



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΠΜΣ "ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ"
ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ 2012-2013

ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ **ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

*Η Μερισματική Πολιτική των Τραπεζών σε Ιταλία και Ισπανία
(2008-2011)*



Στοιχεία φοιτητή:

Ονοματεπώνυμο: Θάνος Αναστάσιος

Αριθμός Μητρώου: 1611110

Επιβλέπων:

Επίκουρος Καθηγητής Ιατρίδης Γεώργιος

Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία αποτελεί τη διπλωματική μου για το Μεταπτυχιακό του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας στην Εφαρμοσμένη Οικονομική.

Πριν την παρουσίασή της, λοιπόν, θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους ανθρώπους που σε όλο αυτό το διάστημα της φοίτησής μου, στάθηκαν στο πλευρό μου και με υποστήριξαν στις δύσκολες στιγμές και ήταν εκεί για να χαρούν μαζί μου στις πιο ευχάριστες από αυτές.

Κατ' αρχήν θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τους γονείς μου, Παναγιώτη και Άννα, για τις θυσίες όλων αυτών των χρόνων προκειμένου εγώ σήμερα να μπορώ να βρίσκομαι σε αυτό το Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα σε τόσο δύσκολες, για τη χώρα μας, συνθήκες. Τους ευχαριστώ για την συμπαράστασή τους τόσο την υλική μα πολύ περισσότερο για την ηθική. Ευχαριστώ, επίσης, θερμά όλους τους καθηγητές μου οι οποίοι απαντούσαν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο σε όλες τις απορίες που εξέφραζα μα κυρίως για τη θερμή με την οποία υποδέχτηκαν εμένα και όλους τους συμφοιτητές μου στο μεταπτυχιακό. Ευχαριστώ τη Στεφανία η οποία όλον αυτό τον καιρό ανέχθηκε εμένα και τα άγχη μου ενώ δεν θα μπορούσα να παραλείψω να ευχαριστήσω τους φίλους που στάθηκαν δίπλα μου και με βοήθησαν σε όλη αυτή τη διαδικασία. Ένα ιδιαίτερο ευχαριστώ στο Δημήτρη και στον Περικλή που αποτέλεσαν τους συνοδοιπόρους μου σε όλον αυτό τον ενάμιση χρόνο του μεταπτυχιακού. Τέλος, ένα τεράστιο ευχαριστώ αξίζει σε όλα αυτά τα παιδιά, τους συμφοιτητές μου, οι οποίοι έκαναν την φοίτηση στο μεταπτυχιακό πιο ευχάριστη και λιγότερο επώδυνη. Άλλωστε οι στιγμές μαζί τους, εντός και εκτός μεταπτυχιακού θα μου μείνουν αξέχαστες και αυτό που τελικά κατάλαβα είναι ότι εδώ μέσα έκανα φίλους.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες

Περιεχόμενα

Εισαγωγή.....	1-3
1. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	3-46
1.1 Προσπάθεια Ορισμού της Μερισματικής Πολιτικής	3-7
1.2 Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής	7-12
1.3 Παράγοντες – Μεταβλητές που επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική	13-25
1.4 Προσδιορισμός των Ερευνών περί Μερισματικής Πολιτικής	25-40
1.5 Έρευνες – Θεωρίες για τη Μερισματική Πολιτική των Τραπεζών	40-46
2. Έρευνα.....	46-64
2.1 Σκοπός της Έρευνας.....	46-47
2.2 Μεθοδολογία, Υποθέσεις, Μοντέλα.....	47-53
2.3 Τράπεζες Δείγματος	53-64
3. Εκτίμηση – Συμπεράσματα Μοντέλων	65-71
3.1 Μοντέλο 1 ^ο (Εκτίμηση – Συμπεράσματα).....	65-69
3.2 Μοντέλο 2 ^ο (Εκτίμηση – Συμπεράσματα).....	69-71
Επίλογος – Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα.	71-72
Βιβλιογραφία.....	73-88
Παράρτημα (Πίνακες Παλινδρομήσεων – Ελέγχων).	89-103

Εισαγωγή

Η μερισματική πολιτική αποτελεί αναπόσπαστο συστατικό σε μια επενδυτική συνταγή η οποία εδώ και δεκαετίες απασχολεί τόσο τον επενδυτικό όσο και τον επιστημονικό κόσμο. Πάνω στην προσπάθειά τους να το εξηγήσουν και να το κατανοήσουν ερευνητές αλλά και επενδυτές έχουν καταστήσει το «μέρισμα» επιστήμη τόσο πολύπλοκη η οποία από το 1956, οπότε και έγινε η πρώτη προσπάθεια ανάλυσής του από τον Linter, μέχρι και σήμερα δεν έχει γίνει εφικτό να αναλυθεί πλήρως και να γίνει κατανοητή σε ένα ευρύ φάσμα του ενδιαφερόμενου, για αυτή, κοινού.

