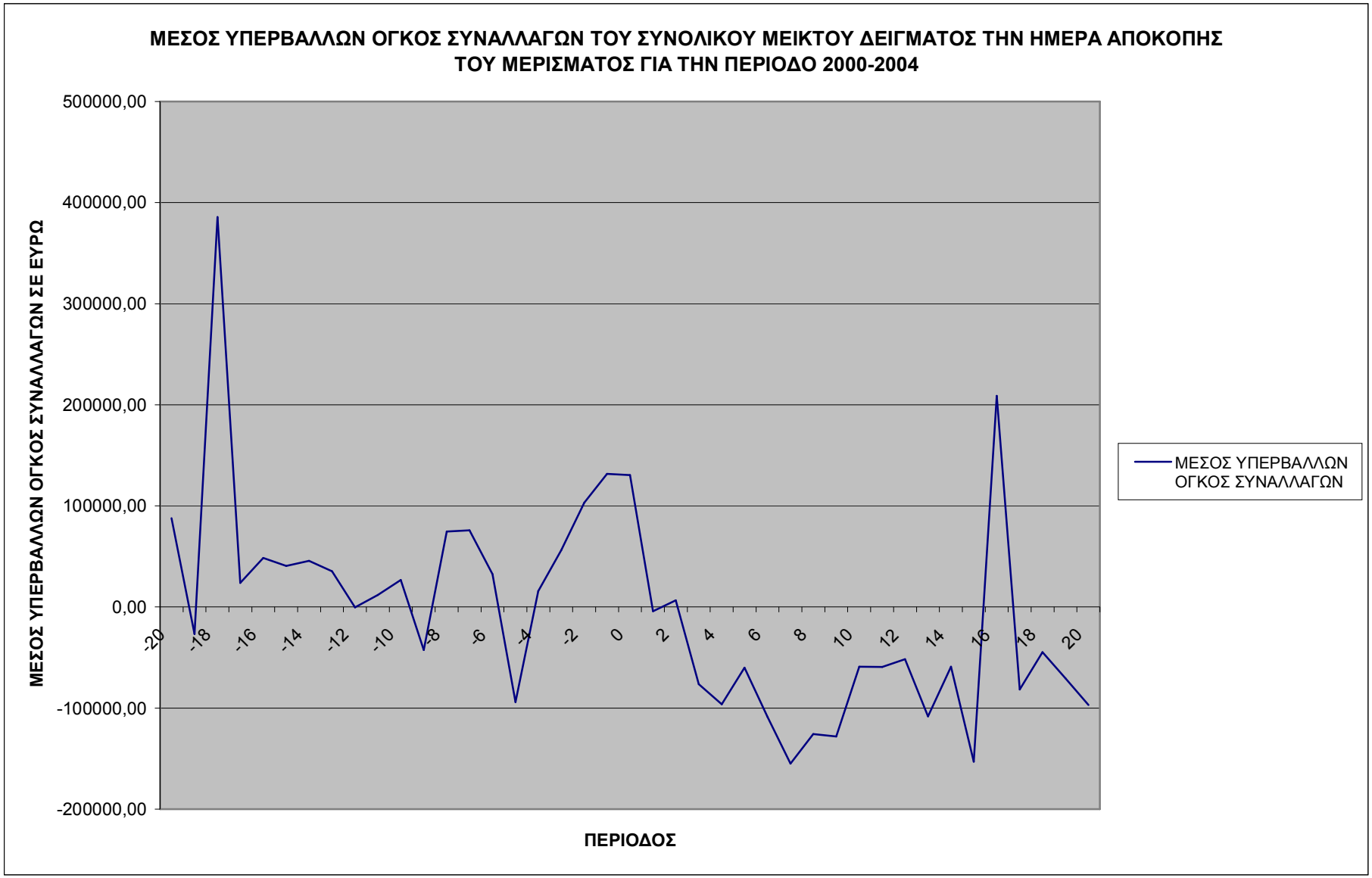
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.16.



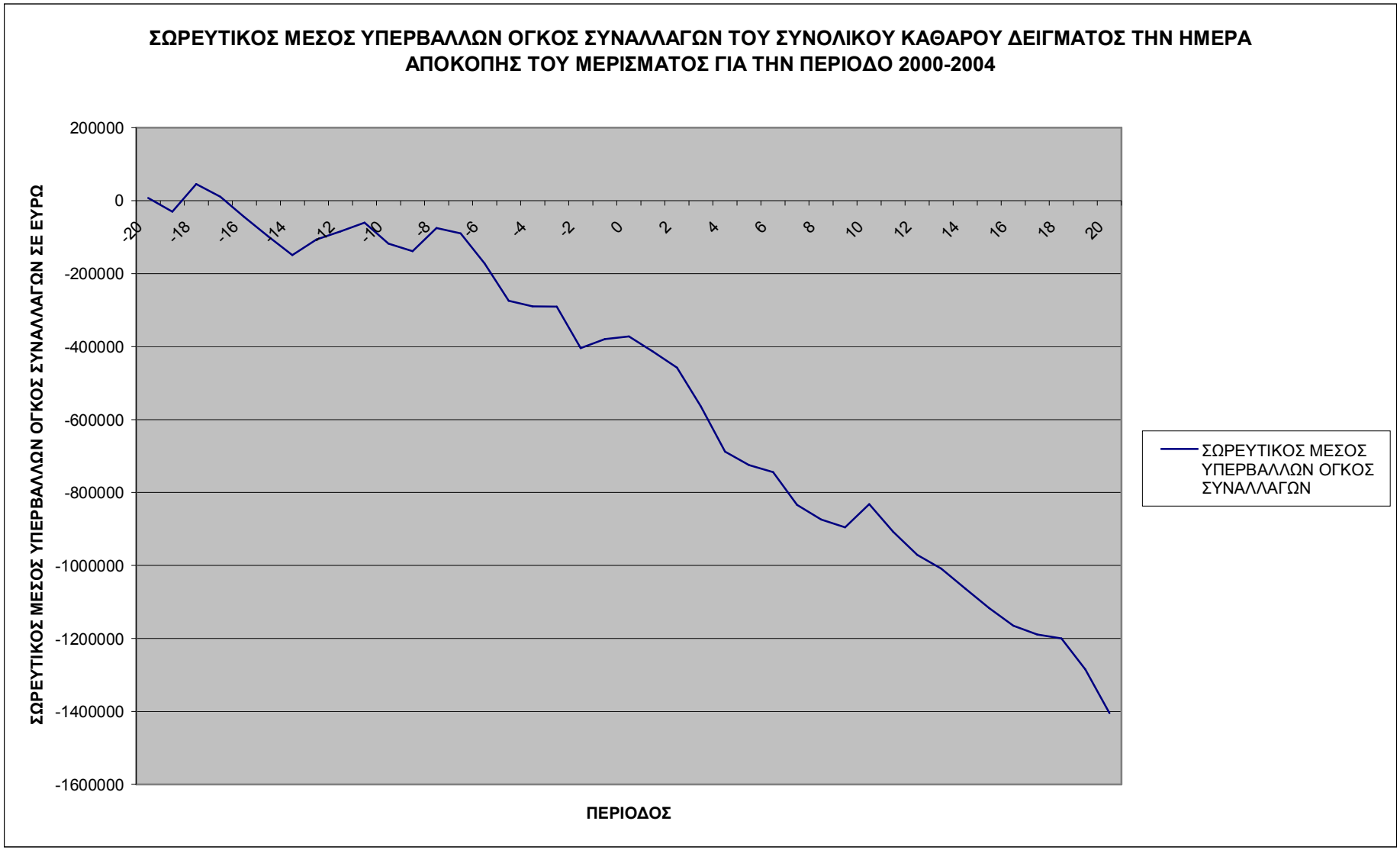
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.17.



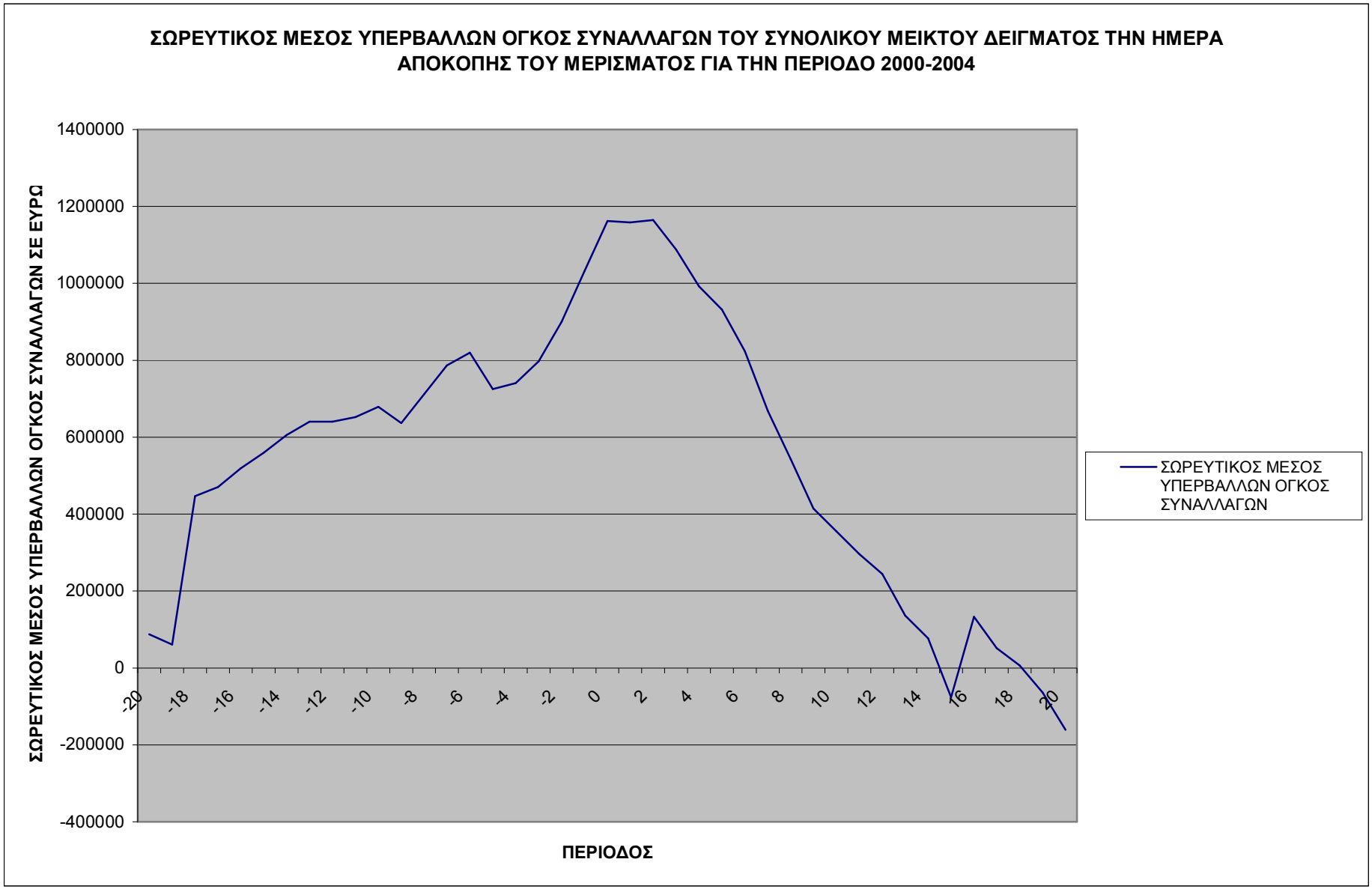
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.18.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.19.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.20.



4.2. ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.

Η ενότητα αυτή παρουσιάζει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος. Η εξεταζόμενη περίοδος καλύπτει τα έτη από το 2000 έως το 2004, δηλαδή, αφορά στα διανεμηθέντα μερίσματα των οικονομικών χρήσεων 1999-2003. Ακολουθώντας τη μεθοδολογία των μελετών της διεθνούς βιβλιογραφίας όπως αυτές παρουσιάστηκαν στο δεύτερο κεφάλαιο, οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος απομονώνονται από αυτές άλλων εταιρικών πράξεων, όπως είναι οι ανακοινώσεις κερδών, διάσπασης και σύμπτυξης μετοχών, αύξησης και μείωσης μετοχικού κεφαλαίου, αγοράς ιδίων μετοχών και εξαγορών και συγχωνεύσεων, 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-10, +10). Το τελικό δείγμα που προκύπτει είναι το συνολικό καθαρό δείγμα (uncontaminated sample). Ο λόγος που πραγματοποιείται η απομόνωση των προαναφερθέντων εταιρικών πράξεων από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι να διαχωριστεί η τυχόν επίδραση που έχει η ανακοίνωση διανομής μερίσματος στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών από την επίδραση που έχουν οι λοιπές εταιρικές πράξεις. Για λόγους σύγκρισης, εξετάζεται και το συνολικό μεικτό δείγμα (contaminated sample) των εταιριών που ανακοινώνουν και άλλες εταιρικές πράξεις 20 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Στη συνέχεια τα δύο δείγματα χωρίζονται σε ίσα τμήματα (quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση για την εξέταση της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων που προβλέπει θετική συσχέτιση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης και θετική συσχέτιση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης.

Εκτός από τα δύο παραπάνω δείγματα (καθαρό και μεικτό)[254] που αφορούν στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος, η παρούσα μελέτη εξετάζει και την ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος (dividend changes announcements). Συγκεκριμένα, εξετάζεται η μεταβολή του διανεμηθέντος μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου (αφελές υπόδειγμα), αλλά και σε σχέση με αυτό που ορίζει ως ελάχιστο ποσό προς διανομή ο νόμος 2190/1920. Σε πρώτη φάση, το συνολικό καθαρό δείγμα χωρίζεται σε έξι υποσύνολα ανάλογα με το ποσοστό μεταβολής του διανεμηθέντος μερίσματος σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου. Έτσι, τα πρώτα τέσσερα υποσύνολα που προκύπτουν αφορούν στην

[254] Δεν πραγματοποιείται διαχωρισμός του συνολικού δείγματος σε επιμέρους δείγματα ανάλογα με τον κλάδο (π.χ. Εμποροβιομηχανικό, Χρηματοοικονομικό) όπως γίνεται στη μελέτη της ημέρας αποκοπής του μερίσματος της περιόδου 1997-2004, λόγω του γεγονότος ότι οι εταιρίες του Χρηματοοικονομικού κλάδου (τράπεζες, ασφάλειες, εταιρίες Leasing, επενδυτικές εταιρίες) ανακοινώνουν τα οικονομικά τους αποτελέσματα ταυτόχρονα με την πρόθεση τους για διανομή μερίσματος. Συνεπώς, το συνολικό καθαρό δείγμα ταυτίζεται ουσιαστικά με αυτό των εταιριών του Εμποροβιομηχανικού κλάδου.

αύξηση του τρέχοντος μερίσματος (dividend increase) σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου α) από 0 έως 10%, β) από 10 έως 20%, γ) από 20 έως 30% και δ) από 30% και πάνω, το πέμπτο υποσύνολο εξετάζει τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος[255] (dividend reduction) και το έκτο υποσύνολο εξετάζει τη συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα ανακοίνωσης καμίας (μηδενικής) μεταβολής του μερίσματος (no dividend change). Σε δεύτερη φάση, η μεταβολή του τρέχοντος μερίσματος συγκρίνεται, πέρα από αυτό της προηγούμενης περιόδου, με το ελάχιστο ποσό προς διανομή που ορίζει ο νόμος 2190/1920. Έτσι, προκύπτουν δύο εξεταζόμενα υποσύνολα, αυτό που περιλαμβάνει τις εταιρίες που διανέμουν μεγαλύτερο μέρισμα από αυτό που ορίζει ο νόμος και αυτό που περιλαμβάνει τις εταιρίες που διανέμουν μικρότερο μέρισμα από αυτό που ορίζει ο νόμος. Τέλος, μελετάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης μερίσματος[256] (dividend initiation), καθώς επίσης και η συμπεριφορά του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου την ίδια ημέρα.

Για κάθε εξεταζόμενο δείγμα, τα αποτελέσματα της έρευνας αυτής παρουσιάζονται με τα ακόλουθα συνοπτικά μέσα: α) Ένα πίνακα που περιέχει τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, από την ημέρα -20 έως την ημέρα +20 όπου ημέρα 0 είναι η ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι υπολογισμένες με τρεις τρόπους: το υπόδειγμα της αγοράς, το υπόδειγμα των προσαρμοσμένων αποδόσεων με το δείκτη της αγοράς, και το υπόδειγμα των απροσάρμοστων υπερβαλλουσών αποδόσεων. Για κάθε ημέρα και για κάθε υπόδειγμα ακολουθεί η στατιστική του t-student. β) Μία γραφική παράσταση που απεικονίζει τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 40 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-20, +20), υπολογισμένες και με τα τρία προαναφερθέντα υποδείγματα. γ) Ένα πίνακα που περιέχει τις σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις και την αντίστοιχη στατιστική t-student για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους [π.χ. CAR (-20, -1), CAR (+1, +20) κτλ.] και με τα τρία υποδείγματα. δ) Μία γραφική παράσταση όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζονται οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (CAR) και στον οριζόντιο η περίοδος γεγονότος (ημέρες από -20 έως +20). ε) Ένα πίνακα που περιέχει το μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών, υπολογισμένο με το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών, για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, την αντίστοιχη στατιστική t-student και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών ως

[255] Στο δείγμα της ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος δεν πραγματοποιείται διαχωρισμός σε επιμέρους υποσύνολα του ανάλογα με το ποσοστό μείωσης, όπως γίνεται στο δείγμα της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος, λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων.

[256] Λόγω έλλειψης στοιχείων, η συμπεριφορά της αγοράς την ημέρα παράλειψης μερίσματος (dividend omission) δεν εξετάζεται.

ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών. στ) Μία γραφική παράσταση που απεικονίζει τον μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών για μία περίοδο 40 ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-20, +20). ζ) Ένα πίνακα που περιέχει το σωρευτικό μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους [π.χ. CAV (-20, -1), CAV (+1, +20) κτλ.] και την αντίστοιχη στατιστική t-student. η) Μία γραφική παράσταση όπου στον κάθετο άξονα απεικονίζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών (CAV) και στον οριζόντιο η περίοδος γεγονότος (ημέρες από -20 έως +20).

4.2.1. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Ο Πίνακας 4.78 και το Διάγραμμα 4.21 παρουσιάζουν τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για το συνολικό καθαρό δείγμα, ενώ ο Πίνακας 4.79 και το Διάγραμμα 4.22 παρουσιάζουν τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για το συνολικό μεικτό δείγμα. Τα αποτελέσματα από το συνολικό καθαρό δείγμα δείχνουν πως η πρόθεση του Δ.Σ. των εταιριών του Χ.Α. να διανείμουν μέρισμα χρήσης αποτελεί καλή είδηση για τους επενδυτές. Έτσι, την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρα 0) η αντίδραση των τιμών των μετοχών[257] είναι θετική (0,324%) και στατιστικά σημαντική (t = 1,66). Η θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών ξεκινά δύο ημέρες πριν από την ημέρα ανακοίνωσης (την ημέρα -2 είναι ίση με 0,304% και την ημέρα -1 είναι ίση με 0,286%) και διαρκεί δύο ημέρες μετά (την ημέρα +1 είναι ίση με 0,025% και την ημέρα +2 είναι ίση με 0,259%), χωρίς, ωστόσο, η αντίδραση αυτή να είναι στατιστικά σημαντική. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με τη μελέτη των Aharony, Falk και Swary (1988), που βρίσκουν επίσης για την ίδια περίοδο (-2, +2) θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών, τη μελέτη των Ghosh και Woolridge (1988) που βρίσκουν θετική αντίδραση τρεις ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και τη μελέτη των Eades, Hess και Kim (1985) που βρίσκουν θετική αντίδραση δύο ημέρες μετά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Ο λόγος που υπάρχει θετική αντίδραση πριν από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος οφείλεται σε δύο λόγους. Ο πρώτος λόγος έχει να κάνει με τον προσδιορισμό της ημέρας ανακοίνωσης. Όπως περιγράφηκε στην ενότητα 4.3.2. η συλλογή των ημερομηνιών ανακοίνωσης διανομής μερίσματος πραγματοποιήθηκε με την ανάγνωση δελτίων τύπου των εταιριών του Χ.Α. Ανάλογα με το μέσο δημοσίευσης (έντυπος τύπος ή διαδίκτυο), η ημέρα ανακοίνωσης μπορεί να διαφέρει έως και δύο ημέρες. Ένας άλλος λόγος ο οποίος έχει αναφερθεί για την ύπαρξη θετικής αντίδρασης των τιμών των μετοχών λίγες ημέρες πριν την ημέρα

[257] Αναφέρονται μόνο τα αποτελέσματα της αντίδρασης των τιμών των μετοχών υπολογισμένα με το υπόδειγμα της αγοράς για λόγους συντομίας αλλά και επειδή έχει αποδειχτεί καλύτερο από τα άλλα υποδείγματα.

ανακοίνωσης κάποιου εταιρικού γεγονότος (μερίσματος στην παρούσα μελέτη) που δεν οφείλεται στην ανακοίνωση άλλου σημαντικού εταιρικού γεγονότος είναι η διαρροή πληροφοριών[258]. Με άλλα λόγια, η πρόθεση του Δ.Σ. των εταιριών για διανομή μερίσματος γίνεται γνωστή σε κάποιους επενδυτές λίγες ημέρες νωρίτερα, με αποτέλεσμα να προτρέξουν για την αγορά των μετοχών και να αποκομίσουν υπεραποδόσεις. Οι επενδυτές αυτοί που γνωρίζουν το εταιρικό γεγονός νωρίτερα, θεωρείται ότι κατέχουν εσωτερική πληροφόρηση. Ωστόσο, στην παρούσα μελέτη η αντίδραση των τιμών των μετοχών εκτός από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρα 0) δεν είναι στατιστικά σημαντική που σημαίνει πως η τυχόν διαρροή πληροφοριών δεν είναι εκτεταμένη σε πολλούς επενδυτές ώστε να οδηγήσει σε μαζικό αγοραστικό ενδιαφέρον. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών μετά την ημέρα ανακοίνωσης μπορεί να οφείλεται στον προσδιορισμό της ημέρας ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ανάλογα με το μέσο δημοσίευσης, αλλά και σε μία καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς (sluggish market reaction[259]).

Ακολουθώντας τις μελέτες των Bajaj και Vijh (1990) και Lee και Yan (2003) η παρούσα μελέτη ορίζει ως περίοδο ανακοίνωσης τις ημέρες -1, 0 και +1. Ο λόγος που η περίοδος ανακοίνωσης περιλαμβάνει εκτός από την ημέρα 0 και τις ημέρες -1 και +1 έχει να κάνει με τον τρόπο συλλογής των ημερομηνιών ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, όπως αυτή περιγράφηκε στην ενότητα 3.3.3. Από τον Πίνακα 4.80 και το Διάγραμμα 4.23 όπου παρουσιάζονται οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του συνολικού καθαρού δείγματος για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους, διαπιστώνεται πως οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τριών ημερών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος [CAR (-1, +1)] είναι ίσες με 0,635% και στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Για καμία άλλη εξεταζόμενη περίοδο εκτός από αυτή των τριών και δύο ημερών [CAR (-1, +1) CAR(-1, 0)] οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Το γεγονός αυτό δείχνει πως η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος.

Για λόγους σύγκρισης, παραθέτονται τα αποτελέσματα του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004. Όπως έχει ήδη περιγραφεί, για αυτό το δείγμα δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση άλλων εταιρικών πράξεων γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Ο Πίνακας 4.79 και το Διάγραμμα 4.22 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά των μέσων υπερβαλλουσών αποδόσεων του συνολικού μεικτού δείγματος. Την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρα 0) η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 0,472%, στατιστικά

[258] Παρόμοια συμπεριφορά έχει καταγραφεί στις μελέτες των Jaffee (1974), Finnerty (1976) και Τσαγκαράκη (1993), οι οποίοι μελετούν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωση σημαντικών εταιρικών γεγονότων (π.χ. ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου).

[259] Βλέπε τη μελέτη των Eades, Hess και Kim (1985).

σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Η αντίστοιχη μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι σαφώς μικρότερη (0,324%) στο συνολικό καθαρό δείγμα. Ο λόγος που η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος του συνολικού μεικτού δείγματος είναι υψηλότερη έχει να κάνει με την επίδραση άλλων εταιρικών γεγονότων την ημέρα αυτή (π.χ. ανακοίνωση κερδών, εξαγορών και συγχωνεύσεων κα.). Παρόμοια με το συνολικό καθαρό δείγμα, το συνολικό μεικτό δείγμα εμφανίζει θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις δύο ημέρες πριν από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (0,319% την ημέρα -2 και 0,274% την ημέρα -1) και μάλιστα την ημέρα -2 η υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Με εξαίρεση την ημέρα +1 όπου η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι αρνητική (-0,077%), υπάρχουν θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις από την ημέρα +2 έως και την ημέρα +6. Ωστόσο, σε καμία από αυτές τις ημέρες οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Συγκρίνοντας τα αντίστοιχα αποτελέσματα του συνολικού καθαρού δείγματος με αυτά του συνολικού μεικτού δείγματος, παρατηρείται πως το δεύτερο δείγμα εμφανίζει υψηλότερες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και γύρω από αυτήν (με εξαίρεση την ημέρα +1) και πως η θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών επεκτείνεται μέχρι την ημέρα +6, σε αντίθεση με το συνολικό καθαρό δείγμα όπου η αντίδραση των τιμών των μετοχών περιορίζεται μέχρι την ημέρα +2. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στο ότι δεν έχει απομονωθεί η επίδραση των υπολοίπων εταιρικών γεγονότων την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και γύρω από αυτήν.

Ο Πίνακας 4.81 και το Διάγραμμα 4.24 παρουσιάζουν τις σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του συνολικού μεικτού δείγματος για διάφορες εξεταζόμενες περιόδους. Σε όλες τις εξεταζόμενες περιόδους, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές. Εξαίρεση αποτελούν οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις τριών και δύο ημερών [CAR (-1, +1) CAR(-1, 0)] οι οποίες είναι στατιστικά σημαντικές και ίσες με 0,668% και 0,745%, αντίστοιχα. Συνεπώς, το γεγονός της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος σε συνδυασμό με τις ανακοινώσεις άλλων εταιρικών γεγονότων την ίδια ημέρα, οδηγούν σε μεγαλύτερη αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα αυτή. Η ανακοίνωση άλλων εταιρικών γεγονότων τις υπόλοιπες ημέρες εκτός από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, αποτελεί μεν θετικό σήμα για τους επενδυτές, χωρίς ωστόσο να είναι τόσο ισχυρό όσο αυτό που εκπέμπουν οι ταυτόχρονες ανακοινώσεις διανομής μερίσματος και άλλων εταιρικών γεγονότων.

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρες -1, 0, +1) είναι σύμφωνα με αυτά της

διεθνούς βιβλιογραφίας[260] που υποστηρίζουν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Συγκεκριμένα, για το συνολικό καθαρό δείγμα, υπάρχουν θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, αλλά και τέσσερις ημέρες γύρω από αυτήν (-2, +2). Ωστόσο, μόνο η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι στατιστικά σημαντική. Το γεγονός αυτό σημαίνει πως η πρόθεση του Δ.Σ. των εταιριών του Χ.Α. να διανείμει μέρισμα εκπέμπει θετικό σήμα στην αγορά. Οι επενδυτές εκλαμβάνουν την ανακοίνωση διανομής μερίσματος ως καλή είδηση για την παρούσα και τη μελλοντική οικονομική κατάσταση της εταιρίας που προβαίνει στην παραπάνω ανακοίνωση. Έτσι, την ημέρα αυτή (ή και την επόμενη εργάσιμη εάν η ανακοίνωση γίνει γνωστή στο κοινό μετά τη λήξη της συνεδρίασης του Χ.Α.) οι επενδυτές δείχνουν αγοραστικό ενδιαφέρον για τη μετοχή της εταιρίας που προτίθεται να διανείμει μέρισμα, με αποτέλεσμα η τιμή της να αυξηθεί. Η ύπαρξη θετικής αντίδρασης των τιμών των μετοχών δύο ημέρες πριν και δύο ημέρες μετά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-2, +2) έχει να κάνει με τον τρόπο συλλογής των ημερομηνιών και του μέσου δημοσίευσης των, αλλά και με την πιθανή διαρροή της πληροφορίας για επικείμενη ανακοίνωση διανομής μερίσματος σε λίγους επενδυτές. Ωστόσο, η αντίδραση των τιμών των μετοχών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι στατιστικά μη σημαντική, πράγμα που σημαίνει πως η αγορά αντιδρά αποτελεσματικά στην ανακοίνωση εταιρικών γεγονότων (αποτελεσματική αγορά). Συγκρίνοντας την αντίστοιχη αντίδραση των τιμών των μετοχών του συνολικού μεικτού δείγματος με αυτή του συνολικού καθαρού δείγματος, παρατηρείται μεγαλύτερη αντίδραση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-1, 0, +1) για το πρώτο δείγμα. Επιπλέον, η θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών μετά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος διαρκεί περισσότερο. Η εξήγηση για την «εντονότερη» αντίδραση των τιμών των μετοχών του συνολικού μεικτού δείγματος σε σχέση με το συνολικό καθαρό δείγμα βρίσκεται στην ταυτόχρονη ανακοίνωση διανομής μερίσματος και άλλων σημαντικών εταιρικών γεγονότων.

4.2.2. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης Διανομής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Μία ακόμη πρωτοτυπία της παρούσας μελέτης είναι η εξέταση του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής και μεταβολής του μερίσματος. Οι Richardson, Sefcik και Thompson (1986) ήταν οι πρώτοι που εξέτασαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την

[260] Βλέπε, για παράδειγμα, τις μελέτες των Aharony, Swary και Falk (1988), Healy και Palepu (1988) κα.

ημέρα ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος και ακολούθησαν οι Gurgul, Mestel και Schleicher (2003) που εξέτασαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Ωστόσο, οι μελέτες των Richardson, Sefcik και Thompson (1986) και των Gurgul, Mestel και Schleicher (2003) εξέτασαν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος με διαφορετική προσέγγιση απ' ότι η παρούσα μελέτη. Συγκεκριμένα, οι δύο μελέτες υπολόγησαν τον όγκο συναλλαγών με βάση τον αριθμό των διακινηθέντων μετοχών ως ποσοστό του συνολικού αριθμού μετοχών της εταιρίας και όχι με βάση την αξία συναλλαγών. Παρόμοια με τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, η παρούσα διατριβή εξετάζει τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20), υιοθετώντας το υπόδειγμα του μέσου προσαρμοσμένου όγκου συναλλαγών όπως αυτό έχει ήδη περιγραφεί στην ενότητα 3.4.1.7.

Ο Πίνακας 4.82 και το Διάγραμμα 4.25 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών του συνολικού καθαρού δείγματος την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και 40 ημέρες γύρω από αυτήν (-20, +20). Διαπιστώνεται πως την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρα 0) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 49.135,87 Ευρώ, που αντιστοιχεί στο 5,74% του κανονικού όγκου συναλλαγών, ενώ την επόμενη ημέρα (ημέρα +1) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 22.844,48 Ευρώ, που αντιστοιχεί στο 2,67% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Σε καμία από τις δύο ημέρες ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Με λιγοστές εξαιρέσεις, τις υπόλοιπες ημέρες της εξεταζόμενης περιόδου ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Το αποτέλεσμα αυτό έρχεται να επιβεβαιώσει το αποτέλεσμα της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Δηλαδή, το γεγονός της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος εκλαμβάνεται ως θετικό σημάδι από τους επενδυτές, με αποτέλεσμα κάποιοι από αυτούς να προβαίνουν σε αγορά μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης ή και την επόμενη ημέρα (εάν δεν έχουν προλάβει να το πράξουν την πρώτη ημέρα). Έτσι, τις δύο αυτές ημέρες αυξάνεται ο όγκος συναλλαγών και οι τιμές των μετοχών.

Για λόγους σύγκρισης, παραθέτονται τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004. Όπως έχει ήδη γραφεί, για αυτό το δείγμα δεν έχει πραγματοποιηθεί απομόνωση των υπολοίπων εταιρικών γεγονότων πλην της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Τα αποτελέσματα από τον Πίνακα 4.83 και το Διάγραμμα 4.26 δείχνουν πως την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (ημέρα 0) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 136.250,85 Ευρώ, που αντιστοιχεί στο 11,88% του κανονικού όγκου συναλλαγών, ενώ την επόμενη ημέρα (ημέρα +1) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 176.605,52 Ευρώ, που αντιστοιχεί στο 15,40% του κανονικού όγκου

συναλλαγών. Σε καμία από τις δύο ημέρες ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Με λιγοστές εξαιρέσεις, τις υπόλοιπες ημέρες της εξεταζόμενης περιόδου ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα του συνολικού μεικτού δείγματος με αυτά του συνολικού καθαρού δείγματος, διαπιστώνεται πως στο πρώτο δείγμα η αντίδραση του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και την επόμενη ημέρα είναι μεγαλύτερη και σε αξία και ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών απ' ότι στο δεύτερο δείγμα. Η μεγαλύτερη αντίδραση του όγκου συναλλαγών του συνολικού μεικτού δείγματος οφείλεται στην ταυτόχρονη ανακοίνωση άλλων εταιρικών γεγονότων με αυτό της διανομής μερίσματος. Ωστόσο, και στα δύο δείγματα η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών λαμβάνει χώρα σε δύο μέρες, την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος (ημέρα 0) και την επόμενη ημέρα (ημέρα +1).

Προς επιβεβαίωση του παραπάνω αποτελέσματος εξετάζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών για διάφορες περιόδους γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Στον Πίνακα 4.84 και στο Διάγραμμα 4.27 απεικονίζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών (CAV) της περιόδου υπολογισμού για το συνολικό καθαρό δείγμα. Για όλες τις εξεταζόμενες περιόδους της περιόδου υπολογισμού (-20, +20), ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Ακόμη και για την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (-1, 0 +1), ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός και ίσος με -18.719,42 Ευρώ εξαιτίας του αρνητικού πρόσημου την ημέρα -1 (-90.699,76 Ευρώ) που υποσκελίζει τη θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών τις ημέρες 0 και +1. Στον Πίνακα 4.85 και στο Διάγραμμα 4.28 απεικονίζεται ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού του συνολικού μεικτού δείγματος. Όπως και στην περίπτωση του συνολικού καθαρού δείγματος, έτσι και στο συνολικό μεικτό δείγμα ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός για όλες τις εξεταζόμενες περιόδους, εκτός από αυτής της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος [CAV (-1, +1)], όπου είναι ίσος με 286.884,96 Ευρώ και της περιόδου δύο ημερών [CAV (-1, 0)], όπου είναι ίσος με 110.279,44 Ευρώ.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι σύμφωνα με αυτά της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών. Η είδηση της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος εκπέμπει θετικό σήμα στην αγορά, με συνέπεια κάποιοι επενδυτές να στρέφουν το αγοραστικό τους ενδιαφέρον σε αυτές τις μετοχές των εταιριών που προτίθονται να διανείμουν μέρισμα. Η αντίδραση των επενδυτών είναι άμεση, αφού η αγορά μετοχών λαμβάνει χώρα την ίδια ημέρα της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, ή το αργότερο την επόμενη ημέρα εάν η ανακοίνωση γίνει γνωστή μετά το τέλος της συνεδρίασης

του Χ.Α. Συγκρίνοντας την αντίδραση του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος του συνολικού καθαρού δείγματος με αυτήν του συνολικού μεικτού δείγματος, διαπιστώνεται πως η αντίδραση στο δεύτερο δείγμα είναι μεγαλύτερη και ως αξία και ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ταυτόχρονη ανακοίνωση άλλων εταιρικών γεγονότων με αυτό της ανακοίνωσης διανομής μερίσματος που επιδρούν θετικά στον όγκο συναλλαγών.

4.2.3. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Μεταβολής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Στην υποενότητα αυτή εξετάζεται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του συνολικού καθαρού δείγματος την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Για το σκοπό αυτό οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος χωρίζονται σε διάφορα υποσύνολα ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου[261]. Έτσι, διακρίνονται οι αυξήσεις μερίσματος, οι μειώσεις μερίσματος και οι μηδενικές μεταβολές του μερίσματος. Λόγω του μεγαλύτερου αριθμού των αυξήσεων σε σχέση με αυτών των μειώσεων και των μηδενικών μεταβολών, γίνεται περαιτέρω διαχωρισμός των αυξήσεων ανάλογα με το ποσοστό της αύξησης. Διακρίνονται τέσσερα υποσύνολα αυξήσεων του μερίσματος: από 0 έως 10%, β) από 10 έως 20%, γ) από 20 έως 30% και δ) από 30% και πάνω. Σε δεύτερο στάδιο, οι μεταβολές του μερίσματος διακρίνονται σε αυξήσεις και μειώσεις ανάλογα με το ποσό που ορίζει ο νόμος ως ελάχιστο προς διανομή. Εάν το διανεμηθέν ποσό είναι μεγαλύτερο από αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο νόμος, τότε θεωρείται ότι υπάρχει αύξηση του μερίσματος, ενώ εάν το διανεμηθέν ποσό είναι μικρότερο από αυτό που ορίζει ως ελάχιστο προς διανομή ο νόμος, τότε θεωρείται ότι υπάρχει μείωση του μερίσματος.

Στον Πίνακα 4.86 και στο Διάγραμμα 4.29 απεικονίζεται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος και 40 ημέρες γύρω από αυτήν. Ως αύξηση του μερίσματος θεωρείται οποιοδήποτε διανεμηθέν ποσό ανά μετοχή (μέρισμα ανά μετοχή) μεγαλύτερο από αυτό της προηγούμενης περιόδου. Τα αποτελέσματα δείχνουν μία θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών την προηγούμενη ημέρα και την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος. Συγκεκριμένα, την ημέρα -1 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση, υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς[262] των Brown και Warner (1985), είναι ίση με 0,707% και την ημέρα 0 ίση με 0,488%, και οι δύο στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας

[261] Ο καθορισμός της μεταβολής του τρέχοντος μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου πραγματοποιείται με το αφελές υπόδειγμα (naïve model).

[262] Για λόγους συντομίας, αναφέρονται μόνο τα αποτελέσματα από το υπόδειγμα της αγοράς, αφού σύμφωνα με τους Brown και Warner (1985) το υπόδειγμα αυτό είναι ανώτερο από τα υπόλοιπα.

0,05 και 0,1, αντίστοιχα. Συνολικά, για την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (ημέρες -1, 0 και +1), η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 1,116%, στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 (Πίνακας 4.95 και Διάγραμμα 4.30). Η ύπαρξη θετικής και στατιστικά σημαντικής υπερβάλλουσας απόδοσης την ημέρα -1 έχει να κάνει με τον τρόπο προσδιορισμού της ημέρας ανακοίνωσης, όπως έχει ήδη περιγραφεί. Μία άλλη διαπίστωση από τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος έχει να κάνει με το γεγονός πως η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι άμεση και χωρίς καθυστέρηση. Έτσι, τις επόμενες ημέρες μετά την ημέρα 0, οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι ως επί των πλείστων αρνητικές και στατιστικά μη σημαντικές. Επιπρόσθετα, δεν παρατηρείται αξιοσημείωτη και στατιστικά σημαντική αντίδραση πριν από την ημέρα -1. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει διαρροή της πληροφορίας για επικείμενη αύξηση του μερίσματος.

Για την πληρέστερη εξέταση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος, το δείγμα των αυξήσεων χωρίζεται σε επιμέρους υποσύνολα ανάλογα με το ποσοστό της αύξησης σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Ο Πίνακας 4.87 και το Διάγραμμα 4.31 δείχνουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%. Η αντίδραση την ημέρα 0 είναι ίση με 0,140% στατιστικά μη σημαντική. Επίσης, τις ημέρες -1 και +1, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 0,057% και 0,104%, αντίστοιχα. Και τις δύο αυτές ημέρες η αντίδραση είναι στατιστικά μη σημαντική. Συγκρίνοντας την αντίδραση αυτή με την αντίστοιχη του συνολικού δείγματος των αυξήσεων, παρατηρείται πως υπολείπεται αρκετά σε ποσοστό. Συγκεκριμένα, από τον Πίνακα 4.96 και το Διάγραμμα 4.32 όπου παρουσιάζονται οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις για διάφορες περιόδους, διαπιστώνεται πως η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,3%, ενώ η αντίστοιχη σωρευτική απόδοση του συνολικού δείγματος των αυξήσεων είναι στατιστικά σημαντική και ίση με 1,116% (Πίνακας 4.95). Επιπλέον, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις πριν από την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10% [CAR (-20, 0), CAR (-10, 0) και CAR (-5, 0)] είναι στατιστικά μη σημαντικές και αρνητικές (-0,320%, -0,935% και -0,140%, αντίστοιχα), ενώ οι αντίστοιχες του συνολικού δείγματος των αυξήσεων είναι θετικές (0,691%, 0,826% και 0,563%, αντίστοιχα). Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει πως η πληροφορία για την ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10% δεν έχει διαρρεύσει ώστε να οδηγήσει σε θετική αντίδραση αρκετές ημέρες πριν την επίσημη ημέρα ανακοίνωσης.

Στον Πίνακα 4.88 και στο Διάγραμμα 4.33 παρουσιάζεται η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 10 έως 20%. Την ημέρα της

ανακοίνωσης (ημέρα 0) η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 0,158%, αλλά στατιστικά μη σημαντική. Τις ημέρες -1 και +1 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,156% και 0,154%, αντίστοιχα. Συγκρίνοντας τις αποδόσεις αυτές με τις αντίστοιχες του συνολικού δείγματος και του υποσυνόλου των αυξήσεων από 0 έως 10%, διαπιστώνεται πως είναι μικρότερες από το συνολικό δείγμα, αλλά μεγαλύτερες από το πρώτο υποσύνολο (αυξήσεις από 0 έως 10%). Από τον Πίνακα 4.97 και το Διάγραμμα 4.34, επιβεβαιώνεται η παραπάνω διαπίστωση, μιας και η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,468%, σαφώς μικρότερη του συνολικού δείγματος των αυξήσεων (1,116%) και μεγαλύτερη του πρώτου υποσυνόλου (0,3%).

Ο Πίνακας 4.89 και το Διάγραμμα 4.35 παρουσιάζει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 20 έως 30%. Στο υποσύνολο αυτό, η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι ακόμη μεγαλύτερη από αυτή των δύο προηγούμενων υποσυνόλων. Την ημέρα -1 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 0,905%, ενώ την ημέρα 0 είναι ίση με 0,286%. Και στις δύο ημέρες οι αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές. Σε αντίθεση με τα δύο προηγούμενα υποσύνολα, στο υποσύνολο της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από 20 έως 30% η ημέρα +1 δεν είναι θετική, αλλά αρνητική (-0,588%). Το γεγονός αυτό δείχνει πως η ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 20 έως 30% οδηγεί την αγορά να αντιδράσει άμεσα. Εξετάζοντας τη σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] διαπιστώνεται ότι είναι ίση με 0,603%, στατιστικά μη σημαντική αλλά πολύ υψηλότερη της αντίστοιχης σωρευτικής απόδοσης των δύο πρώτων υποσυνόλων (Πίνακας 4.98 και Διάγραμμα 4.36).

Τέλος, εξετάζεται η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος άνω του 30%. Από τον Πίνακα 4.90 και το Διάγραμμα 4.37 διαπιστώνεται πως η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι υψηλότερη από κάθε άλλο υποσύνολο, ακόμη και από αυτό του συνολικού δείγματος των αυξήσεων. Πιο συγκεκριμένα, η αντίδραση των τιμών μετοχών είναι θετική από την ημέρα -2 (0,489%) και συνεχίζει μέχρι την ημέρα 0. Τις ημέρες -1 και 0 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι ίση με 0,791% και 0,603%, αντίστοιχα και μάλιστα στατιστικά σημαντική. Την επόμενη ημέρα (ημέρα +1) η απόδοση είναι αρνητική (-0,384%) που σημαίνει πως η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι άμεση. Από τον Πίνακα 4.99 και το Διάγραμμα 4.38 επιβεβαιώνεται το συμπέρασμα ότι οι αυξήσεις μερίσματος άνω του 30% περιέχουν μεγαλύτερο πληροφοριακό περιεχόμενο απ' ότι οι μικρότερες ποσοστιαίες αυξήσεις. Η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1 και ίση με 1,011%.

Συνολικά, από τη μελέτη της αντίδρασης των τιμών των μετοχών την ημέρα (και την περίοδο) ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος συμπεραίνεται πως οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου αποτελούν καλή είδηση για την αγορά, οδηγώντας σε αύξηση των τιμών την ημέρα της ανακοίνωσης. Η αύξηση των τιμών των μετοχών διαπιστώνεται πως συσχετίζεται θετικά με το ποσοστό αύξησης του μερίσματος. Έτσι, οι μικρές ποσοστιαίες αυξήσεις οδηγούν σε θετικές αλλά στατιστικά μη σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, ενώ οι μεγάλες ποσοστιαία αυξήσεις (κυρίως άνω του 30%) οδηγούν σε θετικές και στατιστικά σημαντικές υπερβάλλουσες αποδόσεις που υπερβαίνουν ακόμη και αυτές του συνολικού δείγματος των αυξήσεων.

Πέρα από τις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος, εξετάζονται και αυτές της μείωσης του μερίσματος και αυτές της μηδενικής μεταβολής του. Ο Πίνακας 4.91 και το Διάγραμμα 4.39 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος. Τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων η οποία προβλέπει αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος. Έτσι, την ημέρα -1 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,329%, την ημέρα 0 είναι επίσης στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,007% και την ημέρα +1 είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,025%. Συνεπώς, η ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος εκλαμβάνεται ως δυσάρεστη από τους επενδυτές, με αποτέλεσμα να οδηγεί κάποιους από αυτούς σε πώληση των μετοχών και έτσι να υπάρχει πτώση των τιμών αυτών των μετοχών.

Ωστόσο, πρέπει να επισημανθεί πως η αντίδραση των τιμών των μετοχών, αν και άμεση, δεν είναι τόσο έντονη όσο θα περίμενε κανείς. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται εξετάζοντας τον Πίνακα 4.100 και το Διάγραμμα 4.40 όπου αποτυπώνονται οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις γύρω από την ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος. Η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,360%. Συγκρίνοντας την αντίδραση αυτή με την αντίστοιχη αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος, διαπιστώνεται πως στη δεύτερη περίπτωση η αντίδραση είναι μεγαλύτερη και εντονότερη (1,116%). Επιπρόσθετα, μετά την αρνητική αντίδραση στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος παρατηρείται μία αντιστροφή του κλίματος από την ημέρα +2 (Πίνακας 4.91), όπου για αρκετές ημέρες υπάρχουν θετικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις, αν και στατιστικά μη σημαντικές. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να οφείλεται στην ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μετά από μία πτώση των τιμών των μετοχών, όπου κάποιοι επενδυτές σπεύδουν να εκμεταλλευτούν αγοράζοντας τις μετοχές με το μειωμένο μέρισμα. Επίσης, η σχετικά μικρότερη αντίδραση των τιμών των μετοχών στην

ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος σε σχέση με αυτήν της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος μπορεί να οφείλεται στους λόγους που οδήγησαν την επιχείρηση να διανείμει μειωμένο μέρισμα. Για παράδειγμα, μία ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος λόγω ανάληψης επενδυτικού προγράμματος με εσωτερική χρηματοδότηση εκπέμπει μικρότερο αρνητικό σήμα στην αγορά απ' ότι μια ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος λόγω οικονομικών δυσκολιών. Η εξέταση, όμως, των λόγων που οδήγησαν στην ανακοίνωση διανομής μειωμένου μερίσματος δεν αποτελούν αντικείμενο προς διερεύνηση της παρούσας μελέτης.

Τέλος, διερευνάται η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος, δηλαδή, της διανομής μερίσματος ανά μετοχή ακριβώς του ίδιου ποσού με αυτό της προηγούμενης περιόδου. Ο Πίνακας 4.92 και το Διάγραμμα 4.41 δείχνουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος. Όπως αναμενόταν, η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι θετική αλλά όχι στατιστικά σημαντική την ημέρα 0 (0,298%). Επίσης, τις ημέρες -1 και +1 η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,018% και -0,004%, αντίστοιχα. Με άλλα λόγια, η ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος εκπέμπει ένα ουδέτερο σήμα στην αγορά. Οι επενδυτές φαίνεται να μην αντιδρούν στην ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος. Από τον Πίνακα 4.101 και το Διάγραμμα 4.42 διαπιστώνεται η παραπάνω συμπεριφορά. Συγκεκριμένα, η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,276%.

Ένας δεύτερος τρόπος εξέτασης της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μεταβολής του μερίσματος πραγματοποιείται με τη βοήθεια του άρθρου 44 του νόμου 2190/1920[263] που ορίζει το ελάχιστο προς διανομή ποσό που πρέπει να πληρώνουν στους μετόχους οι εισηγμένες εταιρίες του Χ.Α. Το συνολικό δείγμα των ανακοινώσεων διανομής μερίσματος χωρίζεται σε δύο επιμέρους υποσύνολα ανάλογα με το αν το τελικά διανεμόμενο μέρισμα είναι μεγαλύτερο από το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος ή μικρότερο από το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος. Έτσι, δημιουργούνται δύο υποσύνολα, αυτό των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος και αυτό των ανακοινώσεων μείωσης του μερίσματος[264].

Ο Πίνακας 4.93 και το Διάγραμμα 4.43 παρουσιάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι παρόμοια με αυτή του δείγματος

[263] Βλέπε τρίτο κεφάλαιο.

[264] Δεν παρατηρήθηκε καμία περίπτωση διανομής ποσού ακριβώς ίσου με το ελάχιστο προς διανομή που ορίζει ο νόμος. Συνεπώς δεν εξετάζεται δείγμα που περιλαμβάνει ανακοινώσεις μηδενικής μεταβολής του μερίσματος.

των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος υπολογισμένες με το αφελές υπόδειγμα. Συγκεκριμένα, υπάρχουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα -2 (0,485%), την ημέρα -1 (0,623%) και την ημέρα 0 (0,677%). Η θετική αντίδραση συνεχίζεται μέχρι την ημέρα +6, χωρίς, ωστόσο, (με εξαίρεση την ημέρα +2) να είναι στατιστικά σημαντική. Συγκριτικά η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην περίπτωση των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος είναι μεγαλύτερη και διαρκεί περισσότερο απ' ότι η αντίστοιχη αντίδραση στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος υπολογισμένες με το αφελές υπόδειγμα.

Από τον Πίνακα 4.102 και το Διάγραμμα 4.44, διαπιστώνεται πως η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίση με 1,320% (έναντι 1,116% στην περίπτωση των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος με τη βοήθεια του αφελούς υποδείγματος). Επιπρόσθετα, η αντίδραση των τιμών των μετοχών διαρκεί και μετά την περίοδο ανακοίνωσης όπως φαίνεται από τις σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις 20, 10 και 5 ημερών μετά την ημέρα 0 [CAR (+1, +20), CAR (+1, 10), CAR (+1, +5)] όπου είναι στατιστικά σημαντικές και ίσες με 2,353%, 1,940% και 1,125%, αντίστοιχα. Ο λόγος που η αντίδραση των τιμών των μετοχών διαρκεί και μετά την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0 και +1) έχει να κάνει με τη γνώση του νόμου που προσδιορίζει το ποσό προς διανομή από τους ίδιους τους επενδυτές, καθώς και τον τρόπο υπολογισμού του ελάχιστου προς διανομή ποσού. Με άλλα λόγια, πολλοί επενδυτές είτε δεν έχουν πλήρη γνώση των διατάξεων του νόμου που ορίζει το ελάχιστο ποσό προς διανομή, είτε δεν προσπαθούν να υπολογίσουν το ελάχιστο ποσό που πρέπει να διανεμηθεί. Έτσι, λίγοι επενδυτές που έχουν καλή γνώση του νόμου αντιλαμβάνονται αν το τρέχον μέρισμα είναι αυξημένο σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου και έπειτα ακολουθούν οι υπόλοιποι επενδυτές, με αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών να αυξάνονται αρκετές ημέρες μετά την ημέρα ανακοίνωσης. Σε κάθε περίπτωση, ο τρόπος υπολογισμού της μη αναμενόμενης αύξησης του μερίσματος σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 είναι πολύπλοκος και δεν θα μπορούσε κάποιος μη μυημένος να την υπολογίσει. Το πιθανότερο είναι πως η πλειοψηφία των επενδυτών κρίνει αν το τρέχον διανεμηθέν μέρισμα είναι αυξημένο συγκρίνοντας το με το αντίστοιχο της προηγούμενης περιόδου.

Παρόμοια με τον υπολογισμό της αύξησης του μερίσματος σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου 2190/1920, υπολογίζεται και η μείωση του μερίσματος. Ο Πίνακας 4.94 και το Διάγραμμα 4.45 παρουσιάζουν την αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος. Την ημέρα 0, η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι θετική (0,154%), αλλά στατιστικά μη σημαντική.

Αντίθετα, τις υπόλοιπες δύο ημέρες της περιόδου ανακοίνωσης (ημέρες -1 και +1), η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι αρνητική (-0,198% και -0,142%). Η αρνητική αντίδραση συνεχίζεται, χωρίς να είναι στατιστικά σημαντική, και τις ημέρες +2 (-0,170%) και +3 (-0,129%). Συνολικά, η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με -0,187% (Πίνακας 4.103 και Διάγραμμα 4.46).

Συγκρίνοντας την παραπάνω αντίδραση με την αντίστοιχη της ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το αφελές υπόδειγμα, παρατηρείται πως στη δεύτερη περίπτωση η αντίδραση είναι μεγαλύτερη. Συγκεκριμένα, η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι ίση με -0,360% (Πίνακας 4.100), ενώ στην πρώτη περίπτωση είναι ίση με -0,187% (Πίνακας 4.103). Μία άλλη διαφορά είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών την ημέρα 0. Στην περίπτωση της ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το αφελές υπόδειγμα, η αντίδραση των τιμών των μετοχών είναι αρνητική την ημέρα 0 καθώς και την περίοδο ανακοίνωσης (-1, 0, +1). Αντίθετα, στην περίπτωση ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος, η αντίδραση την ημέρα 0 είναι θετική και αρνητική τις άλλες δύο ημέρες της περιόδου ανακοίνωσης. Ο λόγος που η αντίδραση των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος είναι μικρότερη έχει να κάνει με τη γνώση των διατάξεων του νόμου 2190/1920 για τη διανομή των καθαρών κερδών των εταιριών από την πλευρά των επενδυτών. Ελάχιστοι επενδυτές γνωρίζουν τις διατάξεις του νόμου και ακόμη λιγότεροι μπαίνουν στη διαδικασία να υπολογίσουν το ελάχιστο προς διανομή ποσό. Έτσι, η ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος καθυστερεί να αποκωδικοποιηθεί από την πλειοψηφία των επενδυτών, με αποτέλεσμα την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) να μην είναι σε θέση να γνωρίζουν το πρόσημο της μεταβολής και ουσιαστικά να μην αντιδρούν.