Αυτό που επιχειρούμε με τη συγκεκριμένη εργασία είναι μια προσπάθεια, όχι να αντιληφθούμε το τι είναι μέρισμα και ποιά μερισματική πολιτική είναι η καλύτερη αλλά να αναλύσουμε όσο το δυνατόν καλύτερα τα οικονομικά μεγέθη που επηρεάζουν την μερισματική πολιτική που ακολουθεί ένας συγκεκριμένος κλάδος επιχειρήσεων, αυτός των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και πιο συγκεκριμένα των εμπορικών τραπεζών.

Η περίοδος που θα μας απασχολήσει αφορά τα έτη 2008, 2009, 2010 και 2011 περίοδο κατά την οποία η οικονομική ύφεση έχει πλήξει βαρύτατα τις οικονομίες κυρίως των χωρών της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης απειλώντας την Ένωση ακόμη και με διάλυση. Οι χώρες της ΟΝΕ είναι αυτές με τις οποίες θα ασχοληθούμε και εμείς στην έρευνά μας.

Χώρες του ευρωπαϊκού βορρά αποκλείστηκαν λόγω των ισχυρότερων οικονομιών τους ενώ Γαλλία και Γερμανία αποκλείστηκαν λόγω τόσο του τεράστιου μεγέθους των οικονομιών τους, το οποίο θα δημιουργούσε και πρόβλημα ετερογένειας καθώς και έλλειψης, επαρκών για την έρευνά μας, στοιχείων. Στη χώρα μας η μερισματική πολιτική των τραπεζών από το 2008 και μετά είναι ανύπαρκτη μιας και οι τράπεζες, και με τη σύμφωνη γνώμη του Ελληνικού κράτους, έπαψαν να πληρώνουν μερίσματα στους μετόχους τους. Αυτός ήταν και ο σημαντικότερος λόγος για τον οποίο αποκλείστηκαν οι Ελληνικές τράπεζες από το δείγμα μας.

Τέλος, Κύπρος και Πορτογαλία μας προσέφεραν πολύ περιορισμένο δείγμα οπότε και αυτές έμειναν εκτός δείγματος. Έτσι οι χώρες οι οποίες μας προσέφεραν το πιο ολοκληρωμένο, από όλες τις απόψεις, δείγμα είναι η Ιταλία και η Ισπανία. Δύο χώρες χτυπημένες από την κρίση με δύο όμως μεγάλες από πλευράς μεγέθους οικονομίες και με τραπεζικό σύστημα, η καθεμιά, ικανό να μας προσφέρει τις πληροφορίες και το μέγεθος δείγματος που επιθυμούμε.

Στην αρχή παραθέτουμε τη βιβλιογραφική μας ανασκόπηση η οποία καλύπτει σχεδόν ολόκληρο το φάσμα των ερευνητικών προσπαθειών που έχουν πραγματοποιηθεί κατά το πέρας των δεκαετιών και αφορά τόσο θεωρητικά όσο και εμπειρικά μοντέλα αλλά και διάφορες θεωρίες περί μερισματικής πολιτικής. Στο συγκεκριμένο κομμάτι υπάρχει και η ανάλυση αρκετών παραγόντων και οικονομικών μεγεθών τα οποία επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική και μάλιστα κάποια από αυτά θα αποτελέσουν και τις μεταβλητές οι οποίες θα συνθέσουν τα μοντέλα της έρευνάς μας.

Εν συνεχεία, ακολουθεί η ανάλυση του σκοπού της έρευνάς μας ενώ γίνεται και η παράθεση των οικονομετρικών μας μοντέλων και των υποθέσεων που θα εξετάσουμε. Αναλύεται η μεθοδολογία η οποία θα ακολουθηθεί καθώς επίσης γίνεται η ανάλυση και επεξήγηση των μεταβλητών οι οποίες θα αποτελέσουν τα συστατικά των μοντέλων μας. Τέλος, παρουσιάζονται αναλυτικά στοιχεία για την καθεμιά από τις τράπεζες του δείγματος.

Το τρίτο, και τελευταίο, κομμάτι της εργασίας μας συμπεριλαμβάνει τα οικονομετρικά ευρήματα που εξήχθησαν από το οικονομετρικό μας λογισμικό (STATA). Τα μοντέλα μας εκτιμήθηκαν με Panel Data και αναλύθηκαν με τη μέθοδο των Fixed και Random Effects. Ακολουθούν τα συμπεράσματα για το κατά πόσον επιβεβαιώθηκαν ή όχι οι υποθέσεις μας καθώς και η ανάλυση των αποτελεσμάτων που εξήχθησαν από το πρόγραμμά μας ενώ παραθέτουμε και πίνακες των αποτελεσμάτων όπως αυτά προέκυψαν σε παράρτημα στο τέλος της εργασίας μας και μετά την παρουσίαση της βιβλιογραφίας.

Κλείνοντας, παρουσιάζονται και κάποιες προτάσεις για περαιτέρω έρευνα οι οποίες ίσως στο μέλλον αποκτήσουν ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον, αν και εφόσον το δείγμα γίνει ακόμη μεγαλύτερο συμπεριλαμβάνοντας και άλλες χώρες ή και περισσότερες τράπεζες.

1. Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

1.1 Προσπάθεια Ορισμού της Μερισματικής Πολιτικής

Εκτεταμένη είναι η βιβλιογραφία που υπάρχει σε σχέση με τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται από τις εισηγμένες, στα παγκόσμια χρηματιστήρια, επιχειρήσεις. Οι οικονομολόγοι κατά το πέρασ των δεκαετιών έχουν εκπονήσει μια σειρά αποτελούμενη από εκατοντάδες μελέτες σε σχέση με τη μερισματική πολιτική και πώς αυτή επηρεάζει τις αποφάσεις των επενδυτών. Γενικά, το μέρισμα αναφέρεται, από τους οικονομολόγους που διεξοδικά έχουν ασχοληθεί μαζί του, ως ένα “πάζλ”. Σχεδόν τέσσερις δεκαετίες πριν ο Black (1976) το χαρακτήρισε για πρώτη φορά έτσι αναφέροντας χαρακτηριστικά,

“ Όσο πιο έντονα κοιτάμε τη φωτογραφία του μερίσματος, τόσο μοιάζει με πάζλ του οποίου τα κομμάτια αλλά δεν ταιριάζουν μεταξύ τους...”

Black, 1976

Προκειμένου να δοθεί μια λύση σε αυτό το “πάζλ” σχεδιάστηκαν διάφορα μοντέλα και θεωρίες τα οποία και θα έδιναν απαντήσεις στα τυχόν ερωτήματα που έχουν προκύψει, σε σχέση με τα μερίσματα, στους ερευνητές. Βέβαια, το 2000, οι Allen, Bernardo και Welch επιβεβαίωσαν τον Black και προχωρώντας ακόμη περισσότερο ανέφεραν ότι όσες θεωρίες και μοντέλα και να βρεθούν από τον επιστημονικό κόσμο η μερισματική πολιτική θα παραμένει πάντα ένα δύσκολο “πάζλ”.

Σύμφωνα με τους Lease et al. (2000) με τον όρο μερισματική πολιτική αναφερόμαστε στην πρακτική που ακολουθεί η εκάστοτε διαχειριστική αρχή μιας εταιρίας στη λήψη αποφάσεων περί μερισματικής πολιτικής ή με άλλα λόγια, στο μέγεθος και τη μορφή της διανομής των μετρητών, κατά την πάροδο του χρόνου, στους μετόχους.

Ως μερισματική πολιτική ορίζεται, σύμφωνα με τον Arnold (2005), ο καθορισμός του ποσοστού των κερδών που καταβάλλεται στους μετόχους – συνήθως περιοδικά και οι Brealey και Myers (2003) συμπληρώνουν ότι το διοικητικό συμβούλιο είναι αυτό που θα αποφασίσει τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει αυτό. Επίσης, μέρος της μερισματικής πολιτικής της εκάστοτε εταιρίας είναι το εάν θα προβεί σε άμεση καταβολή μερίσματος στους μετόχους και αν ναι τότε πόσο συχνά θα το κάνει (μηνιαίως, τριμηνιαίως, εξαμηνιαίως ή ετησίως) ή εάν θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων της μέσω της αύξησης της αξίας των μετοχών της ανεβάζοντας την τιμή τους στις αγορές, αγοράζοντας η ίδια μετοχές από τις αγορές (Canina, Advani, Greenman και Palimeri, 2001).

Τώρα, σύμφωνα με τους Shleifer και Vishny (1986) η μερισματική πολιτική μιας εταιρίας είναι μια οικονομική απόφαση για το ποσό του μερίσματος, πότε και με ποιά μορφή θα καταβληθεί. Αυτήν την απόφαση τη λαμβάνει πάντα το διοικητικό συμβούλιο. Συνήθως οι κάτοχοι μικρού μεριδίου δεν έχουν επαρκή έλεγχο των αποφάσεων του συμβουλίου σε σχέση με τα μερίσματα. Αντίθετα, οι μεγαλομέτοχοι μπορούν, χάρη και στον μεγάλο αριθμό μετοχών που κατέχουν, να ασκήσουν κάλλιστα έλεγχο στην εκάστοτε εταιρία και το διοικητικό της συμβούλιο με σκοπό την διασφάλιση των συμφερόντων τους. Ως εκ τούτου, οι μεγαλομέτοχοι κατά κάποιο τρόπο διαμορφώνουν τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης.

Ένας σημαντικός λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις επιλέγουν να πληρώνουν μερίσματα είναι το γεγονός ότι μια εταιρία η οποία καταβάλει σταθερά μερίσματα στους μετόχους της γίνεται αντιληπτή από τους υποψήφιους επενδυτές ως υγιής, ειλικρινής και λιγότερο εκτεθειμένη σε “περίεργους” λογιστικούς χειρισμούς.

Υπάρχει βέβαια και μια παρανόηση σε σχέση με τη μερισματική πολιτική, ότι δηλαδή κάθε επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να καταβάλει, κάθε χρόνο, μέρισμα στους μετόχους της ως επιστροφή των χρημάτων των μετόχων που χρησιμοποιήθηκαν ως επενδυτικά κεφάλαια. Για να ξεκαθαρίσει το όλο θέμα θα πρέπει να αναφέρουμε ότι κάτι τέτοιο δεν υφίσταται.