Συνολικά, τα αποτελέσματα από την εξέταση της αντίδρασης των τιμών μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος είναι σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας[265] που υποστηρίζουν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Υπολογίζοντας τη μη αναμενόμενη μεταβολή του μερίσματος είτε με το αφελές υπόδειγμα, είτε με τις διατάξεις του νόμου 2190/1920, η αντίδραση των τιμών των μετοχών κινείται ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής. Έτσι, μία μη αναμενόμενη θετική μεταβολή του μερίσματος οδηγεί σε θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών, μία μη αναμενόμενη αρνητική μεταβολή του μερίσματος οδηγεί σε αρνητική αντίδραση των τιμών των μετοχών, ενώ μία μηδενική μεταβολή του μερίσματος δεν οδηγεί σε καμία ουσιαστικά αντίδραση. Η θετική αντίδραση των τιμών των

[265] Βλέπε, για παράδειγμα, τις μελέτες των Aharony, Swary και Falk (1988), Healy Palepu (1988) κα.

μετοχών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος είναι συνάρτηση του ποσοστού αύξησης. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό αύξησης του μερίσματος σε σύγκριση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου, τόσο μεγαλύτερη είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών. Συγκρίνοντας την αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος σε σχέση με αυτές της μείωσης του μερίσματος, διαπιστώνεται πως στις πρώτες η αντίδραση είναι μεγαλύτερη και στατιστικά σημαντική. Η εξήγηση για τη μη συμμετρική αντίδραση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος έχει να κάνει με την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μετά από μία πτώση των τιμών των μετοχών, αλλά και με τους λόγους που οδήγησαν στην απόφαση για διανομή μειωμένου μερίσματος.

4.2.4. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης Μεταβολής του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Στην υποενότητα αυτή εξετάζεται η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών του συνολικού καθαρού δείγματος την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Όπως στην περίπτωση της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών, έτσι και στην περίπτωση της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος χωρίζονται σε διάφορα υποσύνολα ανάλογα με το πρόσημο της μεταβολής του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου, αλλά και σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος 2190/1920.

Ο Πίνακας 4.104 και το Διάγραμμα 4.47 δείχνουν τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος και 40 ημέρες γύρω από αυτήν. Την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (ημέρα 0) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 178.557,57 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 17,11% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Την ημέρα +1 υπάρχει επίσης θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος. Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 98.984,59 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 9,49% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Τις υπόλοιπες ημέρες, πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων που προβλέπει μία θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση θετικής εταιρικής πληροφορίας, όπως είναι αυτή της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος. Όπως στην περίπτωση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών, έτσι και ο όγκος συναλλαγών αντιδρά θετικά την ημέρα 0 στην πληροφορία για διανομή αυξημένου μερίσματος σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές στο άκουσμα της είδησης για διανομή αυξημένου μερίσματος από κάποιες μετοχές σπεύδουν να τις

αγοράσουν, με αποτέλεσμα να υπάρχει υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης και την επόμενη ημέρα (ημέρα +1). Ο λόγος που υπάρχει υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα +1 έχει να κάνει με το γεγονός της χρονικής στιγμής ανακοίνωσης της είδησης για αυξημένο μέρισμα, αλλά και τον τρόπο δημοσίευσής της. Εάν η ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος λάβει χώρα μετά το τέλος της συνεδρίασης του Χ.Α. οι επενδυτές θα εκδηλώσουν το αγοραστικό τους ενδιαφέρον την επόμενη ημέρα. Επίσης, ο τρόπος δημοσίευσης της είδησης για διανομή αυξημένου μερίσματος (διαδίκτυο, έντυπος τύπος) μπορεί να οδηγήσει σε καθυστερημένη αντίδραση από την πλευρά των επενδυτών. Σε κάθε περίπτωση, η αντίδραση της αγοράς είναι άμεση με αποτέλεσμα τις υπόλοιπες ημέρες να μην εμφανίζεται θετικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών. Η παραπάνω διαπίστωση επιβεβαιώνεται από τη μελέτη του μέσου σωρευτικού υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών για διάφορες περιόδους εξέτασης. Ο Πίνακας 4.113 και το Διάγραμμα 4.48 δείχνουν πως τις περιόδους πριν την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος [CAV (-20, 0), CAV (-10, 0) και CAV (-5, 0)] ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός (-4.318.477,10 Ευρώ, -3.219.728,87 Ευρώ και -1.591.833,26 Ευρώ, αντίστοιχα) γεγονός που σημαίνει πως δεν υπήρξε διαρροή της πληροφορίας για επικείμενη αύξηση του μερίσματος. Αντίθετα, την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος [CAV (-1, +1)], ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 45.313,66 Ευρώ.

Το δείγμα των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος διαχωρίζεται σε υποσύνολα ανάλογα με το ποσοστό της αύξησης. Διακρίνονται τέσσερα υποσύνολα αυξήσεων του μερίσματος: α) από 0 έως 10%, β) από 10 έως 20%, γ) από 20 έως 30% και δ) από 30% και πάνω. Ο Πίνακας 4.105 και το Διάγραμμα 4.49 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10% σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Διαπιστώνεται πως η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10% ξεκινά από την ημέρα -1 και συνεχίζεται αρκετές ημέρες. Ειδικότερα, την ημέρα -1 ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 785.553,49 Ευρώ, δηλαδή, είναι ίσος με το 43,49% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι θετικός και ίσος με 231.444,23 Ευρώ και αποτελεί το 12,81% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Ακολουθεί θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών μέχρι την ημέρα +19. Αντίθετα, τις προηγούμενες ημέρες πριν την ημέρα -1, ο μέσος όγκος συναλλαγών εμφανίζεται αρνητικός. Με άλλα λόγια η είδηση της επικείμενης διανομής για αυξημένο μέρισμα της τάξεως από 0 έως 10% αντιστρέφει το αρνητικό αγοραστικό κλίμα από την ημέρα -1 και έπειτα.

Ωστόσο, η αντίδραση του όγκου συναλλαγών είναι μεγαλύτερη και σε αξία αλλά και σε διάρκεια απ' ότι η αντίστοιχη αντίδραση του όγκου συναλλαγών στο συνολικό δείγμα των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος (Πίνακας 4.104). Ο λόγος γι' αυτή τη διαφοροποίηση της αντίδρασης του όγκου συναλλαγών έχει να κάνει με το μέγεθος των εταιριών που συμμετέχουν στο δείγμα της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%. Σε αυτό συμμετέχουν εταιρίες του Χ.Α. που έχουν από τους μεγαλύτερους όγκους συναλλαγών από το σύνολο των εταιριών που ανακοίνωσαν αύξησης του μερίσματος. Έτσι, την περίοδο ανακοίνωσης (Πίνακας 4.114 και Διάγραμμα 4.50) ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών [CAV (-1, +1)] είναι ίσος με 2.497.850,77 έναντι μόλις 45.313,66 για το συνολικό δείγμα των εταιριών που ανακοίνωσαν αύξησης του μερίσματος. Επιπλέον, ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών τις περιόδους μετά την ημέρα ανακοίνωσης είναι θετικός. Συγκεκριμένα, οι CAV (+1, +20), CAV (+1, +10) και CAV (+1, +5) είναι ίσοι με 19.017.021,06 Ευρώ, 12.377.615 Ευρώ και 4.470.154,66 Ευρώ, αντίστοιχα. Μία πιθανή αιτία της ύπαρξης υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μετά την περίοδο υπολογισμού είναι η ίδια η είδηση για διανομή αυξημένου μερίσματος από τις εταιρίες με υψηλή κεφαλαιοποίηση (μεγάλες σε μέγεθος εταιρίες) και το υψηλό μέρισμα που δίνουν. Έτσι, παρ΄ όλο που το ποσοστό αύξησης είναι χαμηλό, το ποσό του μερίσματος παραμένει από τα υψηλότερα. Η είδηση για διανομή το ίδιο υψηλό μέρισμα ή ακόμα υψηλότερο παραμένει μια πολύ καλή είδηση στην αγορά που πολλοί επενδυτές θα ήθελαν να εκμεταλλευτούν, με αποτέλεσμα το αγοραστικό τους ενδιαφέρον να κρατά αρκετές ημέρες μετά την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος που σε κάποιες περιπτώσεις μπορεί να κρατήσει μέχρι την παραμονή της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος.

Στον Πίνακα 4.106 και στο Διάγραμμα 4.51 απεικονίζεται η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 10 έως 20% σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 10 έως 20% μοιάζει πολύ με την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος για το συνολικό καθαρό δείγμα. Σχεδόν όλες τις ημέρες της περιόδου υπολογισμού (-20, +20), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός, ενώ την ημέρα -1 και την ημέρα 0 είναι ίσος με 1.296.469,09 Ευρώ και 496.110,46 Ευρώ, αντίστοιχα. Επιπλέον, την ημέρα -1, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05 και ίσος με το 45,23% του κανονικού όγκου συναλλαγών, ενώ την ημέρα 0 ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 17,31% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Η αντίδραση του όγκου συναλλαγών είναι άμεση και δεν παρατηρείται καθυστερημένη αντίδραση

τις επόμενες ημέρες. Η ύπαρξη θετικής αντίδρασης την ημέρα -1 έχει να κάνει με τη χρονική στιγμή, αλλά και τον τρόπο δημοσίευσης της είδησης για διανομή αυξημένου μερίσματος. Στον Πίνακα 4.115 και στο Διάγραμμα 4.52 παρουσιάζεται ο σωρευτικός μέσος όγκος συναλλαγών για διάφορες περιόδους. Για την περίοδο ανακοίνωσης (ημέρες -1, 0, +1), ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 1.571.729,07 Ευρώ. Για όλες τις περιόδους πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0), ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι δεν υπήρξε διαρροή πληροφοριών για αύξηση του μερίσματος, αλλά και ούτε καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς.

Στον Πίνακα 4.107 και στο Διάγραμμα 4.53 εξετάζεται η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 20 έως 30% σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Παρόμοια με την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 10 έως 20%, η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος από 20 έως 30% περιορίζεται τις ημέρες -1 και 0. Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα -1 είναι ίσος με 28.713,72 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 11,71% του κανονικού όγκου συναλλαγών, ενώ την ημέρα 0 είναι ίσος με 60.180,38 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 24,55% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Τις υπόλοιπες ημέρες της περιόδου εξέτασης (-20, +20), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών, με ελάχιστες εξαιρέσεις, είναι αρνητικός. Από τον Πίνακα 4.116 και το Διάγραμμα 4.54 διαπιστώνεται πως ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 83.502,86 Ευρώ. Για όλες τις περιόδους πριν και μετά την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0), ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι δεν υπήρξε διαρροή πληροφοριών για αύξηση του μερίσματος, αλλά και ούτε καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς.

Τέλος, εξετάζεται η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος άνω του 30% σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου. Από τον Πίνακα 4.108 και το Διάγραμμα 4.55 διαπιστώνεται πως ο όγκος συναλλαγών αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος άνω του 30%. Η θετική αυτή αντίδραση περιορίζεται τις ημέρες -1 και 0. Ειδικότερα, την ημέρα -1 ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 235.430,76 Ευρώ, στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίσος με το 38,31% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Την ημέρα 0, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 244.090,07 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 39,72% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Σε σύγκριση με την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στις

ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%, από 10 έως 20% και από 20 έως 30%, η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος άνω του 30% είναι μεγαλύτερη ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών. Επιπλέον, ο μέσος σωρευτικός όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά σημαντικός[266] και ίσος με 385.192,84 Ευρώ (Πίνακας 4.117 και Διάγραμμα 4.56).

Συνολικά, από τη μελέτη της αντίδρασης του όγκου συναλλαγών την ημέρα (και την περίοδο) ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος συμπεραίνεται πως γενικά οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου αποτελούν καλή είδηση για την αγορά, οδηγώντας σε θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης και την προηγούμενη ημέρα. Με εξαίρεση την περίπτωση ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%, η θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος περιορίζεται τις ημέρες -1 και 0. Η ύπαρξη θετικής αντίδρασης την ημέρα -1 έχει να κάνει με τη χρονική στιγμή (αν είναι πριν ή μετά το τέλος της συνεδρίασης του Χ.Α.) και τον τρόπο δημοσίευσης της είδησης για διανομή αυξημένου μερίσματος. Γενικά, η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής αυξημένου μερίσματος είναι άμεση και αποτελεσματική. Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%, όπου λόγω της διανομής υψηλού χρηματικού ποσού ως μέρισμα από τις εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης, η ανακοίνωση αυξημένου μερίσματος, έστω και αν το μέρισμα είναι ποσοστιαία μικρό, προσελκύει το επενδυτικό ενδιαφέρον αρκετές ημέρες και μετά την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0). Τέλος, συγκρίνοντας την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διαφόρων ποσοστών αύξησης του μερίσματος, διαπιστώνεται πως αυτή είναι μεγαλύτερη ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό αύξησης του μερίσματος. Η αντίδραση αυτή του όγκου συναλλαγών συνάδει με την αντίστοιχη αντίδραση των τιμών των μετοχών. Λόγω έλλειψης σχετικής μελέτης στη διεθνή βιβλιογραφία που να εξετάζει την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος, τα παραπάνω αποτελέσματα δεν είναι δυνατό να συγκριθούν με αυτά άλλης μελέτης.

Πέρα από τη μελέτη του όγκου συναλλαγών στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος, εξετάζεται και η αντίδρασή του στις ανακοινώσεις μείωσης[267] και μηδενικής μεταβολής του μερίσματος. Ο Πίνακας 4.109 και το Διάγραμμα 4.57 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα από τη μελέτη της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος. Ο

[266] Στις ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%, από 10 έως 20% και από 20 έως 30%, ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης [CAV (-1, +1)] αν και θετικός δεν είναι στατιστικά σημαντικός.

[267] Λόγω του μικρού αριθμού παρατηρήσεων, το δείγμα των εταιριών που ανακοινώνουν μείωση του διανεμηθέντος μερίσματος δε διαχωρίζεται σε περαιτέρω υποσύνολα όπως γίνεται στην περίπτωση των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος.

μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) είναι αρνητικός και ίσος με -297.531,08 Ευρώ, χωρίς, ωστόσο, να είναι στατιστικά σημαντικός. Ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης είναι ίσος με -36,07%. Τις υπόλοιπες ημέρες ανακοίνωσης (ημέρες -1 και +1) ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι επίσης αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός (-249.098,33 Ευρώ και -72.984,68 Ευρώ, αντίστοιχα). Συνολικά για την περίοδο ανακοίνωσης (ημέρες -1, 0 και +1), ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με -619.614,09 Ευρώ όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4.118 και το Διάγραμμα 4.58. Τα παραπάνω αποτελέσματα επιβεβαιώνουν το γεγονός πως η ανακοίνωση διανομής μειωμένου μερίσματος σε σχέση με αυτό της προηγούμενης περιόδου εκλαμβάνεται ως αρνητική είδηση από την αγορά, με αποτέλεσμα να υπάρχει μείωση του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης και γύρω από αυτήν.

Στην περίπτωση που διανεμηθεί μέρισμα ίσο με αυτό της προηγούμενης περιόδου, δηλαδή, δεν υπάρξει μεταβολή του διανεμηθέντος μερίσματος, ο όγκος συναλλαγών ουσιαστικά δεν αντιδρά όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4.110 και το Διάγραμμα 4.59. Συγκεκριμένα, την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 1.665,7 Ευρώ. Ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης είναι ίσος με 0,31%. Τις υπόλοιπες ημέρες της περιόδου ανακοίνωσης, δηλαδή, τις ημέρες -1 και +1 ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με -449.101,92 Ευρώ και -604.101,87 Ευρώ, αντίστοιχα. Συνολικά, ο μέσος σωρευτικός όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης [CAV (-1, +1)] είναι ίσος με -1.051.538,09 Ευρώ (Πίνακας 4.119 και Διάγραμμα 4.60). Η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση μη μεταβολής του μερίσματος είναι παρόμοια με αυτή των τιμών των μετοχών. Με άλλα λόγια, το γεγονός της διανομής ίδιου ποσού με αυτό της προηγούμενης περιόδου ηχεί αδιάφορα στα αυτιά των επενδυτών, με συνέπεια το αγοραστικό ενδιαφέρον των τελευταίων να είναι συγκρατημένο.

Η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών μελετάται στις ανακοινώσεις αύξησης και μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος. Για το διαχωρισμό των ανακοινώσεων σε αύξηση και σε μείωση του μερίσματος ακολουθείται η ίδια μεθοδολογία που περιγράφηκε για τη μελέτη των τιμών των μετοχών. Ο Πίνακας 4.111 και το Διάγραμμα 4.61 περιγράφουν τα αποτελέσματα από την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος. Διαπιστώνεται πως ο όγκος συναλλαγών αντιδρά θετικά στην είδηση για διανομή αυξημένου μερίσματος. Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα της

ανακοίνωσης (ημέρα 0) είναι ίσος με 105.752,64 Ευρώ, στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 10,58% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Θετική αντίδραση υπάρχει και την ημέρα +1, όπου ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 105.752,64 Ευρώ χωρίς, ωστόσο, να είναι στατιστικά σημαντικός. Για την ίδια ημέρα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με το 11,28% του κανονικού όγκου συναλλαγών. Από τον Πίνακα 4.120 και το Διάγραμμα 4.62 διαπιστώνεται πως ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 143.031,68 Ευρώ.

Συγκρίνοντας την αντίδραση αυτή του όγκου συναλλαγών με την αντίστοιχη στην περίπτωση ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου (Πίνακας 4.104), παρατηρείται παρόμοια συμπεριφορά. Δηλαδή, υπάρχει θετική αντίδραση τις ημέρες 0 και +1. Η μόνη διαφορά έγκειται στο γεγονός πως η αντίδραση στην περίπτωση της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος είναι μεγαλύτερη την ημέρα +1 (112.793,65 Ευρώ) και μικρότερη την ημέρα 0 (105.752,64 Ευρώ) απ' ότι στην περίπτωση της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος σε σχέση με το διανεμηθέν μέρισμα της προηγούμενης περιόδου (98.984,59 Ευρώ την ημέρα +1 και 178.557,57 Ευρώ την ημέρα 0). Ο λόγος της μεγαλύτερης αντίδρασης την ημέρα +1 στην πρώτη περίπτωση έχει να κάνει με τον τρόπο αποκωδικοποίησης της ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος από την πλειοψηφία των επενδυτών. Όπως ειπώθηκε στην περίπτωση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών, ο τρόπος υπολογισμού της αύξησης του μερίσματος προϋποθέτει τη γνώση των διατάξεων (44 και 45) του νόμου 2190/1920 περί διάθεσης κερδών των Α.Ε. από την πλευρά των επενδυτών. Επίσης, προϋποθέτει την ενασχόληση των επενδυτών για τον υπολογισμό του ελάχιστου ποσού προς διανομή που ορίζει ο νόμος. Όμως η πλειοψηφία των επενδυτών δεν πληροί τις παραπάνω προϋποθέσεις, με αποτέλεσμα η ανακοίνωση διανομής αυξημένου μερίσματος να αντιλαμβάνεται από την αγορά με μία μικρή καθυστέρηση.

Τέλος, εξετάζεται η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος σε σχέση με το ελάχιστο ποσό προς διανομή που ορίζει ο νόμος. Από τον Πίνακα 4.112 και το Διάγραμμα 4.63 διαπιστώνεται πως ο όγκος συναλλαγών αντιδρά αρνητικά στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος. Έτσι την ημέρα 0, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίσος με -196.252,15 Ευρώ. Ωστόσο, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός και τις υπόλοιπες δύο ημέρες της περιόδου ανακοίνωσης. Συγκεκριμένα, την ημέρα -1, είναι ίσος με -160.203,08 Ευρώ και την ημέρα +1 είναι ίσος με -168.026,11 Ευρώ. Από τον Πίνακα 4.121 και

το Διάγραμμα 4.64 διαπιστώνεται πως ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίσος με -524.481,33 Ευρώ. Συγκρίνοντας τον παραπάνω μέσο σωρευτικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης με τον αντίστοιχο μέσο σωρευτικό υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης μείωσης του μερίσματος σε σχέση με το μέρισμα της προηγούμενης περιόδου (Πίνακας 4.118), διαπιστώνεται πως στη δεύτερη περίπτωση η πτώση του μέσου σωρευτικού υπερβάλλοντα όγκου συναλλαγών είναι μεγαλύτερη (-619.614,09 Ευρώ). Ο λόγος για τη μεγαλύτερη πτώση έχει να κάνει με τον τρόπο υπολογισμού της μείωσης του μερίσματος σύμφωνα με το ελάχιστο προς διανομή ποσό που ορίζει ο νόμος.

Λόγω έλλειψης σχετικής βιβλιογραφίας για την εξέταση της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος, δεν είναι δυνατό τα αποτελέσματα της παρούσας διατριβής να συγκριθούν. Ωστόσο, τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών συνάδουν σε μεγάλο βαθμό με αυτά της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης μεταβολής του μερίσματος. Έτσι, παρατηρείται θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος και η αντίδραση αυτή είναι μεγαλύτερη ως ποσοστό του κανονικού όγκου συναλλαγών όσο μεγαλύτερη είναι η ποσοστιαία αύξηση. Στην ανακοίνωση μείωσης του μερίσματος παρατηρείται μία αρνητική αντίδραση του όγκου συναλλαγών, ενώ στην ανακοίνωση μηδενικής μεταβολής του μερίσματος δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική αντίδραση.

Η ανακοίνωση αύξησης και μείωσης του μερίσματος υπολογίστηκε με το αφελές υπόδειγμα, αλλά και σύμφωνα με το νόμο 2190/1920 που ορίζει πως γίνεται η διανομή των κερδών των Α.Ε. Στη δεύτερη περίπτωση, η συνολική αντίδραση του όγκου συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης είναι μικρότερη λόγω της δυσκολίας από πλευράς επενδυτών να αντιληφθούν το πρόσημο της ανακοινωθείσας μεταβολής. Με εξαίρεση την περίπτωση αύξησης του μερίσματος από 0 έως 10%, η αντίδραση του όγκου συναλλαγών είναι άμεση και αποτελεσματική. Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών είναι σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Έτσι, μία αύξηση του μερίσματος εκλαμβάνεται από την αγορά ως θετική είδηση και ο όγκος συναλλαγών αυξάνεται, ενώ μία μείωση του μερίσματος εκλαμβάνεται ως αρνητική είδηση και ο όγκος συναλλαγών μειώνεται.

4.2.5. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Οι Asquith και Mullins (1983) ήταν οι πρώτοι που μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος για να ακολουθήσουν έπειτα και άλλοι ερευνητές [Dielman και Oppenheimer (1984), Healy και Palepu (1988), Venkatesh (1989), Michaely, Thaler και Womack (1995), Mitra και Owers (1995), Howe και Shen (1998), Alangar και Bathala (1999) κα.]. Ως έναρξη μερίσματος ορίζεται οποιαδήποτε διανομή μερίσματος πραγματοποιείται για πρώτη φορά στην εταιρική ιστορία της επιχείρησης ή η επαναδιανομή μερίσματος μετά από παύση τριών ετών[268]. Ο Πίνακας 4.122 και το Διάγραμμα 4.65 παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών στην ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004. Την ημέρα ανακοίνωσης (ημέρα 0) η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίση με 1,514%. Τις υπόλοιπες ημέρες της περιόδου ανακοίνωσης (ημέρες -1 και +1), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι θετική (0,623% και 0,166%, αντίστοιχα), αλλά στατιστικά μη σημαντική. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων που προβλέπει θετική αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση διανομής μερίσματος για πρώτη φορά. Επίσης, παρατηρείται πως η αντίδραση της αγοράς είναι άμεση χωρίς να υπάρξουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις τις υπόλοιπες ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος.

Η συνολική αντίδραση των τιμών των μετοχών την περίοδο ανακοίνωσης (ημέρες -1, 0 και +1), όπως υπολογίζεται με τη σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση [CAR (-1, +1)], είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίση με 2,303% (Πίνακας 4.123 και Διάγραμμα 4.66). Συγκριτικά, η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος (2,303%) είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος (1,116%), ακόμη και από αυτήν της περιόδου ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος άνω του 30% (1,011%). Πρακτικά αυτό σημαίνει πως οι ανακοινώσεις έναρξης του μερίσματος εκπέμπουν θετικότερο σήμα στην αγορά απ' ότι οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος, με συνέπεια το αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών να είναι μεγαλύτερο στην περίπτωση έναρξης του μερίσματος.

[268] Η μελέτη των Alangar και Bathala (1999) ακολουθεί παρόμοια προσέγγιση.

4.2.6. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Στην υποενότητα αυτή εξετάζεται η αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος για την εξεταζόμενη περίοδο 2000-2004. Ο Πίνακας 4.124 και το Διάγραμμα 4.67 δείχνουν πως ο όγκος συναλλαγών αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Συγκεκριμένα, ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι ίσος με 246.000,24 Ευρώ την ημέρα -1 και 135.517,93 Ευρώ την ημέρα 0. Και τις δύο ημέρες ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με το 28,75% και 15,84%, αντίστοιχα του κανονικού όγκου συναλλαγών. Τις υπόλοιπες ημέρες της περιόδου εξέτασης (-20, +20), ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Συνεπώς, το γεγονός της ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος αποτελεί το έναυσμα για θετική αντίδραση του όγκου συναλλαγών. Ωστόσο, η αντίδραση αυτή περιορίζεται τις ημέρες -1 και 0, γεγονός που σημαίνει ότι η αγορά αντιδρά άμεσα και αποτελεσματικά. Η ύπαρξη θετικής αντίδρασης τις ημέρες -1 και 0 έχει να κάνει με τη χρονική στιγμή και τον τρόπο δημοσίευσης της ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος. Στον Πίνακα 4.125 και στο Διάγραμμα 4.68 παρουσιάζεται η συνολική αντίδραση του όγκου συναλλαγών την περίοδο ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος. Έτσι, ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης [CAV (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντικός και ίσος με 314.529,90 Ευρώ. Τις υπόλοιπες περιόδους εξέτασης γύρω από την ημέρα 0, ο μέσος σωρευτικός υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός. Τα παραπάνω αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά της μελέτης των Richardson, Sefcik και Thompson (1986)[269] που επίσης διερεύνησε την αντίδραση του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος.

4.2.7. Ο Συνολικός και ο Συστηματικός Κίνδυνος την Ημέρα Ανακοίνωσης Έναρξης του Μερίσματος του Συνολικού Καθαρού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Η μελέτη του Venkatesh (1989) ήταν η πρώτη που διερεύνησε τη συμπεριφορά του συνολικού κινδύνου μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Ακολούθησε η μελέτη των Bajaj και Vijh (1990) που ερεύνησε τη συμπεριφορά του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου μετά την ανακοίνωση αύξησης του μερίσματος και η μελέτη των Dyl και Weigand (1998) που εξέτασε τη συμπεριφορά του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Στην τελευταία μελέτη διατυπώθηκε μία ολοκληρωμένη

[269] Οι μελέτες των Richardson, Sefcik και Thompson (1986) και των Gurgul, Mestel και Schleicher (2003) ακολουθούν διαφορετική προσέγγιση για τον υπολογισμό του υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών απ' ότι η παρούσα μελέτη (βλέπε ενότητα 4.2.2)

υπόθεση για τη συμπεριφορά του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος, η οποία έμεινε γνωστή ως υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου (risk information hypothesis). Σύμφωνα με αυτή, ο συνολικός και ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών μειώνεται μετά από μία ανακοίνωση έναρξης μερίσματος και εξαιτίας αυτής της μείωσης του κινδύνου αυξάνεται το αγοραστικό ενδιαφέρον των επενδυτών για τις μετοχές που έχουν μικρότερο κίνδυνο.

Η παρούσα μελέτη, ακολουθώντας τη μεθοδολογία της μελέτης των Dyl και Weigand (1998), υπολογίζει τον συνολικό κίνδυνο με βάση τη διακύμανση των μετοχών της περιόδου πριν την περίοδο γεγονότος[270] (-220, -21) και τον συγκρίνει με τον συνολικό κίνδυνο της περιόδου μετά την περίοδο γεγονότος (+21, +220). Ο συστηματικός κίνδυνος (συντελεστής βήτα) υπολογίζεται με τη βοήθεια του υποδείγματος της αγοράς. Στη συνέχεια, ο συστηματικός κίνδυνος των μετοχών της περιόδου πριν την περίοδο γεγονότος (-220, -21) συγκρίνεται με αυτόν της περιόδου μετά την περίοδο γεγονότος (+21, +220).

Ο Πίνακας 4.126 δείχνει πως ο συνολικός κίνδυνος των μετοχών που ανακοίνωσαν έναρξη μερίσματος μειώθηκε σημαντικά. Συγκεκριμένα, ο μέσος (διάμεσος) της διακύμανσης των αποδόσεων από 0,00108 (0,00071) για την περίοδο πριν την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος μειώθηκε σε 0,00059 (0,00057) την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Η πτώση αυτή του συνολικού κινδύνου είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Ο Πίνακας 4.127 παρουσιάζει τη συμπεριφορά του συστηματικού κινδύνου (υπολογισμένος με το συντελεστή βήτα) πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Ο μέσος (διάμεσος) του συστηματικού κινδύνου από 1,242 (1,261) την περίοδο πριν την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος μειώνεται σε 1,094 (1,092) την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Η πτώση του συστηματικού κινδύνου είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05. Τα αποτελέσματα αυτά είναι σύμφωνα με αυτά των μελετών των Venkatesh (1989), Bajaj και Vijh (1990) και Dyl και Weigand (1998) και της υπόθεσης της πληροφορίας του κινδύνου. Συνεπώς, οι ανακοινώσεις έναρξης του μερίσματος, πέρα από το πληροφοριακό περιεχόμενο, εκπέμπουν και το σήμα της μείωσης του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου. Ο συνδυασμός των δύο σημάτων οδηγεί τους επενδυτές να αγοράσουν τις μετοχές που ανακοινώνουν έναρξη του μερίσματος και έτσι να εμφανίζονται υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης.

[270] Η περίοδο γεγονότος αναφέρεται στις 40 ημέρες γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος.

4.2.8. Οι Υπερβάλλουσες Αποδόσεις του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένες σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 2000-2004.

Για να διαπιστωθεί κατά πόσο ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων των Modigliani και Miller (1961), δηλαδή, της θετικής σχέσης μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης, το συνολικό καθαρό δείγμα των εταιριών που ανακοινώνουν διανομή μερίσματος χωρίζεται σε πέντε ίσα τμήματα (5 quintiles) σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Τα πέντε ίσα τμήματα δημιουργούνται κατά αύξουσα μορφή, δηλαδή, από το τμήμα με τη μικρότερη μερισματική απόδοση (Q1) στο τμήμα με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση (Q5). Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, τότε αναμένεται μια θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης.

Ο Πίνακας 4.128 παρουσιάζει τα αποτελέσματα της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AR_0) και γύρω από αυτήν σύμφωνα με τη μερισματική απόδοση. Η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (Q1) είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,359%. Στο δεύτερο τμήμα (Q2) η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι στατιστικά μη σημαντική και αρνητική (-0,229%). Από το τρίτο τμήμα (Q3), η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος αρχίζει και αυξάνεται. Έτσι, από 0,097% στο τρίτο τμήμα αυξάνεται σε 0,395% στο τέταρτο τμήμα και σε 0,983% στο πέμπτο τμήμα. Μάλιστα στο πέμπτο τμήμα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01. Παρόμοια συμπεριφορά παρουσιάζουν και οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος [CAR (-1, +1)]. Στο τμήμα με τη χαμηλότερη μερισματική απόδοση (Q1), οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις είναι στατιστικά μη σημαντικές και ίσες με 0,572%, έπειτα παρουσιάζουν μία κάμψη στο δεύτερο και στο τρίτο τμήμα (0,003% και -0,831%, αντίστοιχα) και από το τέταρτο τμήμα (Q4) και πέμπτο τμήμα (Q5) εμφανίζονται αυξημένες. Συγκεκριμένα, στο τέταρτο τμήμα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις της περιόδου ανακοίνωσης είναι στατιστικά μη σημαντικές και ίσες με 0,946%, ενώ στο πέμπτο τμήμα είναι στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίσες με 2,446%.

Για λόγους σύγκρισης, παραθέτονται και τα αποτελέσματα από το συνολικό μεικτό δείγμα των εταιριών που ανακοινώνουν διανομή μερίσματος ταυτόχρονα με άλλα εταιρικά γεγονότα. Ο Πίνακας 4.129 δείχνει πως η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών την ημέρα ανακοίνωσης και

την περίοδο ανακοίνωσης είναι παρόμοια με αυτή του συνολικού καθαρού δείγματος. Ειδικότερα, η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AR_0) είναι στατιστικά μη σημαντική και ίση με 0,282% στο πρώτο τμήμα (Q1), έπειτα εμφανίζει μία πτώση στο δεύτερο τμήμα και φτάνει να είναι ίση με 0,918% και στατιστικά σημαντική στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 στο πέμπτο τμήμα (Q5). Αντίστοιχα, οι σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης [CAR (-1, +1)] είναι στατιστικά μη σημαντικές και ίσες με 0,573% στο πρώτο τμήμα (Q1), ενώ είναι στατιστικά σημαντικές στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και ίσες με 1,588% στο πέμπτο τμήμα (Q5).

Συνοπτικά, τα παραπάνω αποτελέσματα, τόσο από το συνολικό καθαρό όσο και από το συνολικό μεικτό δείγμα, είναι σύμφωνα με την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων που προβλέπει μία θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης.

4.2.9. Ο Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών του Συνολικού Καθαρού και Μεικτού Δείγματος Χωρισμένος σε Ίσα Τμήματα Σύμφωνα με τη Μερισματική Απόδοση της Περιόδου 2000-2004.

Στην υποενότητα αυτή παρουσιάζεται η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος και γύρω από αυτήν. Εάν ισχύει η υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων, αναμένεται μία θετική σχέση μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης. Στον Πίνακα 4.130 απεικονίζεται η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AV_0) και γύρω από αυτήν για το συνολικό καθαρό δείγμα. Στα δύο πρώτα τμήματα (Q1 και Q2), ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός και ίσος με -230.060,42 Ευρώ και -171.882,81 Ευρώ, αντίστοιχα. Από το τρίτο τμήμα (Q3), ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών γίνεται θετικός και στο πέμπτο τμήμα (Q5) είναι ίσος με 166.458,97 Ευρώ, χωρίς ωστόσο να είναι στατιστικά σημαντικός. Παρόμοια συμπεριφορά παρουσιάζει και ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος [CAV (-1, +1)]. Στο πρώτο και δεύτερο τμήμα (Q1 και Q2), ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών είναι αρνητικός και ίσος με -727.321,10 Ευρώ και -370.261,55 Ευρώ, αντίστοιχα, ενώ από το τρίτο τμήμα και έπειτα αυξάνεται. Συγκεκριμένα, στο τρίτο τμήμα είναι ίσος με 7.258,78 Ευρώ, στο τέταρτο τμήμα είναι ίσος με 458.414,81 Ευρώ και στο πέμπτο τμήμα είναι ίσος με 526.460,24 Ευρώ. Συνεπώς, ο όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση.

Για λόγους σύγκρισης αναφέρονται και τα αποτελέσματα από τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών του συνολικού μεικτού δείγματος των εταιριών που ανακοινώνουν διανομή

μερίσματος ταυτόχρονα με άλλες εταιρικές πράξεις. Ο Πίνακας 4.131 δείχνει πως ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AVs) είναι αρνητικός στο πρώτο τμήμα (-223.721,93 Ευρώ) και αυξάνεται καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση. Έτσι, στο πέμπτο τμήμα ο μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος είναι ίσος με 102.752,87 Ευρώ. Παρόμοια, ο σωρευτικός μέσος υπερβάλλων όγκος συναλλαγών της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος [CAV (-1, +1)] είναι αρνητικός στο πρώτο τμήμα (-461.179,73 Ευρώ) και έπειτα αυξάνεται για να φτάσει να είναι ίσος με 336.313,55 Ευρώ στο πέμπτο τμήμα.

Συνολικά, τα παραπάνω αποτελέσματα από τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών συνάδουν σε μεγάλο βαθμό με αυτά της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα και την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Δηλαδή, ο όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων.

4.2.10. Αποτελέσματα Διαστρωματικών Παλινδρομήσεων του Συνολικού Καθαρού και Συνολικού Μεικτού Δείγματος της Περιόδου 2000-2004.

Ακολουθώντας τις μελέτες των Ghosh και Woolridge (1988), Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991), Yoon και Starks (1995), Impson (1997), Lee και Yan (2003) και Fuller (2003) η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης (cross-section regression analysis) με τη χρήση των μέσων ελαχίστων τετραγώνων (OLS) για την πληρέστερη ανάλυση της αντίδρασης των τιμών των μετοχών[271] την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος. Εξαρτημένες μεταβλητές (dependent variables) είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AR_0) υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς και η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ($CAR_{-1,+1}$) υπολογισμένη με το υπόδειγμα της αγοράς. Ανεξάρτητες μεταβλητές (independent variables) είναι ο συστηματικός κίνδυνος υπολογισμένος με το συντελεστή βήτα (BETA), η μερισματική απόδοση (DY), το μέγεθος εταιριών (SIZE) και ο κανονικός όγκος συναλλαγών (AVVOL). Η επιλογή των ανεξάρτητων μεταβλητών βασίστηκε στη σχετική βιβλιογραφία[272].

[271] Λόγω της μη ύπαρξης στατιστικά σημαντικού υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την ημέρα ανακοίνωσης και την περίοδο ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος, δεν πραγματοποιείται διαστρωματική παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τον μέσο υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών.

[272] Βλέπε τις μελέτες των Ghosh και Woolridge (1988), Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991), Yoon και Starks (1995), Impson (1997), Lee και Yan (2003) και Fuller (2003).

Ο Πίνακας 4.132 περιλαμβάνει τις παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού δείγματος της περιόδου 2000-2004, όπου στην πρώτη παλινδρόμηση εξαρτημένη μεταβλητή είναι η μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AR_0) και στη δεύτερη η σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ($CAR_{-1, +1}$). Τα αποτελέσματα από την πρώτη παλινδρόμηση δείχνουν πως ο συντελεστής α_2 της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης (DY) είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Επίσης, ο συντελεστής α_4 της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών (AVVOL) είναι αρνητικός και στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Όσον αφορά τους συντελεστές α_1 και α_3 των μεταβλητών του συστηματικού κινδύνου (BETA) και του μεγέθους των εταιριών (SIZE), έχουν μεν το αναμενόμενο (αρνητικό) πρόσημο, αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικοί. Συνεπώς, η μερισματική απόδοση επιδρά θετικά στις υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, ενώ ο κανονικός όγκος συναλλαγών αρνητικά. Το θετικό πρόσημο του συντελεστή της μερισματικής απόδοσης είναι σύμφωνο με τις μελέτες των Wansley, Sirmans, Shilling και Lee (1991), Yoon και Starks (1995) και Lee και Yan (2003), ενώ το αρνητικό πρόσημο του συντελεστή της μεταβλητής του κανονικού όγκου συναλλαγών είναι αντίθετο με τη μελέτη του Fuller (2003). Στη παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, τα πρόσημα των ανεξάρτητων μεταβλητών παραμένουν τα ίδια με την πρώτη παλινδρόμηση και η μόνη διαφορά είναι πως μόνο ο συντελεστής της μερισματικής απόδοσης είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05.

Για λόγους σύγκρισης αναφέρονται στον Πίνακα 4.133 τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση του συνολικού μεικτού δείγματος. Στην πρώτη παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος (AR_0), τα πρόσημα των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι απολύτως σύμφωνα με αυτά που έχουν βρεθεί στη διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα, παρατηρούμε αρνητικό πρόσημο για το συντελεστή της μεταβλητής του συστηματικού κινδύνου και του μεγέθους των εταιριών και θετικό πρόσημο για το συντελεστή της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης και του κανονικού όγκου συναλλαγών. Ωστόσο, μόνο ο συντελεστής της μεταβλητής της μερισματικής απόδοσης είναι στατιστικά σημαντικός στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1. Ακριβώς παρόμοια πρόσημα εμφανίζουν οι ανεξάρτητες μεταβλητές στη δεύτερη παλινδρόμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τη σωρευτική μέση υπερβάλλουσα απόδοση της περιόδου ανακοίνωσης διανομής μερίσματος ($CAR_{-1, +1}$). Στατιστικά σημαντική παραμένει μόνο η μεταβλητή της μερισματικής απόδοσης.

Συνολικά, τα αποτελέσματα των διαστρωματικών παλινδρομήσεων του συνολικού καθαρού και του συνολικού μεικτού δείγματος δείχνουν πως οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα και την περίοδο ανακοίνωσης διανομής μερίσματος συσχετίζονται θετικά με τη μερισματική απόδοση, επιβεβαιώνοντας την υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Επιπλέον, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετίζονται αρνητικά με τον συστηματικό κίνδυνο και με το μέγεθος των εταιριών, χωρίς η επίδραση τους να είναι στατιστικά σημαντική. Τέλος, ο κανονικός όγκος συναλλαγών φαίνεται να επηρεάζει αρνητικά τις υπερβάλλουσες αποδόσεις στο συνολικό καθαρό δείγμα και θετικά στο συνολικό μεικτό δείγμα.

4.2.11. Στατιστικοί Έλεγχοι Πιθανής Παραβίασης των Υποθέσεων της Κλασικής Γραμμικής Παλινδρόμησης για τις Διαστρωματικές Παλινδρομήσεις της Περιόδου 2000-2004

Μία σημαντική υπόθεση του υποδείγματος της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης είναι ότι οι διαταρακτικοί όροι (disturbance terms) e_i των εξισώσεων παλινδρόμησης έχουν όλοι την ίδια διακύμανση (variance), δηλαδή, είναι ομοσκεδαστικοί (homoskedastic). Το οικονομετρικό πρόβλημα που εμφανίζεται όταν δεν ισχύει η παραπάνω υπόθεση είναι αυτό της ετεροσκεδαστικότητας (heteroskedasticity) που μπορεί να οδηγήσει σε μεροληπτικούς και αναποτελεσματικούς εκτιμητές. Για να διαπιστωθεί το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας θα πρέπει πρώτα να διαπιστωθεί η ύπαρξη της. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκε το τεστ του White, το οποίο έδειξε πως δεν υπήρξε το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας σε όλες τις παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού και του συνολικού μεικτού δείγματος της περιόδου 2000-2004.

Μία άλλη παραβίαση της κλασικής γραμμικής παλινδρόμησης είναι το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας (multicollinearity). Το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας εμφανίζεται όταν οι μεταβλητές (ανεξάρτητες και εξαρτημένες) που συμμετέχουν στην παλινδρόμηση έχουν υψηλό συντελεστή συσχέτισης. Στην περίπτωση που υπάρχει το πρόβλημα της πολυσυγραμμικότητας, τότε δημιουργούνται τα εξής προβλήματα[273]:

α) Μικρές μεταβολές στα στοιχεία μπορεί να προκαλέσουν μεγάλες μεταβολές στους συντελεστές.

β) Οι συντελεστές μπορεί να έχουν μεγάλο τυπικό σφάλμα και χαμηλό επίπεδο σημαντικότητας παρά το γεγονός ότι μαζί είναι πολύ σημαντικοί και ο συντελεστής Προσδιορισμού (R^2) της παλινδρόμησης είναι πολύ υψηλός.

[273] Βλέπε Τσαγκαράκης (1993).

γ) Οι συντελεστές θα έχουν λάθος πρόσημο ή θα είναι πολύ μεγάλοι.

Για την εξακρίβωση του προβλήματος της πολυσυγραμμικότητας, χρησιμοποιείται η μήτρα συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών (correlation matrix). Τα αποτελέσματα έδειξαν πως δεν παρουσιάστηκε το πρόβλημα της πολυσυγγραμικότητας για όλες τις διαστρωματικές παλινδρομήσεις του συνολικού καθαρού και του συνολικού μεικτού δείγματος.

Τέλος, με τη βοήθεια της στατιστικής των Durbin-Watson (DW-statistic) εξετάζεται κατά πόσο οι διαταρακτικοί όροι της παλινδρόμησης συσχετίζονται μεταξύ τους (περίπτωση αυτοσυσχέτισης). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η μηδενική υπόθεση για τη μη ύπαρξη αυτοσυσχέτισης γίνεται αποδεκτή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.78. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=231	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,152	0,69	0,227	1,54	0,349*	1,83
-19	0,040	0,18	0,066	0,44	0,151	0,82
-18	-0,040	-0,18	-0,029	-0,19	-0,021	-0,11
-17	-0,117	-0,53	-0,247	-1,59	-0,422**	-2,22
-16	-0,107	-0,48	-0,081	-0,55	-0,307*	-1,72
-15	0,086	0,39	0,002	0,01	0,004	0,02
-14	0,201	0,91	0,269*	1,93	0,268	1,62
-13	0,157	0,71	0,208	1,42	0,116	0,68
-12	-0,157	-0,71	-0,080	-0,59	-0,022	-0,13
-11	-0,160	-0,72	-0,084	-0,64	-0,085	-0,54
-10	0,341	1,54	0,237	1,46	0,286	1,61
-9	0,261	1,18	0,172	1,16	0,081	0,45
-8	0,104	0,47	0,160	0,99	-0,021	-0,11
-7	0,057	0,26	-0,040	-0,26	-0,264	-1,40
-6	-0,023	-0,10	-0,014	-0,08	-0,061	-0,32
-5	-0,346	-1,56	-0,354	-2,31	-0,404**	-2,22
-4	-0,356	-1,60	-0,234	-1,62	-0,489***	-2,84
-3	-0,275	-1,24	-0,242*	-1,66	-0,395**	-2,26
-2	0,304	1,37	0,296*	1,81	0,049	0,25
-1	0,286	1,29	0,328*	1,87	0,183	0,89
0	0,324*	1,66	0,432**	2,39	0,305	1,48
1	0,025	0,11	-0,057	-0,33	-0,176	-0,89
2	0,259	1,17	0,171	1,00	0,114	0,58
3	-0,070	-0,32	-0,139	-0,93	-0,265	-1,52
4	0,181	0,82	0,088	0,50	0,096	0,47
5	0,253	1,14	0,322*	1,95	0,206	1,06
6	0,160	0,72	0,248	1,49	0,178	0,87
7	-0,117	-0,53	-0,097	-0,60	-0,366*	-1,78
8	0,016	0,07	0,003	0,02	-0,176	-0,97
9	0,120	0,54	0,045	0,26	-0,148	-0,75
10	-0,121	-0,55	-0,016	-0,10	-0,492**	-2,22
11	-0,086	-0,39	-0,040	-0,25	-0,297	-1,41
12	0,105	0,47	0,011	0,07	0,038	0,20
13	0,121	0,55	0,104	0,66	-0,203	-1,04
14	0,337	1,52	0,168	1,04	-0,005	-0,03
15	-0,225	-1,01	-0,266	-1,63	-0,576***	-3,09
16	-0,013	-0,06	-0,161	-1,14	-0,529***	-3,13
17	-0,232	-1,05	-0,238	-1,36	-0,511**	-2,40
18	-0,063	-0,29	0,001	0,01	-0,074	-0,35
19	0,222	1,00	0,140	0,82	-0,126	-0,63
20	0,282	1,27	0,382**	2,27	0,206	1,02

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.79. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N= 347	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΗΜΕΡΕΣ	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,167	0,89	0,196	1,54	0,203	1,22
-19	-0,003	-0,02	0,038	0,28	0,120	0,71
-18	-0,088	-0,47	-0,084	-0,66	-0,049	-0,31
-17	-0,205	-1,09	-0,208	-1,49	-0,366**	-2,13
-16	-0,115	-0,61	-0,078	-0,64	-0,274*	-1,78
-15	0,062	0,33	0,001	0,00	0,070	0,42
-14	0,137	0,73	0,118	1,00	0,061	0,43
-13	0,157	0,83	0,103	0,80	-0,041	-0,26
-12	-0,088	-0,47	-0,069	-0,59	-0,043	-0,29
-11	-0,062	-0,33	-0,093	-0,81	-0,091	-0,66
-10	0,200	1,06	0,175	1,26	0,285*	1,90
-9	0,159	0,84	0,118	0,94	0,028	0,18
-8	0,076	0,40	0,092	0,68	-0,095	-0,58
-7	-0,080	-0,42	-0,107	-0,80	-0,303*	-1,90
-6	-0,034	-0,18	-0,015	-0,11	-0,068	-0,42
-5	-0,235	-1,25	-0,273**	-2,04	-0,384**	-2,42
-4	-0,247	-1,31	-0,175	-1,38	-0,376**	-2,51
-3	-0,182	-0,96	-0,160	-1,29	-0,315**	-2,03
-2	0,319*	1,69	0,316**	2,32	0,104	0,66
-1	0,274	1,45	0,308**	2,15	0,203	1,18
0	0,472**	2,50	0,455***	2,92	0,313*	1,79
1	-0,077	-0,41	-0,125	-0,88	-0,288*	-1,71
2	0,205	1,09	0,190	1,34	0,086	0,52
3	0,101	0,54	-0,001	-0,01	-0,177	-1,17
4	0,098	0,52	0,013	0,09	-0,037	-0,21
5	0,197	1,05	0,246*	1,74	0,143	0,86
6	0,191	1,02	0,227	1,63	0,145	0,86
7	-0,069	-0,37	-0,067	-0,49	-0,314*	-1,87
8	0,011	0,06	0,000	0,00	-0,205	-1,28
9	0,006	0,03	0,039	0,28	-0,144	-0,88
10	-0,079	-0,42	-0,021	-0,16	-0,498***	-2,82
11	-0,025	-0,13	0,018	0,14	-0,306*	-1,88
12	0,036	0,19	0,071	0,52	0,070	0,42
13	0,070	0,37	0,037	0,28	-0,292	-1,80
14	0,254	1,35	0,158	1,23	-0,021	-0,13
15	-0,232	-1,23	-0,256*	-1,95	-0,592***	-3,79
16	-0,127	-0,68	-0,130	-1,06	-0,492***	-3,23
17	-0,185	-0,98	-0,111	-0,77	-0,379**	-2,20
18	-0,118	-0,63	-0,082	-0,60	-0,222	-1,27
19	0,104	0,55	0,083	0,60	-0,186	-1,10
20	0,170	0,90	0,215	1,50	0,031	0,18

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.80. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	0,732	0,72	0,990	1,11	-0,701	-0,59
CAR (+1 +20)	1,154	1,16	0,669	0,77	-3,107***	-2,67
CAR (-10 0)	0,676	0,92	0,739	1,15	-0,732	-0,85
CAR (+1 +10)	0,707	1,01	0,568	0,92	-1,031	-1,25
CAR (-5 0)	-0,064	-0,12	0,225	0,47	-0,752	-1,18
CAR (+1 +5)	0,649	1,31	0,385	0,89	-0,025	-0,04
CAR (-1 +1)	0,635*	1,65	0,703**	2,09	0,311	0,69
CAR (-1 0)	0,610*	1,94	0,760***	2,76	0,488	1,33

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.81. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	0,682	0,79	0,657	0,88	-1,019	-0,98
CAR (+1 +20)	0,530	0,63	0,506	0,70	-3,676***	-3,63
CAR (-10 0)	0,721	1,16	0,734	1,36	-0,608	-0,81
CAR (+1 +10)	0,583	0,98	0,502	0,98	-1,288*	-1,80
CAR (-5 0)	0,400	0,87	0,471	1,18	-0,455	-0,82
CAR (+1 +5)	0,523	1,24	0,323	0,89	-0,273	-0,54
CAR (-1 +1)	0,668**	2,05	0,638**	2,27	0,228	0,58
CAR (-1 0)	0,745***	2,80	0,763***	3,32	0,516	1,61

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.82. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AVs
-20	-115.612,75	-1,39	-13,50
-19	10.675,37	0,14	1,25
-18	125.742,09	0,90	14,69
-17	49.266,59	0,33	5,75
-16	-82.659,27	-1,34	-9,65
-15	-99.866,42	-1,43	-11,66
-14	-77.198,62	-0,84	-9,02
-13	-131.550,96	-1,41	-15,37
-12	-236.562,29**	-2,42	-27,63
-11	-288.184,32**	-2,44	-33,66
-10	-94.687,42	-1,16	-11,06
-9	-128.057,17	-1,59	-14,96
-8	-176.718,12*	-1,69	-20,64
-7	-72.464,76	-0,54	-8,46
-6	-92.676,69	-0,84	-10,82
-5	-163.511,54	-1,53	-19,10
-4	-350.268,82***	-3,60	-40,91
-3	-247.622,09***	-2,99	-28,92
-2	-28.0621,67***	-3,53	-32,78
-1	-90.699,76	-0,80	-10,59
0	49.135,87	0,38	5,74
1	22.844,48	0,18	2,67
2	-70.882,91	-0,69	-8,28
3	-167.589,25**	-2,09	-19,58
4	-172.584,92*	-1,79	-20,16
5	-101.852,63	-0,99	-11,90
6	363.612,66	1,50	42,47
7	-48.055,27	-0,50	-5,61
8	-50.361,77	-0,61	-5,88
9	8.699,55	0,07	1,02
10	62.531,36	0,35	7,30
11	-167.293,49**	-2,24	-19,54
12	68.103,15	0,37	7,95
13	-97.180,97	-0,75	-11,35
14	-26.116,43	-0,38	-3,05
15	-209.029,05**	-2,04	-24,42
16	-243.028,58***	-2,69	-28,39
17	-168.684,74***	-2,70	-19,70
18	-140.545,50	-1,39	-16,42
19	-146.345,85	-1,62	-17,09
20	-254.967,27***	-2,86	-29,78