Η μερισματική πολιτική ποικίλει μεταξύ επιχειρήσεων και βιομηχανιών και η επίδρασή της στην αξία της επιχείρησης παραμένει αμφιλεγόμενη για τους οικονομικούς ερευνητές – αναλυτές. Μεταξύ των “βιομηχανιών” με τον μεγαλύτερο όγκο πληρωμής μερισμάτων συγκαταλέγονται και οι τράπεζες.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει το να δει κανείς πόσο διαφορετικά είναι τα αποτελέσματα θεωρητικών και εμπειρικών ερευνών σε σχέση με το πόσο επηρεάζει η μερισματική πολιτική την αξία μιας επιχείρησης στην αγορά. Μερικές μελέτες έχουν δείξει ότι η μερισματική πολιτική έχει αντίκτυπο στην αξία μιας εταιρίας ενώ άλλες ότι δεν υπάρχει καμία μα καμία επίδραση. Εκτός, όμως, από αυτό έχουν πραγματοποιηθεί έρευνες και έχουν διατυπωθεί θεωρίες που προσπαθούν να εντοπίσουν το γιατί και το πότε μια επιχείρηση πληρώνει μέρισμα.

Όπως είδαμε παραπάνω αρκετοί είναι οι ορισμοί που έχουν δοθεί για τη μερισματική πολιτική. Όλοι, όμως, έχουν κοινά μεταξύ τους στοιχεία. Αρκετοί ερευνητές, όπως προαναφέραμε, έχουν διερωτηθεί κατά πόσον η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία μιας επιχείρησης στην αγορά και για αυτό το λόγο έχουν αναπτύξει δεκάδες θεωρίες τις οποίες και θα προσπαθήσουμε να δούμε στη συνέχεια.

Γενικά, θα λέγαμε ότι μέρισμα είναι η διανομή των κερδών που πραγματοποιεί μια επιχείρηση προς τους μετόχους της και βάσει της οποίας προσδιορίζεται η μερισματική της πολιτική, η οποία μπορεί να θεωρηθεί άριστη όταν μεγιστοποιεί την αξία της εταιρίας στην αγορά. Υπάρχουν διαφορετικά είδη μερισμάτων που μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους μιας επιχείρησης .

Ο πλέον διαδεδομένος τρόπος είναι η μορφή μερίσματος σε μετρητά. Μέρος των κερδών καταβάλλεται στους μετόχους σε χρηματικές μονάδες ανά μετοχή που έχει ως αποτέλεσμα, βέβαια, τη μείωση των εταιρικών διαθεσίμων και των τελικών κερδών της εταιρίας.

Ένας άλλος τύπος μερίσματος είναι αυτός των πρόσθετων δωρεάν μετοχών, είτε της ίδιας της εταιρίας είτε κάποιας θυγατρικής της, ίδιας ονομαστικής αξίας με τις παλαιές. Ένα μέρισμα μετοχής 15% σημαίνει ότι ο μέτοχος λαμβάνει 15 μετοχές δωρεάν για κάθε 100 που κατέχει. Με αυτόν τον τρόπο, ο συνολικός αριθμός των μετοχών θα αυξηθεί, ενώ τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα και η τιμή της μετοχής θα μειωθούν. Το μέρισμα με αυτή τη μορφή υιοθετείται συνήθως για να διατηρήσει η εταιρία μετρητά ή να μειώσει τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής της.

Εκτός από τους δύο προαναφερθέντες τρόπους διανομής των μερισμάτων που καταβάλλει μια εταιρία, υπάρχουν και οι εξής:

- Μέρισμα σε ομόλογα. Όταν μια εταιρία δε διαθέτει επαρκές κεφάλαιο ώστε να πληρώσει μέρισμα σε μετρητά εκδίδει ομόλογα με τα οποία εξασφαλίζεται η αναβολή της άμεσης πληρωμής σε μετρητά. Οι κάτοχοι τους πέραν της πληρωμής στην ημερομηνία λήξης λαμβάνουν και τόκους επί των ομολόγων.
- Μέρισμα σε είδος, τα οποία έχουν τη μορφή προϊόντων ή υπηρεσιών και τα παρέχει η ίδια η εταιρία.
- Έκτακτα ή Ιδιαίτερα μερίσματα. Τα μερίσματα αυτά διανέμονται σπάνια, συνήθως όταν η εταιρία πουλάει μια επιχειρηματική δραστηριότητα ή ρευστοποιεί επενδύσεις. Επίσης καταβάλλονται όταν η εταιρία διαθέτει πλεόνασμα μετρητών ώστε να ενισχυθεί η αξία της μετοχής της, ενώ μπορεί να χαρακτηριστούν και ως επιστροφή κεφαλαίου καθώς η εταιρεία επιστρέφει ένα μέρος των χρημάτων που επενδύονται από τους μετόχους (Brealey & Myers, 2003).

1.2 Θεωρίες Μερισματικής Πολιτικής

The Miller and Modigliani (1961) Irrelevance theory (Θεωρία της μη σχετικότητας)

Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος (dividend irrelevance theory) των Merton Miller και Franco Modigliani (1961), δύο κατόχων νόμπελ οικονομικών, αποτελεί το θεμελιώδες υπόβαθρο της σύγχρονης θεωρίας εταιρικής χρηματοδότησης και περιγράφει με επιτυχία τις θεωρητικές αρχές που διέπουν τη μερισματική πολιτική και τον αντίκτυπό της στις επιχειρήσεις. Η βασική αρχή της επιχειρηματολογίας τους είναι ότι η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από τις επενδυτικές της επιλογές.

Στην έρευνα που πραγματοποίησαν οι Modigliani και Miller (1961) δείχνουν ότι τα μερίσματα θα ήταν άνευ σημασίας για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης σε περίπτωση απουσίας των ατελειών της αγοράς (π.χ. φόρους ή συναλλακτικά κόστη). Από τη σκοπιά των επενδυτών, η μερισματική πολιτική είναι αδιάφορη, επειδή οποιαδήποτε επιθυμητή ροή εσόδων μπορεί να αντικατασταθεί από κερδοφόρες, για αυτούς, αγορές και πωλήσεις μετοχών. Συνεπώς, οι επενδυτές δεν θα καταβάλουν υψηλότερο τίμημα για κάποια συγκεκριμένη μερισματική πολιτική που ακολουθείται. Τα στοιχεία του ενεργητικού της επιχείρησης, οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι αναμενόμενες μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές και το κόστος του κεφαλαίου δεν επηρεάζονται από τις επιλογές της μερισματικής πολιτικής. Η αγοραία αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από οποιαδήποτε μεταβολή του τρόπου διεξαγωγής της αποπληρωμής των μερισμάτων της επιχείρησης στους μετόχους της.

Έτσι, η μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί δεν έχει ιδιαίτερη σημασία και η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει οποιοδήποτε τρόπο αποπληρωμής, χωρίς να επηρεαστεί η αγοραία της αξία. Η θεωρία των M&M δείχνει ότι το μέρισμα θα κυμανθεί ως υποπροϊόν των επενδυτικών επιλογών της επιχείρησης και των χρηματοδοτικών της αποφάσεων. Αυτό, όμως, δεν παρουσιάζεται συστηματικά και κατά την πάροδο του χρόνου.

Υποστήριξαν, επίσης, ότι η αξία της επιχείρησης καθορίζεται μόνο από τη δυναμική κερδοφορίας και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αυτή παρουσιάζει. Επίσης, προσπάθησαν να αποδείξουν ότι τα μερίσματα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τη διαχειριστική αρχή προκειμένου να αποκομιστούν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη.

Ένα αρκετά ενδιαφέρον κομμάτι της ανάλυσης των Miller και Modigliani είναι ο προσδιορισμός των περιπτώσεων στις οποίες η μερισματική πολιτική θα μπορούσε να επηρεάσει την αξία μιας εταιρίας αναφέροντας ότι η θεωρία αυτή βασίζεται σε μία «τέλεια αγορά» στην οποία δεν περιλαμβάνονται φόροι και έξοδα μεταβίβασης, η τιμή οποιασδήποτε μετοχής δε μπορεί να επηρεαστεί από κανέναν, οι επενδυτές έχουν την ίδια ακριβώς πληροφόρηση και είναι αδιάφοροι μεταξύ του εισοδήματος από μερίσματα και του εισοδήματος από κέρδη κεφαλαίου. Τέλος η επενδυτική πολιτική της εταιρίας είναι ανεξάρτητη από τη μερισματική της πολιτική. Οι υποθέσεις όμως αυτές χαρακτηρίζονται ως μη ρεαλιστικές, μιας και δε βρίσκουν εφαρμογή στην πράξη, καθιστώντας την προσέγγιση αυτή θεωρητική.

Την έρευνα και τις απόψεις των M&M ήρθαν να συνεχίσουν και να επιβεβαιώσουν οι Miller και Scholes (1978), και ο Bernstein (1996) οι οποίοι έδειξαν ότι τα μερίσματα δεν επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών ή το κόστος του κεφαλαίου.

Βεβαίως, υπήρξαν και ερευνητές οι οποίοι διαφώνησαν με τους Miller και Modigliani. Προέβαλαν το επιχείρημα ότι σε μια ατελή αγορά, οι υποθέσεις που εκφράστηκαν από τους M&M δεν λειτουργούν. Για παράδειγμα, οι εταιρίες δεν επιβαρύνονται με πρόσθετο κόστος στην προσπάθειά τους να αντλήσουν πρόσθετα κεφάλαια, ενώ οι επενδυτές επιβαρύνονται με το κόστος της συναλλαγής κάθε φορά που πωλούν ή αγοράζουν μετοχές. Μια σειρά από παράγοντες έχουν εντοπιστεί σε προηγούμενες εμπειρικές μελέτες σχετικά με τη σημασία της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων των συναλλακτικών δαπανών, των ταμειακών ροών, των φόρων και άλλων (Allen και Michaely, 2002; Gordon, 1961, 1962; Bhattacharya, 1979; Shefrin και Statman, 1984; Easterbrook, 1984; Amidu και Abor, 2006).