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 856.137,5528 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.83. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AVs
-20	-275.016,26***	-3,81	-23,98
-19	-140.885,68**	-2,02	-12,28
-18	15.758,33	0,13	1,37
-17	-62.027,89	-0,54	-5,41
-16	-230.961,84***	-3,51	-20,14
-15	-236.483,38***	-3,01	-20,62
-14	-199.701,85***	-2,61	-17,41
-13	-211.641,82**	-2,43	-18,45
-12	-330.637,89***	-3,78	-28,83
-11	-355.387,69***	-3,31	-30,99
-10	-234.971,95***	-2,65	-20,49
-9	-217.387,21**	-2,23	-18,95
-8	-282.607,95***	-3,27	-24,64
-7	-272.382,13**	-2,53	-23,75
-6	-214.898,91**	-2,04	-18,74
-5	-232.319,19**	-2,49	-20,26
-4	-375.352,03***	-4,62	-32,73
-3	-292.191,98***	-3,97	-25,48
-2	-249.416,37***	-2,80	-21,75
-1	-25.971,41	-0,15	-2,26
0	136.250,85	0,93	11,88
1	176.605,52	1,27	15,40
2	-93.936,62	-1,12	-8,19
3	-260.559,19***	-3,80	-22,72
4	-257.871,65**	-2,49	-22,48
5	-145.996,09	-1,37	-12,73
6	201.665,80	1,14	17,58
7	-83.514,53	-0,87	-7,28
8	-102.434,09	-1,04	-8,93
9	-66.321,91	-0,60	-5,78
10	-39.394,40	-0,28	-3,43
11	-246.118,02***	-2,58	-21,46
12	-74.448,66	-0,52	-6,49
13	-201.184,79**	-2,05	-17,54
14	-172.227,88**	-2,28	-15,02
15	-278.381,45***	-2,68	-24,27
16	-331.580,08***	-4,23	-28,91
17	-267.310,87***	-3,67	-23,31
18	-245.929,66***	-2,74	-21,44
19	-314.415,48***	-4,10	-27,41
20	-244.827,57**	-2,32	-21,35

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 1.146.882,31 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.84. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-2.494.142,75***	-4,18
CAV (+1 +20)	-1.538.727,44***	-2,64
CAV (-10 0)	-1.648.192,17***	-3,81
CAV (+1 +10)	-153.638,70	-0,37
CAV (-5 0)	-1.083.588,01***	-3,39
CAV (+1 +5)	-490.065,23*	-1,68
CAV (-1 +1)	-18.719,42	-0,08
CAV (-1 0)	-41.563,89	-0,23

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.85. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-4.288.234,25***	-6,81
CAV (+1 +20)	-3.048.181,64***	-4,96
CAV (-10 0)	-2.261.248,27***	-4,96
CAV (+1 +10)	-671.757,17	-1,55
CAV (-5 0)	-1.039.000,13***	-3,09
CAV (+1 +5)	-581.758,03*	-1,90
CAV (-1 +1)	286.884,96	1,21
CAV (-1 0)	110.279,44	0,57

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών.
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.86. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=118	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,315	1,26	0,372**	2,06	0,464*	1,85
-19	-0,061	-0,24	-0,027	-0,12	0,200	0,71
-18	-0,330	-1,32	-0,322	-1,36	-0,221	-0,81
-17	-0,175	-0,70	-0,225	-0,99	-0,441*	-1,64
-16	0,015	0,06	0,073	0,37	-0,349	-1,41
-15	-0,107	-0,43	-0,065	-0,25	-0,178	-0,64
-14	0,198	0,79	0,182	1,07	0,128	0,65
-13	0,225	0,90	0,224	1,03	0,133	0,52
-12	0,110	0,44	0,165	0,89	0,262	1,21
-11	-0,325	-1,30	-0,292*	-1,68	-0,216	-1,06
-10	0,281	1,12	0,265	1,28	0,320	1,47
-9	0,077	0,31	0,016	0,08	-0,039	-0,18
-8	0,015	0,06	-0,065	-0,32	-0,354	-1,40
-7	0,195	0,78	0,128	0,68	-0,156	-0,61
-6	-0,163	-0,65	-0,136	-0,59	-0,223	-0,93
-5	-0,320	-1,28	-0,314*	-1,70	-0,272	-1,18
-4	-0,449*	-1,80	-0,436**	-2,17	-0,786***	-3,34
-3	-0,279	-1,11	-0,313*	-1,74	-0,466**	-2,14
-2	0,273	1,09	0,299	1,55	-0,021	-0,09
-1	0,707***	2,83	0,748***	3,15	0,556*	1,88
0	0,488*	1,95	0,431*	1,79	0,318	1,22
1	-0,079	-0,32	-0,093	-0,40	-0,278	-1,02
2	0,368	1,47	0,269	1,09	0,410	1,50
3	-0,051	-0,21	-0,156	-0,82	-0,307	-1,40
4	0,025	0,10	-0,034	-0,16	-0,186	-0,80
5	0,301	1,20	0,298	1,40	0,036	0,15
6	0,291	1,16	0,281	1,20	0,248	0,83
7	-0,002	-0,01	-0,051	-0,23	-0,370	-1,21
8	0,262	1,05	0,293	1,42	0,120	0,49
9	0,123	0,49	0,184	0,92	0,068	0,28
10	0,057	0,23	-0,078	-0,33	-0,547*	-1,76
11	-0,095	-0,38	0,004	0,02	-0,371	-1,25
12	0,224	0,90	0,178	0,81	0,081	0,31
13	-0,014	-0,06	-0,075	-0,39	-0,373	-1,54
14	0,247	0,99	0,208	1,01	0,173	0,68
15	-0,126	-0,50	-0,143	-0,65	-0,383	-1,47
16	-0,005	-0,02	0,015	0,08	-0,342	-1,61
17	-0,376	-1,50	-0,366	-1,44	-0,564*	-1,90
18	-0,061	-0,24	-0,035	-0,14	-0,120	-0,41
19	0,171	0,68	0,062	0,28	-0,298	-1,11
20	0,212	0,85	0,234	1,20	-0,050	-0,18

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.87. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 0 ΕΩΣ 10%ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=15	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	-0,019	-0,04	-0,061	-0,20	-0,037	-0,12
-19	0,469	1,00	0,226	0,78	0,491	1,20
-18	0,628	1,34	0,588	1,58	0,451	0,77
-17	0,525	1,12	0,466	1,08	0,442	1,08
-16	-0,109	-0,23	-0,011	-0,05	-0,478	-1,37
-15	-0,099	-0,21	-0,068	-0,20	-0,054	-0,15
-14	-0,100	-0,21	-0,203	-0,68	-0,008	-0,01
-13	-0,304	-0,65	-0,382	-1,52	-0,435	-1,62
-12	-0,056	-0,12	-0,103	-0,32	0,323	0,67
-11	-0,319	-0,68	-0,315	-0,74	-0,333	-0,84
-10	-0,115	-0,24	-0,110	-0,34	0,044	0,11
-9	-0,262	-0,56	-0,452	-1,03	-0,252	-0,53
-8	-0,197	-0,42	-0,314	-1,33	-0,331	-1,31
-7	-0,038	-0,08	-0,018	-0,06	-0,161	-0,67
-6	-0,184	-0,39	-0,205	-0,30	-0,222	-0,35
-5	-0,014	-0,03	-0,116	-0,31	0,062	0,15
-4	-0,017	-0,04	-0,116	-0,36	-0,551	-1,31
-3	-0,291	-0,62	-0,209	-0,60	-0,910*	-1,89
-2	-0,014	-0,03	0,071	0,27	-0,152	-0,40
-1	0,057	0,12	0,194	0,42	-0,541	-1,05
0	0,140	0,30	0,144	0,35	0,082	0,29
1	0,104	0,22	0,101	0,18	0,078	0,15
2	0,097	0,21	0,106	0,24	0,076	0,18
3	-0,058	-0,12	-0,030	-0,08	0,129	0,36
4	-0,190	-0,41	-0,250	-0,88	-0,124	-0,32
5	0,632	1,35	0,535	1,30	0,323	0,66
6	0,928**	1,98	0,923	1,16	0,874	0,92
7	-0,510	-1,09	-0,542	-1,41	-0,581	-1,02
8	-0,117	-0,25	-0,099	-0,34	-0,517*	-1,95
9	0,271	0,58	0,351	1,25	-0,401	-1,20
10	-0,028	-0,06	-0,102	-0,29	-0,538	-1,17
11	0,044	0,09	0,158	0,41	-0,434	-0,87
12	0,099	0,21	0,000	0,00	0,101	0,31
13	0,325	0,69	0,315	1,07	-0,397	-1,28
14	0,756	1,61	0,792***	2,77	0,844***	2,93
15	0,342	0,73	0,193	0,43	0,703*	1,75
16	-0,388	-0,83	-0,422	-1,12	-0,579*	-1,71
17	-0,318	-0,68	-0,253	-0,70	-0,854**	-2,57
18	-0,222	-0,47	-0,138	-0,34	-0,329	-0,94
19	-0,091	-0,19	-0,116	-0,35	0,215	0,55
20	-0,109	-0,23	-0,072	-0,24	-1,167**	-2,17

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.88. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 10 ΕΩΣ 20%ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=17	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,936	1,07	1,275**	2,17	0,722	0,80
-19	-0,562	-0,64	-0,267	-0,51	-0,269	-0,46
-18	0,254	0,29	0,056	0,16	0,331	0,51
-17	-0,310	-0,35	-0,340	-0,76	-0,979	-1,46
-16	0,492	0,56	0,675**	2,34	-0,191	-0,27
-15	-0,715	-0,81	-0,696	-1,00	-0,636	-0,80
-14	0,084	0,10	-0,198	-0,53	0,179	0,36
-13	0,276	0,31	0,368	0,61	0,426	0,54
-12	0,241	0,27	0,299	0,65	0,491	0,95
-11	0,256	0,29	0,179	0,50	0,368	0,90
-10	1,050	1,19	1,030*	1,79	0,939	1,50
-9	-0,466	-0,53	-0,489	-1,03	-0,969*	-1,70
-8	-0,650	-0,74	-0,781	-1,34	-0,897	-1,22
-7	0,739	0,84	0,566	1,05	0,316	0,35
-6	0,151	0,17	0,088	0,19	-0,061	-0,10
-5	-0,566	-0,64	-0,466	-1,56	-0,468	-0,96
-4	-1,093	-1,24	-1,125**	-2,29	-1,323**	-2,23
-3	-0,238	-0,27	-0,293	-1,31	-0,320	-0,85
-2	-0,441	-0,50	-0,295	-0,57	-0,952*	-1,67
-1	0,156	0,18	0,124	0,14	0,150	0,15
0	0,158	0,20	0,146	0,26	0,139	0,20
1	0,154	0,18	0,106	0,19	0,086	0,16
2	0,236	0,27	0,197	0,40	0,070	0,12
3	-0,231	-0,26	-0,234	-0,66	-0,222	-0,65
4	-0,123	-0,14	-0,090	-0,33	-0,057	-0,18
5	0,867	0,99	0,676	1,04	0,554	0,71
6	-0,051	-0,06	-0,172	-0,37	0,288	0,58
7	0,487	0,55	0,431	1,17	-0,175	-0,41
8	-0,024	-0,03	0,035	0,09	0,219	0,43
9	0,351	0,40	0,385	0,61	-0,271	-0,41
10	-0,373	-0,42	-0,361	-0,57	-1,053	-1,17
11	0,820	0,93	1,043*	1,83	1,238	1,55
12	0,877	1,00	1,172*	1,86	0,719	1,07
13	-0,375	-0,43	-0,390	-0,59	-1,028	-1,54
14	0,764	0,87	0,806	1,32	1,330*	1,79
15	0,011	0,01	0,139	0,36	-0,682*	-1,83
16	-0,231	-0,26	-0,223	-0,37	-0,996	-1,38
17	-0,733	-0,83	-0,354	-0,79	-0,670	-1,26
18	-0,862	-0,98	-0,948*	-1,72	-1,533**	-2,08
19	0,885	1,01	0,889	1,36	0,322	0,41
20	0,110	0,13	0,021	0,05	0,248	0,40

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.89. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 20 ΕΩΣ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=15	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	-0,143	-0,25	-0,040	-0,12	-0,085	-0,15
-19	0,794	1,38	0,828	1,39	0,953	1,35
-18	0,646	1,12	0,689	0,71	0,549	0,49
-17	0,546	0,95	0,683	0,83	0,518	0,50
-16	0,511	0,89	0,533	1,01	0,435	0,92
-15	0,669	1,16	0,618	1,56	0,588*	1,85
-14	0,384	0,67	0,303	0,99	-0,327	-0,67
-13	1,175**	2,05	1,213***	3,25	0,832	1,60
-12	0,105	0,18	0,257	0,52	0,375	0,90
-11	-0,449	-0,78	-0,417	-1,00	-0,600	-1,19
-10	1,168**	2,03	1,125*	1,70	1,109	1,60
-9	0,651	1,13	0,734	1,13	0,756	1,06
-8	0,509	0,89	0,641	1,04	0,747	0,88
-7	-0,714	-1,24	-0,746	-1,17	-1,242*	-1,65
-6	-0,351	-0,61	-0,447	-0,78	-0,805	-1,52
-5	0,260	0,45	0,173	0,28	-0,147	-0,19
-4	0,039	0,16	0,083	0,14	0,126	0,23
-3	-0,919	-1,60	-0,864*	-1,78	-0,574	-1,22
-2	-0,130	-0,23	-0,155	-0,48	-0,487	-1,29
-1	0,905	1,58	0,918	1,63	0,752	1,19
0	0,286	0,50	0,312	0,48	0,349	0,59
1	-0,588	-1,02	-0,536	-1,60	-0,550	-1,41
2	-0,120	-0,21	-0,174	-0,35	-0,134	-0,25
3	-0,389	-0,68	-0,372	-0,89	-0,953*	-1,78
4	0,050	0,09	0,071	0,13	0,036	0,06
5	0,272	0,47	0,355	1,12	0,478	1,42
6	-0,111	-0,19	-0,153	-0,21	-0,215	-0,25
7	0,348	0,61	0,338	0,49	-0,387	-0,49
8	0,206	0,36	0,296	0,77	-0,044	-0,11
9	0,002	0,00	0,087	0,17	0,669	0,92
10	0,606	1,06	0,601	0,88	0,895	1,14
11	-0,224	-0,39	-0,125	-0,16	-0,724	-0,98
12	-0,011	-0,02	0,037	0,10	0,181	0,29
13	-0,506	-0,88	-0,715	-1,15	-1,504	-1,49
14	0,406	0,71	0,405	0,67	0,451	0,65
15	-0,283	-0,49	-0,282	-1,34	-0,507	-1,17
16	0,017	0,03	0,077	0,14	-0,075	-0,09
17	-0,902	-1,57	-0,917**	-2,16	-0,987	-1,55
18	-0,272	-0,47	-0,229	-0,41	-0,419	-0,51
19	-0,328	-0,57	-0,399	-0,90	-0,718	-1,19
20	-0,280	-0,49	-0,343	-0,59	-0,764	-0,97

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.90. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΩ ΤΟΥ 30% ΓΙΑΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=71	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,334	1,06	0,335	1,37	0,623*	1,87
-19	-0,234	-0,74	-0,203	-0,64	0,092	0,22
-18	-0,879***	-2,78	-0,819***	-2,68	-0,658**	-1,99
-17	-0,442	-1,40	-0,536*	-1,78	-0,702**	-2,05
-16	-0,177	-0,56	-0,151	-0,51	-0,526	-1,48
-15	-0,128	-0,40	-0,057	-0,15	-0,256	-0,62
-14	0,249	0,79	0,329	1,30	0,240	0,91
-13	0,123	0,39	0,108	0,35	0,035	0,10
-12	0,115	0,36	0,171	0,65	0,171	0,54
-11	-0,439	-1,39	-0,373	-1,51	-0,250	-0,84
-10	-0,006	-0,02	-0,020	-0,07	0,063	0,22
-9	0,157	0,50	0,084	0,34	0,060	0,21
-8	0,114	0,36	0,009	0,03	-0,461	-1,38
-7	0,307	0,97	0,239	0,98	-0,039	-0,12
-6	-0,194	-0,61	-0,109	-0,34	-0,139	-0,42
-5	-0,448	-1,42	-0,423	-1,63	-0,322	-1,01
-4	-0,680**	-2,15	-0,659**	-2,49	-1,111***	-3,52
-3	-0,151	-0,48	-0,224	-0,84	-0,383	-1,19
-2	0,489	1,55	0,438	1,55	0,329	1,04
-1	0,791**	2,50	0,811***	2,66	0,795**	2,06
0	0,603*	1,90	0,553*	1,66	0,483	1,30
1	-0,384	-1,21	-0,388	-1,20	-0,715*	-1,79
2	0,374	1,18	0,248	0,67	0,435	1,06
3	0,065	0,20	-0,118	-0,42	-0,283	-0,86
4	0,100	0,32	0,003	0,01	-0,277	-0,78
5	0,101	0,32	0,146	0,49	-0,242	-0,72
6	0,324	1,02	0,346	1,16	0,203	0,51
7	-0,086	-0,27	-0,144	-0,47	-0,368	-0,81
8	0,422	1,34	0,437	1,38	0,266	0,70
9	0,063	0,20	0,121	0,45	0,121	0,36
10	0,061	0,19	-0,149	-0,46	-0,733*	-1,72
11	-0,317	-1,00	-0,250	-0,84	-0,668*	-1,64
12	0,143	0,45	0,008	0,02	-0,096	-0,25
13	0,105	0,33	0,054	0,23	0,027	0,09
14	-0,017	-0,05	-0,100	-0,37	-0,304	-0,89
15	-0,224	-0,71	-0,253	-0,74	-0,514	-1,28
16	0,125	0,40	0,151	0,69	-0,192	-0,76
17	-0,192	-0,61	-0,276	-0,71	-0,388	-0,85
18	0,210	0,66	0,246	0,70	0,325	0,81
19	0,161	0,51	-0,001	0,00	-0,467	-1,23
20	0,409	1,29	0,471*	1,72	0,266	0,72

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.91. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=57	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	-0,175	-0,43	-0,237	-0,66	-0,027	-0,06
-19	0,155	0,38	0,166	0,45	0,164	0,36
-18	0,160	0,39	0,139	0,50	0,245	0,69
-17	-0,145	-0,35	-0,171	-0,52	-0,210	-0,59
-16	-0,308	-0,75	-0,285	-0,87	-0,199	-0,50
-15	0,315	0,77	0,167	0,44	0,151	0,37
-14	0,379	0,93	0,278	0,79	0,198	0,44
-13	-0,196	-0,48	-0,311	-0,98	-0,510	-1,29
-12	-0,177	-0,43	-0,390	-1,29	-0,424	-1,15
-11	0,052	0,13	0,157	0,69	0,172	0,56
-10	0,324	0,79	0,097	0,28	0,009	0,02
-9	1,004**	2,45	0,925***	2,61	0,655	1,47
-8	0,408	0,99	0,511	1,18	0,198	0,37
-7	-0,474	-1,16	-0,606	-1,54	-0,880*	-1,84
-6	0,085	0,21	-0,002	0,00	-0,099	-0,20
-5	-0,136	-0,33	-0,203	-0,47	-0,469	-0,90
-4	-0,407	-0,99	-0,513*	-1,80	-0,619*	-1,81
-3	-0,478	-1,17	-0,469	-1,34	-0,733*	-1,68
-2	0,687*	1,68	0,684	1,58	0,287	0,55
-1	-0,329	-0,80	-0,465	-1,20	-0,656	-1,43
0	-0,007	-0,02	-0,250	-0,58	-0,380	-0,73
1	-0,025	-0,06	-0,147	-0,34	-0,255	-0,57
2	0,059	0,15	0,094	0,23	-0,038	-0,09
3	0,189	0,46	-0,008	-0,02	-0,102	-0,22
4	0,338	0,82	0,136	0,34	-0,041	-0,09
5	0,201	0,49	0,260	0,68	0,203	0,42
6	0,418	1,02	0,430	1,13	0,112	0,25
7	-0,010	-0,02	0,129	0,36	0,184	0,47
8	-0,288	-0,70	-0,395	-1,35	-0,370	-1,01
9	0,348	0,85	0,074	0,17	-0,173	-0,35
10	0,048	0,12	0,083	0,25	-0,343	-0,74
11	0,534	1,30	0,310	0,88	0,098	0,21
12	0,196	0,48	0,047	0,11	0,141	0,29
13	0,566	1,38	0,514	1,19	0,326	0,65
14	0,386	0,94	0,135	0,36	-0,222	-0,47
15	-0,654	-1,60	-0,789**	-2,27	-1,378***	-3,34
16	0,018	0,04	-0,100	-0,28	-0,315	-0,81
17	-0,447	-1,09	-0,547	-1,25	-0,976*	-1,78
18	-0,052	-0,13	0,042	0,11	0,012	0,02
19	-0,125	-0,31	-0,217	-0,55	-0,681	-1,51
20	0,346	0,84	0,267	0,68	0,211	0,47

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.92. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=41	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,087	0,19	0,013	0,03	0,072	0,14
-19	0,718	1,60	0,668**	1,99	0,559	1,35
-18	0,102	0,23	0,103	0,30	-0,152	-0,38
-17	-0,408	-0,91	-0,330	-0,74	-0,155	-0,28
-16	-0,092	-0,20	-0,179	-0,43	-0,152	-0,37
-15	-0,048	-0,11	-0,136	-0,40	0,059	0,13
-14	-0,011	-0,03	0,096	0,32	0,154	0,43
-13	0,283	0,63	0,311	1,17	0,283	0,88
-12	-0,694	-1,54	-0,763***	-2,58	-0,801**	-2,18
-11	0,327	0,73	0,344	0,81	0,401	0,90
-10	0,609	1,35	0,602	1,46	0,926**	2,03
-9	-0,289	-0,64	-0,272	-0,75	-0,408	-0,87
-8	-0,227	-0,51	-0,155	-0,44	0,055	0,12
-7	0,257	0,57	0,207	0,46	0,081	0,19
-6	0,456	1,01	0,577	1,32	0,598	1,24
-5	-0,619	-1,38	-0,575	-1,59	-0,713*	-1,92
-4	-0,085	-0,19	-0,068	-0,20	-0,358	-0,89
-3	-0,086	-0,19	0,060	0,16	0,114	0,28
-2	0,022	0,05	-0,067	-0,19	-0,127	-0,31
-1	-0,018	-0,04	-0,038	-0,09	0,034	0,07
0	0,298	0,66	0,380	1,10	0,185	0,46
1	-0,004	-0,01	-0,003	-0,01	-0,174	-0,35
2	0,212	0,47	0,281	0,71	-0,163	-0,35
3	-0,122	-0,27	-0,105	-0,30	-0,137	-0,30
4	0,449	1,00	0,315	0,56	0,717	1,14
5	0,509	1,13	0,581	1,37	0,420	0,90
6	-0,130	-0,29	-0,058	-0,17	-0,054	-0,13
7	-0,054	-0,12	0,031	0,06	-0,310	-0,48
8	-0,130	-0,29	-0,034	-0,08	-0,315	-0,59
9	-0,497	-1,10	-0,396	-1,31	-0,767**	-2,31
10	-0,802*	-1,78	-0,652	-1,42	-1,622**	-2,53
11	-0,607	-1,35	-0,492	-1,38	-0,641	-1,34
12	-0,493	-1,10	-0,518*	-1,66	-0,614*	-1,66
13	-0,014	-0,03	0,029	0,09	-0,376	-0,74
14	0,627	1,39	0,555	1,19	0,688	1,25
15	-0,236	-0,53	-0,243	-0,48	-0,480	-0,93
16	-0,038	-0,08	-0,174	-0,45	-0,653	-1,31
17	0,223	0,49	0,138	0,38	-0,200	-0,41
18	-0,369	-0,82	-0,234	-0,71	-0,060	-0,13
19	0,839*	1,87	0,755	1,63	0,874*	1,70
20	0,501	1,11	0,508	0,92	0,213	0,36

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.93. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=167	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,178	0,74	0,210	1,21	0,299	1,31
-19	0,062	0,26	0,046	0,25	0,104	0,46
-18	0,076	0,32	0,052	0,30	-0,018	-0,09
-17	-0,011	-0,04	-0,057	-0,33	-0,214	-0,96
-16	-0,101	-0,42	-0,107	-0,63	-0,451**	-2,06
-15	0,037	0,15	-0,100	-0,46	-0,193	-0,77
-14	0,280	1,17	0,193	1,20	0,205	1,05
-13	0,295	1,23	0,241	1,28	0,208	0,98
-12	0,155	0,64	0,107	0,63	0,208	1,01
-11	0,077	0,32	-0,003	-0,02	-0,074	-0,38
-10	0,371	1,54	0,248	1,30	0,281	1,35
-9	0,254	1,06	0,215	1,23	0,023	0,10
-8	0,179	0,75	0,122	0,62	-0,134	-0,54
-7	0,049	0,21	-0,057	-0,30	-0,270	-1,14
-6	0,251	1,04	0,215	1,00	0,190	0,76
-5	-0,292	-1,21	-0,316	-1,59	-0,416*	-1,82
-4	-0,092	-0,38	-0,134	-0,79	-0,491**	-2,29
-3	-0,207	-0,86	-0,228	-1,31	-0,377*	-1,82
-2	0,485**	2,02	0,461**	2,40	0,165	0,72
-1	0,623***	2,59	0,631***	2,78	0,546**	2,07
0	0,677***	2,82	0,567***	2,57	0,379	1,54
1	0,020	0,08	-0,053	-0,24	-0,235	-0,90
2	0,464*	1,93	0,311	1,42	0,190	0,75
3	0,093	0,39	-0,078	-0,42	-0,194	-0,93
4	0,190	0,79	0,130	0,61	0,178	0,69
5	0,358	1,49	0,424*	1,93	0,294	1,15
6	0,319	1,33	0,365*	1,76	0,330	1,28
7	-0,001	0,00	-0,004	-0,02	-0,194	-0,75
8	0,237	0,99	0,203	1,13	0,038	0,18
9	0,168	0,70	0,136	0,62	-0,046	-0,18
10	0,092	0,38	0,038	0,17	-0,459	-1,54
11	-0,143	-0,60	-0,131	-0,65	-0,289	-1,11
12	0,009	0,04	-0,021	-0,11	0,103	0,46
13	0,307	1,28	0,203	1,01	-0,094	-0,39
14	0,467*	1,94	0,360*	1,84	0,286	1,19
15	-0,072	-0,30	-0,102	-0,53	-0,401*	-1,80
16	-0,140	-0,58	-0,213	-1,19	-0,486**	-2,25
17	-0,173	-0,72	-0,231	-1,14	-0,467*	-1,85
18	-0,142	-0,59	-0,124	-0,61	-0,275	-1,12
19	-0,020	-0,08	-0,124	-0,60	-0,401	-1,62
20	0,319	1,33	0,349	1,57	0,167	0,63

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
N = Αριθμός Παρατηρήσεων
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.94. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=82	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,468	1,39	0,377	1,44	0,661**	2,00
-19	-0,044	-0,13	0,004	0,01	0,208	0,63
-18	-0,197	-0,59	-0,186	-0,65	0,058	0,18
-17	-0,493	-1,47	-0,545*	-1,77	-0,655*	-1,90
-16	-0,065	-0,19	-0,050	-0,17	-0,028	-0,09
-15	0,250	0,75	0,228	0,86	0,314	1,08
-14	0,279	0,83	0,359	1,32	0,320	1,01
-13	0,292	0,87	0,220	0,96	-0,023	-0,08
-12	-0,423	-1,26	-0,412*	-1,76	-0,430	-1,51
-11	-0,188	-0,56	-0,107	-0,52	0,007	0,03
-10	0,276	0,82	0,176	0,55	0,258	0,75
-9	0,289	0,86	0,195	0,70	0,284	0,91
-8	0,191	0,57	0,189	0,64	0,089	0,25
-7	0,129	0,38	-0,010	-0,03	-0,318	-0,93
-6	-0,407	-1,21	-0,392	-1,37	-0,458	-1,53
-5	-0,287	-0,85	-0,381	-1,59	-0,319	-1,04
-4	-0,755**	-2,25	-0,712***	-3,26	-0,776***	-3,15
-3	-0,295	-0,88	-0,302	-1,11	-0,472	-1,41
-2	0,038	0,11	-0,109	-0,38	-0,221	-0,68
-1	-0,198	-0,59	-0,291	-1,12	-0,515	-1,59
0	0,154	0,46	0,114	0,36	0,051	0,14
1	-0,142	-0,42	-0,191	-0,78	-0,249	-0,90
2	-0,170	-0,51	-0,116	-0,42	-0,032	-0,10
3	-0,129	-0,39	-0,195	-0,74	-0,330	-1,01
4	0,160	0,48	-0,013	-0,04	-0,124	-0,35
5	0,388	1,16	0,331	1,39	0,171	0,57
6	0,167	0,50	0,095	0,34	-0,076	-0,23
7	-0,084	-0,25	-0,184	-0,73	-0,655*	-1,92
8	-0,202	-0,60	-0,258	-0,93	-0,488	-1,47
9	-0,295	-0,88	-0,250	-1,05	-0,382	-1,31
10	-0,129	-0,39	-0,102	-0,46	-0,500	-1,57
11	0,196	0,58	0,167	0,60	-0,338	-0,89
12	0,091	0,27	0,062	0,20	-0,061	-0,16
13	-0,070	-0,21	-0,089	-0,35	-0,496	-1,52
14	0,028	0,08	-0,151	-0,57	-0,550	-1,63
15	-0,290	-0,86	-0,393	-1,35	-0,705**	-2,13
16	-0,066	-0,20	-0,070	-0,31	-0,546**	-1,99
17	-0,156	-0,47	-0,122	-0,41	-0,458	-1,36
18	0,124	0,37	0,143	0,48	0,216	0,58
19	0,383	1,14	0,323	1,21	-0,015	-0,05
20	0,419	1,25	0,395*	1,69	0,166	0,57

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
N = Αριθμός Παρατηρήσεων
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.95. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	0,691	0,60	0,709	0,62	-1,341	-0,94
CAR (+1 +20)	1,471	1,32	0,997	0,90	-3,053**	-2,20
CAR (-10 0)	0,826	1,00	0,623	0,76	-1,123	-1,09
CAR (+1 +10)	1,293*	1,64	0,915	1,17	-0,807	-0,82
CAR (-5 0)	0,420	0,69	0,414	0,68	-0,670	-0,88
CAR (+1 +5)	0,563	1,01	0,285	0,51	-0,325	-0,47
CAR (-1 +1)	1,116***	2,58	1,087**	2,53	0,596	1,11
CAR (-1 0)	1,195***	3,38	1,179***	3,36	0,874**	1,99

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.96. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 0 ΕΩΣ 10% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	-0,320	-0,15	0,993	0,67	-2,567	-1,22
CAR (+1 +20)	1,566	0,75	1,452	1,01	-2,577	-1,25
CAR (-10 0)	-0,935	-0,60	-1,122	1,06	-2,931*	-1,92
CAR (+1 +10)	1,128	0,76	0,993**	0,98	-0,681	-0,46
CAR (-5 0)	-0,140	-0,12	-0,031	0,04	-2,010*	-1,79
CAR (+1 +5)	0,584	0,56	0,462	0,64	0,482	0,47
CAR (-1 +1)	0,300	0,37	0,439	0,79	-0,381	-0,48
CAR (-1 0)	0,196	0,30	0,338	0,74	-0,459	-0,71

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.97. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 10 ΕΩΣ 20% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	-0,250	-0,06	-0,145	-0,06	-3,005	-0,95
CAR (+1 +20)	2,560	0,65	3,127	1,22	-1,614	-0,52
CAR (-10 0)	-1,200	-0,41	-1,495	-0,79	-3,446	-1,51
CAR (+1 +10)	1,293	0,47	0,974	0,54	-0,562	-0,26
CAR (-5 0)	-2,024	-0,94	-1,909	-1,37	-2,774*	-1,65
CAR (+1 +5)	0,904	0,46	0,656	0,52	0,432	0,28
CAR (-1 +1)	0,468	0,31	0,375	0,38	0,375	0,31
CAR (-1 0)	0,314	0,25	0,270	0,33	0,289	0,30

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.98. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 20 ΕΩΣ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	5,996**	2,28	6,440***	2,63	3,824	1,26
CAR (+1 +20)	-2,108	-0,82	-1,979	-0,80	-5,272*	-1,71
CAR (-10 0)	1,759	0,92	1,773	1,00	0,586	0,27
CAR (+1 +10)	0,275	0,15	0,513	0,27	-0,205	-0,09
CAR (-5 0)	0,497	0,35	0,467	0,36	0,019	0,01
CAR (+1 +5)	-0,775	-0,60	-0,656	-0,53	-1,123	-0,75
CAR (-1 +1)	0,603	0,61	0,694	0,72	0,551	0,48
CAR (-1 0)	1,191	1,47	1,230	1,56	1,101	1,18

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.99. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΩ ΤΟΥ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	-0,493	-0,34	-0,499	-0,33	-1,956	-1,03
CAR (+1 +20)	1,443	1,02	0,552	0,37	-3,603*	-1,94
CAR (-10 0)	0,983	0,94	0,700	0,63	-0,726	-0,53
CAR (+1 +10)	1,039	1,04	0,502	0,48	-1,593	-1,21
CAR (-5 0)	0,605	0,78	0,492	0,60	0,209	-0,21
CAR (+1 +5)	0,256	0,36	-0,108	-0,15	-1,082	-1,17
CAR (-1 +1)	1,011*	1,85	0,977*	1,69	0,563	0,78
CAR (-1 0)	1,395***	3,12	1,364***	2,89	1,278**	2,18

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.100. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	0,738	0,39	-0,781	-0,47	-3,126*	-1,66
CAR (+1 +20)	2,045	1,12	0,316	0,19	-3,606*	-1,96
CAR (-10 0)	0,677	0,50	-0,293	-0,24	-2,688**	-1,97
CAR (+1 +10)	1,278	0,99	0,655	0,57	-0,822	-0,63
CAR (-5 0)	-0,670	-0,67	-1,218	-1,37	-2,571**	-2,56
CAR (+1 +5)	0,762	0,83	0,335	0,41	-0,233	-0,25
CAR (-1 +1)	-0,360	-0,51	-0,863	-1,37	-1,291*	-1,82
CAR (-1 0)	-0,335	-0,58	-0,716	-1,39	-1,036*	-1,78

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.101. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	0,580	0,28	0,779	0,45	0,657	0,28
CAR (+1 +20)	-0,134	-0,07	0,285	0,17	-3,654	-1,61
CAR (-10 0)	0,316	0,21	0,652	0,52	0,389	0,23
CAR (+1 +10)	-0,567	-0,40	-0,040	-0,03	-2,406	-1,50
CAR (-5 0)	-0,490	-0,44	-0,308	-0,33	-0,864	-0,70
CAR (+1 +5)	1,045	1,04	1,070	1,27	0,662	0,58
CAR (-1 +1)	0,276	0,35	0,339	0,52	0,045	0,05
CAR (-1 0)	0,280	0,44	0,342	0,64	0,220	0,31

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.102. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	3,347***	3,04	2,306**	2,22	-0,029	-0,02
CAR (+1 +20)	2,353**	2,19	1,439	1,42	-1,953	-1,51
CAR (-10 0)	2,297***	2,88	1,725**	2,29	-0,102	-0,11
CAR (+1 +10)	1,940**	2,56	1,473**	2,05	-0,098	-0,11
CAR (-5 0)	1,194**	2,03	0,982*	1,77	-0,193	-0,27
CAR (+1 +5)	1,125**	2,09	0,734	1,45	0,233	0,36
CAR (-1 +1)	1,320***	3,17	1,145***	2,91	0,690	1,38
CAR (-1 0)	1,300***	3,83	1,198***	3,73	0,926**	2,27

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.103. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	-0,985	-0,64	-1,635	-1,36	-1,967	-1,25
CAR (+1 +20)	0,221	0,15	-0,620	-0,53	-5,453***	-3,56
CAR (-10 0)	-0,866	-0,78	-1,523*	-1,74	-2,398**	-2,11
CAR (+1 +10)	-0,437	-0,41	-0,883	-1,06	-2,664**	-2,46
CAR (-5 0)	-1,343	-1,63	-1,681***	-2,61	-2,252***	-2,68
CAR (+1 +5)	0,107	0,14	-0,184	-0,31	-0,563	-0,74
CAR (-1 +1)	-0,187	-0,32	-0,368	-0,81	-0,712	-1,20
CAR (-1 0)	-0,045	-0,09	-0,178	-0,48	-0,464	-0,96

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.104. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-271.557,02**	-2,17	-26,02
-19	163.038,34	1,62	15,62
-18	349.821,10	1,57	33,53
-17	118.247,67	0,43	11,33
-16	-155.794,10*	-1,70	-14,93
-15	-155.424,89	-1,58	-14,90
-14	-152.034,32	-1,48	-14,57
-13	-231.117,77*	-1,82	-22,15
-12	-280.129,44*	-1,87	-26,85
-11	-483.797,80**	-2,55	-46,37
-10	-264.019,99**	-2,39	-25,30
-9	-266.378,15**	-2,45	-25,53
-8	-432.192,86***	-2,82	-41,42
-7	-330.821,27***	-2,72	-31,70
-6	-334.483,34***	-2,90	-32,06
-5	-375.314,49**	-2,24	-35,97
-4	-485.701,48***	-2,95	-46,55
-3	-340.826,94***	-2,76	-32,66
-2	-336.319,42***	-2,67	-32,23
-1	-232.228,49	-1,62	-22,26
0	178.557,57	1,29	17,11
1	98.984,59	0,44	9,49
2	-7.668,64	-0,04	-0,73
3	-129.651,26	-0,94	-12,43
4	-215.689,62	-1,49	-20,67
5	-112.568,61	-0,62	-10,79
6	601.137,35	1,37	57,61
7	56.055,04	0,32	5,37
8	3.793,03	0,03	0,36
9	146.432,62	0,61	14,03
10	384.761,04	1,10	36,87
11	-216.076,35**	-1,98	-20,71
12	101.470,36	0,29	9,72
13	-84.934,63	-0,37	-8,14
14	-322,95	0,00	-0,03
15	-171.520,81	-0,97	-16,44
16	-276.884,40*	-1,84	-26,54
17	-143.573,76	-1,30	-13,76
18	-129.895,90	-0,74	-12,45
19	-244.733,99*	-1,71	-23,45
20	-326.690,06**	-2,04	-31,31

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 1.043.448,598 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.105. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 0 ΕΩΣ 10% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-195.628,52	-0,57	-10,83
-19	780.050,86	1,55	43,19
-18	1.357.973,42	1,00	75,19
-17	-206.759,64	-1,44	-11,45
-16	-666.095,89	-1,35	-36,88
-15	-445.566,34	-0,85	-24,67
-14	210.455,86	0,32	11,65
-13	142.830,87	0,19	7,91
-12	-3.335,30	-0,01	-0,18
-11	-682.044,28**	-2,45	-37,76
-10	-346.616,41	-0,95	-19,19
-9	436.548,78	0,87	24,17
-8	-875.757,91	-1,49	-48,49
-7	-893.540,74*	-1,65	-49,47
-6	-925.240,36	-1,63	-51,23
-5	-54.315,96	-0,13	-3,01
-4	-693.909,41	-1,61	-38,42
-3	-821.959,08**	-2,22	-45,51
-2	-443.552,22	-1,17	-24,56
-1	785.553,49	1,11	43,49
0	231.444,23	0,78	12,81
1	1.480.853,05	0,91	81,99
2	1.201.248,13	1,01	66,51
3	656.368,00	0,80	36,34
4	357.857,34	0,67	19,81
5	773.828,13	0,80	42,85
6	2170.002,11	1,46	120,15
7	1.039.795,34	0,91	57,57
8	619.737,39	1,22	34,31
9	1.426.243,66	0,89	78,97
10	2.651.681,84	1,05	146,82
11	30.893,03	0,09	1,71
12	2.630.162,85	1,08	145,63
13	1.267.009,09	0,75	70,15
14	567.977,43	0,91	31,45
15	568.505,47	0,92	31,48
16	128.561,73	0,47	7,12
17	612.740,78	1,52	33,93
18	721.054,31	0,61	39,92
19	127.566,82	0,34	7,06
20	-15.065,45	-0,03	-0,83

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 1.806.084,804 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.106. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 10 ΕΩΣ 20% ΓΙΑΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-1091.010,06	-1,44	-38,06
-19	239.899,84	0,69	8,37
-18	1.141.606,68	1,39	39,83
-17	1.720.081,27	0,91	60,01
-16	120.769,70	0,36	4,21
-15	137.743,25	0,41	4,81
-14	-536.762,00*	-1,90	-18,73
-13	-979.094,39**	-2,36	-34,16
-12	-1.204.081,46	-1,29	-42,01
-11	-1.849.210,78	-1,50	-64,52
-10	-677.779,18	-1,08	-23,65
-9	-1.084.607,16**	-2,22	-37,84
-8	-1.428.693,56*	-1,68	-49,85
-7	-1.128.613,17**	-2,01	-39,38
-6	-949.778,96**	-1,98	-33,14
-5	-1.768.549,85*	-1,72	-61,70
-4	-1.688.441,91*	-1,67	-58,91
-3	-1.246.329,27*	-1,89	-43,48
-2	-1.342.300,39*	-1,86	-46,83
-1	1.296.469,09**	1,97	45,23
0	496.110,46	0,79	17,31
1	-220.850,47	-0,42	-7,71
2	-807.673,24	-1,34	-28,18
3	-1.103.350,51**	-2,32	-38,49
4	-1.286.723,57*	-1,64	-44,89
5	-1.440.466,57*	-1,85	-50,26
6	2.111.808,91	0,77	73,68
7	-845.971,23*	-1,76	-29,52
8	-1.169.629,25**	-2,41	-40,81
9	-482.823,06	-0,70	-16,85
10	-243.081,05	-0,35	-8,48
11	-980.630,83*	-1,65	-34,21
12	-1.377.355,69	-1,43	-48,05
13	-801.688,93	-1,58	-27,97
14	423.530,32	0,92	14,78
15	-1.473.763,38	-1,51	-51,42
16	-1.527.250,56*	-1,75	-53,28
17	-874.953,80*	-1,64	-30,53
18	-1.022.437,45**	-2,19	-35,67
19	-1.096.413,53	-1,26	-38,25
20	-1.465.088,36	-1,56	-51,12

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 2.866.221,781 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.107. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 20 ΕΩΣ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-128.528,46	-1,00	-52,43
-19	-95.936,26	-0,90	-39,13
-18	-88.676,66	-0,74	-36,17
-17	38.672,81	0,33	15,78
-16	-22.496,18	-0,25	-9,18
-15	91.978,19	0,56	37,52
-14	-76.199,74	-0,84	-31,08
-13	-91.653,87	-0,90	-37,39
-12	-47.960,59	-0,57	-19,56
-11	-11.3215,61	-1,01	-46,18
-10	-52.625,46	-0,56	-21,47
-9	-82.752,34	-0,88	-33,76
-8	-37.213,35	-0,56	-15,18
-7	-71.527,85	-0,71	-29,18
-6	-69.713,01	-0,96	-28,44
-5	-81.041,54	-0,79	-33,06
-4	-56.816,48	-0,56	-23,18
-3	-52.873,13	-0,38	-21,57
-2	-33.678,71	-0,35	-13,74
-1	28.713,72	0,43	11,71
0	60.180,38	0,62	24,55
1	-5.391,23	-0,06	-2,20
2	-47.074,15	-0,68	-19,20
3	10.251,13	0,12	4,18
4	-47.175,07	-0,58	-19,24
5	-66.440,28	-0,71	-27,10
6	-17.715,44	-0,18	-7,23
7	38.659,85	0,35	15,77
8	17.254,52	0,21	7,04
9	20.681,97	0,22	8,44
10	70.614,23	0,66	28,80
11	-36.993,96	-0,59	-15,09
12	-8.864,82	-0,13	-3,62
13	-50.284,47	-0,65	-20,51
14	-3.163,39	-0,04	-1,29
15	-55.611,27	-0,62	-22,68
16	36.675,93	0,38	14,96
17	-56.153,24	-0,80	-22,91
18	-73.841,97	-0,91	-30,12
19	-38.885,63	-0,56	-15,86
20	-46.107,36	-0,49	-18,81

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 245.150,99 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.108. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΩ ΤΟΥ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-121608,48*	-1,77	-19,79
-19	68993,07	0,71	11,23
-18	39889,08	0,32	6,49
-17	-179814,84***	-2,68	-29,26
-16	-142364,89*	-1,94	-23,17
-15	-216590,84**	-2,56	-35,24
-14	-152520,24**	-2,11	-24,82
-13	-160492,22*	-1,83	-26,12
-12	-166428,89**	-2,14	-27,08
-11	-193276,88***	-2,89	-31,45
-10	-192161,76***	-2,57	-31,27
-9	-257764,04***	-3,63	-41,94
-8	-183329,54**	-2,49	-29,83
-7	-75696,58	-0,92	-12,32
-6	-118288,61	-1,36	-19,25
-5	-171709,85***	-2,57	-27,94
-4	-244343,30***	-3,64	-39,76
-3	-105544,96	-1,23	-17,17
-2	-150964,55**	-2,18	-24,57
-1	235430,76***	3,45	38,31
0	244090,07	1,50	39,72
1	-94328,00	-1,13	-15,35
2	-63198,09	-0,92	-10,28
3	-92129,25	-1,19	-14,99
4	-116018,43	-1,36	-18,88
5	8366,46	0,08	1,36
6	38720,50	0,34	6,30
7	67875,74	0,65	11,04
8	151780,22	0,83	24,70
9	53283,89	0,38	8,67
10	122531,54	0,79	19,94
11	-123024,94	-1,52	-20,02
12	-55365,09	-0,55	-9,01
13	-206259,78***	-3,10	-33,56
14	-221272,31***	-3,46	-36,01
15	-40547,77	-0,39	-6,60
16	-129403,72	-1,20	-21,06
17	-146708,47*	-1,64	-23,87
18	-107809,37	-1,14	-17,54
19	-162954,91**	-2,13	-26,52
20	-179230,05**	-2,16	-29,16

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 614.544,05 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.109. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	294.606,25*	1,74	35,71
-19	51.067,21	0,26	6,19
-18	94.821,76	0,32	11,49
-17	186.551,88	1,11	22,61
-16	139.033,00	1,14	16,85
-15	52.369,07	0,32	6,35
-14	204.990,56	0,79	24,85
-13	209.652,29	0,98	25,42
-12	-87.968,30	-0,47	-10,66
-11	41.440,97	0,19	5,02
-10	186.507,67	1,06	22,61
-9	127.403,94	0,61	15,44
-8	349.436,70	1,51	42,36
-7	481.238,07	1,05	58,34
-6	339.531,35	0,94	41,16
-5	298.326,07	1,43	36,16
-4	-96.508,11	-0,66	-11,70
-3	-187.148,04	-0,96	-22,69
-2	-234.833,76	-1,54	-28,47
-1	-249.098,33	-0,75	-30,20
0	-297.531,08	-0,71	-36,07
1	-72.984,68	-0,35	-8,85
2	-82.260,13	-0,57	-9,97
3	-130.678,87	-1,56	-15,84
4	-194.799,12*	-1,93	-23,61
5	12.017,99	0,11	1,46
6	447.548,49	1,21	54,25
7	-213.748,43*	-1,77	-25,91
8	31.931,04	0,20	3,87
9	-30.683,06	-0,26	-3,72
10	-124.809,47	-1,49	-15,13
11	-127.532,86	-0,70	-15,46
12	236.595,69	1,17	28,68
13	8.498,08	0,05	1,03
14	141.206,78	1,24	17,12
15	-149.650,09	-1,19	-18,14
16	-225.229,12	-1,31	-27,30
17	-246.383,48***	-2,75	-29,87
18	-195.609,22	-1,55	-23,71
19	30.334,72	0,14	3,68
20	-272.769,87**	-2,40	-33,07

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 824.905,77 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.110. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-537.723,35***	-3,78	-100,68
-19	-607.625,90***	-3,75	-113,77
-18	-144.748,70	-0,58	-27,10
-17	-339.956,67**	-2,07	-63,65
-16	-66.004,58	-0,63	-12,36
-15	-448.671,48***	-3,11	-84,00
-14	-464.240,23**	-2,34	-86,92
-13	-583.981,42***	-2,73	-109,34
-12	-625.397,20***	-3,04	-117,09
-11	-405.482,51**	-2,05	-75,92
-10	487.817,91 ***	2,84	91,33
-9	-240.399,51*	-1,70	-45,01
-8	-347.243,89**	-2,05	-65,01
-7	-286.752,53	-1,54	-53,69
-6	109.537,39	0,98	20,51
-5	-311.953,66*	-1,75	-58,41
-4	-622.071,30***	-4,20	-116,47
-3	-44.610,71	-0,57	-8,35
-2	-584.152,60***	-3,81	-109,37
-1	-449.101,92***	-3,26	-84,09
0	1.665,70	0,01	0,31
1	-604.101,87	0,36	-113,11
2	-573.850,19***	-3,72	-107,44
3	-712.148,33***	-4,16	-133,34
4	-571.626,14***	-3,34	-107,03
5	-720.453,32***	-3,95	-134,89
6	-331.290,95***	-2,74	-62,03
7	46.931,22	0,48	8,79
8	-284.817,04**	-2,40	-53,33
9	-543.145,74***	-3,90	-101,69
10	-724.667,15***	-4,55	-135,68
11	-489.500,16***	-5,70	-91,65
12	-111.910,40*	-1,71	-20,95
13	-421.717,75***	-3,22	-78,96
14	-646.901,26***	-4,84	-121,12
15	-690.050,13***	-3,12	-129,20
16	-252.299,51***	-3,63	-47,24
17	-234.986,65***	-3,90	-44,00
18	-6.646,05	-0,04	-1,24
19	-358.415,22***	-5,52	-67,11
20	-112.365,07	-0,92	-21,04

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 534.101,86 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.111. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-127.848,39	-1,11	-12,79
-19	23.220,04	0,23	2,32
-18	76.537,86	0,43	7,66
-17	77.814,04	0,37	7,78
-16	-122.603,44	-1,43	-12,26
-15	-190.644,16**	-2,26	-19,07
-14	-109.112,96	-0,93	-10,91
-13	-180.479,99	-1,58	-18,05
-12	-290.647,46**	-2,31	-29,07
-11	-395.240,70***	-2,64	-39,53
-10	-148.102,34	-1,34	-14,81
-9	-190.849,31*	-1,78	-19,09
-8	-198.563,50	-1,43	-19,86
-7	-135.854,15	-0,77	-13,59
-6	-245.282,35**	-2,12	-24,53
-5	-271.556,32**	-2,11	-27,16
-4	-444.453,32***	-3,51	-44,46
-3	-334.123,42***	-3,10	-33,42
-2	-315.906,89***	-3,29	-31,60
-1	-75.514,60	-0,49	-7,55
0	105.752,64	0,61	10,58
1	112.793,65	0,65	11,28
2	-51.421,66	-0,39	-5,14
3	-152.147,96	-1,52	-15,22
4	-239.089,10**	-2,21	-23,91
5	-91.285,81	-0,67	-9,13
6	519.513,22	1,57	51,96
7	-48.480,48	-0,38	-4,85
8	-72.901,45	-0,67	-7,29
9	72.122,08	0,43	7,21
10	159.236,00	0,66	15,93
11	-154.792,24*	-1,64	-15,48
12	122.651,35	0,49	12,27
13	-146.805,72	-0,87	-14,68
14	-31.956,05	-0,35	-3,20
15	-210.408,12	-1,53	-21,05
16	-254.071,33**	-2,12	-25,41
17	-122.861,84	-1,52	-12,29
18	-112.660,62	-0,81	-11,27
19	-133.347,97	-1,13	-13,34
20	-300.208,70**	-2,46	-30,03

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 534.101,86 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.112. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-137.999,15**	-2,55	-22,90
-19	-81.429,73	-1,12	-13,51
-18	97.910,84	0,57	16,25
-17	-130.681,50**	-2,19	-21,69
-16	-79.075,69	-1,38	-13,12
-15	-29.181,71	-0,26	-4,84
-14	-15.122,72	-0,14	-2,51
-13	-55.844,82	-0,40	-9,27
-12	-150.376,26	-1,32	-24,96
-11	-111.831,28	-0,81	-18,56
-10	-92.784,44	-1,25	-15,40
-9	-100.134,09	-1,20	-16,62
-8	-150.631,19	-1,34	-25,00
-7	-56.818,56	-0,40	-9,43
-6	132.615,73	0,64	22,01
-5	-24.931,80	-0,16	-4,14
-4	-184.105,40	-1,60	-30,55
-3	-152.986,13	-1,52	-25,39
-2	-195.065,46	-1,37	-32,37
-1	-160.203,08	-1,43	-26,59
0	-196.252,15*	-1,66	-32,57
1	-168.026,11	-1,38	-27,89
2	-208.655,50*	-1,69	-34,63
3	-235.588,28**	-2,14	-39,10
4	-29.923,87	-0,16	-4,97
5	-196.807,68*	-1,72	-32,66
6	-75.327,51	-0,61	-12,50
7	-58.090,80	-0,47	-9,64
8	-114.144,74	-1,24	-18,94
9	-135.902,86	-1,08	-22,55
10	-228.991,39**	-2,17	-38,00
11	-221.116,41*	-1,91	-36,70
12	-134.082,66	-1,23	-22,25
13	-122.073,95	-0,90	-20,26
14	-57.458,39	-0,65	-9,54
15	-241.077,24**	-2,28	-40,01
16	-285.152,27***	-2,65	-47,32
17	-348.454,85***	-3,90	-57,83
18	-299.293,34***	-3,96	-49,67
19	-264.693,91**	-2,51	-43,93
20	-197.598,19***	-2,87	-32,79

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών

% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 602.541,23 Ευρώ)

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.113. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-4.318.477,10***	-3,93
CAV (+1 +20)	-667.576,97	-0,62
CAV (-10 0)	-3.219.728,87***	-4,05
CAV (+1 +10)	825.585,53	1,09
CAV (-5 0)	-1.591.833,26***	-2,71
CAV (+1 +5)	-366.593,54	-0,68
CAV (-1 +1)	45.313,66	0,11
CAV (-1 0)	-53.670,93	-0,16

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.114. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 0 ΕΩΣ 10% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-3.309.464,57	-0,80
CAV (+1 +20)	19.017.021,06***	4,71
CAV (-10 0)	-3.601.345,60	-1,20
CAV (+1 +10)	12.377.615,01***	4,34
CAV (-5 0)	-996.738,95	-0,45
CAV (+1 +5)	4.470.154,66**	2,22
CAV (-1 +1)	2.497.850,77	1,60
CAV (-1 0)	1.016.997,72	0,80