Η Θεωρία **Bird-in-the-hand** (“Καλύτερα πέντε και στο χέρι”)

Οι M.J. Gordon (1963) και John Lintner (1962) ανέπτυξαν μια θεωρία η οποία υποστήριζε ότι η υψηλή μερισματική πολιτική είναι άριστη και έτσι προέκυψε και το όνομά της το «Καλύτερα πέντε και στο χέρι» (Bird – in – the – hand theory).

Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι οι επενδυτές πιστεύουν ότι τα μερίσματα είναι πιο ασφαλή σε σχέση με τα προβλεπόμενα κεφαλαιακά κέρδη και τα προτιμούν. Επομένως, όσο αυξάνεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών εξαιτίας του χαμηλότερου κινδύνου που αυτά ενέχουν, τόσο μειώνεται το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και αυξάνεται η τιμή της μετοχής. Γενικά, υποστηρίζουν ότι οι μέτοχοι προτιμούν μια υψηλή μερισματική πολιτική. Προτιμούν να λάβουν σήμερα το μέρισμα παρά να αναμένουν μια υψηλότερη απόδοση μελλοντικά σε ένα αβέβαιο περιβάλλον.

Συγκεκριμένα, ο Gordon (1963) στήριξε τη θεωρία του πάνω στην άποψη ότι η τρέχουσα αξία των μερισμάτων στο εγγύς μέλλον θα είναι υψηλότερη από την τρέχουσα αξία των μερισμάτων σε βάθος χρόνου.

Μια σειρά από μελέτες, δείχνουν ότι το μοντέλο αυτό δεν θα μπορούσε να σταθεί σε μια πλήρη και τέλεια αγορά με τους επενδυτές να συμπεριφέρονται σύμφωνα με τους κανόνες της ορθολογικής συμπεριφοράς, όπως των Miller και Modigliani (1961), του Bhattacharya (1979) και άλλων. Οι Merton Miller και Franco Modigliani υποστήριζαν ότι η αξία της μετοχής μιας εταιρίας καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων και χαρακτήρισαν τη θεωρία του Gordon (1961) ως «πλάνη του καλύτερα πέντε και στο χέρι» υποστηρίζοντας ότι οι μέτοχοι επανεπενδύουν τα μερίσματά τους στην ίδια ή σε παρεμφερή εταιρία και ο κίνδυνος των αποδόσεών τους σχετίζεται με τον κίνδυνο της εταιρίας αυτής και όχι με τη μορφή των ταμειακών ροών της. Παρ’ όλα αυτά, το αρχικό σκεπτικό του Gordon (1961) εξακολουθεί να αναφέρεται συχνά ακόμη και σήμερα.

Η Θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης (The Tax Preference Theory)

Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης (tax preference theory) υποστηρίζει ότι οι εταιρίες που θέλουν να μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής τους θα πρέπει να διανέμουν χαμηλό μέρισμα εξαιτίας των διαφορετικών φορολογικών συντελεστών που ισχύουν για τα μερίσματα και για τα κεφαλαιακά κέρδη. Μελέτες όπως αυτές των Litzenger και Ramaswamy (1979) και του Barclay (1987) υποστηρίζουν τη θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης. Λόγω των φορολογικών πλεονεκτημάτων, οι επενδυτές μπορεί να προτιμούν να είναι μέτοχοι σε εταιρίες που διατηρούν τα περισσότερα από τα κέρδη τους. Αν ισχύει κάτι τέτοιο, τότε οι εταιρίες πληρωμής χαμηλών μερισμάτων προτιμώνται από τις εταιρίες που πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα. Επομένως, οι επενδυτές πρέπει να προτιμούν εταιρίες οι οποίες κρατούν τα κέρδη τους με σκοπό την επανεπένδυσή τους, κάτι που θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της κερδοφορίας τους οδηγώντας μακροπρόθεσμα στην αύξηση της τιμής των μετοχών τους.

Οι Casey & Dickens (2000) επιβεβαίωσαν τη συγκεκριμένη θεωρία, αναφέροντας ότι η φορολογία έχει σημαντική επίπτωση στα μερίσματα των εμπορικών τραπεζών στις ΗΠΑ. Τα ευρήματά τους συμφώνησαν με μια προηγούμενη μελέτη του Rozeff (1980). Η υπόθεση είναι ότι όσο μικρότερη είναι η φορολόγηση, τόσο μεγαλύτερη είναι η πληρωμή μερίσματος. Σε αντίθεση με τους παραπάνω οι Anil & Kapoor (2008) υποστηρίζουν ότι η επιβολή των φόρων επί των μερισμάτων δεν έχουν σημαντικές επιπτώσεις στη μερισματική πολιτική του κάθε οργανισμού.

Ο Wu το 1996 ερευνήσε την επίπτωση της προνομιακής φορολογικής συμπεριφοράς στο κεφαλαιακό κέρδος, του 1986 στις ΗΠΑ, και διαπίστωσε δομικές αλλαγές στον τρόπο διανομής των μερισμάτων κάτι το οποίο συνέπιπτε με κάποιες διαφοροποιήσεις στο φορολογικό σύστημα.