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.115. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 10 ΕΩΣ 20% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-1.182.257,86***	-2,71
CAV (+1 +20)	-15.684.812,25***	-3,69
CAV (-10 0)	-9.522.513,90***	-3,02
CAV (+1 +10)	-5.488.760,04*	-1,83
CAV (-5 0)	-4.253.041,88*	-1,82
CAV (+1 +5)	-4.859.064,37**	-2,29
CAV (-1 +1)	1.571.729,07	0,95
CAV (-1 0)	1.792.579,54	1,33

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.116. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΠΟ 20 ΕΩΣ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-983.364,17***	-4,17
CAV (+1 +20)	-359.564,65	-1,49
CAV (-10 0)	-449.347,78***	-2,64
CAV (+1 +10)	-26.334,47	-0,15
CAV (-5 0)	-135.515,77	-1,08
CAV (+1 +5)	-155.829,61	-1,29
CAV (-1 +1)	83.502,86	0,89
CAV (-1 0)	88.894,09	1,17

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.117. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΑΝΩ ΤΟΥ 30% ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-2.244.497,50***	-3,92
CAV (+1 +20)	-1.295.691,84**	-2,32
CAV (-10 0)	-1.020.282,35**	-2,46
CAV (+1 +10)	76.884,58	0,19
CAV (-5 0)	-193.041,88	-1,56
CAV (+1 +5)	-357.307,31	-1,28
CAV (-1 +1)	385.192,84*	1,78
CAV (-1 0)	479.520,84***	2,71

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.118. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΕΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	1.903.889,18**	1,97
CAV (+1 +20)	-1.159.005,62	-1,23
CAV (-10 0)	717.324,47	1,03
CAV (+1 +10)	-358.466,25	-0,54
CAV (-5 0)	-766.793,26	-1,49
CAV (+1 +5)	-468.704,80	-1,00
CAV (-1 +1)	-619.614,09*	-1,70
CAV (-1 0)	-546.629,41*	-1,84

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.119. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-6.511.097,15***	-5,26
CAV (+1 +20)	-7.679.448,97***	-6,09
CAV (-10 0)	-2.287.265,11**	-2,55
CAV (+1 +10)	-5.019.169,51***	-5,88
CAV (-5 0)	-2.010.224,48***	-3,04
CAV (+1 +5)	-3.182.179,85***	-5,27
CAV (-1 +1)	-1.051.538,09**	-2,25
CAV (-1 0)	-447.436,22	-1,17

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.120. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-3.493.458,74***	-4,34
CAV (+1 +20)	-1.136.122,74	-1,44
CAV (-10 0)	-2.254.453,57***	-3,87
CAV (+1 +10)	208.338,48	0,37
CAV (-5 0)	-1.335.801,91***	-3,10
CAV (+1 +5)	-421.150,88	-1,07
CAV (-1 +1)	143.031,68	0,47
CAV (-1 0)	30.238,04	0,12

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.121. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟ ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΡΟΣ ΔΙΑΝΟΜΗ ΠΟΣΟ ΠΟΥ ΟΡΙΖΕΙ Ο ΝΟΜΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-1.874.928,60***	-4,16
CAV (+1 +20)	-3.622.459,95***	-8,23
CAV (-10 0)	-1.181.296,57***	-3,62
CAV (+1 +10)	-1.451.458,72***	-4,66
CAV (-5 0)	-913.544,01***	-3,79
CAV (+1 +5)	-839.001,44***	-3,81
CAV (-1 +1)	-524.481,33***	-3,08
CAV (-1 0)	-356.455,22**	-2,56

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.122. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

N=40	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
DAYS	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**	**ARs %**	**t-Statistic**
-20	0,807	1,45	0,484	1,17	0,645	1,24
-19	-0,261	-0,47	-0,250	-0,88	-0,128	-0,33
-18	0,415	0,75	0,421	1,08	0,338	0,70
-17	0,048	0,09	-0,307	-0,91	-0,927*	-1,83
-16	0,020	0,04	-0,091	-0,23	-0,413	-0,79
-15	0,525	0,95	0,007	0,02	0,193	0,36
-14	0,765	1,38	0,660	1,54	0,779	1,63
-13	1,182**	2,13	0,776*	1,88	0,698*	1,64
-12	0,445	0,80	0,314	0,78	0,433	0,83
-11	0,237	0,43	-0,209	-0,55	-0,467	-0,96
-10	0,290	0,52	0,044	0,08	-0,092	-0,17
-9	-0,171	-0,31	-0,169	-0,41	-0,150	-0,30
-8	0,687	1,24	0,466	1,03	0,382	0,74
-7	0,081	0,15	-0,086	-0,20	-0,117	-0,24
-6	-0,119	-0,21	-0,322	-0,77	-0,310	-0,62
-5	-0,138	-0,25	-0,508	-1,28	-0,497	-1,06
-4	0,340	0,61	0,537	1,16	0,377	0,67
-3	0,055	0,10	-0,015	-0,04	-0,218	-0,42
-2	0,326	0,59	0,133	0,27	0,155	0,26
-1	0,623	1,12	0,572	1,18	0,384	0,71
0	1,514***	2,73	1,410***	2,58	1,329**	2,17
1	0,166	0,30	-0,014	-0,03	0,006	0,01
2	0,257	0,46	-0,120	-0,29	-0,328	-0,60
3	0,035	0,06	-0,249	-0,76	-0,414	-1,01
4	0,292	0,53	0,267	0,53	0,583	0,96
5	0,282	0,51	0,219	0,45	0,324	0,55
6	0,314	0,57	0,344	0,68	0,475	0,81
7	-0,142	-0,26	-0,460	-1,36	-0,948**	-2,03
8	0,157	0,28	-0,075	-0,17	-0,394	-0,74
9	-0,053	-0,10	0,079	0,13	-0,049	-0,07
10	0,656	1,18	0,563	1,39	0,370	0,71
11	-0,176	-0,32	-0,273	-0,59	-0,471	-0,76
12	-0,184	-0,33	-0,043	-0,09	0,309	0,60
13	0,359	0,65	0,116	0,25	-0,216	-0,42
14	0,027	0,05	-0,387	-0,93	-0,983*	-1,90
15	0,369	0,66	0,038	0,10	-0,190	-0,44
16	-0,605	-1,09	-0,599*	-1,67	-0,947**	-1,98
17	0,033	0,06	0,158	0,39	0,032	0,07
18	0,194	0,35	0,133	0,26	-0,215	-0,36
19	-0,012	-0,02	0,179	0,37	0,141	0,27
20	0,643	1,16	0,810*	1,84	0,887*	1,70

ARs = Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

N = Αριθμός Παρατηρήσεων

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.123. ΣΩΡΕΥΤΙΚΕΣ ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

	ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ		ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΜΕ ΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ		ΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΤΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**	**CAR %**	**t-Statistic**
CAR (-20 -0)	7,670***	3,02	3,867**	2,07	2,394	0,99
CAR (+1 +20)	2,614	1,05	0,686	0,38	-2,028	-0,86
CAR (-10 0)	3,488*	1,89	2,062	1,52	1,244	0,71
CAR (+1 +10)	1,964	1,12	0,554	0,43	-0,375	-0,23
CAR (-5 0)	2,720**	2,00	2,129**	2,13	1,530	1,19
CAR (+1 +5)	1,032	0,83	0,103	0,11	0,171	0,15
CAR (-1 +1)	2,303**	2,40	1,968***	2,78	1,720*	1,89
CAR (-1 0)	2,137***	2,72	1,982***	3,43	1,713**	2,31

CAR = Σωρευτικές Μέσες Υπερβάλλουσες Αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.124. ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΗΜΕΡΕΣ	AVs ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	% AV
-20	-304.413,03*	-1,91	-35,58
-19	-307.016,41***	-2,86	-35,88
-18	-453.079,31***	-3,02	-52,95
-17	-451.462,73***	-2,93	-52,76
-16	-459.057,57***	-2,77	-53,65
-15	-416.489,60***	-2,68	-48,68
-14	-221.212,18	-1,53	-25,85
-13	-358.953,05**	-2,12	-41,95
-12	-383.761,99**	-2,46	-44,85
-11	-442.718,71***	-2,72	-51,74
-10	-514.736,00***	-2,85	-60,16
-9	-424.257,42***	-2,92	-49,58
-8	-353.832,66*	-1,76	-41,35
-7	-408.749,09**	-2,36	-47,77
-6	-380.007,21**	-2,48	-44,41
-5	-460.011,88***	-3,04	-53,76
-4	-445.956,61**	-2,25	-52,12
-3	-472.445,29**	-2,65	-55,22
-2	-213.831,70	-1,05	-24,99
-1	246.000,24	1,19	28,75
0	135.517,93	0,69	15,84
1	-66.988,26	-0,36	-7,83
2	-304.160,10**	-2,47	-35,55
3	-328.947,57**	-2,55	-38,44
4	78.314,28	0,22	9,15
5	-241.918,72	-1,32	-28,27
6	-160.405,79	-1,07	-18,75
7	-167.867,18	-0,74	-19,62
8	-331.678,68**	-2,29	-38,76
9	-27.931,62	-0,13	-3,26
10	-296.465,51**	-2,06	-34,65
11	-113.570,96	-0,58	-13,27
12	-280.878,55**	-2,08	-32,83
13	-515.358,40***	-3,06	-60,23
14	-275.346,34*	-1,74	-32,18
15	-332.065,00*	-1,75	-38,81
16	-468.096,91**	-2,31	-54,71
17	-440.114,31***	-2,83	-51,44
18	-499.622,71***	-2,96	-58,39
19	-375.962,29***	-2,69	-43,94
20	-357.535,07**	-2,48	-41,79

AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
% AVs = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών ως Ποσοστό του Κανονικού Όγκου Συναλλαγών (ίσος με 855.634,67 Ευρώ)
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.125. ΣΩΡΕΥΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	CAV ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic
CAV (-20 0)	-7.090.474,28***	-8,69
CAV (+1 +20)	-5.506.599,68***	-6,91
CAV (-10 0)	-3.292.309,69***	-5,57
CAV (+1 +10)	-1.848.049,15***	-3,28
CAV (-5 0)	-1.210.727,31***	-2,78
CAV (+1 +5)	-863.700,37***	-2,17
CAV (-1 +1)	314.529,90	1,02
CAV (-1 0)	381.518,17	1,51

CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.126. ΔΙΑΦΟΡΑ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

					Wilcoxon Signed Rank Test
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**N**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ	38	0,00108	4,02***	0,00071	0,000***
ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ	38	0,00059		0,00057	

Οι στατιστικές t-statistic και Wilcoxon Signed Rank εξετάζουν εάν οι διαφορές του μέσου και του διάμεσου του συνολικού κινδύνου είναι ίσες την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος.
N = Αριθμός Παρατηρήσεων
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.127. ΔΙΑΦΟΡΑ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ ΠΡΙΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΕΝΑΡΞΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

					Wilcoxon Signed Rank Test
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	**N**	**ΜΕΣΟΣ**	**t-Statistic**	**ΔΙΑΜΕΣΟΣ**	**P-Value**
ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ	38	1,242	2,18**	1,261	0,036**
ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ	38	1,094		1,092	

Οι στατιστικές t-statistic και Wilcoxon Signed Rank εξετάζουν εάν οι διαφορές του μέσου και του διάμεσου του συστηματικού κινδύνου είναι ίσες την περίοδο πριν και μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος.
N = Αριθμός Παρατηρήσεων
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.128. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	0,359	0,61	-0,637	-0,24	-3,167	-1,20	-0,675	-0,35	-1,794	-0,96
Q2	-0,229	-0,53	-0,227	-0,11	-2,087	-1,07	0,102	0,07	-0,981	-0,71
Q3	0,097	0,29	2,388	1,56	1,696	1,13	1,955*	1,76	0,344	0,33
Q4	0,395	1,08	2,047	1,22	4,818***	2,94	0,612	0,50	2,505**	2,16
HIGH Q5	0,983***	2,71	0,101	0,06	4,436***	2,74	1,371	1,14	3,400***	2,97

DY	CAR (-5 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	-1,303	-0,90	-2,262*	-1,72	0,572	0,56	0,921	1,10
Q2	0,280	0,26	0,220	0,23	0,003	0,00	0,109	0,18
Q3	-0,382	-0,47	0,397	0,53	-0,831	-1,43	-0,381	-0,81
Q4	0,519	0,58	1,698**	2,07	0,946	1,49	1,096**	2,11
HIGH Q5	0,553	0,62	3,138***	3,87	2,446***	3,90	1,289**	2,51

DY = Μερισματική απόδοση,

AR_0 = Μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.

CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1,

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05,

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.129. ΜΕΣΕΣ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	AR_0 %	t-Statistic	CAR (-20 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +20) %	t-Statistic	CAR (-10 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +10) %	t-Statistic
LOW Q1	0,282	0,56	-0,881	-0,38	-4,760**	-2,11	-0,483	-0,29	-1,929	-1,21
Q2	-0,014	-0,04	0,012	0,01	-0,855	-0,52	0,592	0,48	-0,199	-0,17
Q3	0,527*	1,83	3,684***	2,80	2,197*	1,71	2,658***	2,79	1,272	1,40
Q4	0,646**	2,05	1,848	1,28	3,800***	2,69	0,509	0,49	2,071**	2,07
HIGH Q5	0,918***	2,86	-1,276	-0,87	2,319	1,62	0,321	0,30	1,727*	1,70

DY	CAR (-5 0) %	t-Statistic	CAR (+1 +5) %	t-Statistic	CAR (-1 +1) %	t-Statistic	CAR (-1 0) %	t-Statistic
LOW Q1	-0,285	-0,23	-0,770	-0,68	0,573	0,65	0,755	1,06
Q2	0,531	0,59	-0,101	-0,12	0,168	0,26	0,115	0,22
Q3	0,551	0,78	1,125*	1,75	-0,012	-0,02	0,439	1,08
Q4	0,690	0,89	0,797	1,13	1,034*	1,89	1,361***	3,05
HIGH Q5	0,523	0,67	1,576**	2,20	1,588***	2,86	1,059**	2,33

DY = Μερισματική απόδοση,

AR_0 = Μέση υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.

CARs = Σωρευτικές μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1,

** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05,

*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.130. ΜΕΣ0Σ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	AV_0 ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	AV_0 %	NV	CAV (-20 0)	t-Statistic	CAV (+1 +20)	t-Statistic	CAV (-10 0)	t-Statistic
LOW Q1	-230.060,42	-0,95	-22,26	1.033.463,52	-1.362.030,98	-1,36	-5.434.973,34***	-5,56	-1.766.415,43**	-2,43
Q2	-171.882,81	-1,50	-28,03	613.210,95	-2.496.055,47***	-8,90	-3.303.575,25***	-12,07	-1.630.154,18***	-8,03
Q3	120.895,35	0,89	15,06	802.976,30	-3.212.093,51**	-2,34	-1.670.671,17	-1,25	-2.608.246,93***	-2,62
Q4	357.717,74	0,67	37,06	965.295,55	-991.183,87	-1,00	-693.373,15	-0,72	398.967,67	0,55
HIGH Q5	166.458,97	0,76	19,23	865.537,11	-4.368.600,83***	-3,27	3.303.685,88**	2,53	-2.614.113,71***	-2,70

DY	CAV (+1 +10)	t-Statistic	CAV (-5 0)	t-Statistic	CAV (+1 +5)	t-Statistic	CAV (-1 +1)	t-Statistic	CAV (-1 0)	t-Statistic
LOW Q1	-2.380.440,11***	-3,44	-1844.845,18***	-3,44	-1.243.503,58**	-2,54	-727.321,10*	-1,92	-570.276,85*	-1,84
Q2	-1.485.416,06***	-7,68	-881.428,25***	-5,88	.-869.158,81***	-6,35	-370.261,55***	-3,49	-283.354,45***	-3,27
Q3	642.328,48	0,68	-1.408.497,48*	-1,92	-593.982,03	-0,89	7.258,78	0,01	-81.113,15	-0,19
Q4	-112.463,46	-0,16	-419.651,27	-0,79	-677.571,57	-1,40	458.414,81	1,22	529.257,23*	1,73
HIGH Q5	2.509.894,76***	2,72	-868.200,21	-1,22	903.592,93	1,39	526.460,24	1,04	192.577,72	0,47

DY = Μερισματική Απόδοση
AV_0 = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα 0
NV = Κανονικός Όγκος Συναλλαγών
CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.131. ΜΕΣ0Σ ΥΠΕΡΒΑΛΛΩΝ ΟΓΚΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΧΩΡΙΣΜΕΝΟ ΣΕ ΙΣΑ ΤΜΗΜΑΤΑ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000-2004

DY	AV_0 ΣΕ ΕΥΡΩ	t-Statistic	AV_0 %	NV	CAV (-20 0)	t-Statistic	CAV (+1 +20)	t-Statistic	CAV (-10 0)	t-Statistic
LOW Q1	-223.721,93	-1,53	-20,53	1.089.626,74	-3.053.695,83***	-4,08	-5.688.987,03***	-7,79	-2.154.605,77***	-3,98
Q2	86.098,06	0,20	7,26	1.185.264,09	-4.204.846,78***	-4,78	-7.675.707,83***	-8,93	-1.462.790,12**	-2,30
Q3	271.647,95	0,96	18,41	1.475.271,80	-6.321.962,89***	-4,13	-2.538.804,68*	-1,70	-4.258.860,19***	-3,85
Q4	447.732,03	0,95	38,38	1.166.583,04	-3.471.315,40***	-3,96	-1.223.275,56	-1,43	-873.287,70	-1,38
HIGH Q5	102.752,87	0,67	12,63	813.736,41	-4.377.767,89***	-4,31	1.916.757,16*	1,93	-2.529.292,23***	-3,44

DY	CAV (+1 +10)	t-Statistic	CAV (-5 0)	t-Statistic	CAV (+1 +5)	t-Statistic	CAV (-1 +1)	t-Statistic	CAV (-1 0)	t-Statistic
LOW Q1	-1.767.812,53***	-3,42	-1622737,21***	-4,06	-993.616,88***	-2,72	-461.179,73	-1,63	-469.078,47**	-2,03
Q2	-3.510.641,37***	-5,78	93948,34	0,20	-1.911.543,54***	-4,45	376.286,77	1,13	549.095,03**	2,02
Q3	909.978,39	0,86	-2335910,16***	-2,86	-133.334,38	-0,18	532.723,28	0,92	-72.515,24	-0,15
Q4	-418.949,46	-0,69	-344629,20	-0,74	-325.828,31	-0,76	657.559,55**	1,98	507.481,16*	1,88
HIGH Q5	1.421.600,27**	2,03	-958416,66*	-1,76	455.003,03	0,92	336.313,55	0,88	47.460,42	0,15

DY = Μερισματική Απόδοση
AV_0 = Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών την Ημέρα 0
NV = Κανονικός Όγκος Συναλλαγών
CAV = Σωρευτικός Μέσος Υπερβάλλων Όγκος Συναλλαγών
* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.132. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΚΑΘΑΡΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2004

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + e_i$$

AR_0	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,002	-0,001	0,155	-0,001	-1,33E-09	231	0,019	1,87	4,03
t-Statistic	(0,22)	(-0,24)	(1,67)*	(-0,09)	(-1,66)*				

$$CAR_{-1+1,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + e_i$$

CAR	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,005	-0,005	0,377	-0,001	-2,16E-09	231	0,017	2,2	4,85
t-Statistic	(0,29)	(-0,47)	(1,99)**	(-0,22)	(-1,43)				

AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.
$CAR_{-1,+1}$ = οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του τελικού δείγματος την ημέρα διανομής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης [Ln (P_{-1})].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.133. ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΣΩΝ ΥΠΕΡΒΑΛΛΟΥΣΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΜΕΙΚΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 2000-2004

$$AR_{0,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + e_i$$

AR	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,011	-0,005	0,092	-0,002	-4,16E-10	347	0,016	1,96	3,75
t-Statistic	(1,54)	(-1,09)	(1,69)*	(-1,17)	(0,64)				

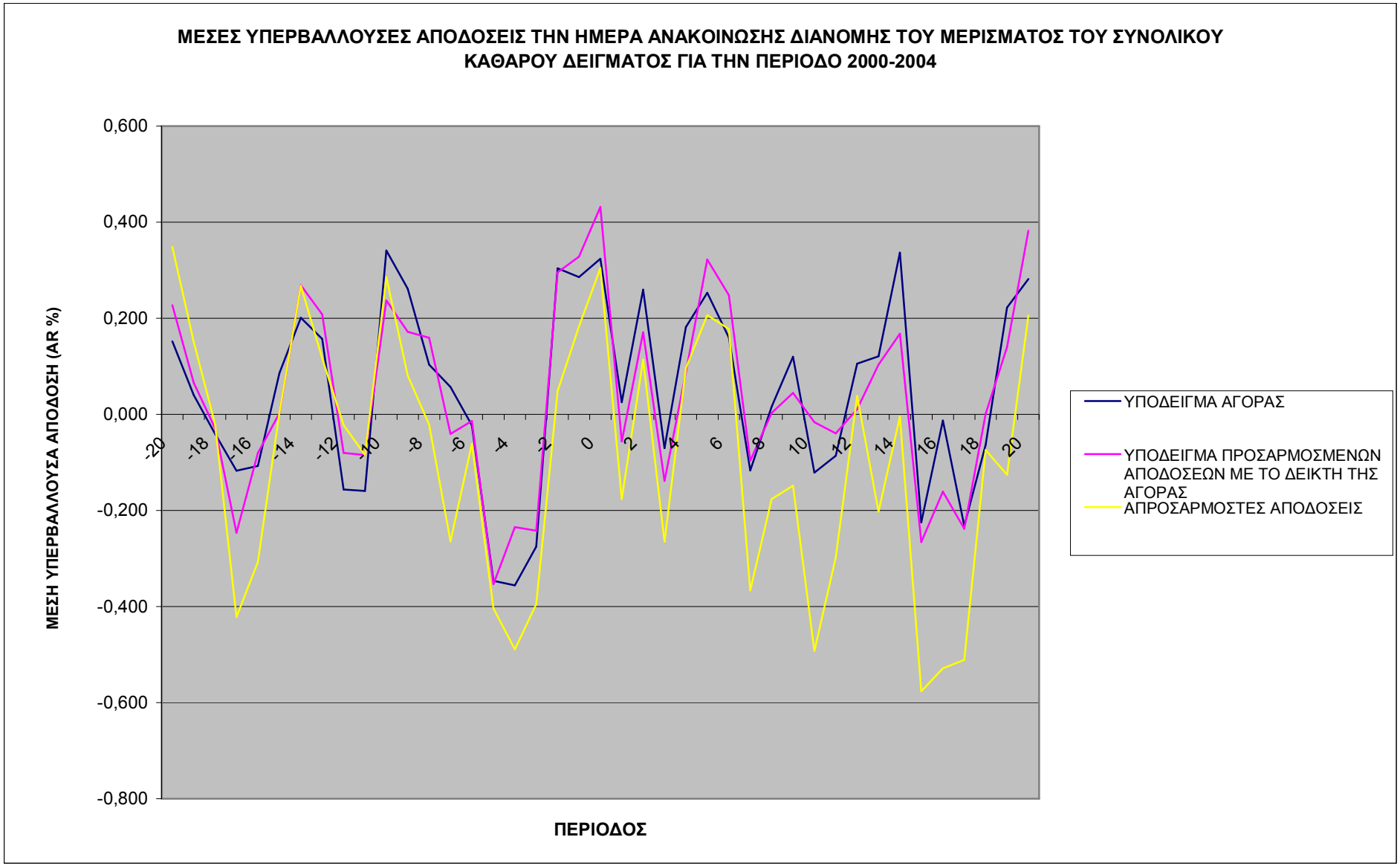
$$CAR_{-1+1,i} = a_0 + a_1 * BETA_i + a_2 * DY_i + a_3 * SIZE_i + a_5 * AVVOL_i + e_i$$

CAR	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	N	Adj-R^2	DW-statistic	F-statistic
Coefficient	0,014	-0,006	0,139	-0,004	-1,25E-09	347	0,011	2,12	3,37
t-Statistic	(1,02)	(-0,68)	(1,67)*	(-0,93)	(1,03)				

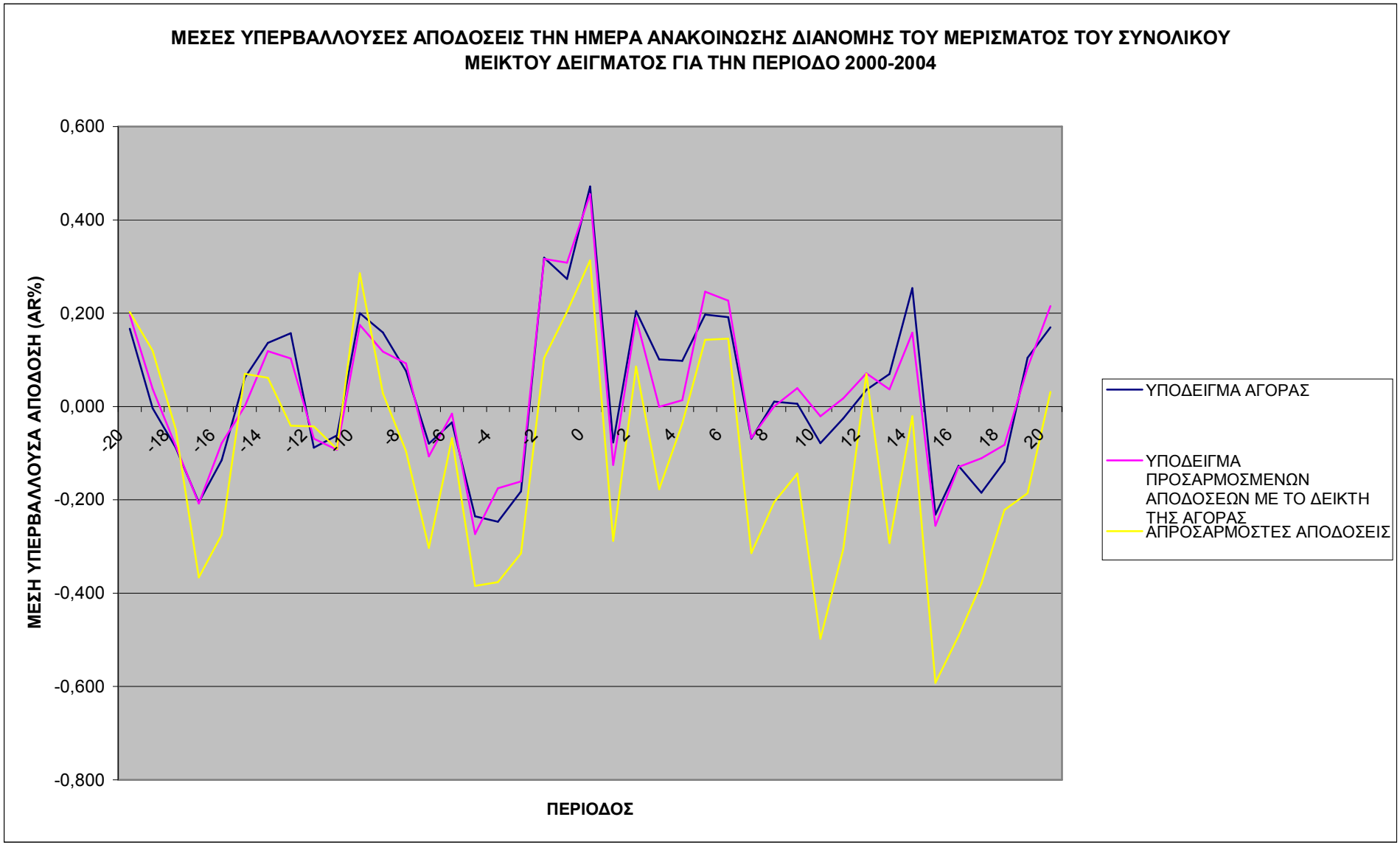
AR_0 = η μέση υπερβάλλουσα απόδοση του τελικού δείγματος την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος.
$CAR_{-1,+1}$ = οι μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις του τελικού δείγματος την ημέρα διανομής του μερίσματος.
BETA = ο συντελεστής βήτα της κάθε μετοχής σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς υπολογισμένος με βάση το υπόδειγμα της αγοράς 200 ημέρες πριν την ημέρα ανακοίνωσης διανομής του μερίσματος (-220, -21).
DY = η μερισματική απόδοση των εταιριών του τελικού δείγματος, υπολογισμένη ως ο λόγος του μερίσματος ανά μετοχή (DPS) προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής (P_c).
SIZE= το μέγεθος της εταιρίας, υπολογισμένο με τον νεπέριο λογάριθμο της τιμής της μετοχής την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης [Ln (P_{-1})].
AVVOL = ο μέσος (κανονικός) όγκος συναλλαγών την περίοδο υπολογισμού (-120, -21 και +21, +121).

* Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,1
** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,05
*** Στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 0,01

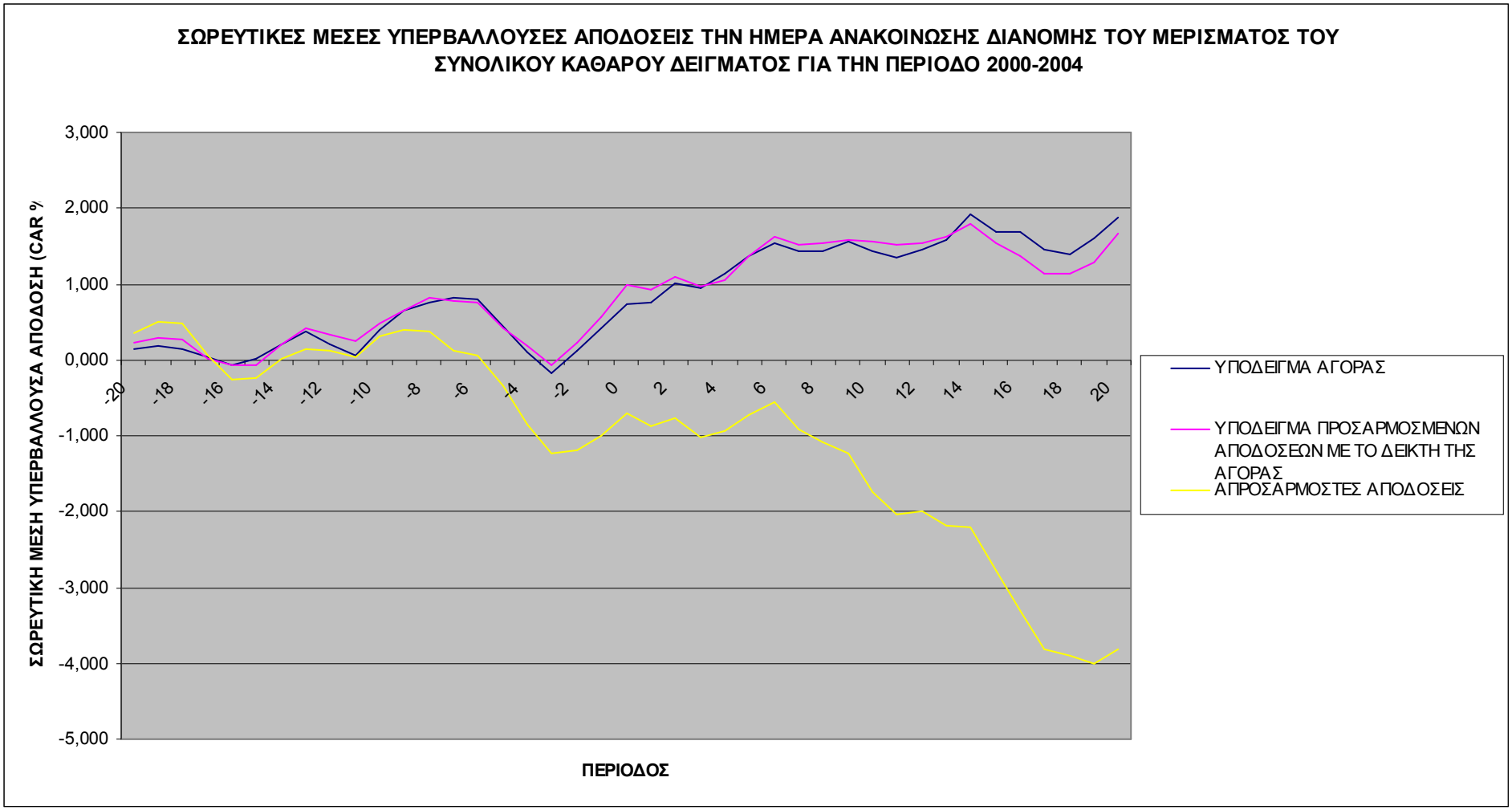
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.21.



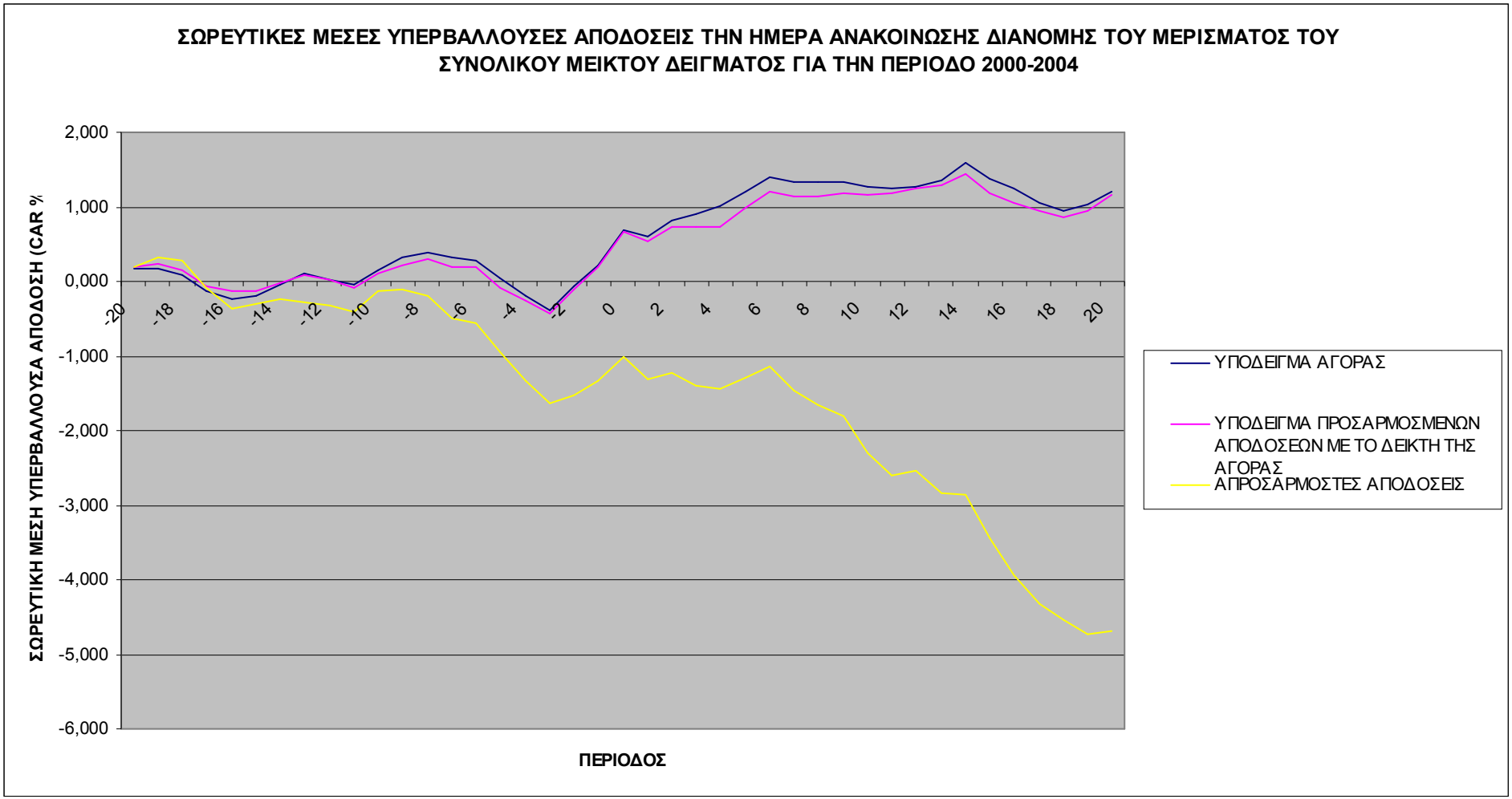
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.22.



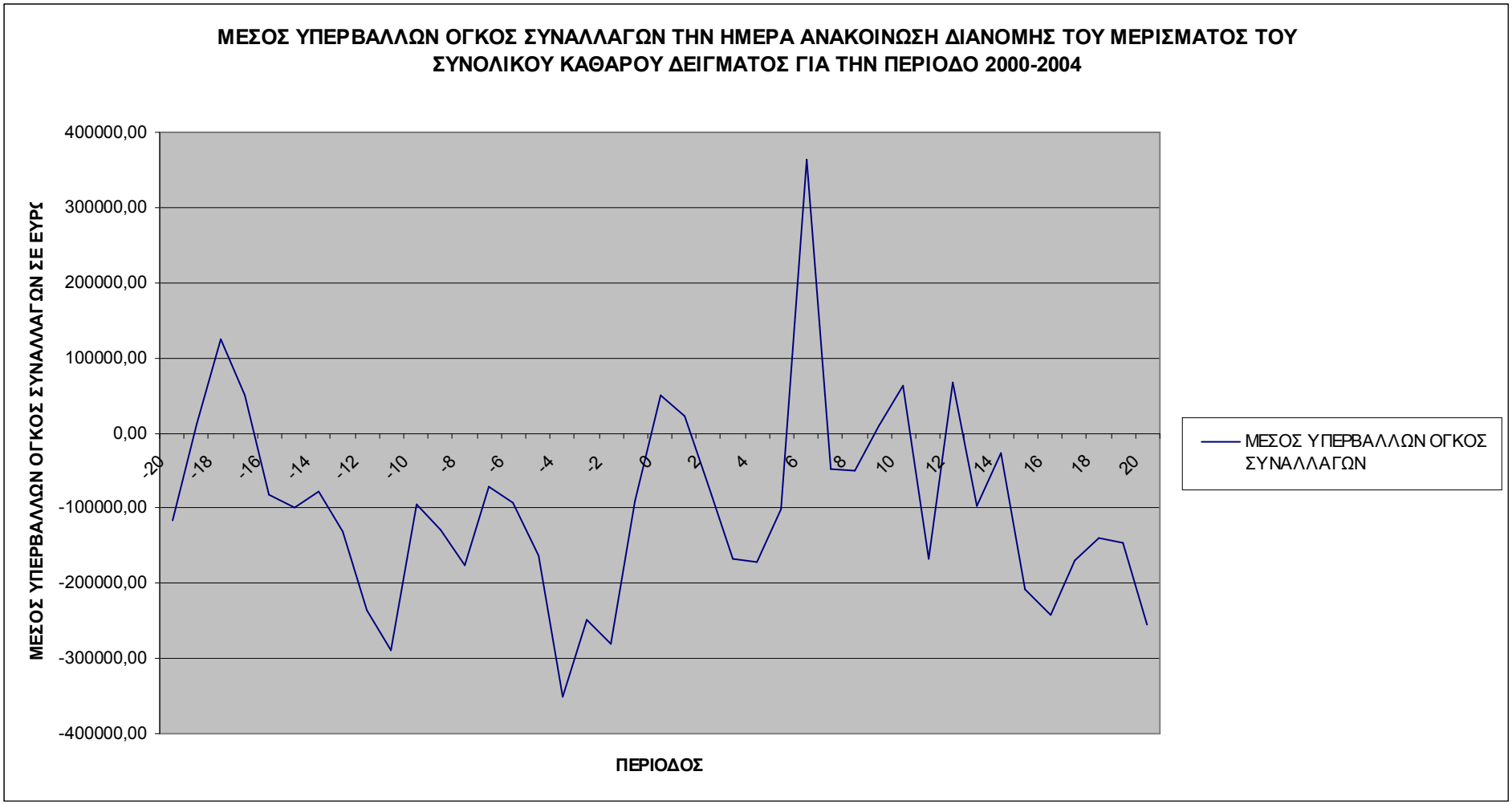
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.23.



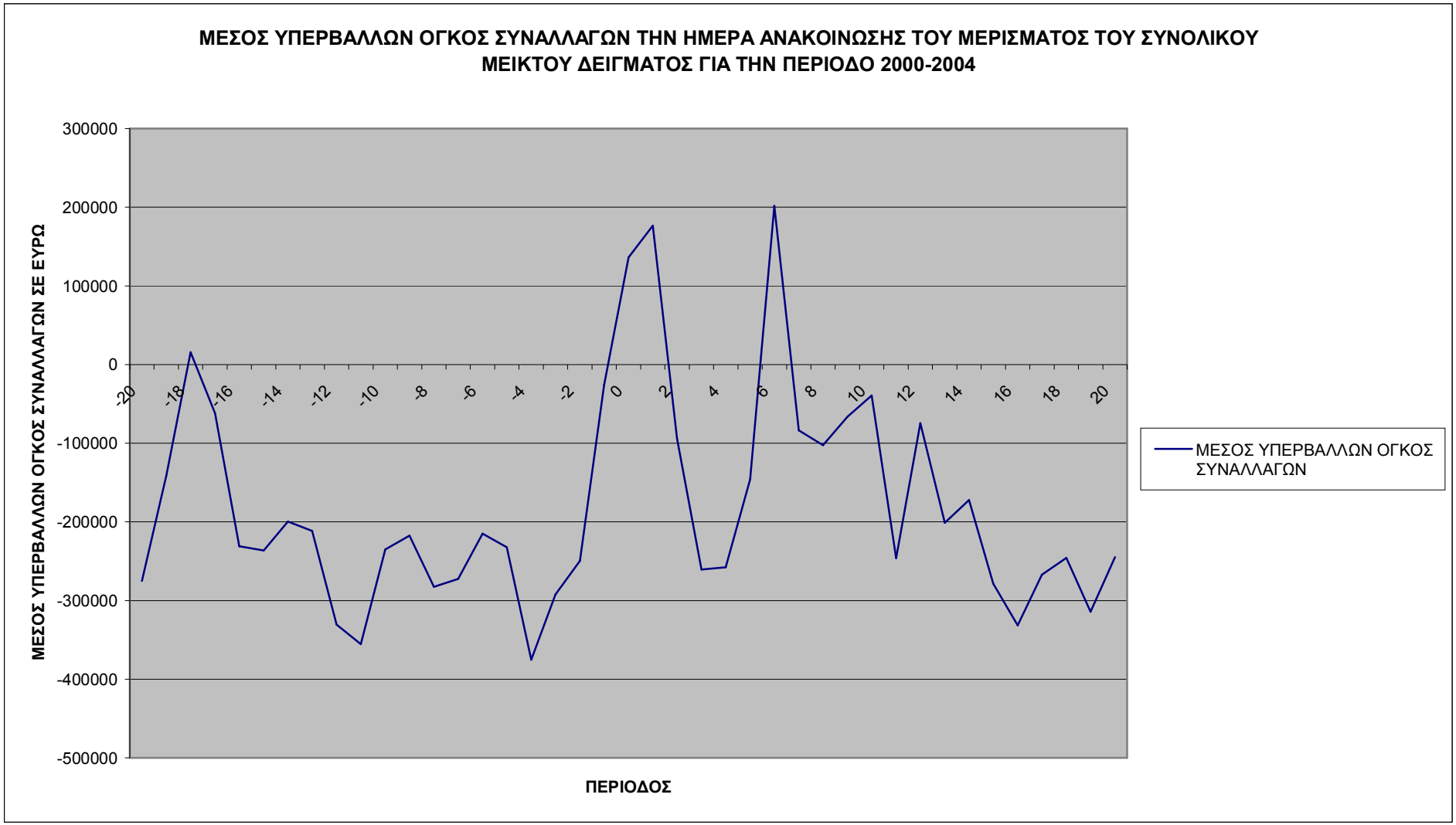
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.24.



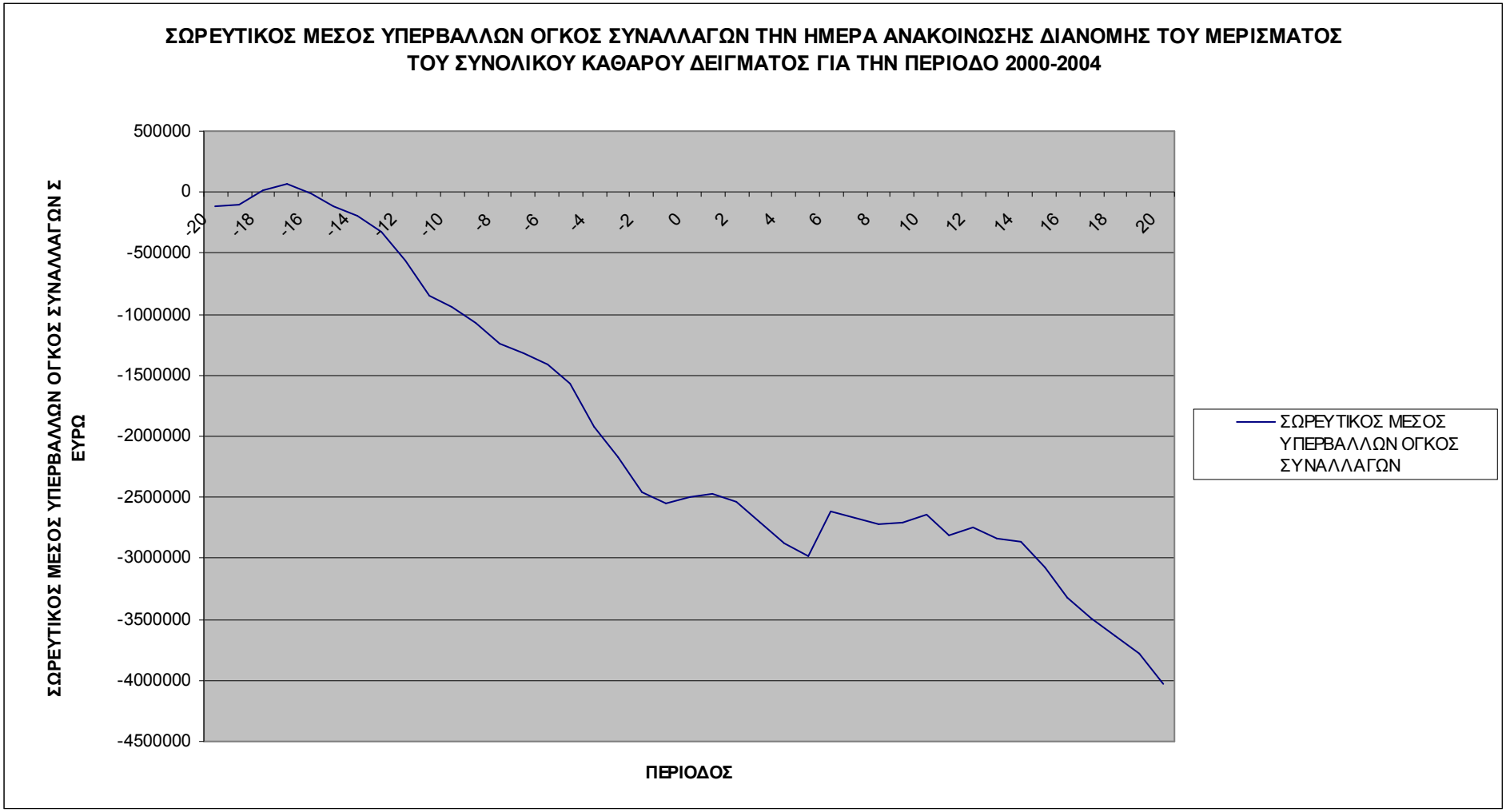
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.25.



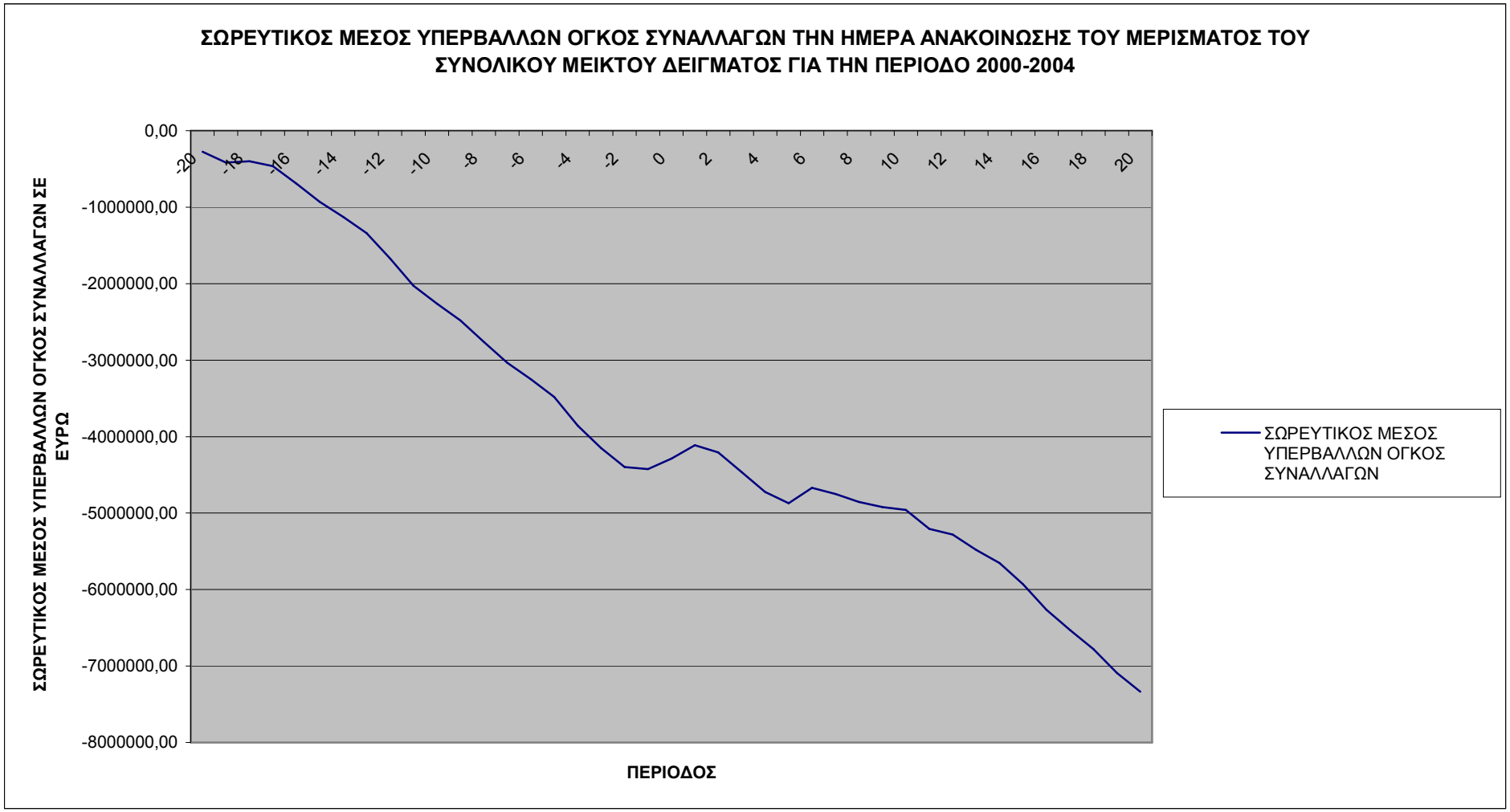
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.26.



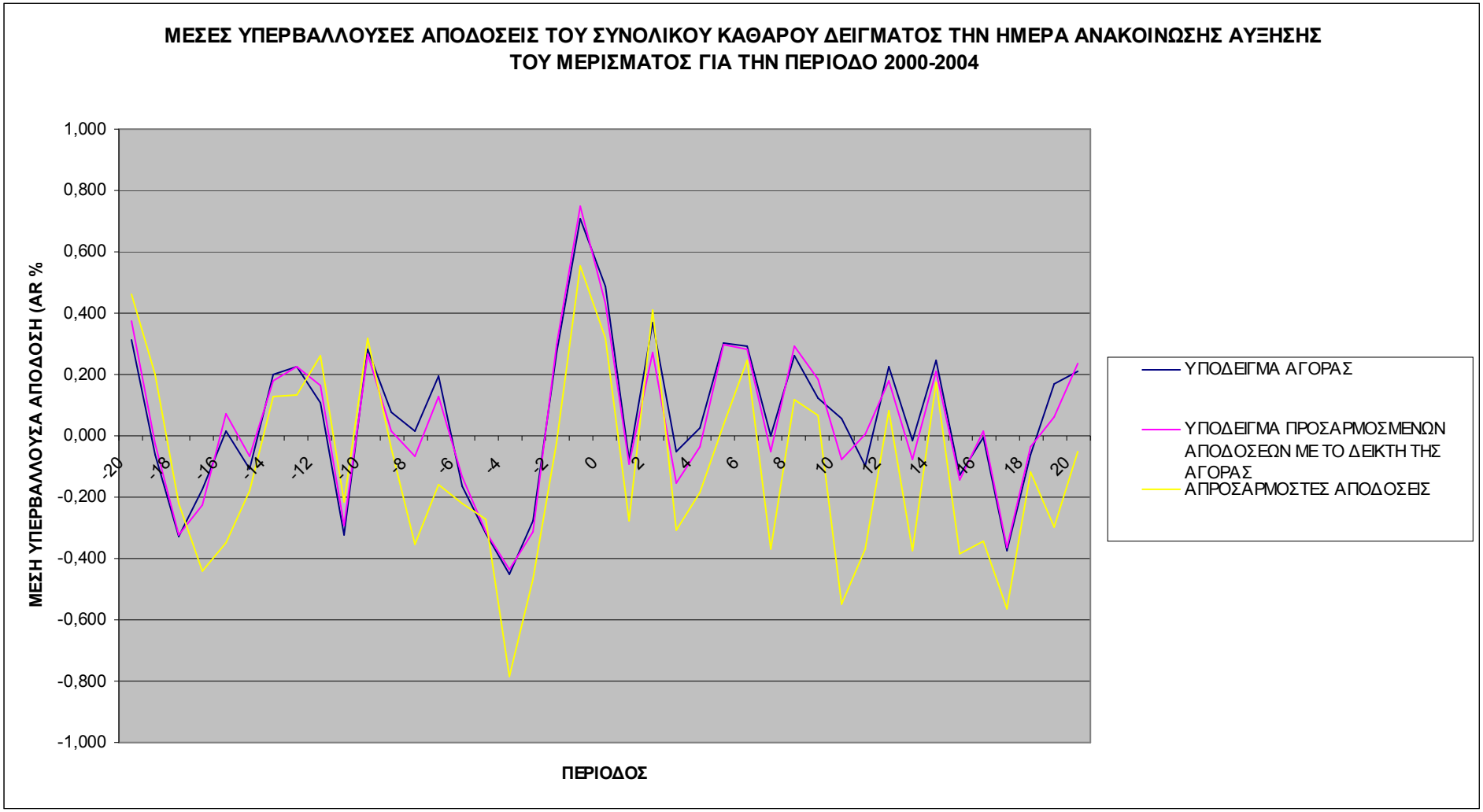
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.27.



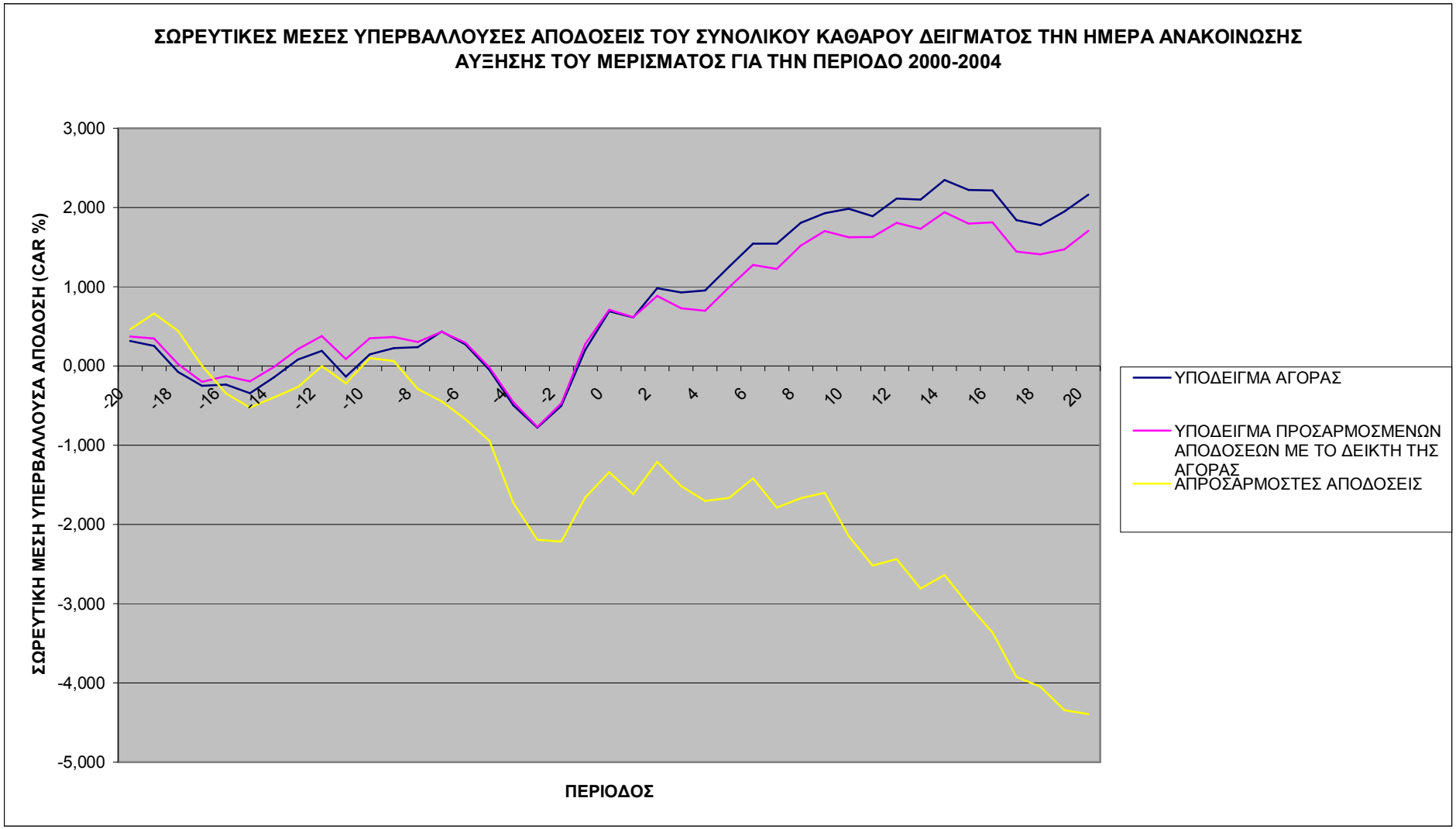
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.28.



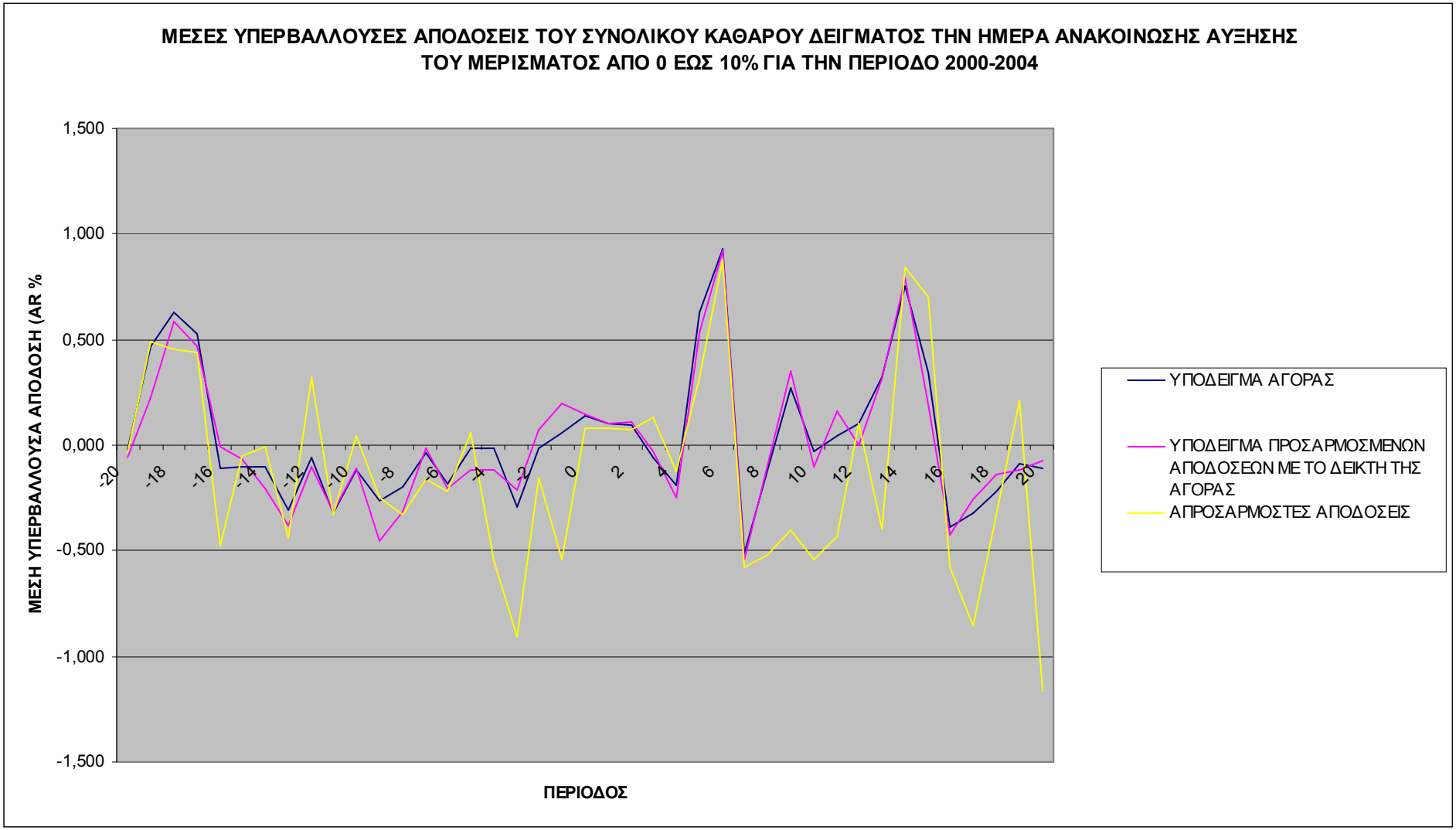
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.29.



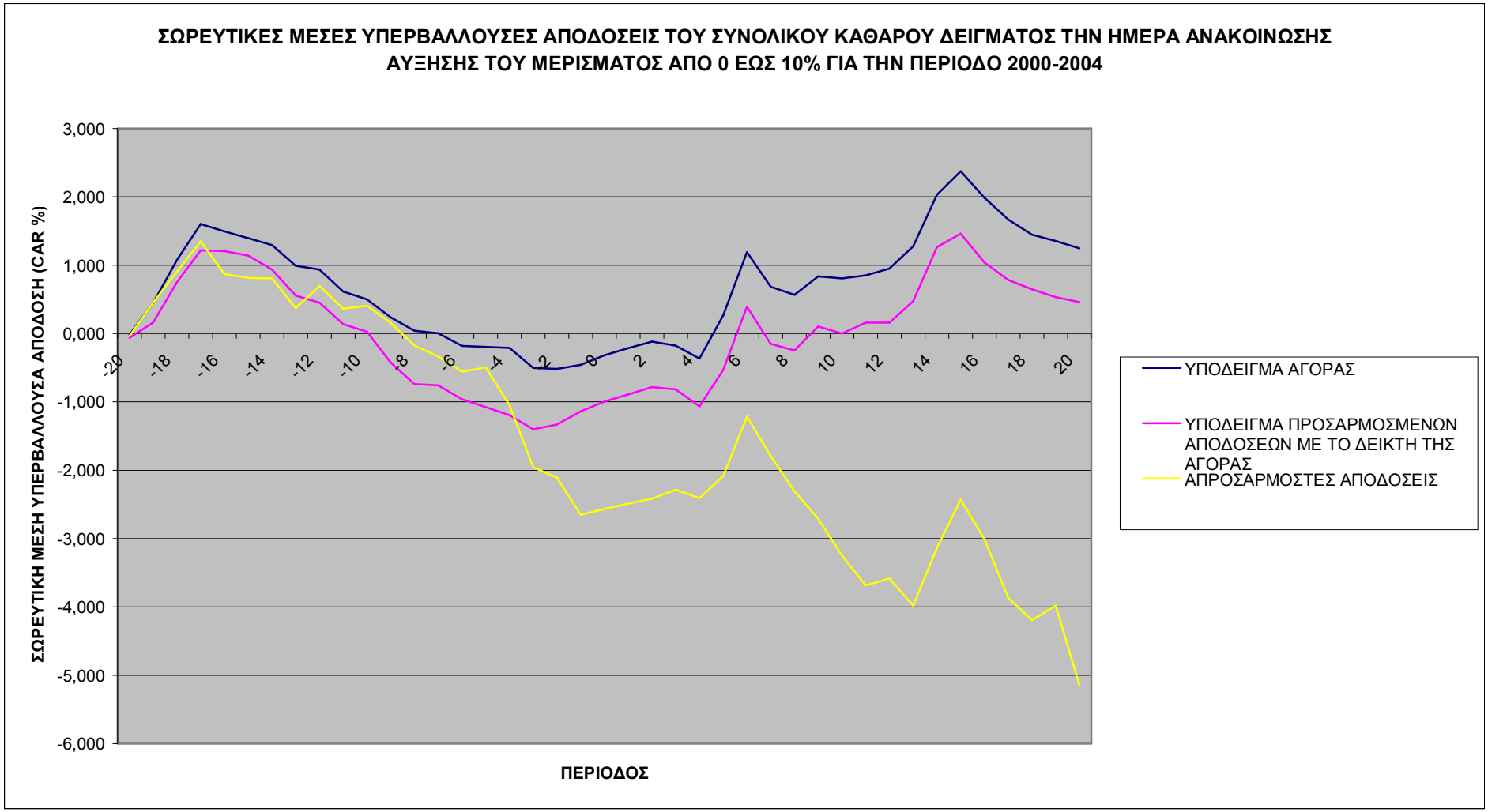
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.30.



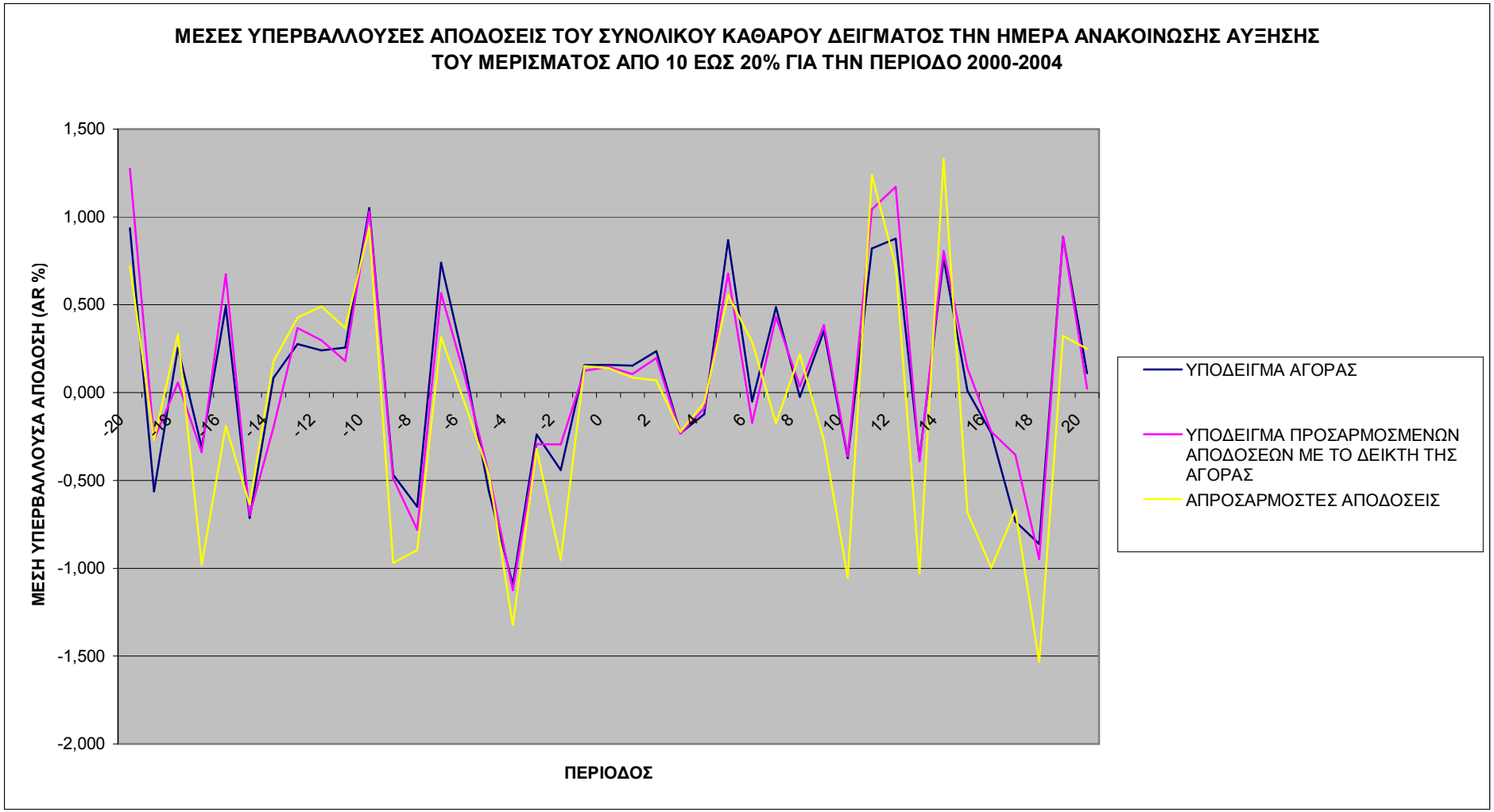
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.31.



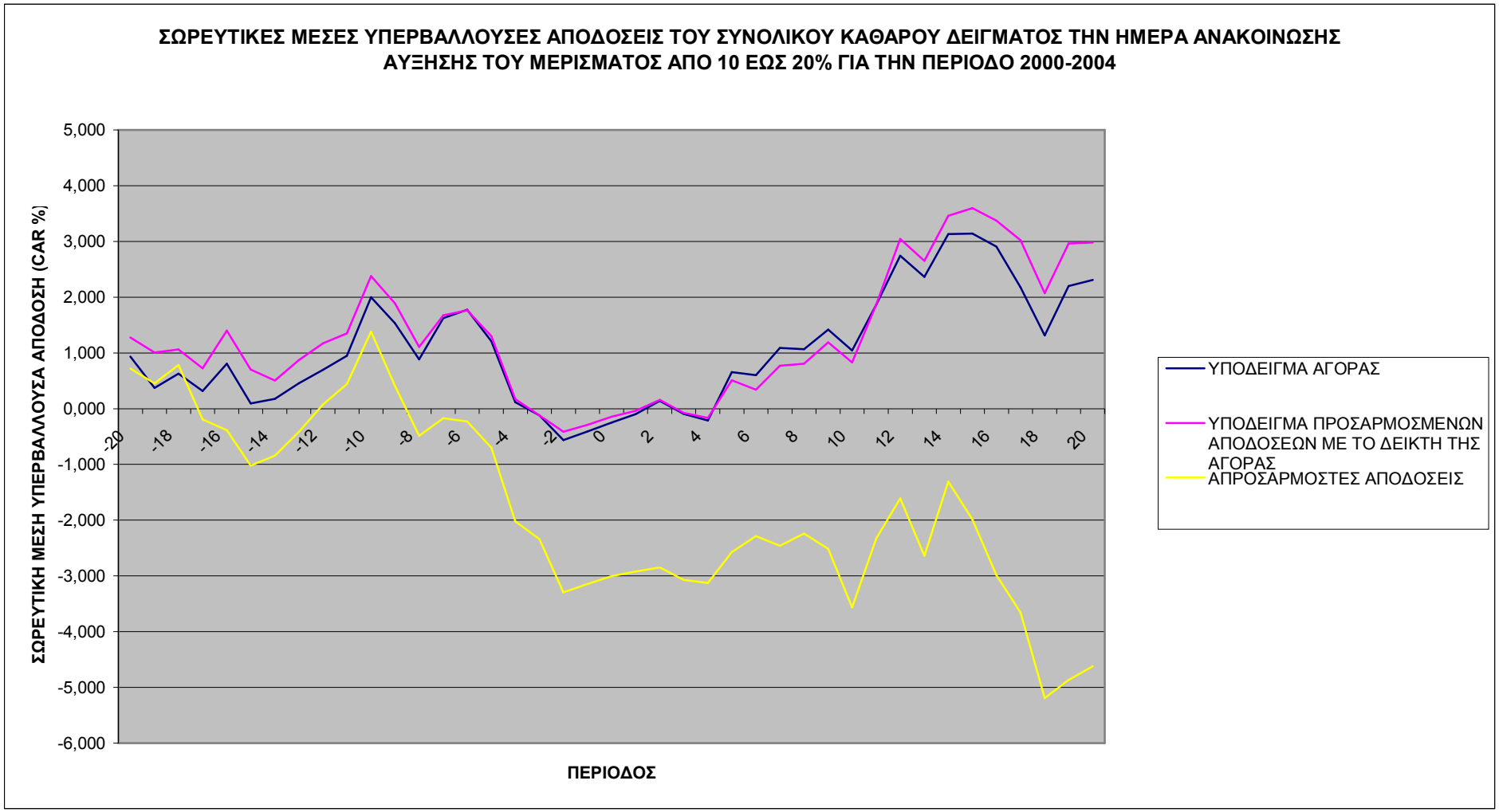
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.32.



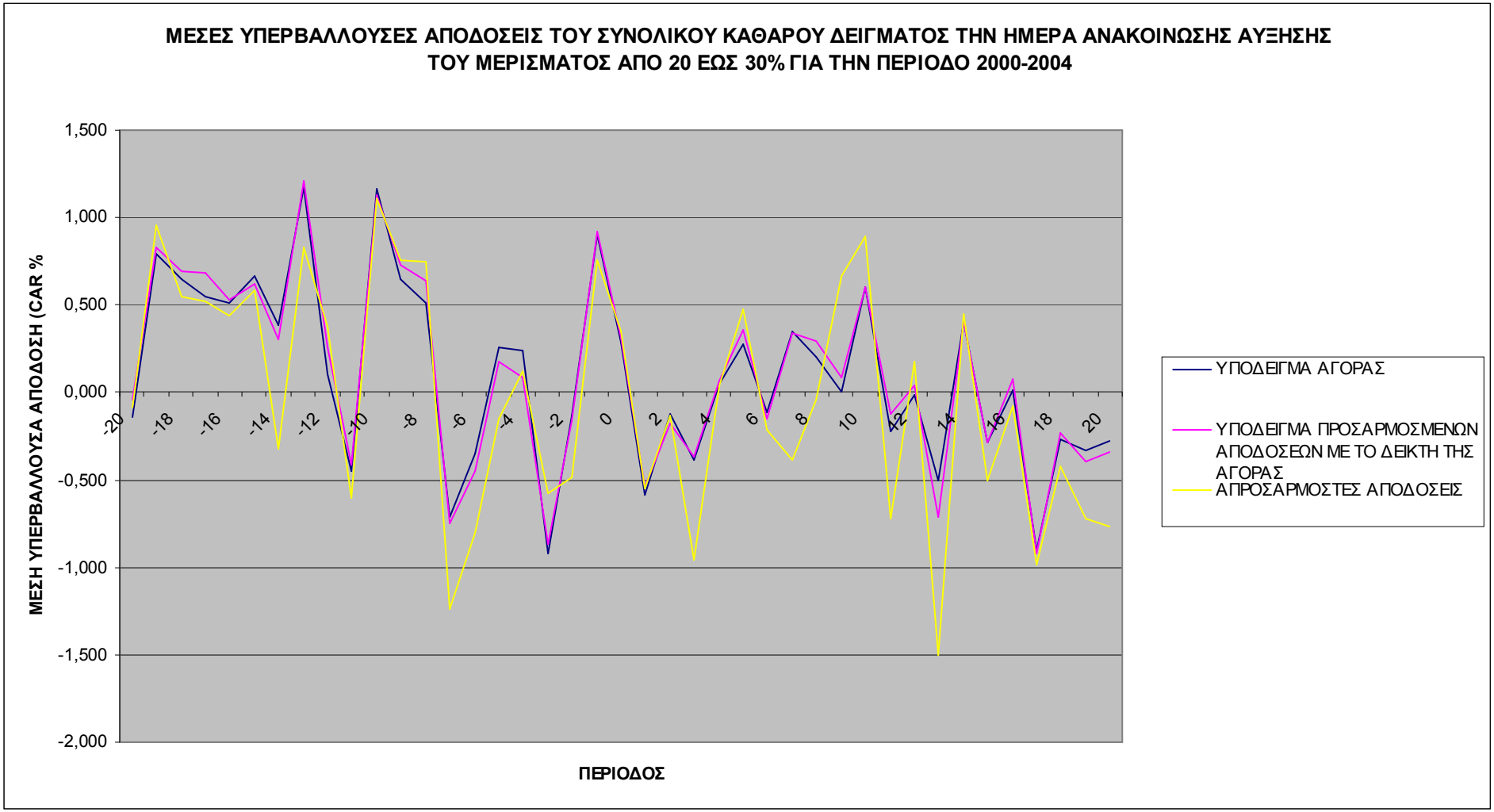
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.33.



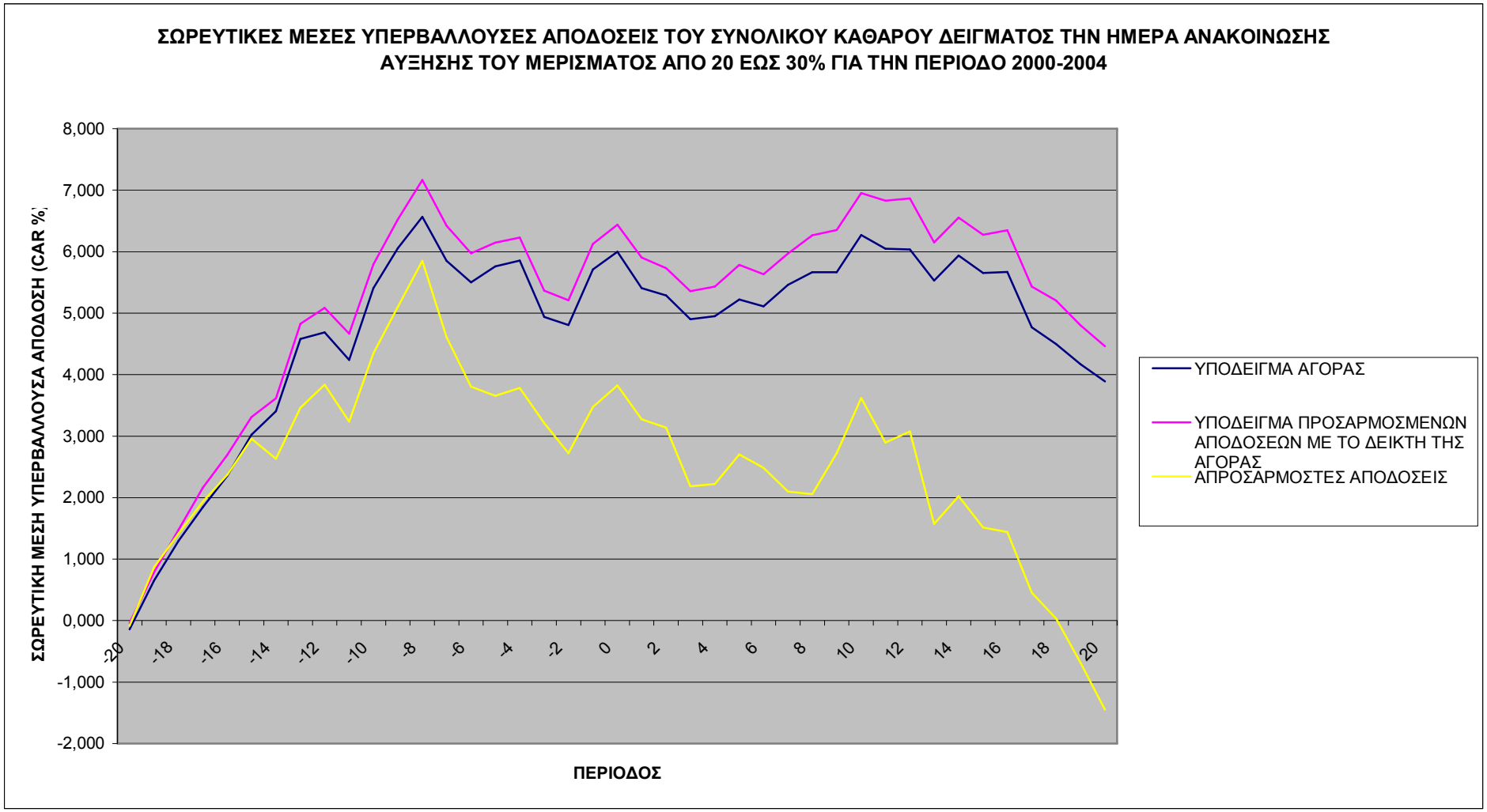
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.34.



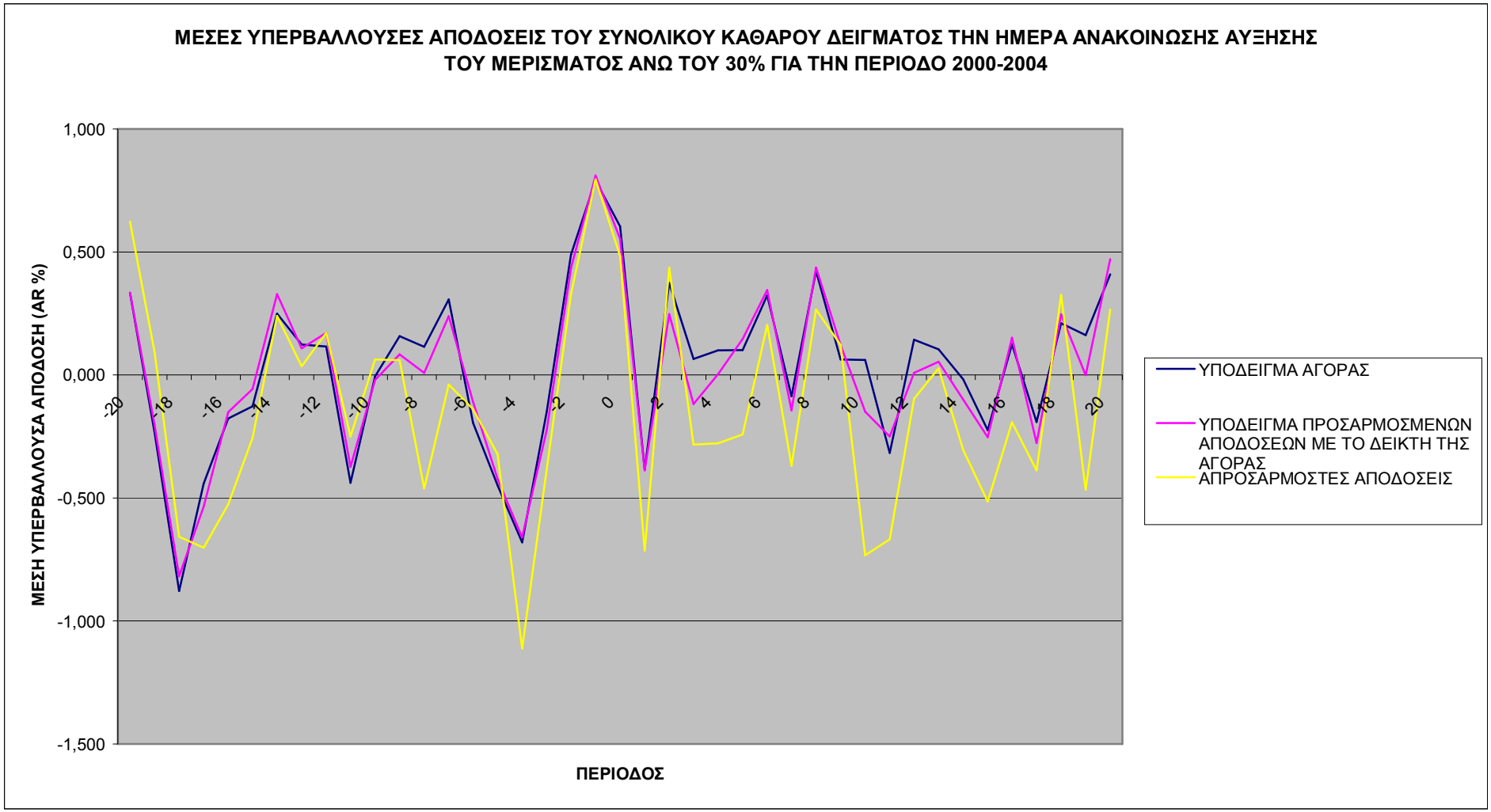
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.35.



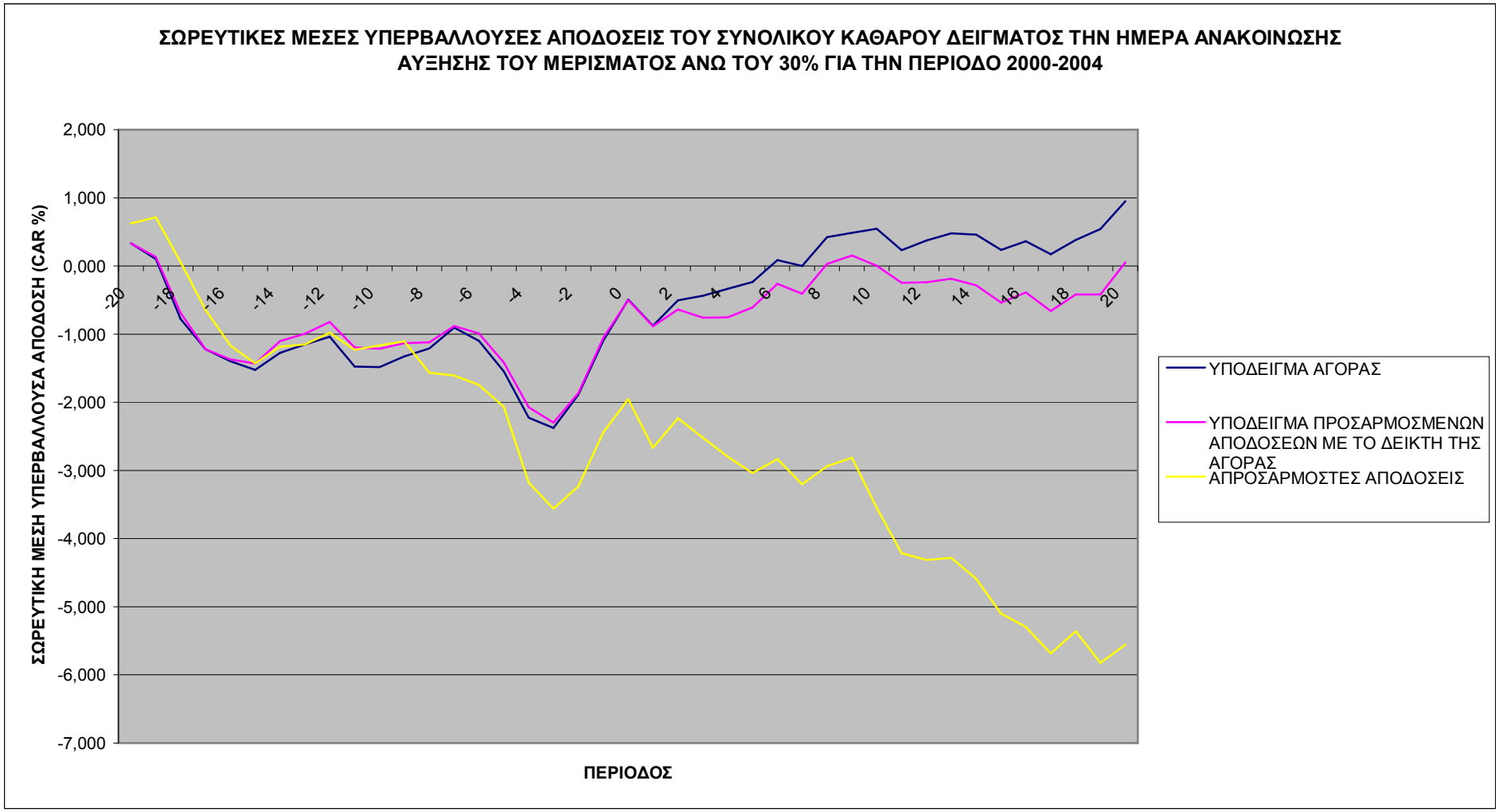
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.36.



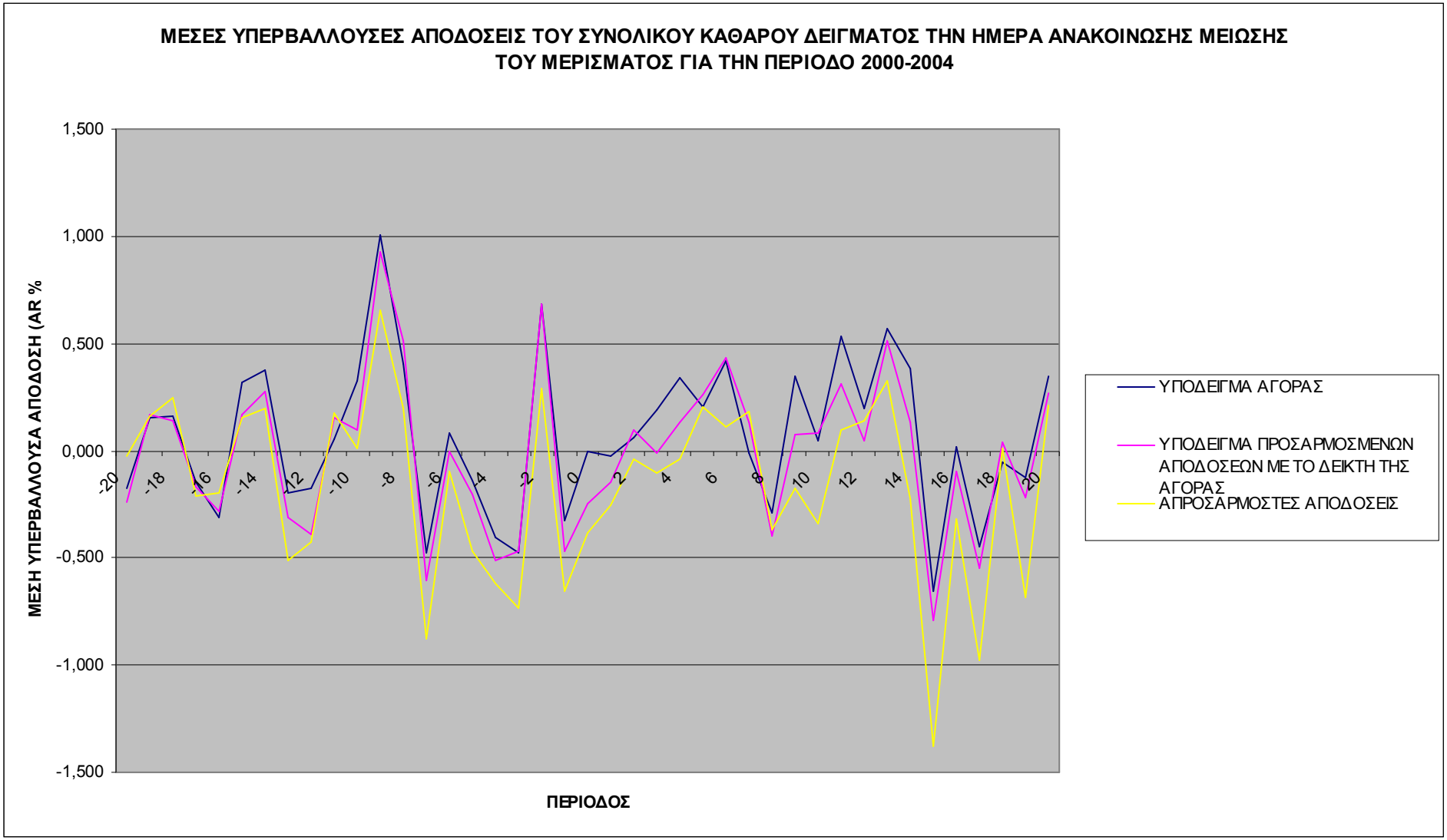
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.37.



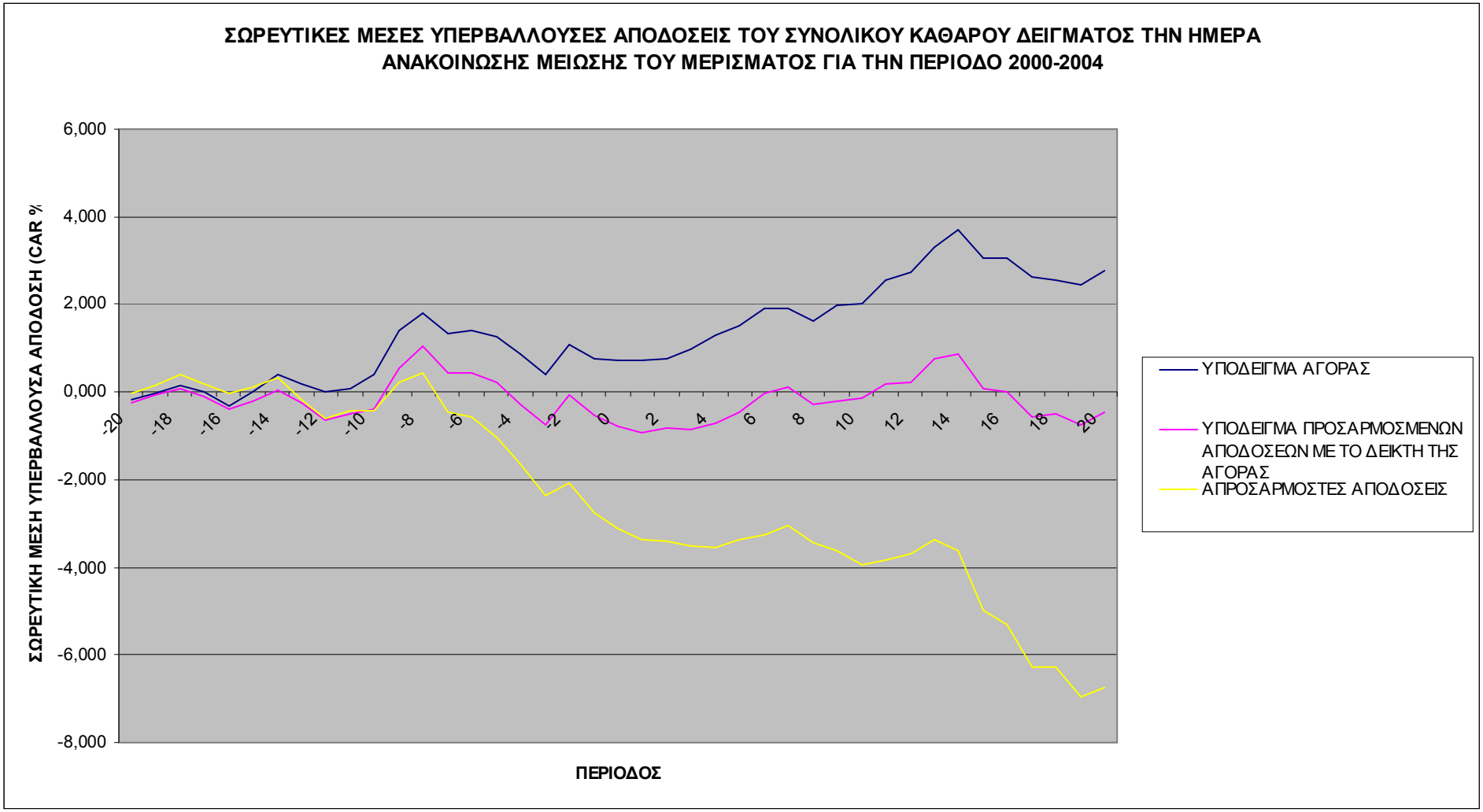
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.38.



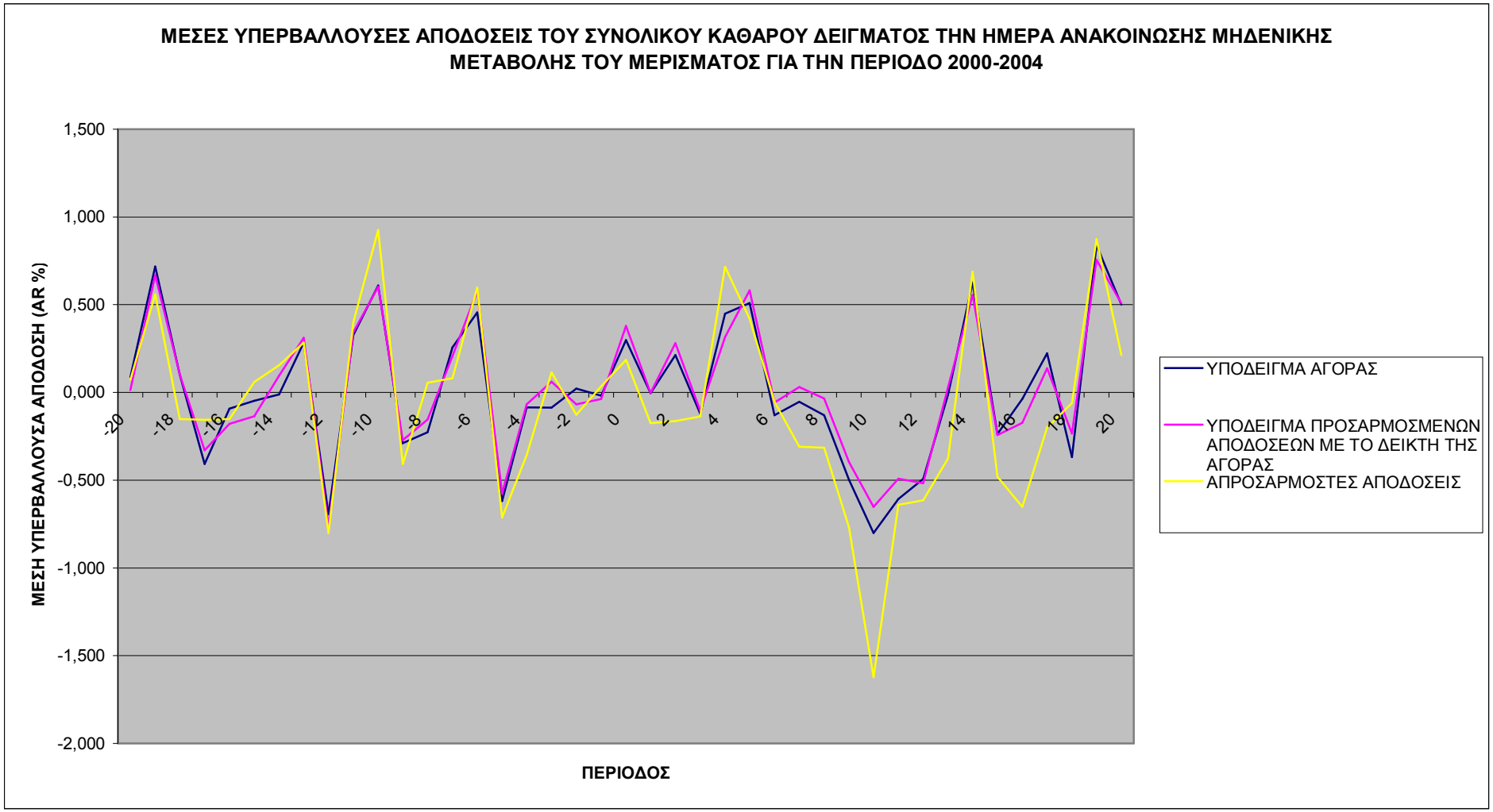
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.39.



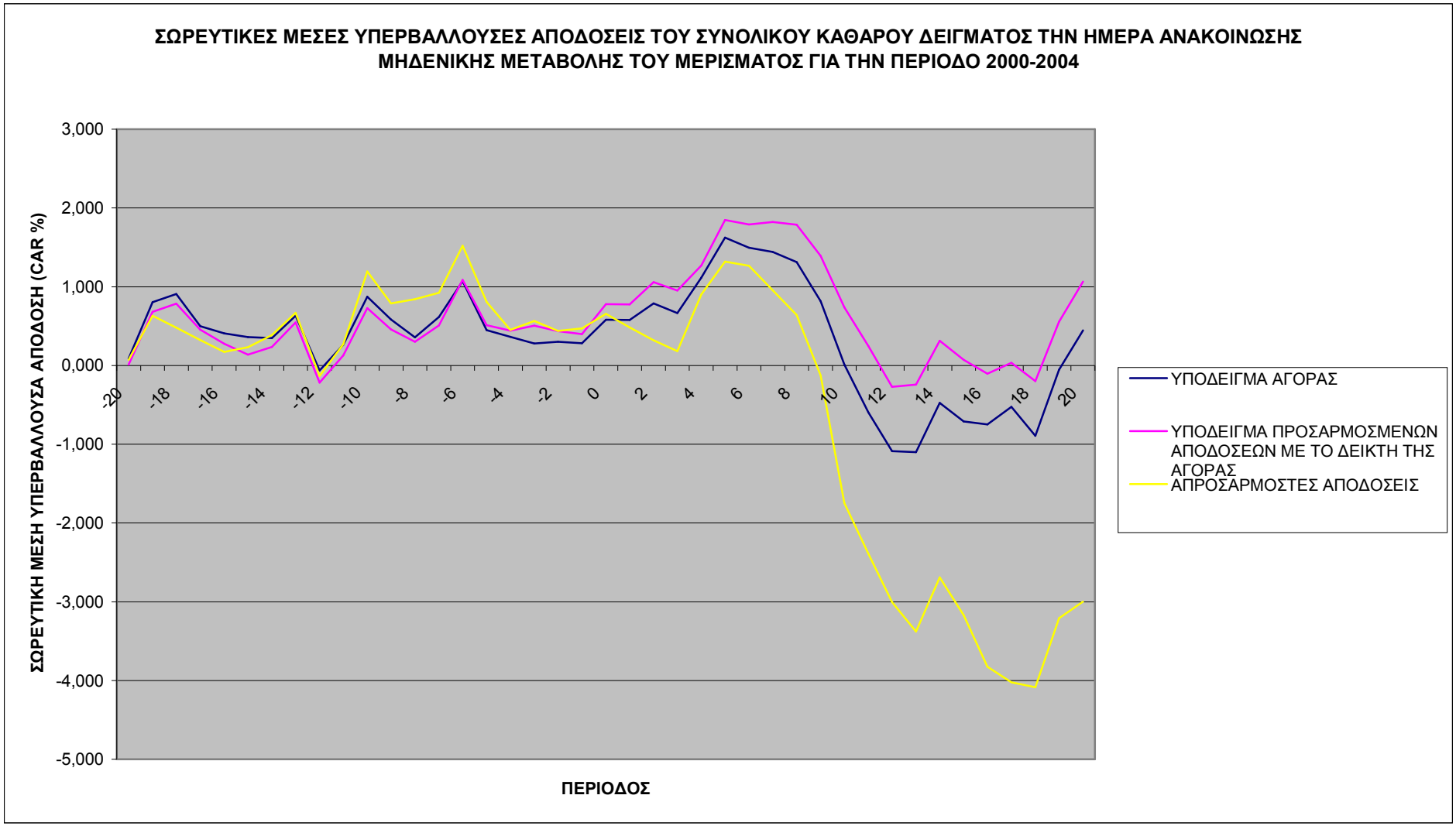
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.40.



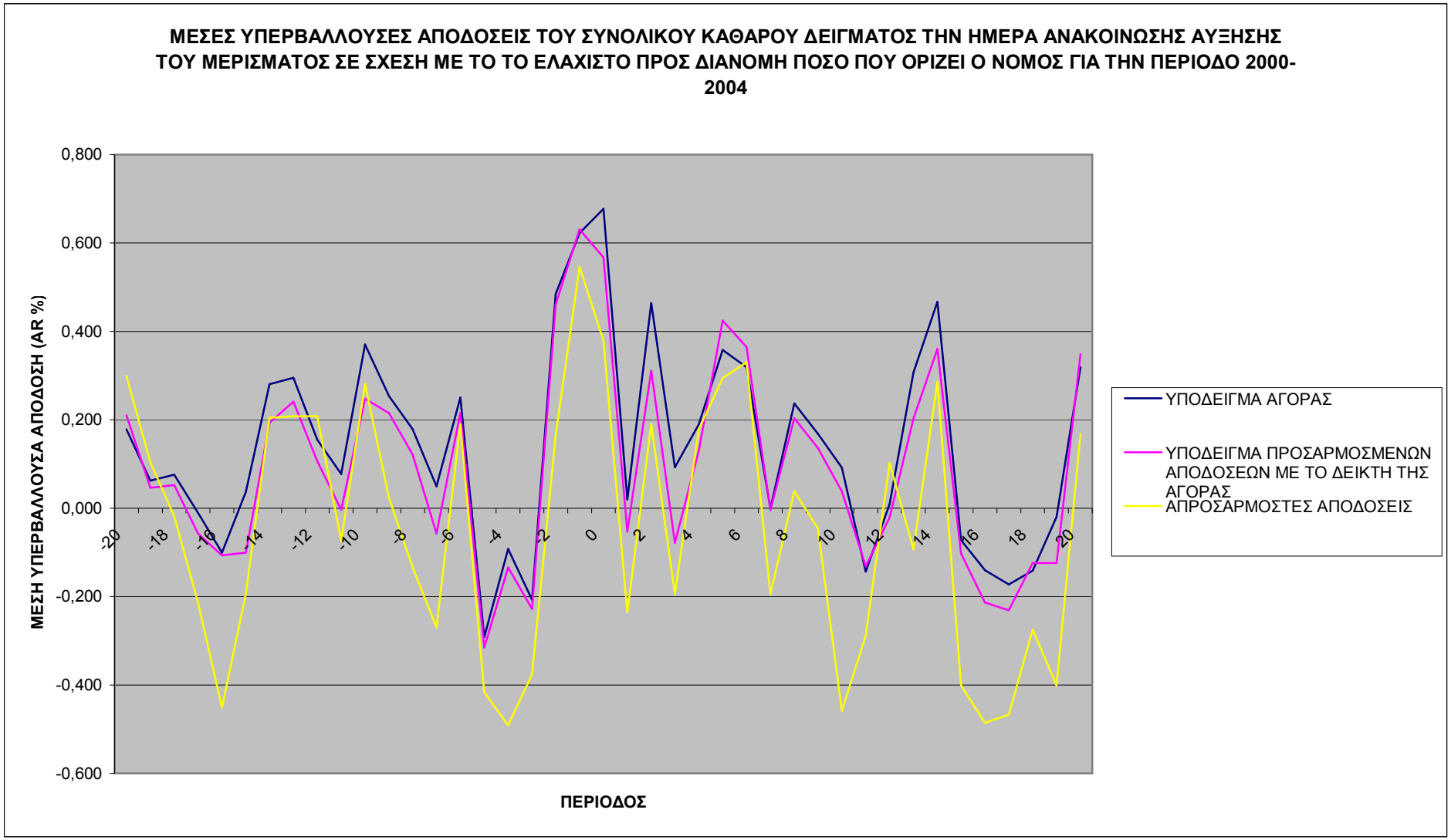
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.41.