Ο Wu κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μια αλλαγή στο φορολογικό καθεστώς επηρεάζει σημαντικά τη συνολική μερισματική πολιτική μιας εταιρίας.

Σε μία πιο πρόσφατη μελέτη, οι Pattenden και Twite (2008), αξιολόγησαν την φορολογική επίδραση στη μερισματική πολιτική στην Αυστραλία στα πλαίσια διαφορετικών φορολογικών καθεστώτων για την περίοδο 1982-1997. Ανακάλυψαν ότι η αύξηση της διανομής του μερίσματος διέφερε από εταιρία σε εταιρία και από χρονιά σε χρονιά. Ωστόσο η μελέτη επιβεβαίωσε ότι όσο μεγαλύτερες είναι οι διαθέσιμες φορολογικές πιστώσεις, τόσο μεγαλύτερη είναι και η διανομή του μερίσματος.

Μια συνέπεια, την οποία διαπίστωσαν οι Miller και Modigliani στην έρευνά τους το 1961, ήταν το γεγονός ότι το φοροκεντρικό μοντέλο αντιμετώπιζε τους επενδυτές ως φορολογικό έσοδο ενώ μεγάλες επικρίσεις δέχθηκε διότι διάφοροι επιστήμονες το έκριναν ως ασυμβίβαστο με την ορθολογική συμπεριφορά. Αυτό ανάγκασε αρκετούς ερευνητές όπως ο Miller (1986) να προσπαθήσουν να εντοπίσουν έναν τρόπο με τον οποίο η φορολόγηση του μερίσματος να μην αντίκειται στις αρχές του ορθολογισμού.

The Clientele Effect Theory (Θεωρία της Πελατειακής συμπεριφοράς ή αποτέλεσμα πελατείας)

Η θεωρία της πελατειακής συμπεριφοράς (clientele effect) είναι μια ακόμη θεωρία η οποία αναπτύχθηκε για τη μερισματική πολιτική. Η θεωρία αυτή αναγνωρίζει το γεγονός ότι διαφορετικές ομάδες-πελάτες προτιμούν διαφορετικές πολιτικές διανομής μερίσματος. Για παράδειγμα, ενώ κάποιος μπορεί να θέλει η εταιρία να πληρώσει ως μέρισμα ένα μεγαλύτερο ποσοστό από τα κέρδη της κάποιος άλλος μπορεί να επιθυμεί το αντίθετο. Αν τα έσοδα από τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές στην υψηλή κλίμακα φορολόγησης μπορεί να προτιμούν τη μη καταβολή μερίσματος ή χαμηλό μέρισμα, και αντίστροφα.

Προηγούμενες έρευνες παρουσιάζουν στοιχεία για την πελατειακή συμπεριφορά όπως αυτές του Pettit (1977) και αυτή των Dhawial, Erricsson και Trezevant (1999).

Στην έρευνά του ο Pettit (1977) μίλησε εκτενώς για την πελατειακή συμπεριφορά δίνοντας μάλιστα και παραδείγματα. Χαρακτηριστικά, ανέφερε ότι οι συνταξιούχοι επενδυτές και τα συνταξιοδοτικά ταμεία τείνουν να προτιμούν μετρητά ως μέρισμα και για αυτό το λόγο επιθυμούν να επενδύσουν σε μια εταιρία με μερισματική πολιτική υψηλής διανομής. Από την άλλη, υπάρχουν οι μέτοχοι οι οποίοι στα πιο κερδοφόρα έτη προτιμούν την επανεπένδυση των μετρητών και χαμηλότερα μερίσματα.

Η συγκεκριμένη θεωρία παρέχει, επίσης, ένα εναλλακτικό επιχείρημα για τη θεωρία της μη σχετικότητας της μερισματικής πολιτικής, τουλάχιστον όταν πρόκειται για εκτίμηση.

Εν ολίγοις, αν οι επενδυτές μεταπηδούσαν σε επιχειρήσεις που πλήρωναν τα μερίσματα που ταιριάζουν περισσότερο στις ανάγκες τους, η αξία καμιάς επιχείρησης δεν θα επηρεαζόταν από τη μερισματική της πολιτική. Έτσι μια επιχείρηση, που δεν πληρώνει καθόλου μερίσματα ή πληρώνει μερίσματα ιδιαίτεως χαμηλά, δεν θα πρέπει να τιμωρείται γι' αυτό, επειδή οι ίδιοι οι μέτοχοι της δεν επιθυμούν διανομή μερίσματος. Αντιθέτως μια επιχείρηση που πληρώνει υψηλά μερίσματα δεν θα πρέπει να έχει χαμηλή αξία αφού οι επενδυτές της επιθυμούν υψηλά μερίσματα. Με αυτό το επιχείρημα αντιλαμβάνεται κανείς ότι υπάρχουν αρκετοί επενδυτές σε κάθε μερισματική κατηγορία (υψηλή, χαμηλή ή καθόλου) ώστε να υπάρχει δίκαιη αποτίμηση των εταιριών χωρίς να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο η μερισματική πολιτική.