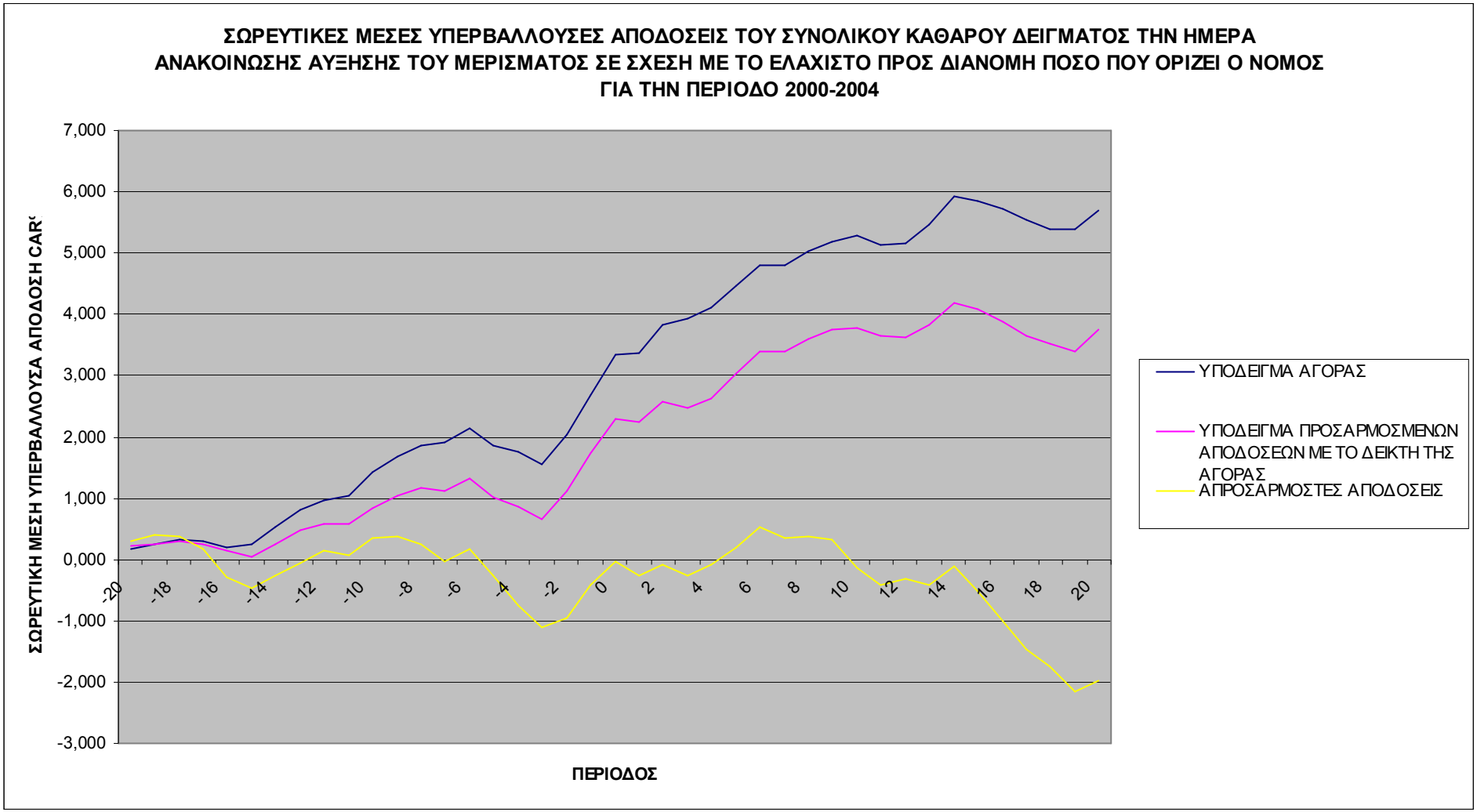
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.42.



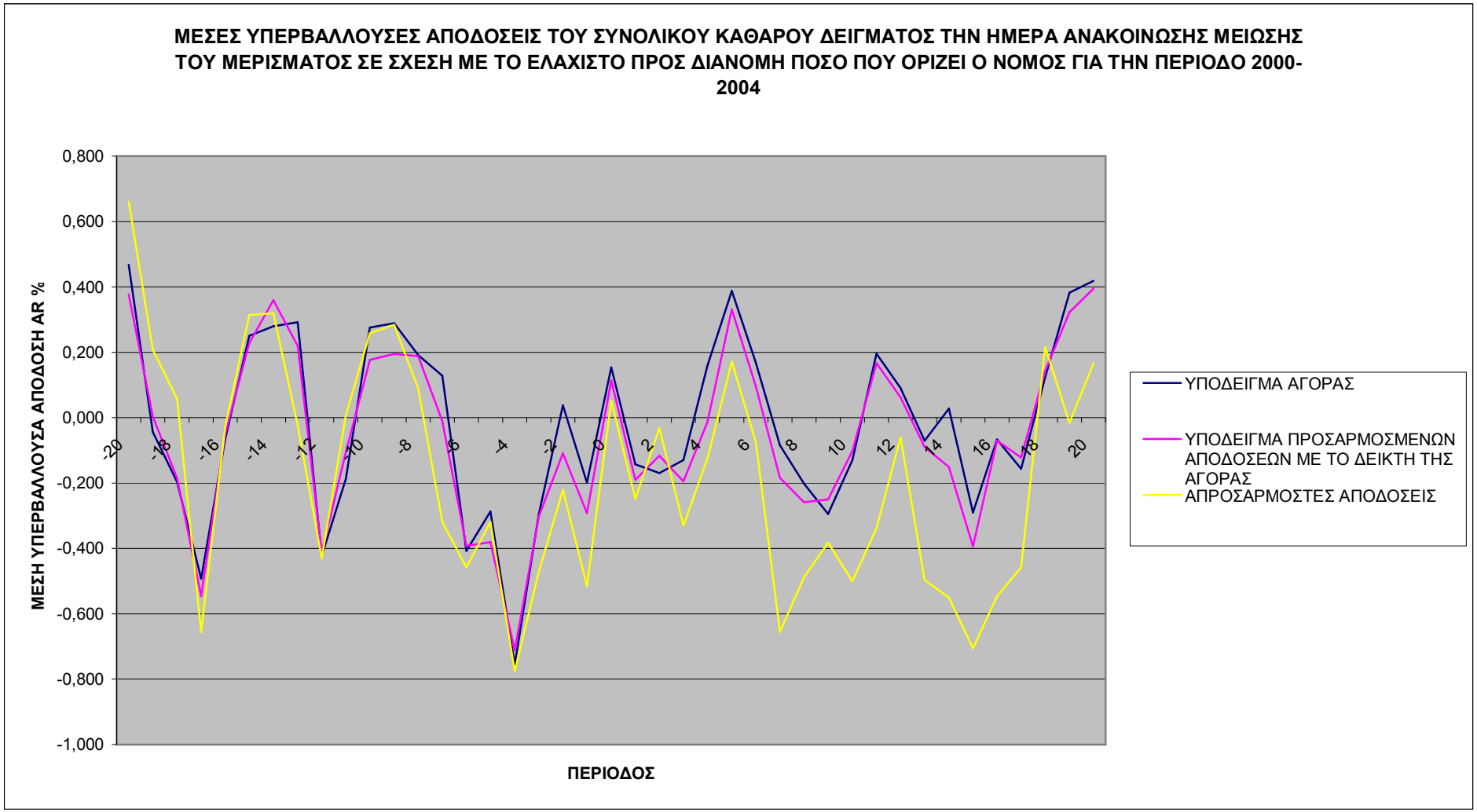
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.43.



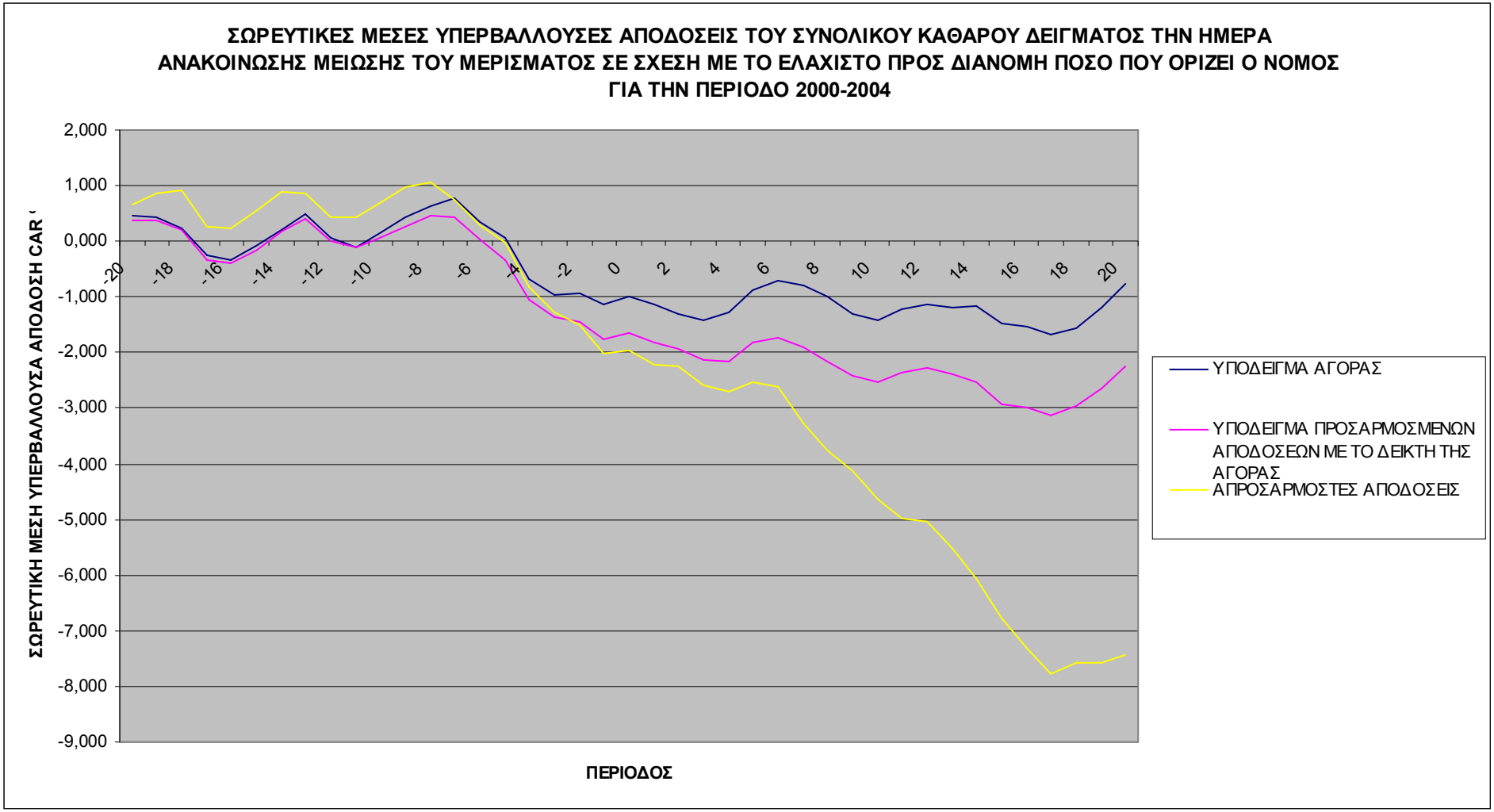
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.44.



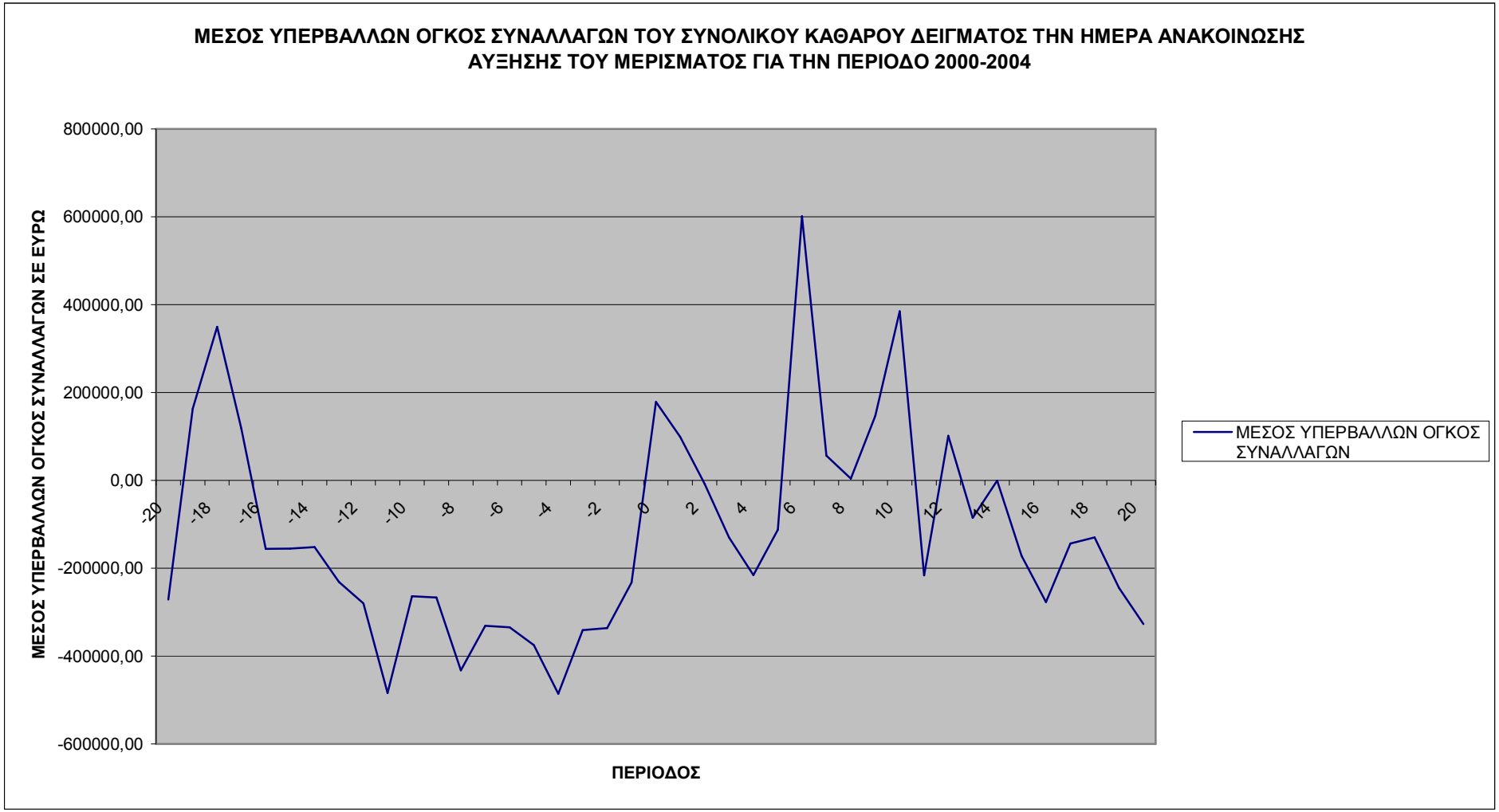
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.45.



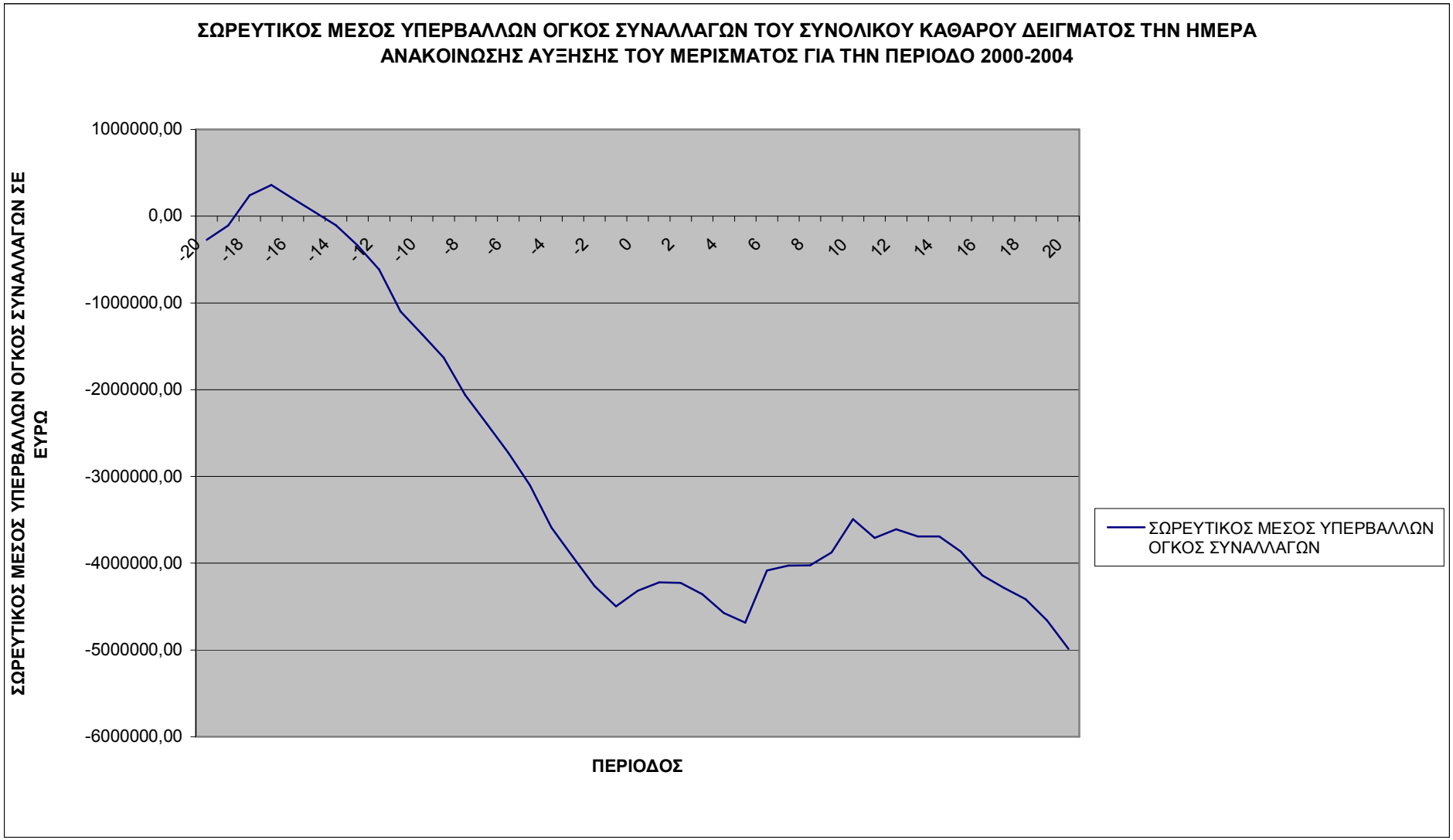
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.46.



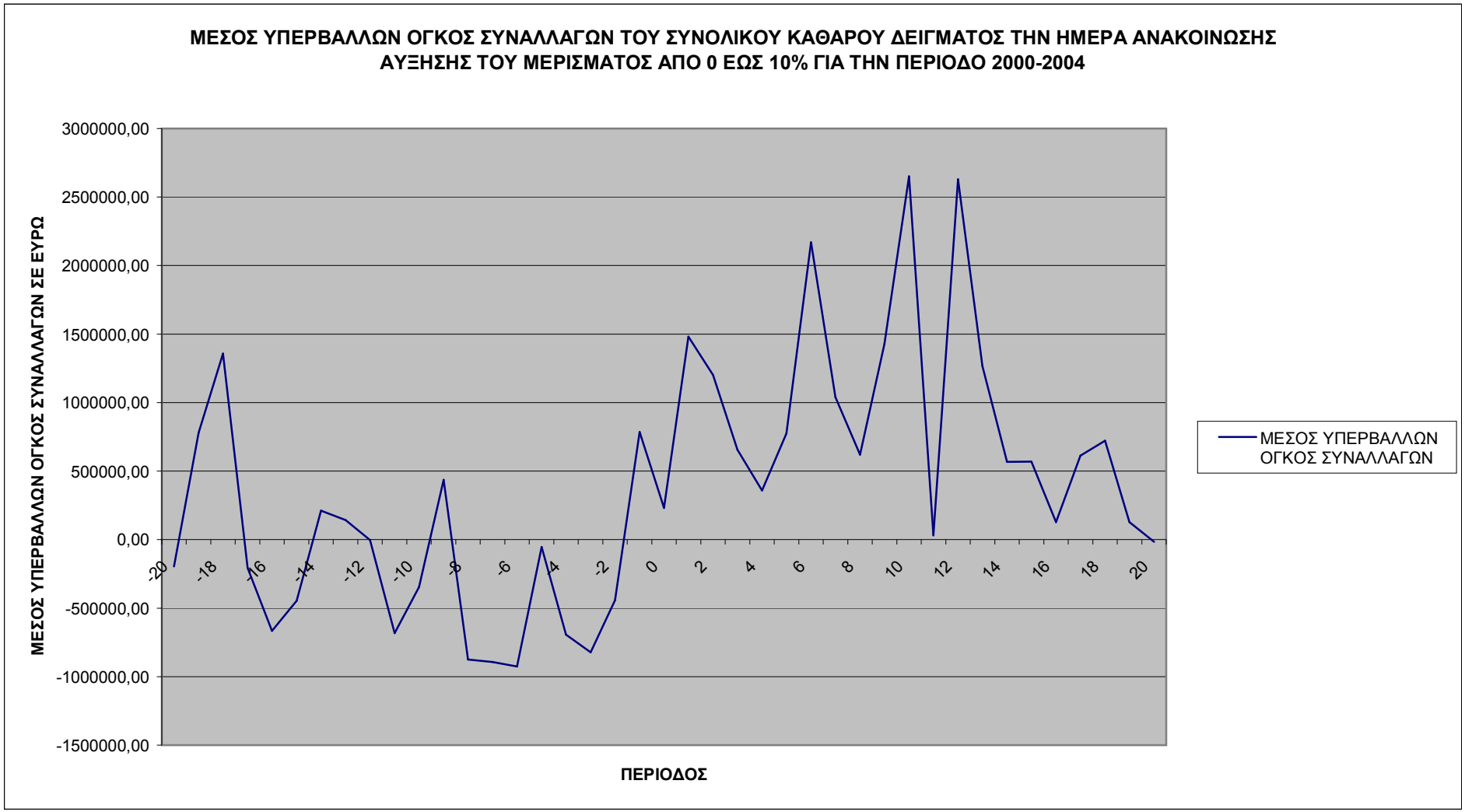
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.47.



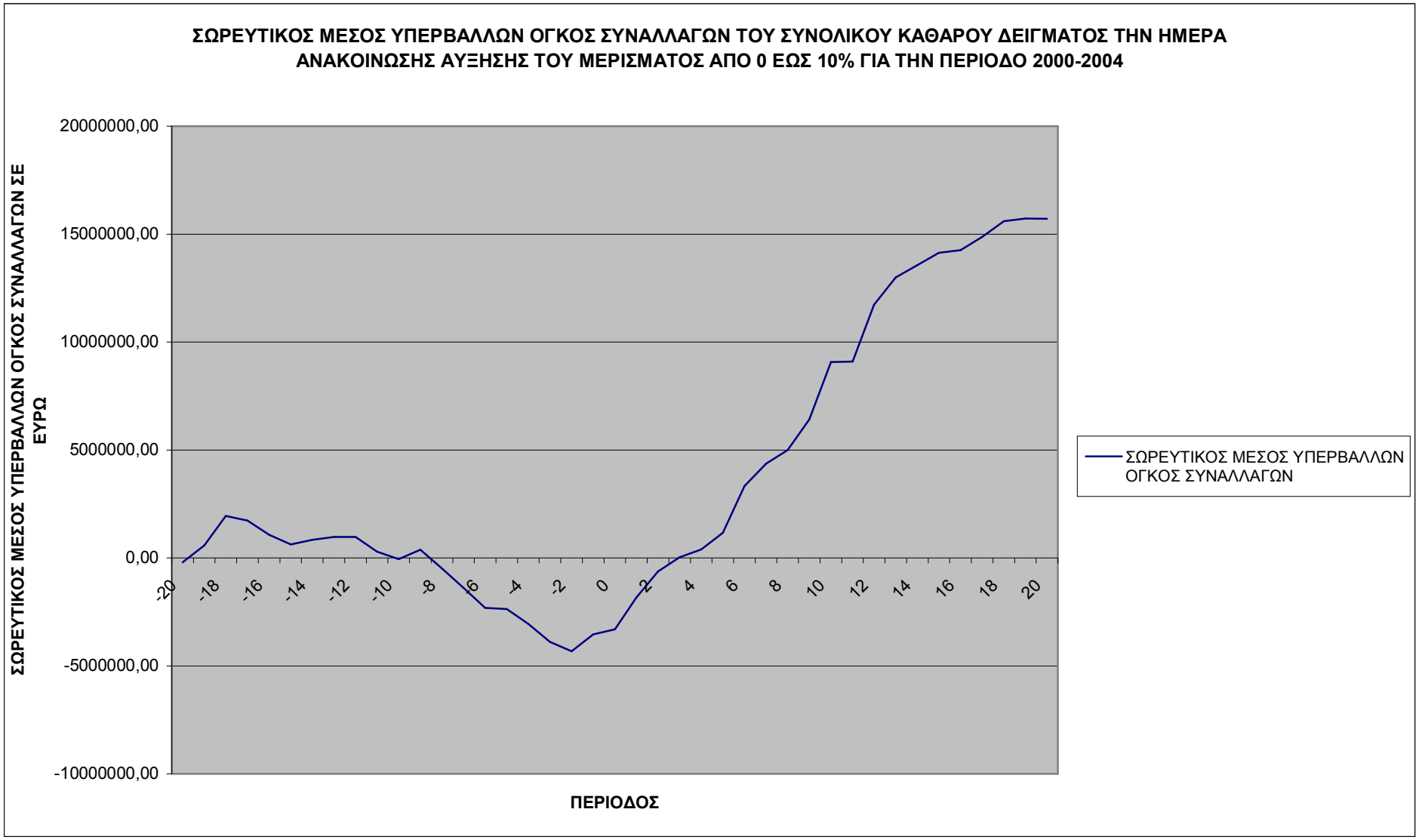
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.48.



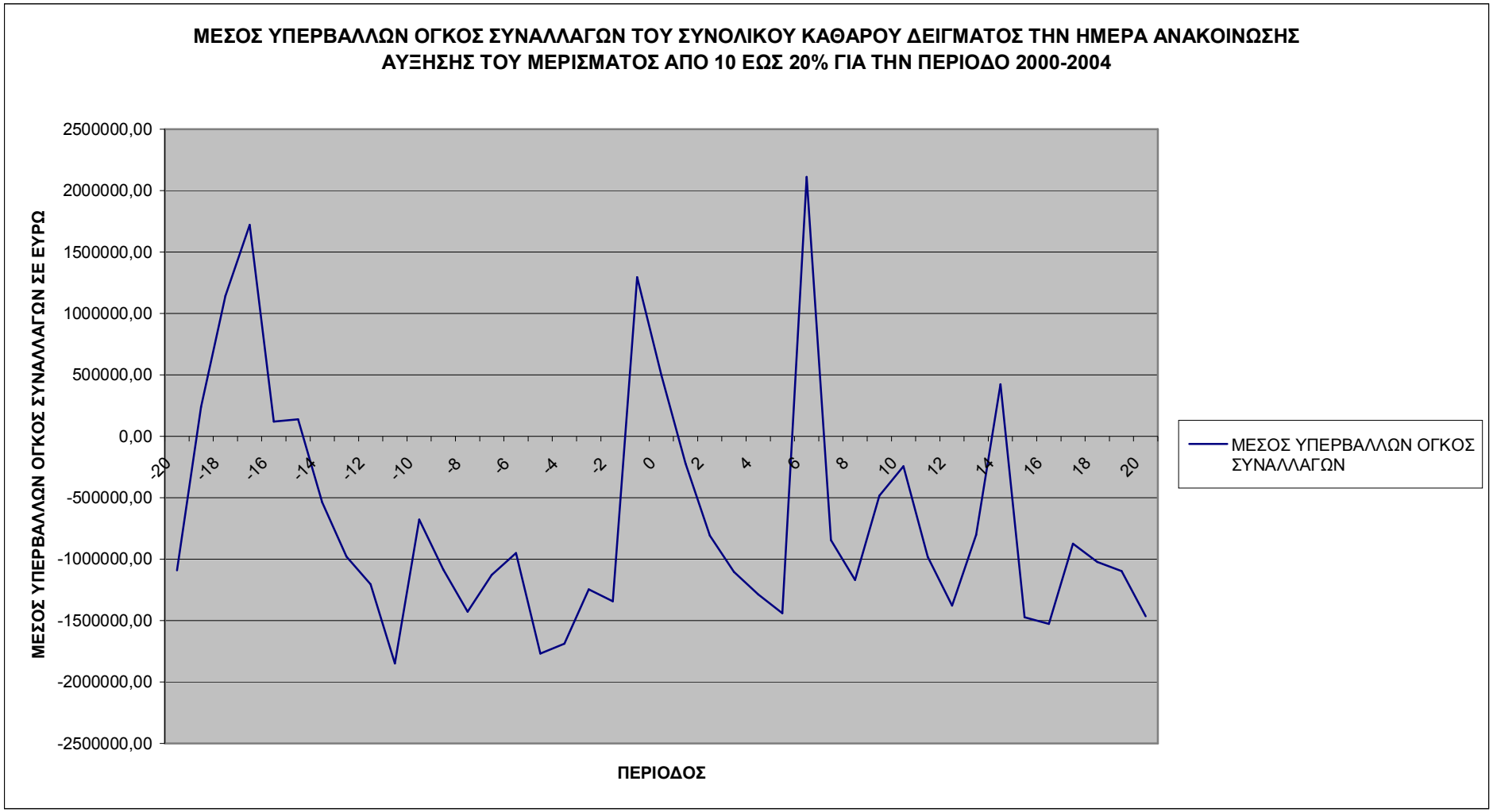
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.49.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.50.

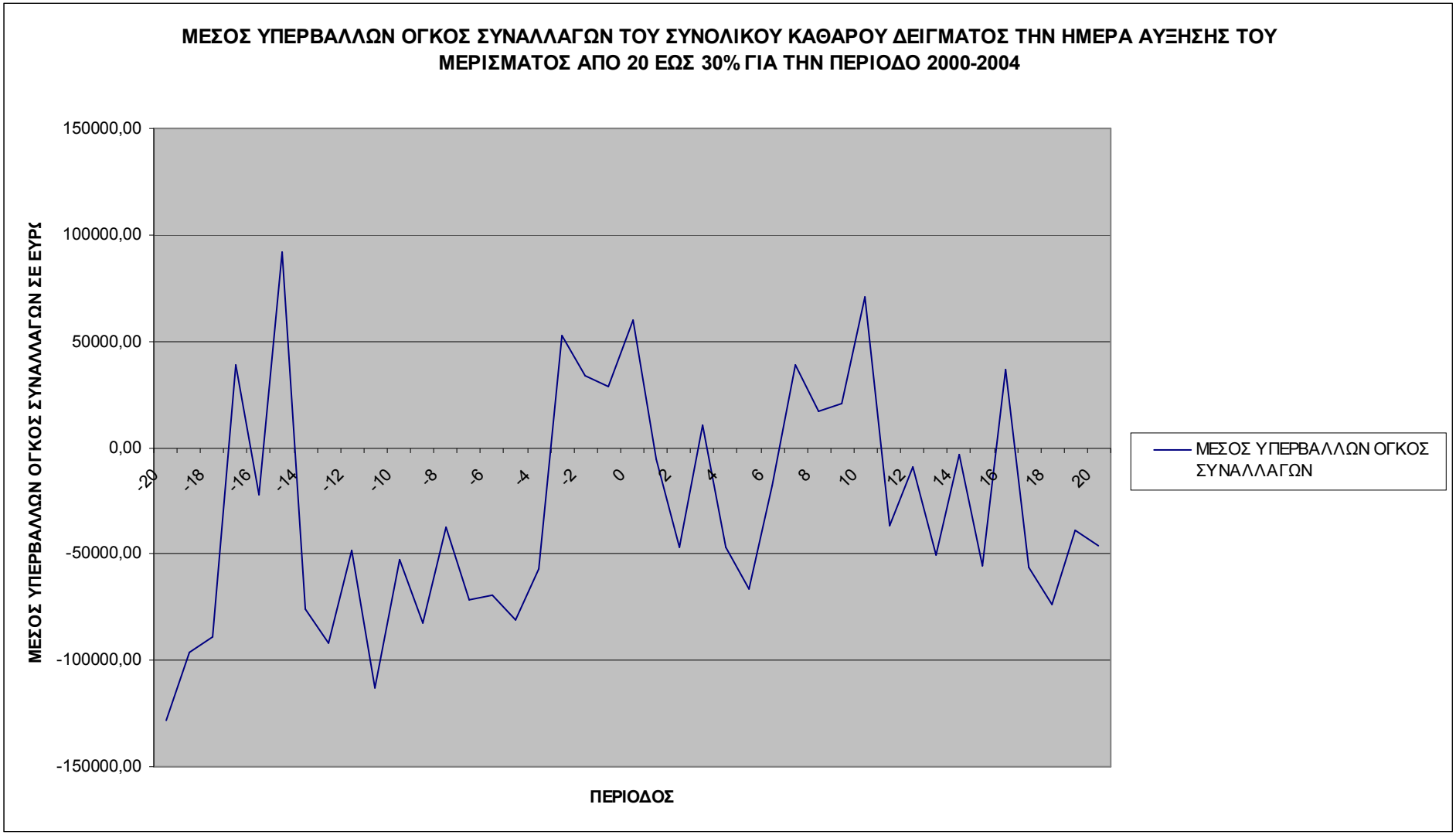


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.51.

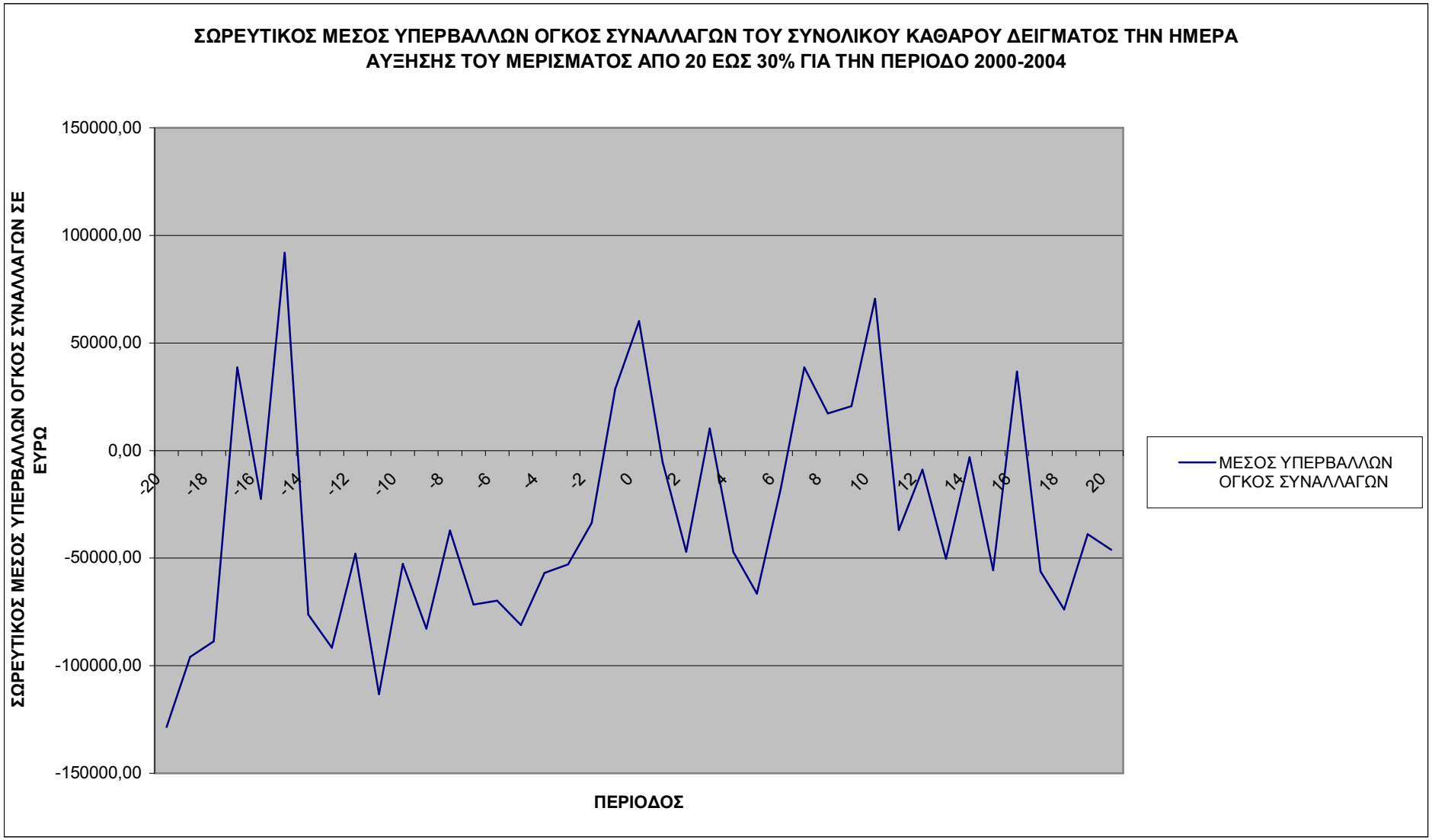


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.52.

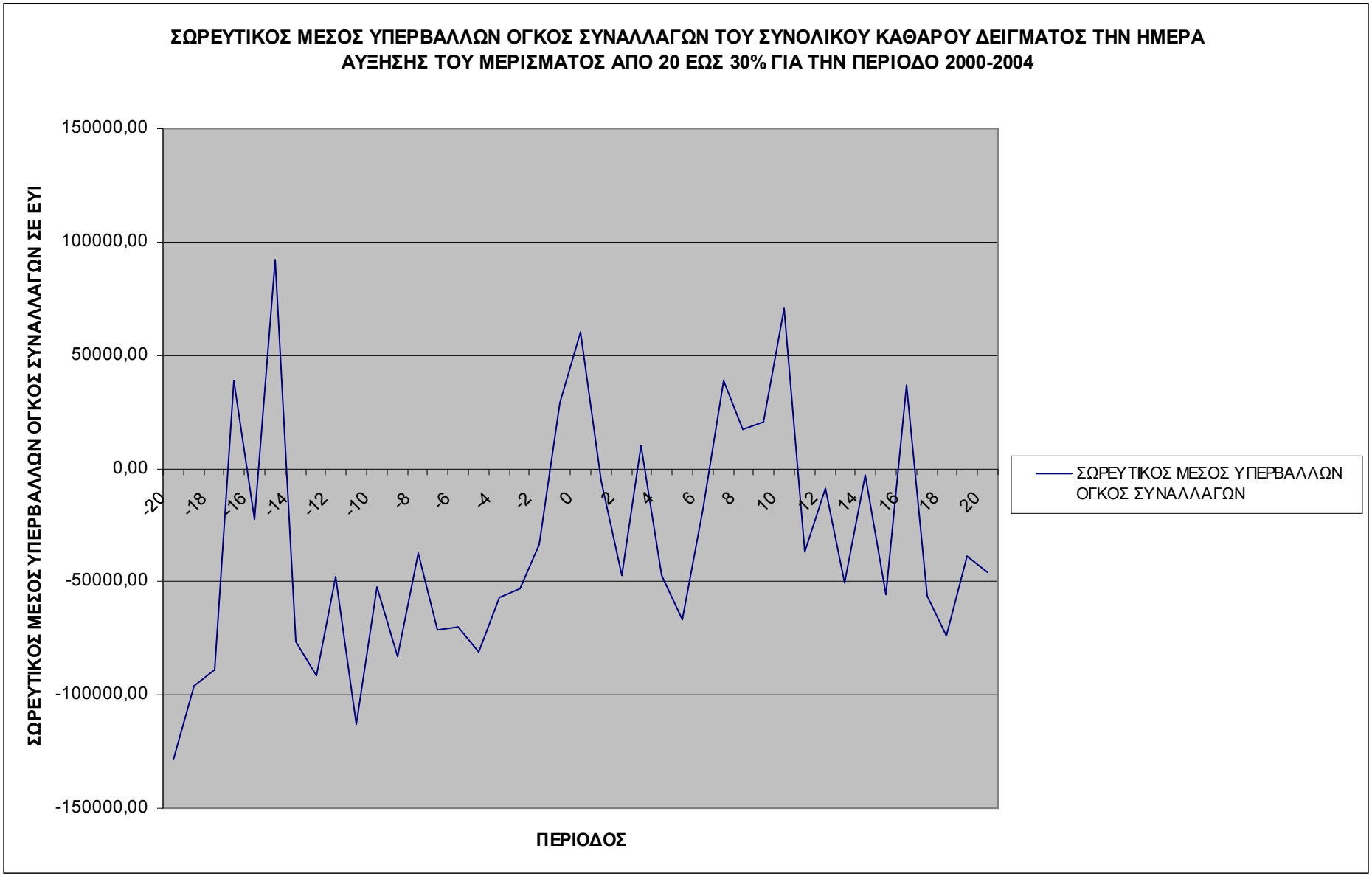
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.53.



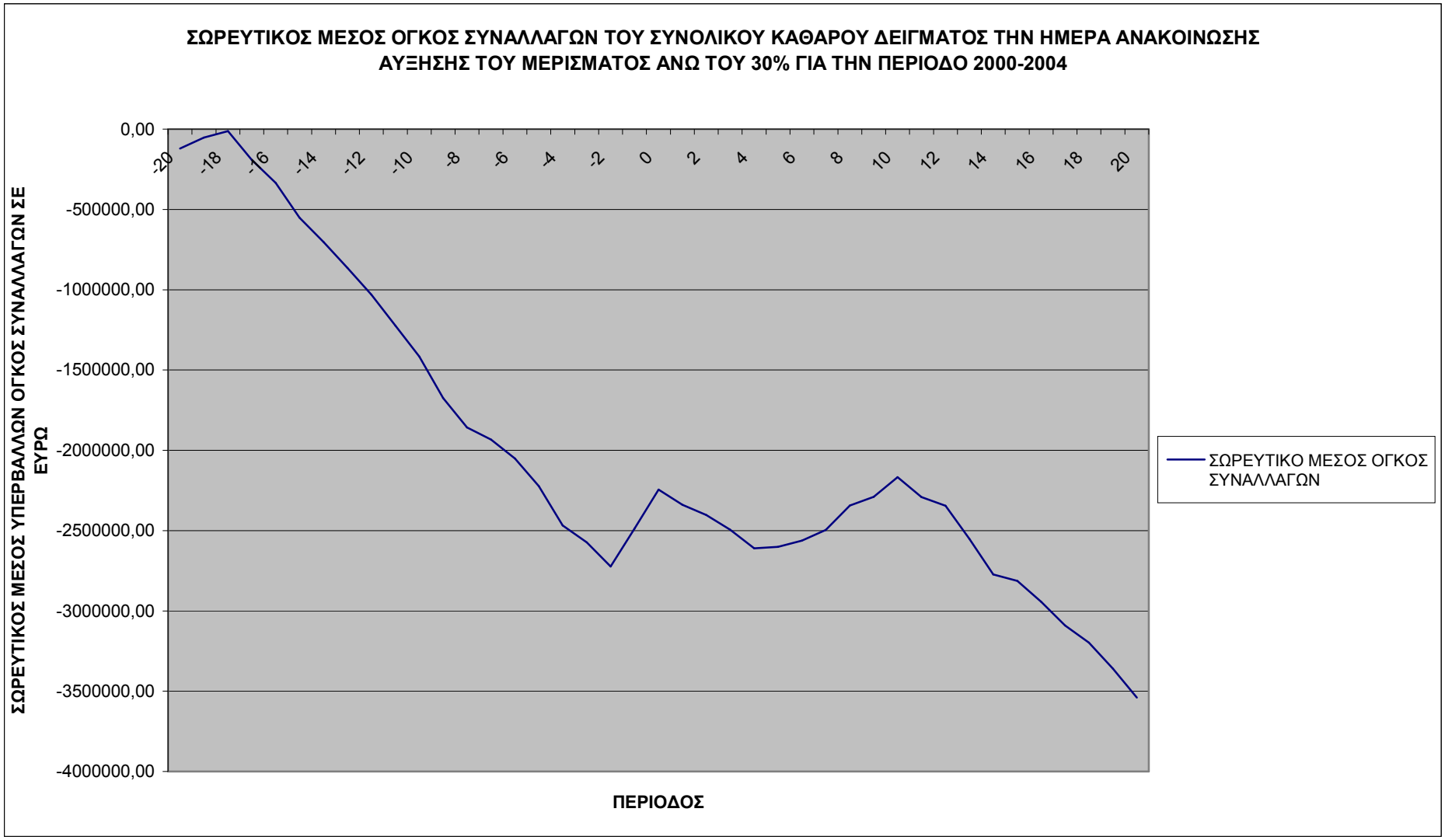
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.54.



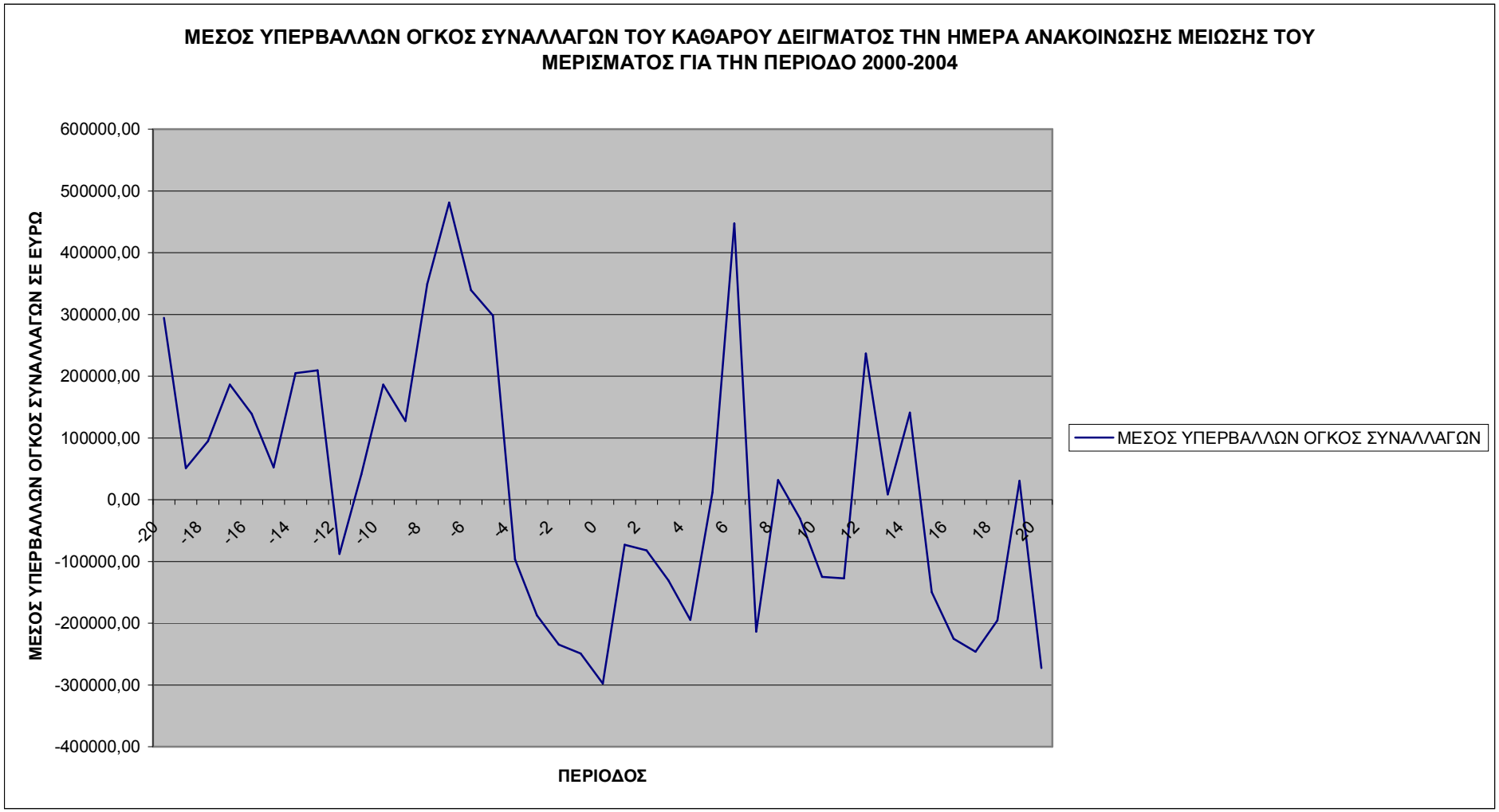
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.55.



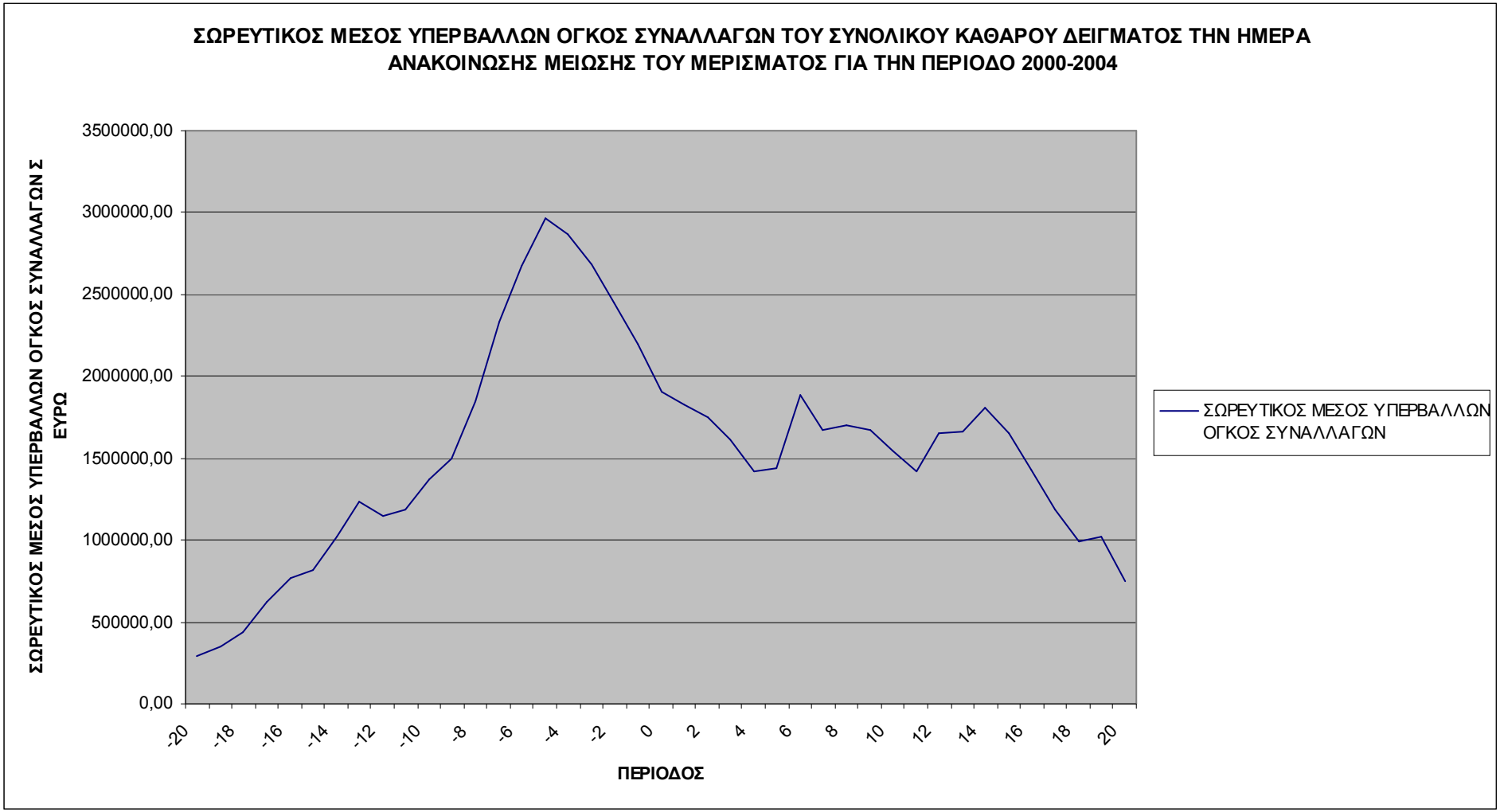
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.56.



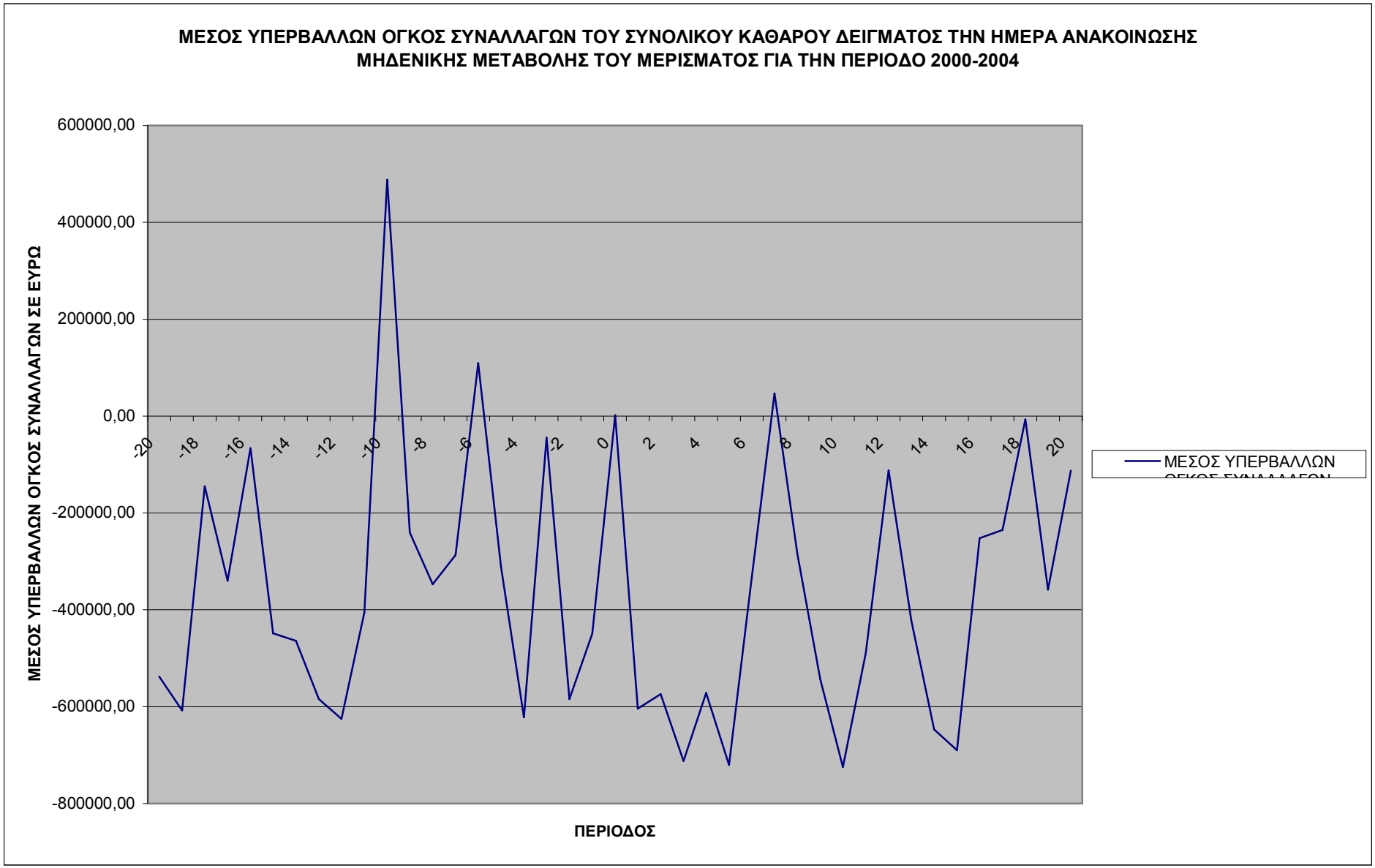
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.57.



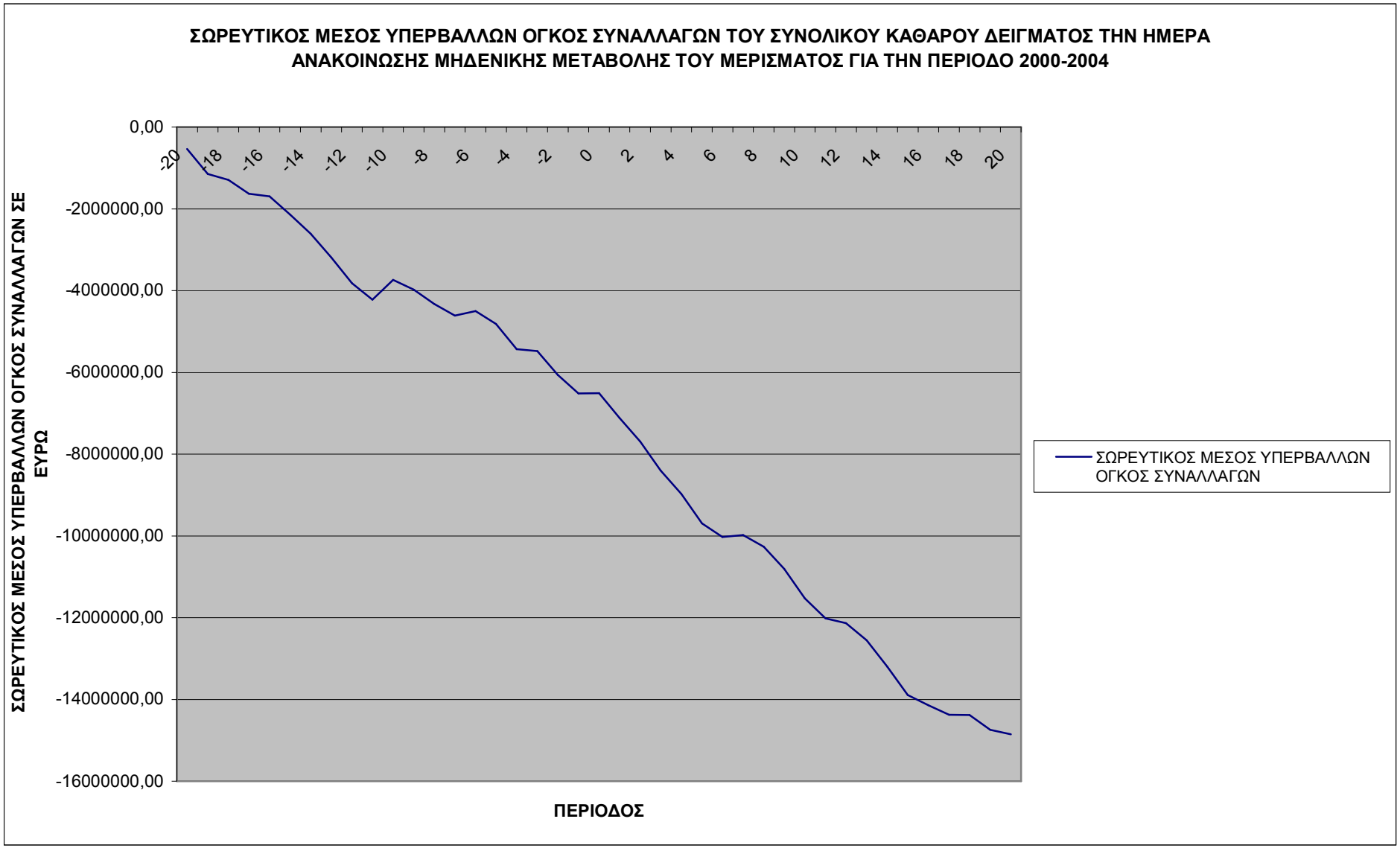
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.58.



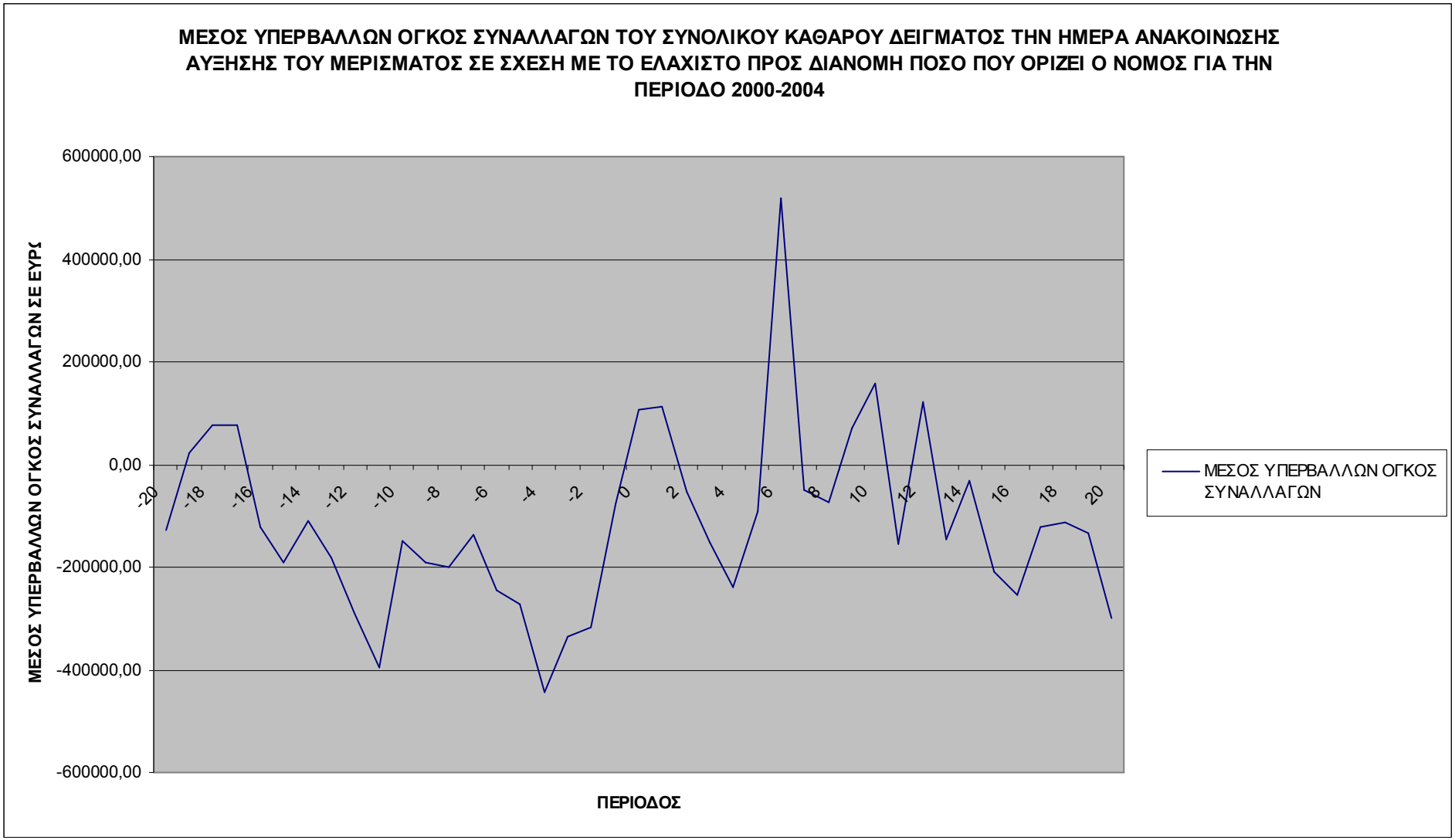
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.59.



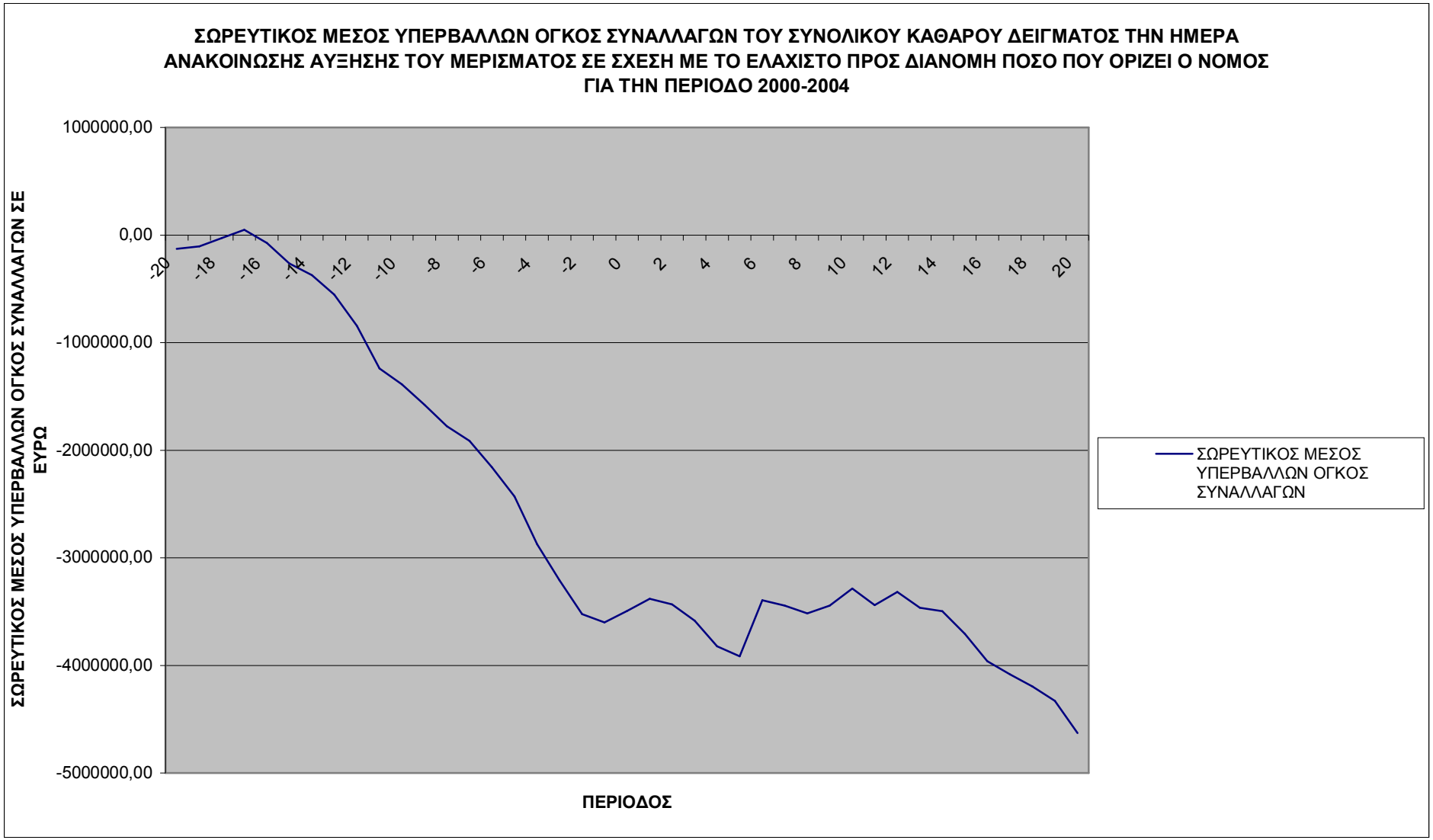
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.60.



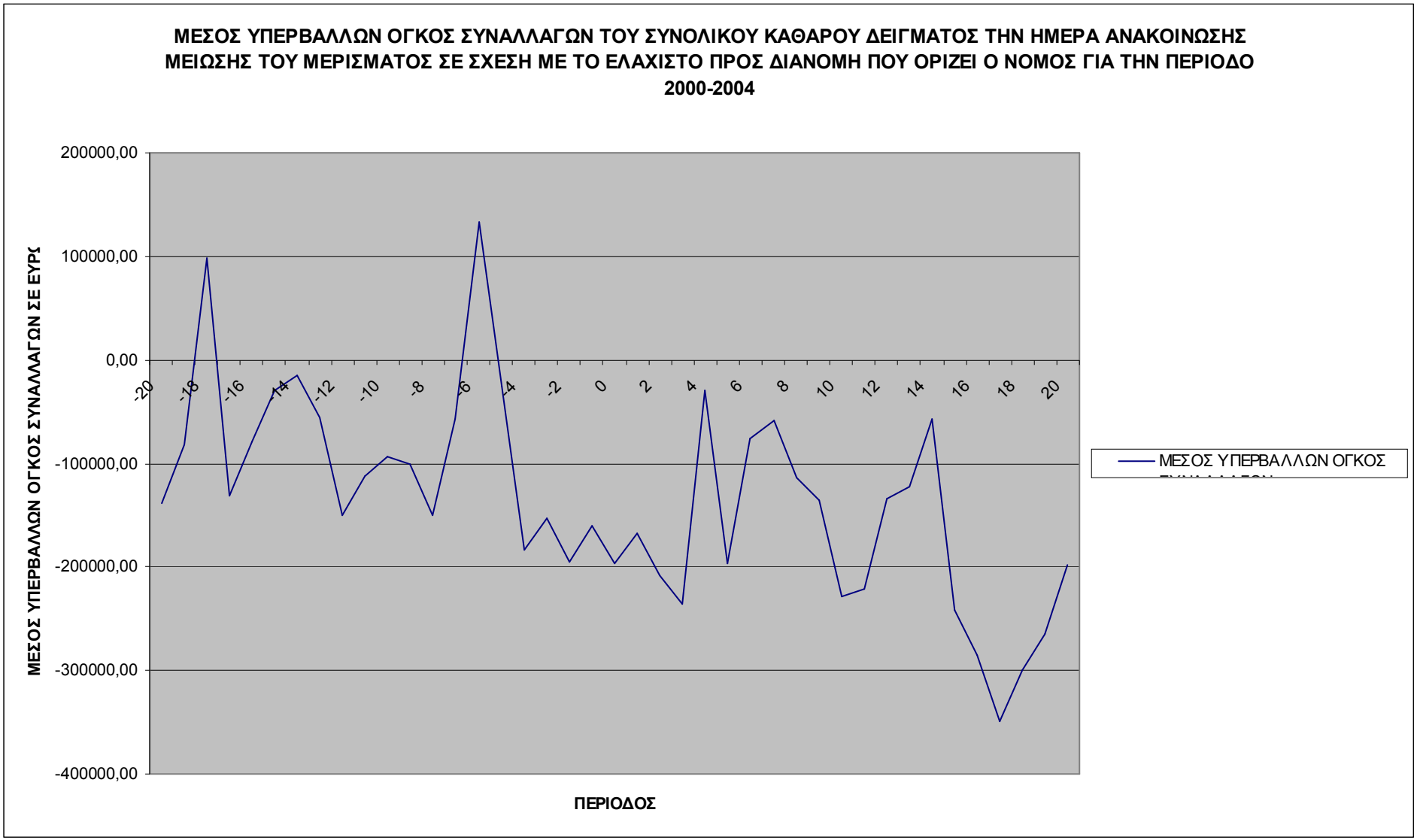
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.61.



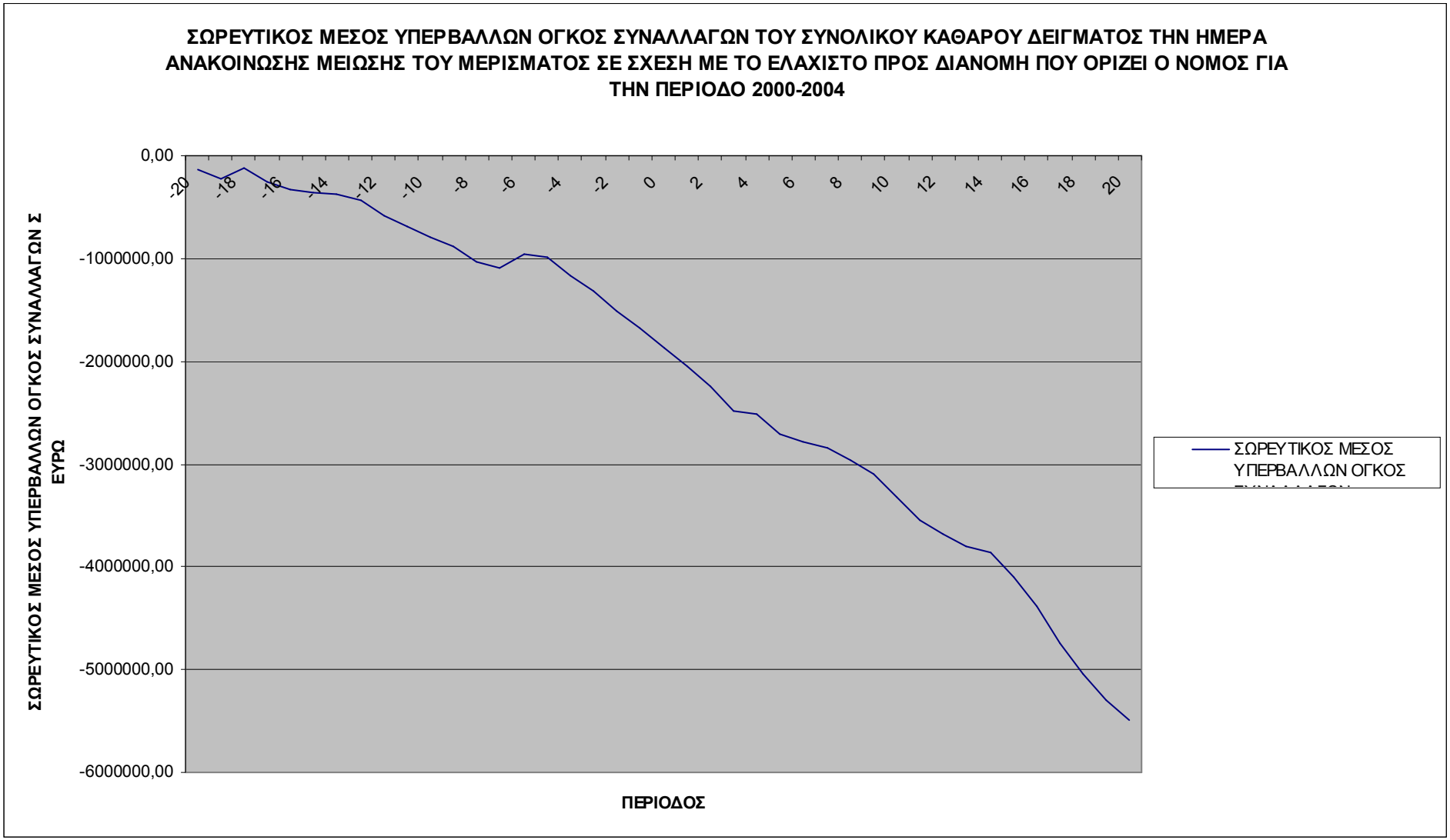
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.62.



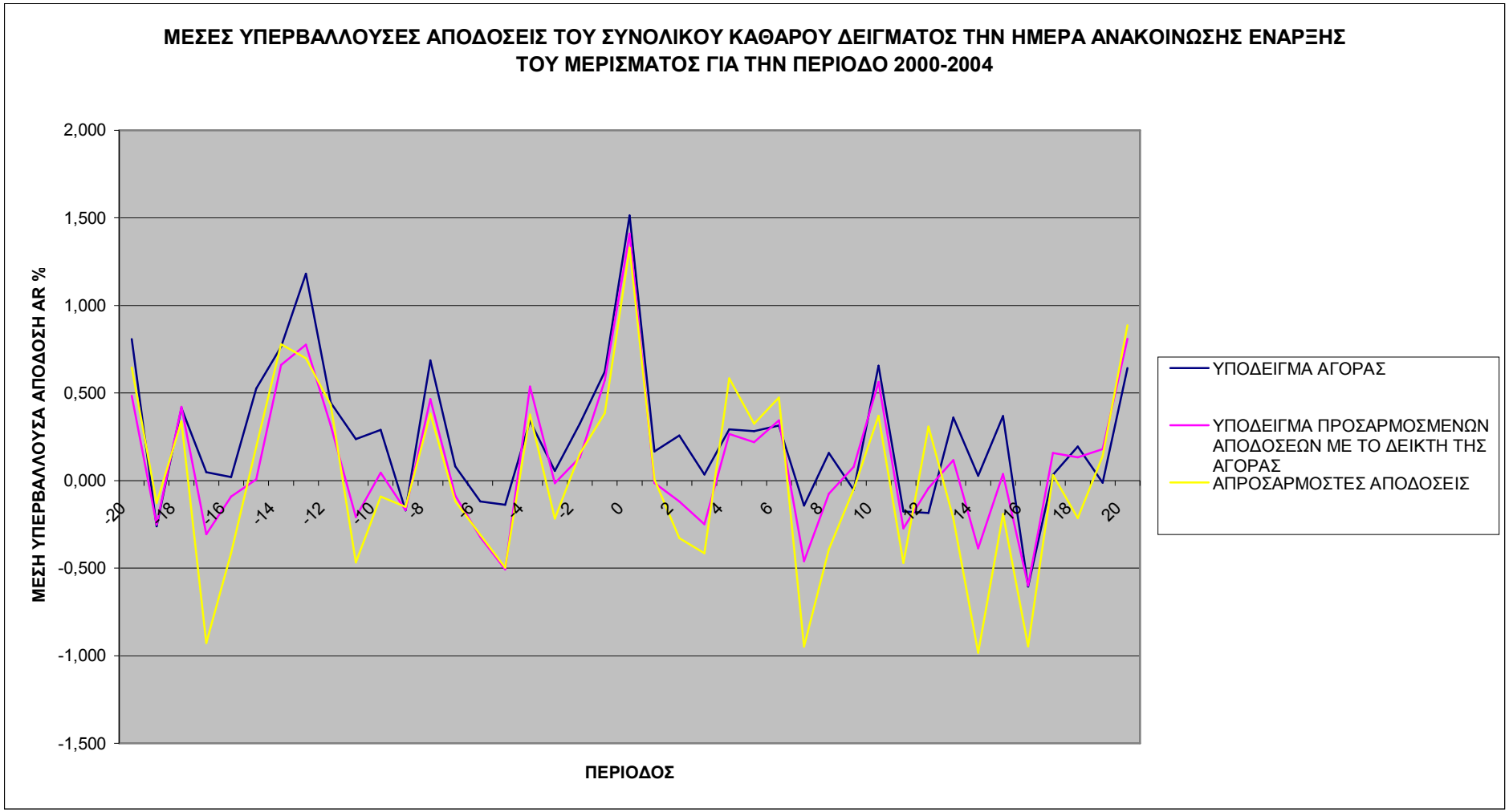
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.63.



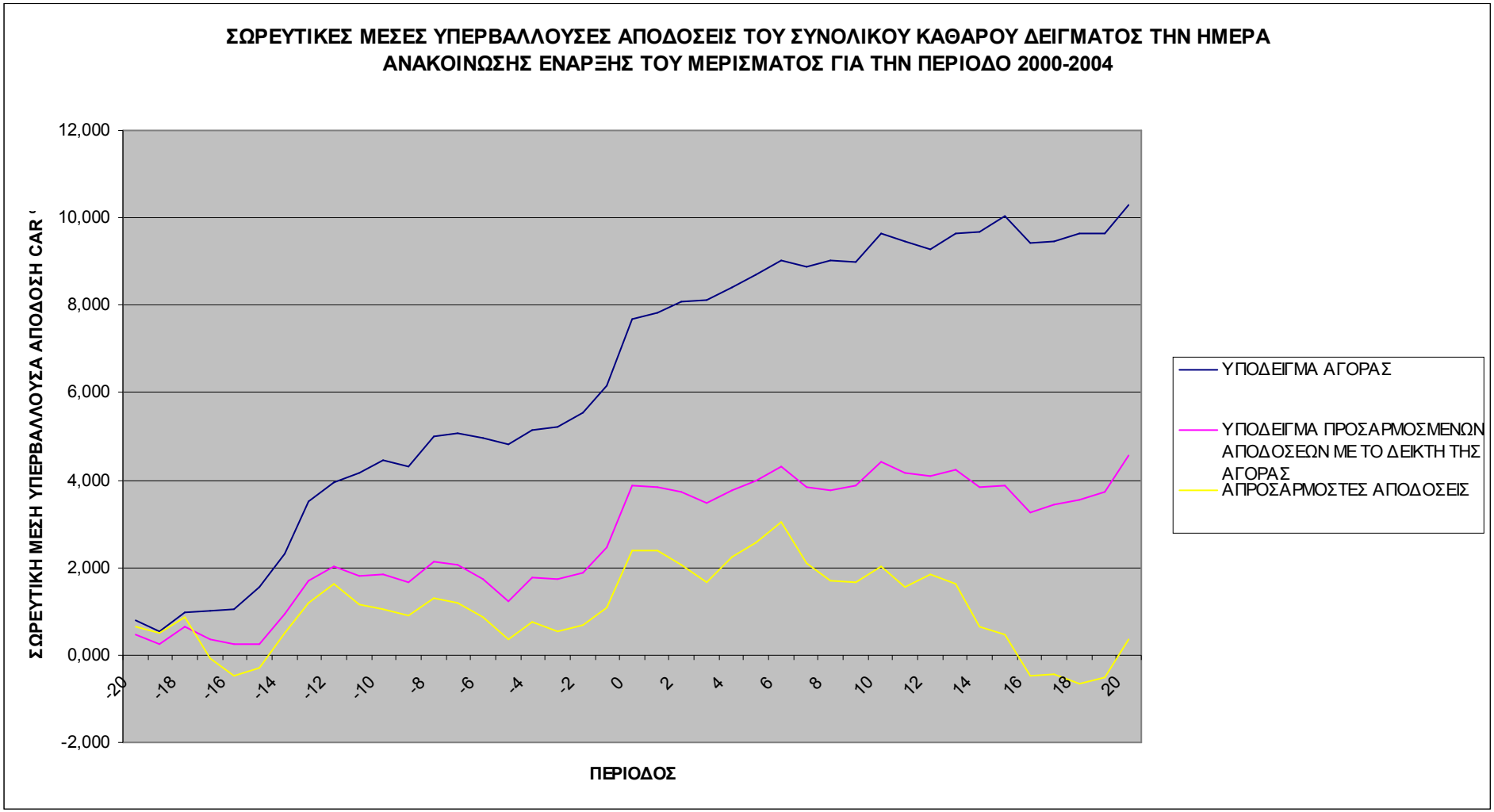
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.64.



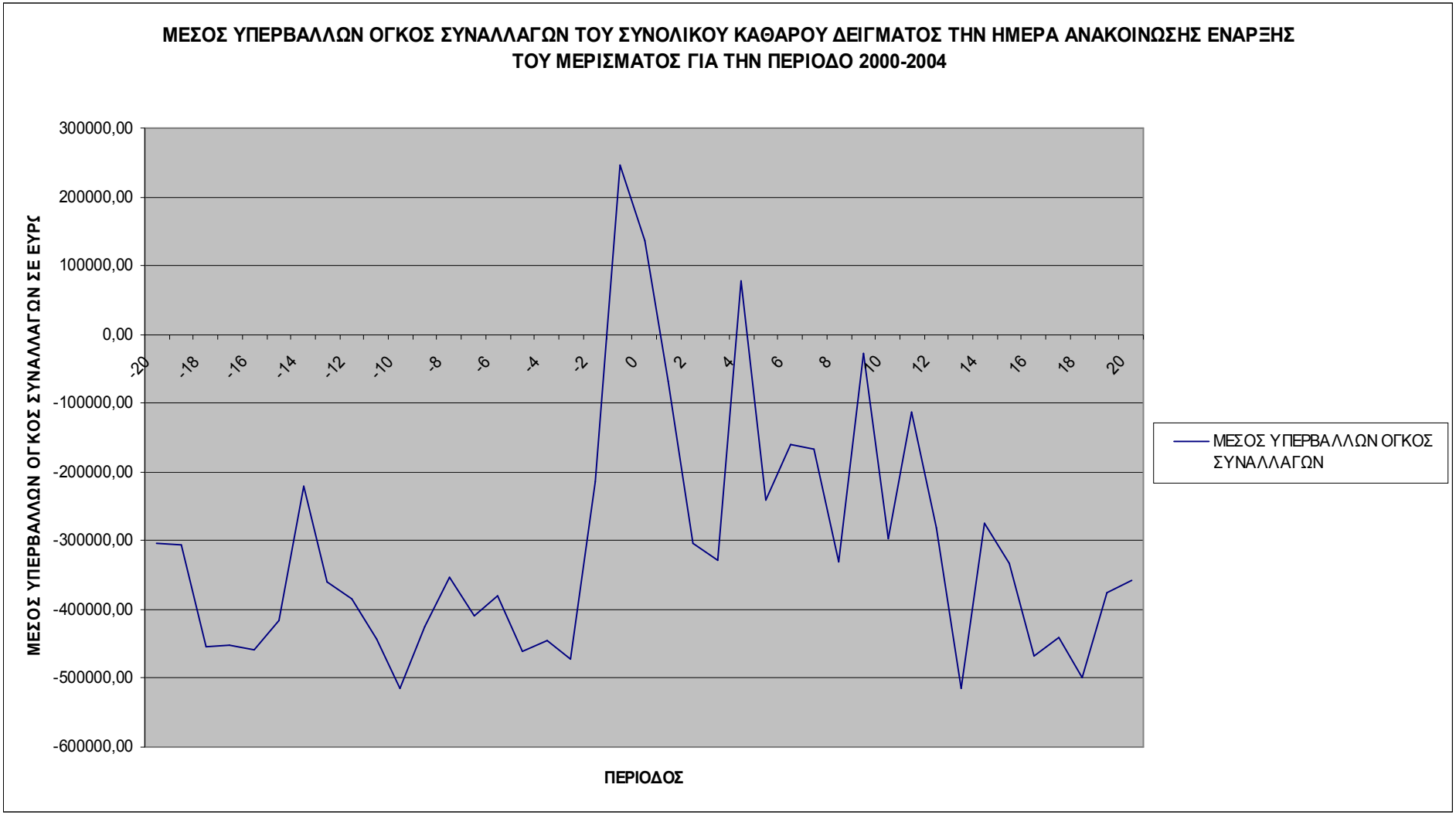
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.65.



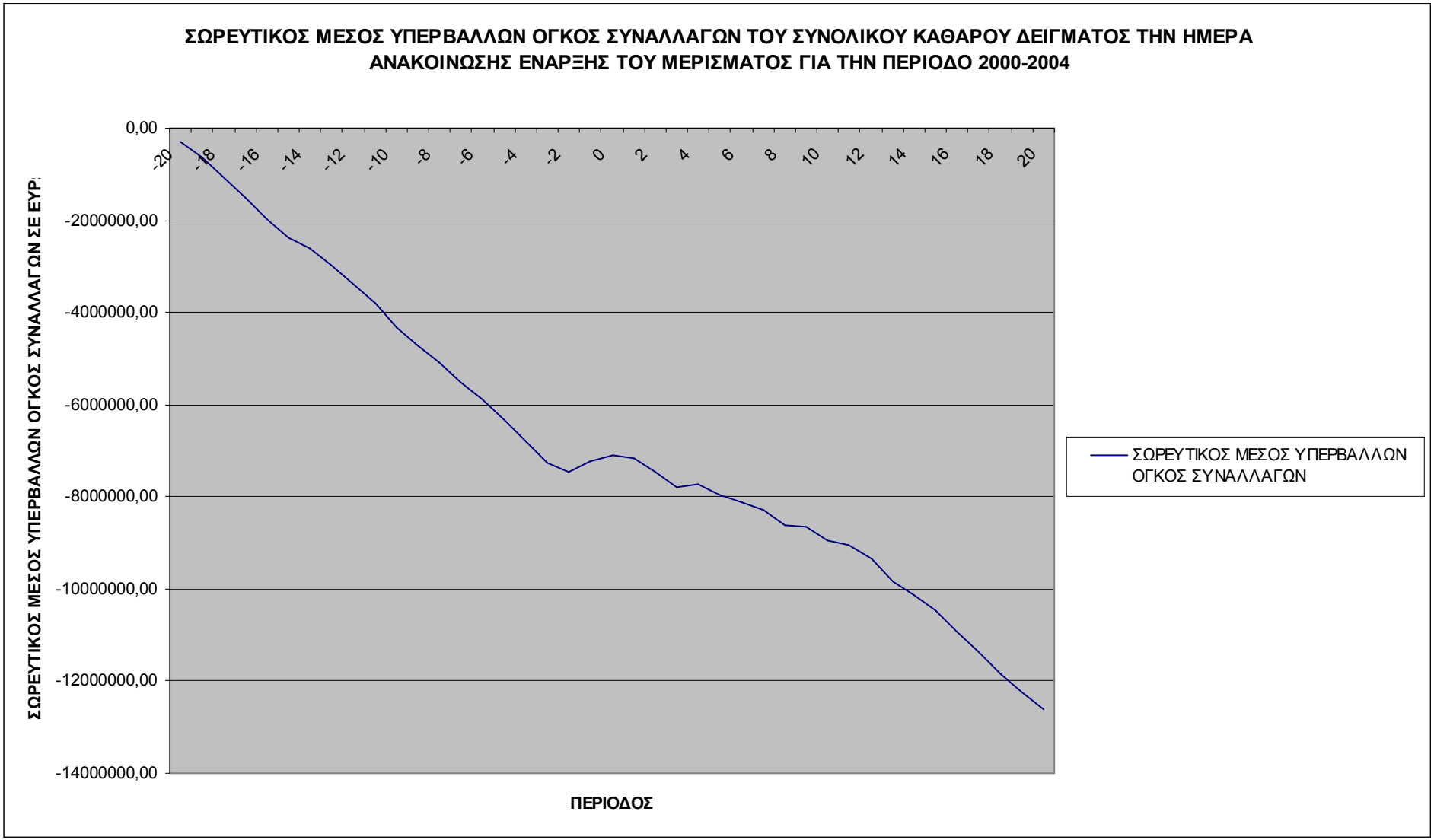
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.66.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.67.



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.68.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΕΡΙΛΗΨΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗ ΕΡΕΥΝΑ

Στο κεφάλαιο αυτό συνοψίζονται οι λόγοι για τους οποίους πραγματοποιήθηκε η παρούσα μελέτη, τα θέματα που διερευνήθηκαν, τα κυριότερα συμπεράσματα και οι προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

Κίνητρο για την εκπόνηση της παρούσας διδακτορικής διατριβής αποτέλεσε η ανάγκη συστηματικής διερεύνησης της μερισματικής πολιτικής των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α.. και η επίδραση αυτής στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων. Συγκεκριμένα, διερευνήθηκε η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος. Στη συνέχεια, διερευνήθηκε η επίδραση που έχει η ανακοίνωση διανομής μερίσματος στην τιμή της μετοχής και στον όγκο συναλλαγών. Η επίδραση των παραπάνω ημερομηνιών στην τιμή των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών διερευνήθηκε για το σύνολο των κοινών μετοχών των εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α. την περίοδο 2000-2004. Επίσης, διερευνήθηκε η ύπαρξη πιθανής συστηματικής σχέσης μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβαλλουσών αποδόσεων και μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών. Τέλος, με τη μέθοδο της διαστρωματικής παλινδρόμησης, διερευνήθηκαν οι παράγοντες που επηρεάζουν τις μεταβολές των αποδόσεων και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής και την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος.

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει σημαντικός αριθμός μελετών που ασχολούνται με τα παραπάνω ζητήματα χωρίς, ωστόσο, να καταλήξουν σε ένα και μοναδικό συμπέρασμα. Ο διαφορετικός τρόπος διανομής μερίσματος στην Ελλάδα απ' αυτόν των άλλων χωρών, κατέστησε την εξέταση των παραπάνω ζητημάτων μερισματικής πολιτικής αναγκαία και ενδιαφέρουσα. Οι ιδιορρυθμίες της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς λήφθηκαν υπόψη από την παρούσα μελέτη και τα αποτελέσματα της αποτελούν πραγματική συμβολή στη σχετική βιβλιογραφία (Ελληνική και διεθνή).

Ένα δεύτερο αποτέλεσμα της παρούσας ερευνητικής προσπάθειας ήταν η δημιουργία μιας ολοκληρωμένης βάσης χρηματιστηριακών δεδομένων για το σύνολο των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α., λόγω σχετικής έλλειψης στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, καλύπτοντας αυτήν την τόσο σημαντική ανάγκη για τους ερευνητές στα πλαίσια της Ελληνικής πραγματικότητας. Η βάση αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για περαιτέρω έρευνα διαφόρων ζητημάτων που άπτονται της Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων (Corporate Finance).

Η παρούσα μελέτη ασχολήθηκε με δύο ζητήματα που αφορούν στη μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιριών του Χ.Α. Την επίδραση της ημέρας αποκοπής του δικαιώματος λήψης του μερίσματος και την επίδραση της ανακοίνωσης της ημέρας διανομής μερίσματος στην τιμή της μετοχής και στον όγκο συναλλαγών.

Όσον αφορά την επίδραση της ημέρας αποκοπής του μερίσματος, η σχετική διεθνής βιβλιογραφία αναφέρει πως οι τιμές των μετοχών την ημέρα αυτή δεν προσαρμόζονται (πέφτουν) κατά το ποσό του μερίσματος, με αποτέλεσμα την ύπαρξη υπερβαλλουσών αποδόσεων προς εκμετάλλευση από τους επενδυτές. Για την εξήγηση του παραπάνω φαινομένου διατυπώθηκαν τέσσερις θεωρίες διαφορετικές μεταξύ τους.

Η πρώτη χρονικά θεωρία ήταν η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας των Elton και Gruber (1970), η οποία ισχυρίστηκε πως η φορολόγηση των εισοδημάτων από μερίσματα με μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή απ' ότι τα εισοδήματα από κεφαλαιακά κέρδη (υπεραξίες) είναι η κύρια αιτία της μη προσαρμογής της τιμής της μετοχής κατά το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής. Η μελέτη του Kalay (1982) αμφισβήτησε την υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας και διατύπωσε μία εναλλακτική υπόθεση που έμεινε γνωστή ως υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Η υπόθεση αυτή ισχυρίστηκε πως κάποιες ομάδες επενδυτών αντιμετωπίζουν τους ίδιους φορολογικούς συντελεστές στα εισοδήματα τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη, με αποτέλεσμα όταν διαπιστώσουν επενδυτικές ευκαιρίες την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από τη μη προσαρμογή των τιμών των μετοχών κατά το ποσό του μερίσματος να τις εκμεταλλευτούν. Ωστόσο, ο Kalay (1982) ισχυρίστηκε πως η εκμετάλλευση των υπερβαλλουσών αποδόσεων την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι επικερδής όταν το συνολικό κόστος συναλλαγών από τη δραστηριοποίηση των επενδυτών είναι εντός κάποιων ορίων.

Μία άλλη διαφορά της υπόθεσης της επίδρασης της φορολογίας από αυτή των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών ήταν η αιτία της ύπαρξης θετικής σχέσης μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης που είναι γνωστή ως υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας διέτεινε πως η δραστηριοποίηση των επενδυτών με μακροπρόθεσμο ορίζοντα επένδυσης που αντιμετωπίζουν διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές στα εισοδήματα τους από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη είναι η κυριότερη αιτία της ύπαρξης της παραπάνω θετικής σχέσης. Έτσι, οι επενδυτές που αντιμετωπίζουν υψηλό φορολογικό συντελεστή στα εισοδήματα τους, επιθυμούν εισόδημα από κεφαλαιακά κέρδη, ενώ οι επενδυτές που αντιμετωπίζουν χαμηλό φορολογικό συντελεστή στα εισοδήματα τους, επιθυμούν εισόδημα από μερίσματα. Η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών αντέτεινε πως η ύπαρξη επενδυτών με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα

επένδυσης ήταν ο κύριος λόγος της ύπαρξης της θετικής σχέσης μεταξύ μερισματικής απόδοσης και υπερβαλλουσών αποδόσεων.

Ο Dubofsky (1992) προσέφερε μια τρίτη εξήγηση για το φαινόμενο της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, τελείως διαφορετική από αυτή των υποθέσεων της επίδρασης της φορολογίας και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Η εξήγηση που έδωσε ο Dubofsky βασίστηκε στις «ανωμαλίες» που προκαλεί η μικροδομή της αγοράς. Σύμφωνα με τον Dubofsky, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι αποτέλεσμα της διακριτότητας των τιμών των μετοχών. Οι τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ για την εξεταζόμενη περίοδο είχαν ως βήμα τιμής, δηλαδή, ελάχιστη δυνατή μεταβολή (tick size), ίσο με το 1/8 του δολαρίου (0,0125 δολάρια). Αντίθετα, το ποσό του μερίσματος ήταν συνεχής μεταβλητή, δηλαδή, μεταβάλλονταν και σε μικρότερες τιμές από το 1/8 του δολαρίου. Όταν το διανεμηθέν ποσό δεν ήταν πολλαπλάσιο του 1/8 του δολαρίου, είχε ως αποτέλεσμα οι τιμές των μετοχών να μην προσαρμόζονται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος και να υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής.

Οι Frank και Jagannathan (1998) υποστήριξαν ότι η μικρότερη πτώση των τιμών των μετοχών από το ποσό του μερίσματος την ημέρα αποκοπής ήταν αποτέλεσμα της δραστηριοποίησης των ειδικών διαπραγματευτών (market makers) στην αγορά και της συνακόλουθης ύπαρξης εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης (bid-ask spread). Σύμφωνα με αυτούς τους ερευνητές, κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να αγοράσουν μία μετοχή, για διάφορους λόγους (π.χ. αδυνατούν να παραλάβουν το μέρισμα λόγω έλλειψης χρόνου), προσπαθούν να καθυστερήσουν την αγορά της μετοχής και τελικά την αγοράζουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, αντί την προηγούμενη ημέρα (την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή ζήτησης – ask price). Αντίθετα, κάποιοι επενδυτές αποφασισμένοι να πουλήσουν μία μετοχή προτιμούν να το επισπεύσουν πουλώντας τη μετοχή την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, αντί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής του μερίσματος, οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή προσφοράς – bid price). Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος η τιμή της μετοχής αυξάνεται κατά ένα (μικρό) ποσό περισσότερο από αυτό που αναμενόταν. Αυτή η αύξηση είναι συνάρτηση του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης και του ρόλου των επενδυτών.

Στην Ελλάδα, τα εισοδήματα από μερίσματα και από κεφαλαιακά κέρδη δεν φορολογούνται για την εξεταζόμενη περίοδο και το βήμα τιμής είναι πολύ μικρό σε σχέση με αυτό άλλων χωρών (π.χ. ΗΠΑ). Επιπλέον, η δραστηριοποίηση των ειδικών διαπραγματευτών είναι περιορισμένη σε μερικές μετοχές. Συνεπώς, οι υποθέσεις της επίδρασης της φορολογίας, της διακριτότητας των τιμών και του εύρους τιμών προσφοράς-ζήτησης δεν θα μπορούσαν να έχουν εμπειρική

υποστήριξη στην Ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Τα αποτελέσματα από τη μελέτη της συμπεριφοράς των τιμών των μετοχών αλλά και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν σύμφωνα με τις προβλέψεις της υπόθεσης των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Έτσι, την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η τιμή των μετοχών δεν πέφτει κατά το ποσό του μερίσματος με αποτέλεσμα να υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις. Οι υπερβάλλουσες αποδόσεις συσχετίζονται θετικά με τη μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών όπως προβλέπει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Προς επιβεβαίωση της παραπάνω υπόθεσης, εξετάστηκε και η συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματα έδειξαν πως ο υπερβάλλων όγκος συναλλαγών συσχετίζεται θετικά με τη μερισματική απόδοση και αρνητικά με το κόστος συναλλαγών όπως προβλέπει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Τέλος, τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση έδειξαν πως οι ανεξάρτητες μεταβλητές της μερισματικής απόδοσης και του κόστους συναλλαγών επηρεάζουν τις υπερβάλλουσες αποδόσεις και τον υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Επιπλέον, η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών ερευνήθηκε την ημέρα ανακοίνωσης διανομής τακτικού μερίσματος. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν πως η ανακοίνωση διανομής μερίσματος αποτελεί καλή είδηση για την αγορά που οδηγεί σε υπερβάλλουσες αποδόσεις και σε υπερβάλλοντα όγκο συναλλαγών την ημέρα της ανακοίνωσης και δύο ημέρες γύρω από αυτήν (ημέρες -1 και +1). Με άλλα λόγια η ανακοίνωση διανομής μερίσματος φαίνεται να περιέχει σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο για την παρούσα και τη μελλοντική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης που εκπέμπεται προς το επενδυτικό κοινό. Το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων γίνεται ακόμη μεγαλύτερο όταν συνοδεύεται από ταυτόχρονη ανακοίνωση άλλου εταιρικού γεγονότος (π.χ. ανακοίνωση κερδών, διάσπασης μετοχών κα.).

Στη συνέχεια εξετάστηκε η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση μεταβολής του διανεμηθέντος μερίσματος. Η μεταβολή του μερίσματος υπολογίστηκε με βάση το αφελές υπόδειγμα και τις διατάξεις του νόμου 2190/1920 για τη διάθεση κερδών των Α.Ε. Οι μεταβολές διαχωρίστηκαν με βάση το πρόσημο τους, σε θετικές, σε αρνητικές και σε ουδέτερες (καμία μεταβολή). Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά της διεθνούς βιβλιογραφίας που υποστηρίζουν την υπόθεση του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Έτσι, οι ανακοινώσεις αύξησης του μερίσματος προκαλούν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών και στον όγκο συναλλαγών, οι ανακοινώσεις μείωσης του μερίσματος προκαλούν αρνητική επίδραση και οι ανακοινώσεις μηδενικής μεταβολής του μερίσματος ουδέτερη επίδραση.

Η περαιτέρω διερεύνηση των ανακοινώσεων αύξησης του μερίσματος έδειξε πως η θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών είναι συνάρτηση του ποσοστού αύξησης του διανεμηθέντος μερίσματος. Όσο μεγαλύτερο είναι το διανεμηθέν μέρισμα, τόσο μεγαλύτερη είναι η αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών. Σε γενικές γραμμές, οι ανακοινώσεις διανομής μερίσματος και αυτές της μεταβολής του μερίσματος προκαλούν την άμεση και αποτελεσματική αντίδραση της αγοράς. Η εμφάνιση υπερβαλλουσών αποδόσεων και υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών την προηγούμενη ημέρα της ανακοίνωσης (ημέρα -1), ή την επόμενη (ημέρα +1) οφείλεται στον τρόπο και το μέσο δημοσίευσης της ανακοίνωσης.

Επιπλέον, μελετήθηκε η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, του όγκου συναλλαγών, του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου των μετοχών μετά την ανακοίνωση διανομής μερίσματος για πρώτη φορά ή μετά από παύση τριών ετών (ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος). Τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με αυτά προηγούμενων μελετών που δείχνουν πως οι ανακοινώσεις έναρξης μερίσματος αποτελούν πολύ καλή είδηση για την αγορά, η οποία με τη σειρά της αντιδρά πολύ θετικά. Έτσι, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες την ημέρα ανακοίνωσης αύξησης του μερίσματος. Παρόμοια συμπεριφορά παρουσιάζει και ο όγκος συναλλαγών. Μία άλλη διαπίστωση της μελέτης ήταν πώς τόσο ο συνολικός κίνδυνος, όσο και ο συστηματικός εμφανίζονται μειωμένοι την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν σύμφωνο με την υπόθεση της πληροφορίας του κινδύνου που προβλέπει μία μείωση του συνολικού και του συστηματικού κινδύνου την περίοδο μετά την ανακοίνωση έναρξης του μερίσματος.

Τέλος, διαπιστώθηκε πως υπάρχει θετική σχέση μεταξύ υπερβαλλουσών αποδόσεων και μερισματικής απόδοσης και μεταξύ υπερβάλλοντος όγκου συναλλαγών και μερισματικής απόδοσης, δίνοντας εμπειρική υποστήριξη στην υπόθεση του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων. Τα αποτελέσματα από τη διαστρωματική παλινδρόμηση επιβεβαίωσαν την ύπαρξη της υπόθεσης του πελατειακού φαινομένου των μερισμάτων.

Με βάση τη μελέτη των παραπάνω ζητημάτων και των αποτελεσμάτων που προέκυψαν για την Ελληνική πραγματικότητα, η μελλοντική έρευνα μπορεί να κατευθυνθεί προς την εξέταση των ακόλουθων θεμάτων:

i) Κατά πόσο το ποσοστό ιδιοκτησίας από θεσμικούς και μεμονωμένους επενδυτές επηρεάζει το ποσοστό πτώσης των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

ii) Κατά πόσο η επικείμενη επιβολή φόρου στα εισοδήματα από μερίσματα και σε αυτά από κεφαλαιακά κέρδη θα επηρεάσει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

iii) Κατά πόσο η ανακοίνωση διανομής μερίσματος επηρεάζει τη μελλοντική κερδοφορία και κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

iv) Κατά πόσο η ταυτόχρονη ανακοίνωση κερδών αντίθετου πρόσημου από αυτό της μεταβολής του μερίσματος επηρεάζει τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών και προς σε ποια κατεύθυνση.

v) Κατά πόσο ισχύει η υπόθεση της υπερεπένδυσης στην Ελληνική κεφαλαιαγορά με τη χρήση του λόγου Q του Tobin.

vi) Κατά πόσο η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση παράλειψης του μερίσματος είναι συμμετρική με αυτή της ανακοίνωσης έναρξης του μερίσματος.

vii) Κατά πόσο η αντίδραση των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής και μεταβολής του μερίσματος εξαρτάται από το ποσοστό ιδιοκτησίας των θεσμικών επενδυτών.

viii) Κατά πόσο η συμπεριφορά των τιμών των κοινών μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής τακτικού μερίσματος διαφέρει από αυτή των προνομιούχων μετοχών.

ix) Κατά πόσο η συμπεριφορά των τιμών των μετοχών και του όγκου συναλλαγών στην ανακοίνωση διανομής τακτικού μερίσματος διαφέρει απ' αυτή της ανακοίνωσης διανομής προμερίσματος.

Κλείνοντας, πρέπει να σημειωθεί ότι η παρούσα μελέτη θα μπορούσε να φανεί χρήσιμη για τους επενδυτές και τους επαγγελματίες της αγοράς, διότι μελετώντας τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών θα ήταν δυνατό η εύρεση επενδυτικών ευκαιριών και η αποκόμιση υπεραποδόσεων μέσω της συστηματικής δραστηριοποιήσης είτε γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης διανομής μερίσματος, είτε γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Επίσης, η παρούσα μελέτη θα μπορούσε να φανεί χρήσιμη για την ακαδημαϊκή κοινότητα διότι εξετάζεται εμπειρικά η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αγορά και διαπιστώνεται κατά πόσο είναι αποτελεσματική ή όχι. Τέλος, η παρούσα μελέτη θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί ως οδηγός για την εμπειρική εξέταση άλλων εταιρικών γεγονότων (π.χ. διασπάσεις μετοχών, αγορές ιδίων μετοχών, δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών, αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κα.) που ενδεχομένως επιδρούν στην αξία της επιχείρησης και στον πλούτο των μετόχων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	ΔΕΚΤΗ	ΜΗ ΑΠΟΔΕΚΤΗ
1	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ		✓
2	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΩΝ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	✓	
3	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΚΡΙΤΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ		✓
4	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΟΥ ΕΥΡΟΥΣ ΤΙΜΩΝ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ-ΖΗΤΗΣΗΣ		✓
5	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΕΛΑΤΕΙΑΚΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	✓	

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

	ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	ΔΕΚΤΗ	ΜΗ ΑΠΟΔΕΚΤΗ
1	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΟΥ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟΥ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	✓	
2	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΥΠΕΡΕΠΕΝΔΥΣΗΣ		?
3	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	✓	
4	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΗΣ ΑΝΑΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ		?
5	ΥΠΟΘΕΣΗ ΤΟΥ ΠΕΛΑΤΕΙΑΚΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	✓	

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Α. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αντωνόπουλος, Β., (2003). "*Εμπορικός Κώδικας*", Εκδόσεις Σάκκουλα, Θεσσαλονίκη, 2003.

Αρτίκης, Γ., (2003). "*Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός*", Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.

Βούλγαρη-Παπαγεωργίου Ε., (2002). "*Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων*», Σύγχρονη Εκδοτική, 5η έκδοση, Αθήνα.

Θεοδωρόπουλος, Θ., (2000). "*Χρηματιστηριακές Επενδύσεις*", Εκδόσεις Σταμούλη, 3η έκδοση, Αθήνα.

Καραθανάση. Γ., (1999). "*Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές*", Εκδόσεις Μπένου, Γ' Έκδοση, Αθήνα.

Κασιμάτης, Α., (2003). "120.000 Εγκλωβισμένοι Επενδυτές Ρευστοποίησαν το Χαρτοφυλάκιο τους", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 21/9/2003, σελ. 24.

Κασιμάτης, Α., (2004). "Οι Ξένοι Επενδυτές Καθοδηγούν ακόμη και τώρα τη Σοφοκλέους", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 14/3/2004, σελ. 14.

Κίτσιου, Χ., (2008). "Το Χρηματιστήριο Μετρά τις Συνέπειες ", *Ελευθεροτυπία*, Ένθετο Οικονομία, 31/8/2008, σελ. 7.

Κοκκόρη, Δ., (2004). "Η Σύνθεση του Γενικού Δείκτη", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 15/5/2004, σελ. 14.

Κοκκόρης, Δ., (2004). "Τα Ομόλογα της …Σοφοκλέους", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 5/6/2004, σελ. 4-5.

Κοκκόρης, Δ., (2004). "Το Μετέωρο Βήμα του Χρηματιστηρίου", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*,19/5/2004, σελ.15.

Κοκκόρης, Δ., (2005). "Οι Ξένοι Κινούν τα Νήματα της Ελληνικής Αγοράς", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 19/2/2005, σελ. 20.

Κοκκόρης, Δ., (2005). "Το Στρατηγείο του Λουξεμβούργου", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 13/8/2005, σελ. 6.

Κοκκόρης, Δ., (2005). "Αυτή θα είναι η Διεθνής Σοφοκλέους", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 3/9/2005, σελ. 6-7.

Κοκκόρης, Δ., (2008). "Φόροι-Δηλητήριο για τη Χρηματιστηριακή Αγορά", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 30/8/2008, σελ. 11.

Κουλούρη, Β., (2005). "Τι Αλλάζει στην Αγορά με τον Νέο Κανονισμό του Χ.Α.Α.", *Ο Κόσμος του Επενδύτη*, 24/9/2005, σελ. 16-17.

Κώτσης, Β., (2005). "Το Κλείσιμο των Μετοχών Αφήνει Σκιές", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 4/12/2005, σελ. 6.

Λαζαρίδης, Α., (2002). "*Οικονομετρία Ι και ΙΙ*", Εκδόσεις Ζυγός, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης, Γ και Δ. Παπαδόπουλος, (2005). "*Χρηματοοικονομική Διοίκηση Α*", Β Έκδοση, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης, Γ και Δ. Παπαδόπουλος, (2002). "*Χρηματοοικονομική Διοίκηση Β*", Α Έκδοση, Θεσσαλονίκη.

Λαζαρίδης, Γ και Δ. Παπαδόπουλος, (2005). "*Χρηματοοικονομική Διοίκηση Γ*", Α Έκδοση, Θεσσαλονίκη,

Νικολάου, Ν., (2004). "Επιβάλλεται Ενιαίος Φόρος Κινητών Αξιών", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 8/8/2004, σελ. 5.

Μαντικίδης, Τ., (2004). "Τα Νέα Βάρη των Μετοχών", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 13/5/2004, σελ. 7.

Μαντικίδης, Τ., (2005). "Αλλάζουν Όλα στο Χρηματιστήριο Αθηνών", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 25/9/2005, σελ. 2-3.

Μαντικίδης, Τ., (2005). "Πως οι Ξένοι Ελέγχουν το Ελληνικό Χρηματιστήριο", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 4/9/2005, σελ. 5.

Σακελλαρίου, Ν., (2004). "1,8 δις. Ευρώ στα Χέρια των Επενδυτών από τα Μερίσματα", *Ημερησία*, 22/5/2004, σελ. 4-5.

Στεργίου, Λ., (2002). "Χ.Α.Α: Πρώτο στα Μερίσματα, Τελευταίο σε Κέρδη", *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, 15/6/2002, σελ. 54-55.

Στεργίου, Λ., (2004). "Μεγαλύτερα Μερίσματα μέχρι 25% από τις Εισηγμένες το 2004", *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, 14/8/2004, σελ. 36-38.

Στεργίου, Λ., (2003). "Τα Μερίσματα Εκδικούνται τα Επιτόκια", *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, 15/2/2003, σελ. 55-56.

Στεργίου, Λ., (2005). "Φορολογικά Φθηνή η Επένδυση στο Χ.Α..", *Καθημερινή*, Ένθετο Οικονομική, 11/9/2005, σελ. 9.

Τζωάννου, Ι. και Ν. Φίλλιπα, (1997). "Μερισματική Πολιτική Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο των Αθηνών: Μια Εμπειρική Ανάλυση", *Σπουδαί*, Τόμος 47, σελ. 249-285.

Τσαγκαράκης, Ν., (1993). "Η Άντληση Μετοχικού Κεφαλαίου στην Ελλάδα με τη Χρήση Δικαιωμάτων Προτίμησης", Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Τσώλης, Ζ., (2008). "Φόροι Απελπισίας υπό την Απειλή Νέας Επιτήρησης ", *Το Βήμα*, Ένθετο Ανάπτυξη, 31/8/2008, σελ. 2.

Τραυλός, Ν., (2002). "Μερισματική Θεωρία και Πολιτική", άρθρο στο www.economics.gr

Χρήμα & Αγορά, (2003). "Μερισματικές Αποδόσεις των Εισηγμένων Εταιριών", Τεύχος Φεβρουαρίου, σελ. 24-31.

Χρήμα & Αγορά, (2001). "Μη Αποκοπή των Μερισμάτων", Τεύχος Απριλίου, σελ. 16-17.

Χρήμα & Αγορά, (2003). "Οι Όγκοι Συναλλαγών του Χ.Α..", Τεύχος Μαρτίου, σελ. 25-33.

Χρήμα & Αγορά, (2004). "Μετοχικές Επενδύσεις: Διαρκής Επενδυτική Επιλογή", Τεύχος Ιανουαρίου, σελ. 10-16.

Χρηματιστήριο Αθηνών, (2007). "Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών", 6η Τροποποίηση, Αθήνα.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, (2000). "Κανονιστική Απόφαση 52: Μεταβολή του Βήματος Τιμής μετά τη 1-1-01", Αθήνα.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, (2004). "Απόφαση 5/204/14-11-04: Κανόνες Συμπεριφοράς των Εισηγμένων Εταιριών του Χ.Α..", Αθήνα.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, (2004). "Απόφαση 37/8-7-04: Προσαρμογή Τιμών Κινητών Αξιών", Αθήνα.

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, (2004). "Συγκριτική Μελέτη Ορισμού και Εφαρμογής του Θεσμού της Ειδικής Διαπραγμάτευσης στα Ξένα Χρηματιστήρια", Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης, Τομέας Ανάπτυξης Εργασιών, Αθήνα.

Weston, F. και E. Brigham, (1986). "*Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*", Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.

Β.ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Aharony, J. and A. Dotan, (1994). "Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis", *Financial Review,*Vol. 29, pp. 125-151.

Aharony, J. and I. Swary, (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An empirical Analysis", *Journal of Finance,*Vol. 35, pp. 1-12.

Aharony, J. and H. Falk and I. Swary, (1988). "Information Content of Dividen Increases: The Case of Regulated Utilities", *Journal of Business, Finance and Accounting,* Vol. 15, pp. 401 -414.

Ajinkya, B. B. and P. C. Jain, (1989). "The Behavior of Daily Stock Market Trading Volume", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp. 331-358.

Alangar, S. and C. T. Bathala, (1999). "The Effect of Institutional Interest on the Information Content of Dividend-Change Announcements", *Journal of Financial Research,* Vol. 22, pp. 429-448.

Allen, F., A. Bernardo and I. Welch, (2000). "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles", *Journal of Finance,* Vol. 55 , pp. 2499-2536.

Ambarish, R., K. John and J. Williams, (1987). "Efficient Signaling with Dividends and Investments", *Journal of Finance,* Vol. 42, pp. 321-343.

Anderson, H., S. Cahan and L. Rose, (2003). "Odd-lot Costs and Taxation Arguments for the Ex-date Price Effects of Stock Dividends", *Working Paper.*

Anderson, H., L. Rose and S. Cahan, (2001). "Stock Dividend Announcement Effects in an Imputation Tax Environment", *Journal of Business, Finance and Accounting,,* Vol. 25, pp. 653-669.

Ang, J., (1975). "Dividend Policy: Information Content of Partial Adjustment", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 57, pp. 67-70.

Ang, J, D. Blackwell and W. Megginson, (1991). "The effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-class British Investment Trusts", *Journal of Finance,* Vol. 46, pp. 383-399.

Asimakpoulos, I. and L. Hodgkinson, (2001). "Ex-day price Behaviour, Market Microstructure and Settlement Costs", *British Accounting Review,* Vol. 33, pp. 491-505.

Asquith, P. and D. Mullins, (1986). "Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", *Financial Management,* Vol. 15 (3), pp. 27-44.

Asquith, P. and D. Mullins, (1983). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business,* Vol. 56, pp. 77-96.

Athanassakos, G., (1996). "Tax Induced Trading Volume around Ex-dividend Days under Different Tax Regimes: The Canadian experience 1970-1984", *Journal of Business Finance And Accounting,* Vol. 23, pp. 557-584.

Athanassakos, G. and D. Fowler, (1993). "New Evidence on the Behavior of Canadian Stock Prices in the Days Surrounding the Ex-Dividend Day", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 31, pp. 26-50.

Athanassakos, G. and B. Smith, (1996). "Odd-lot Costs and the Ex-date Price Effects of Stock Dividends: Evidence from Toronto Stock Exchange", *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 23, pp. 989-1003.

Atiase, R., (1985). "Predisclosure Information, Firm Capitalization and Security Price Behavior around Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research,* Vol. 23, pp. 21-36.

Auerbach, A., (1983). "Stockholder Tax Rates and Firm Attributes", *Journal of Public Economics,* Vol. 21, pp. 107-127.

Avraamides, A and C. Mar Molinero, (2000). "Ex-dividend Day Price Behavior: A Review of the Issues", *Spoudai,* Vol. 50, pp. 3-39.

Aydoga, K. and G. Muradoglou, (1998). "Do Markets Learn from Experience? Price Reaction to Stock Dividends in the Turkish Market", *Applied Financial Economics*, Vol. 8, pp. 41-49.

Bae, G., (1996). "Post-announcement Drifts with Dividend Changes", *Journal of FinancialResearch*, Vol. 19, pp. 541-559.

Bajaj, M. and A. Vijh, (1990). "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes",*Journal of Financial Economics,* Vol. 26, pp. 193-219.

Bajaj, M. and A. Vijh, (1995). "Trading Behavior and the Unbiasedness of the Market Reaction to Dividend Announcements", *Journal of Finance,* Vol. 50, pp. 255-279.

Baker, H. K., G. E. Farelly and R. B. Edelman, (1985). "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management,* Vol. 14, pp. 78-88

Baker, H. K. and A. L. Phillips, (1993). "Why companies issue stock dividends", *Financial Practice and Education,* Vol. Fall, pp. 29-37

Baker, H. K., A. L. Philips and G. E. Powell, (1995). "The Stock Distribution Puzzle: A Synthesis of the Literature on Stock Splits and Stock Dividends", *Financial Practice and Education,* Spring/Summer 1995, pp. 24-37.

Balachandran, B., R. Faff and T. A. Nguyen, (2008), "The Ex-date of Special Dividend Announcements: A Note", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17, pp. 635-643.

Bali, R. and G.L. Hite, (1998). "Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clienteles?" *Journal of Financial Economics,* Vol. 47, pp. 127-159.

Ball, R. and P. Brown, (1968). "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research,* Vol. 6, pp. 159-178.

Banker, R., S. Das and S. Datar, (1993). "Complementarity of Prior Accounting Information: The Case of Stock Dividend Announcements", *Accounting Review*, Vol. 66, pp. 28-47.

Barber, B. M. and J. D. Lyon, (1996). "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 359-399.

Barclay, M., (1987). "Dividends, Taxes and Common Stock Prices: The Ex-dividend Day Behavior of Common Stock Prices before the Income Tax", *Journal of Financial Economics,* Vol. 19, pp. 31-44.

Barker, A., (1959). "Price Changes of Stock Dividend Shares at Ex-dividend Dates", *Journal of Finance,* Vol. 14, pp. 373-378.

Barone–Adesi, G. and R. Whaley, (1986). "The Valuation of American Call Options and the Expected Ex-dividend Stock Price Decline", *Journal of Financial Economics,* Vol. 17, pp. 91-111.

Bar-Yosef, S. and L. Huffman, (1986). "The Information Content of Dividends: A signalling Approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 21, pp. 47-58.

Bartholdy, J. and K. Brown, (1999). "Ex-Dividend Day Pricing in New Zealand", *Accounting and Finance,* Vol. 39, pp. 111-129.

Bartholdy, J. and K. Brown, (2001). "Testing for Multiple Types of Marginal Investor in Ex- Day Pricing", *Working Paper,*

Bartholdy, J. and P. Peare, (2004). "Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange: Evidence from the Copenhagen Stock Exchange", *Presentation at the 2004 MFS Conference,* July 2004, Istanbul, Turkey.

Batchelor, R. and I. Orakcioglou, (2003). "Event-related GARCH: The Impact of Stock Dividends in Turkey", *Applied Financial Economics*, Vol. 13, pp. 295-307.

Bauer, L., S. Beverdge and R. Sivakumar, (2002). "The Influence of Taxes and Tick Size on Ex-dividend Day Prices", *Working Paper*.

Beasley, D., E. Kuh and R. Welsch, (1980). "*Regression Diagnostics, Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*", Wiley.

Beaver, W., (1968). "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Empirical Research in Accounting: Selected Studies,* Vol.6, pp. 67-92, Supplement to the Journal of Accounting Research.

Beer, F. M., (1993). "Dividend Signalling Equilibria: Quantitative Evidence from the Brussels Stock Exchange", *Financial Review*, Vol. 28, pp. 139-157.

Bell, L. and T. Jenkinson, (2002). "New Evidence on the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor", *Journal of Finance,* Vol. 57, pp. 1321-1346.

Belsley, D., E. Kuh and R. Welsh, (1980). "*Regression Dignostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*", Wiley, New York

Benartzi, S., R. Michaely and R. Thaler, (1997). "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *Journal of Finance,* Vol. 52, pp. 1007-1034.

Bernheim, B. D. and A. Wantz, (1995). "A Tax-based Test of Dividend Signalling Hypothesis", *American Economic Review*, Vol. 85, pp. 532-551.

Berle, A. A. and G. C. Means, (1932). "*The Modern Corporation and Private Property*", Macmillan, New York.

Berry, M. and G. Gallinger, (1989). "A Re-examination of Residuals around the Ex-dividend Date", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, pp. 80-88.

Bhardwaj, R. and L. Brooks, (1999). "Further Evidence on Dividend Yields and the Ex-dividend Day Stock Price Effect", *Journal of Financial Research,* Vol. 22. pp. 105-113.

Bhattacharya, S., (1980). "Nondissipative Signalling Structures and Dividend Policy", *Quarterly Journal of Economics,* Vol. 95, pp. 1-24.

Bhattacharya, S., (1979) "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Bird in the Hand' Fallacy", *Bell Journal of Economics,* Vol. 10, pp. 259-270.

Black, F., (1976). "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management,* Vol. 2, pp. 634-639.

Black, F. and M. Scholes, (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, Vol. 81, pp. 637-659.

Black, F. and M. Scholes, (1974). "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics,* Vol. 1, pp. 1-22.

Blume, M., (1980). "Stock Returns and Dividend Yields: Some more Evidence", *Review of Economics and Statistics,* Vol. 62, pp. 567-577.

Booth, L. D. and D. J. Johnston, (1984). "The Ex-dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effect", *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 457-476.

Bowers, H. and D. Fehrs, (1995). "Dividend Buying: Linking Dividend Announcements and Ex-dividend Day Effects", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 10, pp. 421-435.

Boyd, J. and R. Jagannathan, (1994). "Ex-dividend Price Behavior of Common Stocks", *Review of Financial Studies,* Vol. 7, pp. 711-741.

Brennan, M. J., (1971). "A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model", *Journal of Finance,* Vol. 26, pp. 1115-1121.

Brennan, M. J. and A. V. Thakor, (1990). "Shareholder Preferences and Dividend Policy", *Journal of Finance*, Vol. 45, pp, 903-1018.

Brickley, J., (1983). "Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend", *Journal of Financial Economics,* Vol. 12, pp. 187-209.

Brittain, J., (1964). "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", *American Economic Review*, Vol. 15, pp. 272-287.

Brook, Y., W. T. Charlton and R. J. Hendershott, (1998). "Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases?", *Financial Management,* Vol. 27, pp. 46-57.

Brown, K. and A. Clarke, (1993). "The Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices before and after Dividend Imputation", *Australian Journal of Management,* Vol. 18, pp. 1-40.

Brown, P. and T. Walter, (1986). "Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices", *Australian Journal of Management,* Vol. 11, pp. 139-152.

Brown, S. and J. Warner, (1985). "Using Daily Stock Return: The Case of Event Studies, *Journal of Financial Economics,* Vol. 14, pp. 3-32.

Brown, S. and J. Warner, (1980). "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics,* Vol. 8, pp. 205-258.

Callaghan, S. R. and C. Barry, (2003). "Tax-induced Trading of Equity Securities: Evidence from the ADR Market", *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1583-1611.

Campbell, J. and W. Beranek, (1955). "Stock Price Behaviour on Ex-Dividend Dates", *Journal of Finance,* Vol. 10, pp. 425-429.

Canina, L., (1999). "The Market's Perception of the Information Conveyed by Dividend Announcements", *Journal of Multinational Financial Management,* Vol. 9, pp. 1-13.

Caton, G., J. Goh and N. Kohers, (2003). "Dividend Omissions and Intra-industry Information Transfers", *Journal of Financial Research,* Vol. 26, pp. 51-64.

Charest, G., (1978). "Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency – II", *Journal of Financial Economics,* Vol. 6, pp. 297-330.

Chen, G., M. Firth and N. Gao, (2002). "The Information Content of Concurrently Announced Earnings, Cash Dividends and Stock Dividends: An Investigation of the Chinese Stock Market", *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 13, pp. 101-124.

Chhachhi, I., and W. Davidson, (1997). "A Comparison of the Market Reaction to Specially Designated Dividends and Tender Offer Stock Repurchases", *Financial Management,* Vol. 26, pp. 89-96.

Chottiner, S. and A. Young, (1971). "A Test of the AICPA Differentiation Between Stock Dividends and Stock Splits", *Journal of Accounting Research,* Vol. 9, pp. 367-374.

Christie, W. G., (1994). "Are Dividends Omissions Truly the Cruelest Cut of All?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 29, pp. 459-480.

Cipollini, A., N. Instefjord and V. Phetcharakupt, (2007). "Stock Prices and Trader Behavior around Ex-Dividend Day: Evidence from Thailand", *Working paper*.

Clarke, A., (1992). "The Ex-dividend Day Behavior of Australian Share Prices Pre and Post Imputation", *Managerial Finance*, Vol. 18 (1), pp. 34-48.

Cloyd, C. B, O. Zhen Li and C. D. Weaver, (2004). "Ticks and Tax: The Joint Effects of Price Discreteness and Taxation on Ex-dividend Day Returns", *Working paper*.

Collins, D., S. Kothari and J. Rayburn, (1987). "Firm Size and the Information Content of Prices with Respect to Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 111-138.

Conrad, J. S. and R. Conroy, (1994). "Market Microstructure and the Ex-date Return", *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1507-1519.

Conroy, R., K. Eades and R. Harris, (2000). "A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan", *Journal of Finance,* Vol. 55, pp. 1199-1227.

Crossland, M., M. Dempsey and P. Mozier, (1991). "The Effect of Cum and Ex-dividend Changes on UK Share Prices", *Accounting and Business Research,* Vol. 22, pp. 47-50.

Crutchley, C., C. Hudson, M. Jensen and B. Marshal, (2003). "Special Dividends: What do They Tell Investors about Future Performance?", *Financial Services Review*, Vol.12, pp.129-141.

Damodaran, A., (2002). "*Investment Valuation*", Second edition, Wiley.

Daunfeltd, S., (2002). "Tax Policy Changes and Ex-dividend Behaviour: The Case of Sweden", *Working paper*.

Davidson, I. R., (1991). "Ex-effects: Taxes, Transactions Costs and the Short-term, Trading Hypothesis", *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 18, pp. 345-357.

Davidson, I. R., (1989) "Ex-effects: Ex-dividend – Ex-rights Corroboration and the Implications for Valuation", *Accounting and Business Research,* Vol. 19, pp. 135-141.

Davidson, I. R. and C. Mallin, (1989). "Ex-effects: An Empirical Reassessment of the Clientele Effect Using UK Data", *Accounting and Business Research*, Vol. 19, pp. 227-236.

DeAngelo, H. L., L. DeAngelo and D. Skinner, (1996). "Reversal of Fortune: Dividend Signalling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth", *Journal of Financial Economics,* Vol. 40, pp. 341-371.

DeAngelo, H. L., L. DeAngelo and D. Skinner, (2000). "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signalling", *Journal of Financial Economics,* Vol. 57, pp. 309-354.

Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin, (1994). "The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signalling, Overinvestment, and Dividend Clienteles", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 29, pp. 567-587.

Deshmuch, S., (1995). "Dividend initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model", *Financial Review*, Vol. 38, pp. 351-368,

Dhaliwal, D., M. Erickson, M. Frank and M. Banyi, (2003). "Are Shareholder Dividend Taxes on Corporate Retained Earnings Impounded in Equity Prices? Additional Evidence and Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, pp. 179-200.

Dhaliwal, D., M. Erickson and R. Trezevant, "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies", *National Tax Journal,* Vol. 52 1999, pp. 234-267.

Dhaliwal, D., O. Zhen Li and R. Trezevant, (2003). "Is a Dividend Tax Penalty Incorporated into the Return on a Firm's Common Stock?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, pp. 155-178.

Dhaliwal, D. and O. Zhen Li, (2006). "Investor Tax Heterogeneity and Ex-Dividend Day Trading Volume?", *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 463-490.

Dielman, T. and H. Oppenheimer, (1984). "An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 19, pp. 197-216.

Dimson, E., (1979). "Risk Measurement When Shares Are Subject to Infrequent Trading", *Journal of Financial Economics,* Vol. 7, pp. 197-226.

Divecha, A. and D. Morse, (1983). "Market Responses to Dividend Increases and Changes in Payout Ratios", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 18, pp. 163-173.

Dodd, P. and J. B. Warner, (1983). "On Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 401-438.

Docking, D. S. and P. Koch, (2005). "Sensitivity of Investor Reaction to Market Direction and Volatility: Dividend Change Announcements", *Journal of Financial Research,* Vol. 28, pp. 21-40.

Dravid, A. R., (1987). "A Note on the Behavior of Stock Returns around Ex-dates of Stock Distributions", *Journal of Finance*, Vol. 42, pp. 163-168.

Dubofsky, D., (1992). "A Market Microstructure Explanation of Ex-day Abnormal Returns", *Financial Management,* Vol. 21, pp. 32-43.

Dubofsky, D. and S. Kannan, (1993). "Hedged Dividend Capture and Ex-day Returns: An Empirical Update", *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 20 (5), pp. 725-735.

Durand, D. and A. May, (1960). "The Ex-dividend Day Behaviour of American Telephone and Telegraph Stock", *Journal of Finance,* Vol. 15, pp. 19-31.

Dyl, A. E. and R. A. Weigand, (1998). "The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence", *Financial Management,* Vol. 27, pp. 27-35.

Eades, K., (1982). "Empirical Evidence on Dividends as a Signal of Firm Value", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 17, pp. 471-502.

Eades, K., P. Hess and H. Kim, (1984). "On Interpreting Security Returns during the Ex-dividend Period", *Journal of Financial Economics,* Vol. 13, pp. 3-35.

Eades, K., P. Hess and H. Kim, (1985). "Market Rationality and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics,* Vol. 14, pp. 581-604.

Eades, K., P. Hess and H. Kim, (1994). "Time-series Variation in Dividend Pricing", *Journal of Finance,* Vol. 49, pp. 1617-1638.

Easton, S., (1991). "Earnings and Dividends: Is There an Interaction Effect?", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 18, pp. 255-266.

Eberhart, A. and A. Damodaran, (1997). "Relative Valuation, Differential Information and Cross-Sectional Differences in Stock Return Volatility", *Working Paper*, Georgetown University.

Eddy, A. and B. Seifert, (1992). "Stock Price Reactions to Dividend and Earnings Announcements: Contemporaneous Versus No contemporaneous Announcements", *Journal of Financial Research*, Vol. 15, pp. 207-217.

Edwards, E. and P. Bell, (1961). "*The Theory and Measurement of Business Income*", University of California Press, Berkeley and Los Angeles, Ca.lifornia.

Eisemann, P. C. and E. A. Moses, "Stock Dividends: Management's View", *Financial Analyst Journal,* Vol. 34, pp. 77-80.

Elgers, P. T. and D. Murray, (1985). "Financial Characteristics Related to Managements' Stock Split and Stock Dividend Decision", *Journal of Business, Finance and Accounting,* Vol. 12, pp. 543-551.

Elton, E. and M Gruber, (1970). "Marginal Shareholder Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics,* Vol. 52, pp. 68-74.

Elton, E., M. Gruber and C. Blake, (2002) "Marginal Stockholder Tax Effects and Ex-dividend Day Behavior-Thity two Years Later", *Working paper*.

Elton, E., M. Gruber and J. Rentzler, (1984). "The Ex-dividend Day Behaviour of Stock Prices: Re-examination of the Clientele Effect: A Comment", *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 551-556.

Espitia, M. and F. J. Ruiz, (1997). "Ex-dividend Day Stock Price Falls on the Spanish Stock Exchange", *Applied Financial Economics,* Vol. 7, pp. 481-492.

Fama, E., (1974). "The Empirical Relationships between the Dividend and Investment Decisions of Firms", *American Economic Review,* Vol. 64, pp. 304-318.

Fama, E. and H. Babiak, (1968). "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association,* Vol. 63, pp. 1132-1161.

Fama, E., L. Fisher,. M. Jensen and R. Roll, (1969). "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, Vol. 10, pp. 1-21.

Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. and R. Roll, (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance,* Vol. 25, pp. 301-317.

Fama, E. and K. French, (1993). "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-56.

Fedenia, M. and M. Grammatikos, (1993). "Risk Premia and the Ex-dividend Stock Price Behavior: Empirical Evidence", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 17, pp. 575-589.

Fehrs, D., G. Benesh and D. Peterson, (1988). "Evidence of a Relation between Stock Price Reactions around Cash Dividend Changes and Yields", *Journal of Financial Research,* Vol. 11, pp. 111-123.

Feldestein, M.. and J. Green, (1983). "Why Do Companies Pay Dividends?", *American Economic Review,* Vol. 73 1983, pp. 17-30.

Felixson, K. and E. Liljeblom, (2004). "Evidence on Ex-dividend trading by Investor Tax Category", *Presentation at the EFMA 2004 Conference*, Basel, Switzerland.

Fields, L. P. and M. S. Wilkins, (1996). "An Empirical Investigation of Stock Dividends-in-kind", *Journal of Financial Research*, Vol. 19, pp. 105-119.

Finnerty, J., (1976). "Insiders and market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 221-254.

Finnerty, J., (1981). "The Behavior of Electric Utility Common Prices near the Ex-dividend Date", *Financial Management,* Vol. 10, pp. 59-69.

Firth, M., (1996). "Dividend Changes, Abnormal Returns and Intra-industry Firm Valuations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 189-211.

Florentsen, B. and K. Rydqvist, (2002). "Ex-day Behavior when Investors and Professional Traders Assume Reverse Roles: The Case of Danish Lottery Bonds", *Journal of Financial Intermediation,* Vol. 11, pp. 152-175.

Fosberg, R. H., (2007). "The Short-Term Reaction to the Dividend Tax Reduction", *Journal of Business and Economic Research*, Vol. 5, pp. 93-106

Foster, G., (1977). "Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive-Ability Results", *Accounting Review*, Vol. 52, pp. 1-20.

Foster, T. W. and D. Vickrey, (1978). "The Information Content of Stock Dividend Announcements", *The Accounting Review,* Vol. 53, pp. 360-370.

Fowler, D. J. and C. H. Rorke, (1983). "Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading: Comment", *Journal of Financial Economics,* Vol. 12, pp. 279-283.

Frank, M. and R. Jagannathan, (1998). "Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country without Taxes", *Journal of Financial Economics,* Vol. 47, pp. 161-188.

Frankfurter, G., (1999). "What is the Puzzle in the Dividend Puzzle?", *Journal of Investing,* Vol. 8, pp. 76-85.

Frankfurter, G. and B. Wood, (2003). "*Dividend Policy: Theory and Practice*", Elsevier Science, San Diego, California.

French, D. and N. Delcoure, (2002). "Decimalization and the Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices", *Working paper*.

French, D., F. Varson and N. Moon, (2005). "Capital Structure and the Ex-dividend Day Return", *Financial Review*, Vol. 40, pp. 361-379.

Fuller, K., (2003). "The Impact of Informed Trading on Dividend Signalling: A Theoretical and Empirical Examination", *Journal of Corporate Finance,* Vol. 3, pp. 385-407.

Gagnon, J. M. and J. M. Suret, (1991). "Ex-dividend Day Price Changes and Implied Tax Rates: An Evaluation", *Journal of Financial Research,* Vol. 14, pp. 255-262.

Gardeazabal, J. and M. Regulez, (2002). "The Weekend-dividend Effect in the Spanish Market", *Working paper*, University of Basque Country, Spain.

Garrett, I., C. Ioannidis and M. Monoyios, (2000). "Asymmetric Behaviour of Dividend Responses: Some International Evidence", *Paper presented to the EFMA Conference,* 28-June / 1-July 2000, Athens, Greece.

Ghosh, C. and J. R. Woolridge, (1988). "An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cuts and Omissions", *Journal of Financial Research,* Vol. 11, pp. 281-294.

Gombola, M. and F. Lim, (1995). "Considering Dividend Stability in the Relation between Dividend Yields and Stock Returns", *Journal of Financial Research,* Vol. 16, pp. 139-150.

Gonedes, N., (1978). "Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items", *Journal of Accounting Research,* Vol. 16, pp. 26-79.

Gordon, M. R., (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics,* Vol. 41, pp. 99-105.

Gordon, M. R., (1963). "Optimal Investment and Financial Policy", *Journal of Finance,* Vol. 18, pp. 264-272.

Gordon, M. R. and D. Bradford, (1980). "Taxation and the Stock Market Valuation of Dividends and Capital Gains: Theory and Empirical Results", *Journal of Public Economics,* Vol. 14, pp. 109-136.

Graham, J., R. Michaely and M. Roberts, (2003). "Do Price Discreteness and Transaction Costs Affect Stock Returns? Comparing Ex-dividend Pricing before and after Decimalization", *Journal of Finance,* Vol. 58, pp. 2611-2635.

Grammatikos, T., (1989). "Dividend Stripping, Risk Exposure, and the Effect of the 1984 Tax Reform Act on the Ex-dividend Day Behavior", *Journal of Business,* Vol. 62, pp. 157-173.

Green, R., and K. Rydqvist, (1999). "Ex-day Behavior with Dividend Preference and Limitations to Short-term Arbitrage: The Case of Swedish Lottery Bonds", *Journal of Financial Economics,* Vol. 53, pp. 145-187.

Green, R., (1980). "Taxation and the Ex-dividend Day Behavior of Common Stock Prices", *Working paper*, NBER

Griffin, P., (1976). "Competitive Information in the Stock Market: An Empirical Study of Earnings, Dividends and Analysts Forecasts", *Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 631-650.

Grinblatt, M., R. Masulis and S. Titman, (1984). "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends", *Journal of Financial Economics,* Vol. 13, pp. 461-490

Grundy, B., (1985). "Trading Volume and Stock Returns around Ex-dividend Dates", Unpublished *mimeo*, University of Chicago.

Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan, (2002). "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business,* Vol. 75, pp. 387-424.

Guay, W. and J. Harford, (2000). "The Cash-flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases", *Journal of Financial Economics,* Vol. 57, pp. 385-415.

Gujarati, D., (1995). "*Basic Econometrics*", 3rd Edition, McGraw-Hill International Edition.

Gunasekarage, A. and D. Power, (2002). "The Post-announcement Performance of Dividend-changing Companies: The Dividend-signalling Hypothesis Revisited", *Accounting and Finance,* Vol. 42, pp. 131-150.

Gurgul, H., R. Mestel and C. Schleicher, (2003), "Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Market", *Finacial Markets and Portfolio Management*, Vol. 17, pp. 332-350.

Hakannson, N., (1982). "To pay or not pay dividend", *Journal of Finance,* Vol. 37, pp. 415-428.

Hakanson, N., J. Kunkel and J. Ohlson, (1982). "Sufficient and Necessary Conditions for Information to Have Social Value in Pure Exchange", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 1169-1181.

Han, K. C., (1994). "The Effect of the 1986 Tax Reform Act on Ex-dividend Day Return Behaviour", *Journal of Financial Research,* Vol. 17, pp. 175-186.

Handjinikolaou, G. and A. Kalay, (1984). "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics,* Vol. 13, pp. 35-63.

Harada, K. and P. Nguyen, (2005). "Dividend Change Context and Signalling Efficiency in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 504-522.

Hayashi. F. and R. Jagannanthan, (1990). "Ex-day Behaviour of Japanese Stock Prices: New Insights from New Methodology", *Journal of the Japanese and International Economies,* Vol. 4, pp. 401-427.

Healy, P. and K. Palepu, (1988). "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions", *Journal of Financial Economics,* Vol. 21, pp. 149-175.

Hearth, D. and J. N. Rimbley, (1993). "The Dividend–Clientele Controversy and the Tax Reform Act of 1986", *Quarterly Journal of Business and Economics,* Vol. 32, pp. 68-81.

Heath, D. and R. Jarrow, (1988). "Ex-Divided Stock Price Behaviour and Arbitrage Opportunities", *Journal of Business,* Vol. 61, pp. 95-108.

Hess, P. J., (1982). "The Ex-dividend Day Behaviour of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects", *Journal of Finance,* Vol. 37, pp. 445-456.

Hietala, P. T., (1990). "Equity Markets and Personal Taxation: The Ex-dividend Behaviour of Finnish Stock Prices", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 14, pp. 327-350.

Hietala, P. and M. Keloharju, (1995), "The Ex-dividend Day Behavior of Finnish Restricted and Unrestricted Shares", *Applied Economic Letters,* Vol. 2, pp. 467-468.

Howe, S. J., C. S. Teo and H. Z. Izan, (1992). "The Interaction Effect of Earnings and Dividend Announcements on Share Price: Australian Evidence, *Managerial Finance*, Vol. 18, pp. 22-33.

Howe, S. J. and Y. Shen, (1998). "Information Associated with Dividend Initiations: Firm-specific or Industry-wide?", *Financial Management,* Vol. 27, pp. 17-26.

Impson, M., (1997). "Market Reaction to Dividend-Decrease Announcements: Public Utilities vs Regulated Industrial Firms", *Journal of Financial Research*, Vol. 20, pp. 407-422.

Jaffe, J., (1974). "Special Information and Inside Training", *Journal of Business*, Vol. 47, pp. 124-148.

Jaffe, J., (1974). "The Effect of Regulation Changes on Insider Trading", *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, pp. 93-121.

Jakob, K. and T. Ma, (2004). "Order imbalance on Ex-dividend Days", *Journal of Financial Research,* Vol. 26, pp. 65-75.

Jakob, K. and T. Ma, (2006). "Are Ex-day Dividend Clientele Effects Bad? Dividend Yield versus Dividend Size", *Working paper*.

Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

Jensen, R. G. and M. J. Johnson, (1995). "The Dynamics of Corporate Dividend Reductions", *Financial Management,* Vol. 24, pp. 31-51.

Jensen, M. C. and W. H. Meckling, (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics,* Vol. 3, pp. 305-360.

John, K. and J. Williams, (1985). "Dividends, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium", *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1053-1070.

Juv, A., V. T. Alangar, G. Partinghton, and M. Stevenson, (2008), "Price and Volume Behaviour around the Ex-dividend Day: Evidence on the Value of Dividends from American Depositary Receipts and their Underlying Australian Stocks", *International Review of Finance*, Vol. 8, pp. 21-55.

Kadapakkam, P. R., (2000). "Reduction of Constraints on Arbitrage Trading and Market Efficiency: An Examination of Ex-day Returns in Hong Kong after the Introduction of Electronic Settlement", *Journal of Finance,* Vol. 55, pp. 2841-2861.

Kalay, A., (1980). "Signaling, Information Content and the Reluctance to Cut Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 15, pp. 855-867.

Kalay, A., (1982). "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect", *Journal of Finance,* Vol. 37, pp. 1059-1070.

Kalay, A., (1984). "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect: A Reply", *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 557-561.

Kalay, A., (2000). "Dividends and Taxes: A Re-examination", *Financial Management,* Vol. 29, pp. 55-75.

Kalay, A. and U. Loewenstein, (1985). "Predictable Events and Excess Returns: The Case of Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics,* Vol. 14, pp. 423-449.

Kalay, A. and U. Loewenstein, (1986). "The Informational Content of the Timing of Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics,* Vol. 16, pp. 373-388.

Kalay, A. and M. Subrahmanyam, (1984). "The Ex-dividend Day Behavior of Option Prices", *Journal of Business,* Vol. 57, pp. 113-128.

Kane, A., Y. Lee, and A. Marcus, (1984). "Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?", *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 1091-1099.

Kaplanis, C. P., (1986). "Options, Taxes, and Ex-dividend Day Behavior", *Journal of Finance,* Vol. 41, pp. 411-424.

Karpoff, J. and R. Walking, (1988). "Short Term Trading around Ex-dividend Days: Additional Evidence", *Journal of Financial Economics,* Vol. 21, pp. 291-298.

Karpoff, J. and R. Walking, (1990). "Dividend Capture in NASDAQ Stocks", *Journal of Financial Economics,* Vol. 28, pp. 39-65.

Kato, K. and U. Loewenstein, (1995). "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan", *Review of Financial Studies,* Vol. 8, pp. 8I7-847.

Koch, D. P. and C. Shenoy, (1999). "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies", *Financial Management,* Vol. 28, pp. 16-35.

Koch, A. S. and A. X. Sun, (2004). "Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes", *Journal Of Finance,* Vol. 59, pp. 2093-2116.

Kohers, N., (1999). "The Industry-wide Implications of Dividend Omission and Initiation Announcements and the Determinants of Information Transfer", *Financial Review*, Vol. 34, pp. 137-158.

Koje, J. and J. Williams, (1985). "Dividend, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium", *Journal of Finance,* Vol. 40, pp. 1053-1070.

Kojo, M., (1993). "Ex-dividend Equity Pricing under UK Tax Regimes", *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 20, pp. 61-81.

Koski, J., (1996). "A Microstructure Analysis of Ex-dividend Stock Price Behaviour before and after the 1984 and 1986 Tax Reform Acts", *Journal of Business,* Vol. 69, pp. 313-338.

Koski, J. and J. Scruggs, (1998). "Who Trades around the Ex-dividend Day? Evidence from NYSE Audit File Data", *Financial Management,* Vol. 27, pp. 58-72.

Kwan, C., (1981). "Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 16, pp. 193-205.

Lakonishok, J. and B. Lev, (1987). "Stock Dividends: Why, Who and When", *Journal of Finance,* Vol. 42, pp. 913-932.

Lakonishok, J. and T. Vermaelen, (1983). "Tax Reform and Ex-dividend Behavior", *Journal of Finance,* Vol. 38, pp. 1157-1179.

Lakonishok, J. and T. Vermaelen, (1986). "Tax Induced Trading around Ex-dividend Days", *Journal of Financial Economics,* Vol. 16, pp. 287-320.

Lamdin, D. J. and C. Hiemstra, (1993). "Ex-dividend Day Share Price Behavior: Effects of the Tax Reform Act of 1986", *The Review of Economics and Statistics,* Vol. 75. pp. 778-783.

Lang, H. and R. Litzenberger, (1989). "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 181-191.

Lasfer, M. A., (1995). "Ex-day Behavior: Tax or short-term Trading Effects", *Journal of Finance,* Vol. 50, pp. 875-897.

Lasfer, M. and M. Zenonos, (2003). "The Tax Impact on the Ex-dividend Dates: Evidence from European Firms", *Presentation at the EFMA 2003 Conference.*

Laub, M., (1976). "On the Informational Content of Dividends", *Journal of Business,* Vol. 49, pp. 73-80.

Laux, P., L. Starks and P. Yoon, (1998). "The Relative Importance of Competition and Contagion in Intra-industry Information Transfers: An Investigation of Dividend Announcements", *Financial Management*, Vol. 27, pp. 5-16.

Lee, Bong-Soo, (1995). "The Response of Stock Prices to Permanent and Temporary Shocks to Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 30, pp. 1-22.

Lee, Bong-Soo and N. A. Yan, (2003). "The Market's Differential Reactions to Forward-looking and Backward-looking Dividend Changes", *Journal of Financial Research*, Vol. 26, pp. 449-468.

Leftwich, R. and M. Zmijewski, (1994). "Contemporaneous Announcements of Dividends and Earnings", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 9, pp. 725-762.

Lewellen, W. G., K. L. Stanley, R. C. Lease and G. Schlarbaum, (1978). "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance,* Vol. 33, pp.1385-1399 .

Lie, E., (2005). "Operating Performance Following Dividend Decraeses and Omissions", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp.27-53.

Liljeblom, E, A. Loflund and K. Hedvall, (2001). "Foreign and Domestic Investors and Tax Induced Ex-dividend Day Trading", *Journal of Banking and Finance,* Vol. 25, pp. 1687-1716.

Liljeblom, E, (1989). "The Information Impact of Announcements of Stock Dividends and Stock Splits", *Journal of Business, Finance and Accounting,* Vol. 16, pp. 681-697.

Lintner, J., (1962). "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics,* Vol. 44, pp. 243-269.

Lintner, J., (1956). "Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review,* Vol. 46, pp. 97-113.

Lipson, L. M. and C. P. Maquieria and W. Megginson, (1998). "Dividend Initiations and Earnings Surprises", *Financial Management,* Vol. 27, pp. 36-45.

Litzenberger, R. and K.Ramaswamy, (1979). "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Pricing", *Journal of Financial Economics* Vol. 7, pp. 163-195.

Litzenberger, R. and K.Ramaswamy, (1980). "Dividends, Short Selling Restrictions, Tax Induced Investor Clienteles and Market Equilibrium", *Journal of Finance,* Vol. 35, pp. 469-482.

Litzenberger, R. and K.Ramaswamy, (1982). "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects", *Journal of Finance,* Vol. 37, pp. 429-443.

Liu, Y., S. H. Szewczyk and Z. Zantout, (2008). "Underreaction to Dividend Reductions and Omissions?", *Journal of Finance,* Vol. 63, pp. 987-1020.

Loeb, T., (1983). "Trading Costs: The Critical Link between Investment Information and Results", *Financial Analyst Journal,* Vol. 39, pp. 39-44.

Lonie A. A., G. Abeyratna, D. M. Power and C. D. Sinclair, (1996). "The Stock Market Reaction to Dividend Announcements", *Journal of Economic Studies*, Vol. 23, pp. 32-52.

Long, J. B., (1978). "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider", *Journal of Financial Economics,* Vol.6, pp. 235-264.

Maloney, M. T. and J. H. Mulherin, (1992). "The Effects of Splitting on the Ex-day: A Microstructure Reconciliation", *Financial Management*, Vol. 21, pp. 44-59.

Manakyan, H. and C. Carroll, (1990). "An Empirical Examination of the Existence of a Signalling Value Function for Dividends", *Journal of Financial Research,* Vol. 13, pp. 201-210.

Mandelker, G., (1974). "Risk and Return: Merging Firms", *Journal of Financial Economics,* Vol. 1, pp. 303-336.

Masulis, R., (1980). "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes", *Journal of Finance,* Vol. 35, pp. 305-319.

McLnish, L. and P. Puglish, (1980). "The Ex-dividend Behaviour of Preferred Stocks", *Review of Business and Economic Research,* Vol. 16, pp. 81-90.

McClusky, T., B. M. Burton, D. M. Power and C. D. Sinclair, (2006). "Evidence on the Irish Stock Market's Reaction to Dividend Announcements", *Applied Financial Economics*, Vol.16, pp.617-628.

McNichols, M. and A. Dravid, (1990). "Stock Dividends, Stock Splits, and Signalling", *Journal of Finance,* Vol. 45, pp .857-879.

Menyah K., (1993). "Ex-dividend Equity Pricing under UK Tax Regimes", *Journal of Business Finance and Accounting,* Vol. 20, pp. 61-81.

Michaely, R., (1991). "The Ex-dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act", *Journal of Finance,* Vol. 46, pp. 845 -859.

Michaely., R. and M. Murgia, (1995). "The Effect of Tax Heterogeneity on Prices and Volume around the Ex-dividend Day: Evidence from The Milan Stock Exchange", *The Review of Financial Studies,* Vol. 8, pp. 369-399.

Michaely, R., R. Thaler and K. Womack, (1995). "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?", *Journal of Finance,* Vol. 50, pp. 573-608.

Michaely, R. and J. Vila, (1995). "Investors' Heterogeneity, Prices and Volume around the Ex-dividend Day", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 30, pp. 171-198.

Michaely, R. and J. Vila, (1996). "Trading Volume with Private Valuation: Evidence from the Ex-dividend Day", *Review of Financial studies,* Vol. 9, pp. 471-509.

Miller, M. H. and F. Modigliani, (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business,* Vol. 34, pp. 411-433.

Miller, M. H. and K. Rock, (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance,* Vol. 40, pp. 1031-1052.

Miller, M. H. and M. Scholes, (1982). "Dividend and Taxes: Empirical Evidence", *Journal of Political Economy,* Vol. 90, pp. 1118-1141.

Miller, M. H. and M. Scholes, (1978). "Dividend and Taxes", *Journal of Financial Economics,* Vol. 6, pp. 333-364.

Milonas, N. and N. Travlos, (2001). "The Ex-dividend Day Stock Price Behaviour in the Athens Stock Market", *Working paper*.

Milonas, N., N. Travlos, J. Xiao and Cunkai Tan, (2006). "The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market", *Pacific-Basin Finance Journal,* Vol. 14, pp. 155-174.

Mitra, D. and J. Owers, (1995). "Dividend Initiation Announcement Effects and Firm's Information Environment", *Journal of Business, Finance and Accounting,* Vol. 22, pp. 551-573.

Morgan, I., (1980). "Dividends and Stock Price Behavior in Canada", *Journal of Business Administration,* Vol. 12, pp. 91-107.

Mozes, H. and D. Rapaccioli, (1995). "The Relation among Dividend Policy, Firm Size and the Information Content of Earnings Announcements", *Journal of Financial Research*, Vol. 18, pp. 75-88.

Naranjo, A., M. Nimalendran and M. Ryngaert, (2000). "Time Variation of Ex-dividend Day Stock Returns and Corporate Dividend Capture: A Re-examination", *Journal of Finance,* Vol. 50, pp. 2357-2372.

Nissim, D. and A. Ziv, (2001). "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance,* Vol. 56, pp. 2111-2133.

Offer, A. and D. Siegel, (1987). "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends", *Journal of Finance,* Vol. 42, pp. 889-911.

Offer, A. and D. Thakor, (1987). "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", *Journal of Finance,* Vol. 42, pp. 365-394.

Ou, J. and S. Penman, (1989). "Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp. 295-329.

Owusu-Ansah, S. and S. Leventis, (2006). "Timeliness of corporate annual financial reporting in Greece", *European Accounting Review*, Vol. 15 (2), pp. 273-287.

Papaioannou, G., N. G. Travlos and N. V. Tsangarakis, (2000). "Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distributions", *European Financial Management,* Vol. 6, pp. 515-531.

Partington, G. and S. Walker, (2001). "A Note on Transaction Costs and the Interpretation of Dividend Drop-off Ratios", *Accounting and Finance,* Vol. 41, pp. 229-241.

Penman, S., (1983). "The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends", *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 1181-1199.

Petersen, C., J. Millar and J. Rimbley, (1996). "The Economic Consequences of Accounting for Stock Splits and Large Stock Dividends", *The Accounting Review,* Vol. 71, pp. 241-253.

Petit, R., (1972). "Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance,* Vol. 27, pp. 993-1007.

Petit, R., (1976) "The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation", *Journal of Business*, Vol. 49, pp. 86-96.

Petit, R., (1977). 'Taxes, Transaction Costs and Clientele Effects of Dividends', *Journal of Financial Economics,* Vol. 4, pp. 419-436.

Poterba, J. M., (1983). "Interpreting Ex-dividend Evidence: The Citizens Utilities Case Reconsidered", *Working paper*, NBER.

Poterba, J. M., (1986). 'The Market Valuation of Cash Dividends: Citizens Utilities Case Reconsidered', *journal of Financial Economics,* Vol. 15, pp. 395-406.

Poterba, J. and L. Summers, (1984). "New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance,* Vol. 39, pp. 1397-1415.

Procianoy, J. and R. Verdi, (2004). "Dividends Clientele, New Insights and New Questions: The Brazilian Case", *Working Paper*.

Ramanathan, R., (2004). "*Introductory Econometrics with Applications*", Fifth Edition, South-Western Thompson Learning.

Rankine, G. P. and E. K. Stice, (1997). "The Market Reaction to the Choice of Accounting Method for Stock Splits and Large Stock Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 32, pp. 161-182.

Rankine, G. P. and E. K. Stice, (1997). "Accounting Rules and the Signalling Properties of 20 percent Stock Dividends", *The Accounting Review,* Vol. 72, pp. 23-46.

Rantapuska, E., (2008). "Ex-dividend Day Trading: Who, How, and Why? Evidence from the Finnish Market", *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, pp. 355-374.

Richardson, G., S. Sefcick and R. Thompson, (1986). "A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change in Dividend Policy", *Journal of Financial Economics,* Vol. 17, pp. 313-333.

Robin, A., (1991). "The Impact of the 1986 Tax Reform Act on Ex-dividend Day Returns", *Financial Management,* Vol. 20, pp. 60-70.

Romon, F., (2001). "Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-dividend Effects on the French Market", *Working paper.*

Rosenfeld, J., (1983). "The Effects of Common-stock Dividend Reductions on the Returns of Nonconvertible Preferred Stocks: A Note", *Journal of Finance*, Vol. 38, pp. 1019-1024.

Ross, S., (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", *Bell Journal of Economics,* Vol. 8, pp. 23-40.

Sant, R. and A. Cowan, (1994). "Do Dividends Signal Earnings: The Case of Omitted Dividends", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, pp.1113-1133

Sarig, O. and E. Tolkowsky, (1997). "Dividend Effects in Israel: A Puzzle", *Economic Letters,* Vol. 54, pp. 169-174.

Schatzberg J. and P. Datta, (1992). "The Weekend Effect and Corporate Dividend Announcements", *Journal of Financial Research*, Vol. 15, pp. 69-76.

Scholes, M. and J. T. Williams, (1977). "Estimating Betas from Non-synchronous Data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 309-327.

Scholz, K. J., (1992). "A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis", *Journal of Financial Economics,* Vol. 49, pp. 261-285.

Seifert, B., (1997). "Earnings and Dividends Changes: An International Study", *Journal of Multinational Financial Management,* Vol. 7, pp.71-81.

Shaw, W., (1991). "An Examination of Ex-dividend Day Stock Price Movements: The Case of Nontaxable Master Limited Partnership Distributions", *Journal of Finance,* Vol. 46, pp. 755-771.

Shefrin, H. and M. Statman, (1984). "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics,* Vol. 13, pp. 253-282.

Shores, D., (1990). "The Association between Interim Information and Security Returns Surrounding Earnings Announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, pp. 164-181.

Siddiqi, M., (1997). "Ex-dividend Returns and the Tax Reform Act of 1986', *Financial Review,* Vol. 32, pp. 71-86.

Skinner, D. and J. Gilster, (1990). "Dividend Clienteles, the Tax-Clientele Hypothesis and Utilities", *Financial Review,* Vol. 25, pp. 287-296.

Slovin, M. B., M. E. Sushka and Y. M. Bendeck, (1991). "The Intra-Industry Effects of Going-Private Transactions", *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 1537-1550.

Stickel, S., (1991). "The Ex-dividend Behavior of Nonconvertible Preferred Stock Returns and Trading Volume", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 26, pp. 45-61.

Stoll, H. and R. Whaley, (1983). "Transaction Costs and the Small Firm Effect", *Journal of Financial Economics,* Vol. 12, pp. 57-79.

Swamy, P., (1970). "Efficient Inference in Random Coefficient Regression Model", *Econometrica*, Vol. 38, pp. 311-323.

Swamy, P., (1971). "*Statistical Inference in Random Coefficient Regression Models*", Berlin, Springer-Verlag.

Swamy, P., (1974). "Linear Models with Random Coefficient", In *Frontiers in Econometrics*, Paul Zarembka, ed. New York: Academic Press.

Tkac, P., (1999). "A Trading Volume Benchmark: Theory and Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 34, pp. 89-114.

Travlos, N., L. Trigeorgis and N. Vafeas, (2001). "Shareholder Wealth of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus", *Multinational Finance Journal,* Vol. 5, pp. 87-112.

Tsangarakis, N., (1996). "Seasoned Equity Issues in the Greek Stock Market. Stock Price Reaction on the Ex-rights Day: A Test of Semi-strong Form Market Efficiency", *Spoudai*, Vol. 43, pp. 128-138.

Venkatesh, P., (1989). "The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility", J*ournal of Business,* Vol. 62, pp. 175-197.

Venkatesh, P., (1991). "Trading Costs and Ex-day Behavior: An Examination of Primes and Stocks", *Financial Management,* Vol. 20, pp. 84-94.

Vogelvang, B., (2005). "*Econometrics: Theory and Applications with Eviews*", FT Prentice Hall, London.

Walker, S. and G. Partington, (1999). "The Value of Dividends: Evidence from Cum-dividend Trading in the Ex-dividend Period", *Accounting and Finance,* Vol. 39, pp. 275-296.

Walter, J., (1956). "Dividend Policies and Common Stock Prices", *Journal of Finance,* Vol. 11, pp. 29-41

Walter, J., (1963). "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise", *Journal of Finance,* Vol. 18, pp. 280-291.

Wansley, J., C. Sirmans, J. Shilling and Y. Lee, (1991). "Dividend Change Announcement Effects and Earnings Volatility and Timing", *Journal of Financial Research,* Vol.14, pp.37-49

Watts, R., (1973). "The Information Content of Dividends", *Journal of Business,* Vol. 46, pp. 191-211.

Watts, R., (1976). "Comments on the Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation", *Journal of Business,* Vol. 46, pp. 97-106.

Watts, R., (1976). "Comments on the Informational Content of Dividends", *Journal of Business,* Vol. 49, pp. 81-85.

White, H., (1980). "A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, Vol. 48, pp. 817-838.

Williams, J., (1988). "Efficient Signalling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases", *Journal of Finance,* Vol. 43, pp. 737-748.

Woolridge, J. R., (1982). "The Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Research,* Vol. 5, pp. 237-247.

Woolridge, J. R., (1983a). "Dividend Changes and Security Prices", *Journal of Finance,* Vol. 38, pp. 1607-1615.

Woolridge, J. R., (1983b). "Stock Dividends as Signals", *Journal of Financial Research,* Vol. 6, pp. 1-12.

Woolridge, J. R., (1983c). "Ex-date Stock Price Adjustment to Stock Dividends: A Note", *Journal of Finance,* Vol. 38, pp. 247-255.

Wu, C. and J. Hsu, (1996). "The Impact of the 1986 Tax Reform on Ex-dividend Day Volume and Price Behavior", *National Tax Journal,* Vol. 49, pp. 172-192.

Yahyee, K., T. Pham and T. Walter, (2007). "Ex-dividend Day Trading in the Absence of Taxes and Price Discreteness", *Presentation at the EFMA 2007 Conference*, Vienna, Austria

Yoon, P. S. and L. T. Starks, (1995) "Signaling, Investment Opportunities and Dividend Announcement", *The Review of Financial Studies,* Vol. 8, pp. 995-1018.

Znen Li, O., (2002). "Investor Tax Heterogeneity and Ex-dividend Day Trading Volume – The Effect of Dividend Yield and Institutional Ownership", *Working paper.*

Οι διαδικτυακοί τόποι:

www.ase.gr

www.athenstock.com

www.presspoint.gr

www.eco2day.gr

www.euro2day.gr

www.naftemporiki.gr

www.economics.gr

www.capital.gr

www.reporter.gr

www.stocks.gr