1.3 Παράγοντες-Μεταβλητές που επηρεάζουν τη Μερισματική Πολιτική

Με μια ματιά στη βιβλιογραφία η οποία αναφέρεται στη μερισματική πολιτική θα διαπιστώσουμε ότι γίνεται λόγος για κάποιους βασικούς παράγοντες, όπως η ρευστότητα και το νομικό-φορολογικό πλαίσιο της κάθε χώρας που αφορά τα μερίσματα, οι οποίοι επηρεάζουν σημαντικά τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί από την εκάστοτε επιχείρηση.

Για παράδειγμα, οι Fama και Babiak (1968), με τη χρήση μιας χρονολογικής σειράς ανάμεσα στα ετήσια μερίσματα και τα έσοδα μιας επιχείρησης, αποκάλυψαν ότι οι εταιρίες οι οποίες πληρώνουν μερίσματα αυξάνουν το μέρισμα μόνο όταν η διοίκηση είναι σίγουρη ότι τα υψηλά κέρδη τουλάχιστον θα διατηρηθούν στα ίδια επίπεδα.

Ο Linter (1956) διαπίστωσε ότι οι σημαντικότεροι παράγοντες που καθορίζουν το μέγεθος του μερίσματος της επιχείρησης είναι η αλλαγή στα έσοδα της, είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω.

Οι Pruitt και Gitman (1991) έδειξαν ότι οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των εταιριών είναι τα τωρινά και μελλοντικά κέρδη, η μεταβλητότητα των εσόδων από έτος σε έτος, η αύξηση των εσόδων και τα μερίσματα παρελθόντων ετών.

Πιο πρόσφατα, οι Capstoff, Klaeboe και Marshall (2004), διαπίστωσαν ότι οι αγορές αντιδρούν έντονα σε μεγαλεπήβολες και θετικές ανακοινώσεις σε σχέση με το μέρισμα, ενώ, ακολουθούνται και από αυξήσεις στις ταμιακές ροές των εταιριών.

Οι Few et al (2007), αποκάλυψαν ότι οι εταιρίες που διανέμουν μερίσματα και είναι σταθερές σε αυτή τους την επιλογή είναι πιο αποδοτικές, πιο αξιόπιστες, λιγότερο επικίνδυνες και πιο ώριμες σε σχέση με αυτές που δεν αποδίδουν μερίσματα.

Τέλος, οι Glen et al (1995), διαπίστωσαν ότι η μερισματική πολιτική των εταιριών σε αναδυόμενες αγορές διαφέρει από εκείνες των αναπτυγμένων. Συγκεκριμένα, ανέφεραν ότι οι δείκτες μερισματικής πολιτικής στις αναπτυσσόμενες χώρες ήταν μόνο τα δύο τρίτα (2/3) περίπου σε σχέση με εκείνους των αναπτυγμένων χωρών,

γεγονός που αποδεικνύει ότι και η πολιτικοοικονομική κατάσταση μιας χώρας επηρεάζει τη μερισματική πολιτική των εγκατεστημένων σε αυτήν επιχειρήσεων. Στη συνέχεια, θα δούμε, αναλυτικότερα κάποιους από τους βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Μέγεθος επιχείρησης

Το μέγεθος είναι μια σημαντική παράμετρος η οποία μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση είναι μεγάλη, μειώνεται ο κίνδυνος χρεοκοπίας της και κατά συνέπεια είναι σε θέση να πληρώνει μεγαλύτερα μερίσματα λόγω των μειωμένων κινδύνων που διατρέχει.

Η ηλικία της επιχείρησης

Οι επιχειρήσεις οι οποίες μετρούν αρκετά χρόνια από την ίδρυσή τους είναι σε πλεονεκτικότερη θέση από νεότερες ομοειδείς επιχειρήσεις ώστε να δημιουργήσουν μια καλύτερη φήμη για τον εαυτό τους. Όταν η φήμη διαχειρίζεται με το σωστό τρόπο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βάση για την προσέλκυση φθηνότερης χρηματοδότησης από πιστωτές όπως και για τη χρηματοδότηση σχεδίων για την επέκταση της επιχείρησης. Πράγματι, ο Diamond (1989) έδειξε ότι τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα χρησιμοποιούν τη φήμη της επιχείρησης ώστε να αξιολογηθεί η πιστοληπτική της ικανότητα. Αυτό σημαίνει ότι ηλικία και μερισματική πολιτική θα σχετίζονται μεταξύ τους αρνητικά. Παρ' όλα αυτά, οι επιχειρήσεις που γερνούν τείνουν να μην έχουν πολλές ευκαιρίες για να χρηματοδοτήσουν διαδικασίες ανάπτυξης, διότι μπορεί να βρίσκονται είτε κατά τη λήξη της λειτουργίας τους ή σε στάδια μείωσης του κύκλου ζωής τους. Οι επιχειρήσεις αυτές ως εκ τούτου είναι πιθανόν να πληρώνουν μεγαλύτερα μερίσματα. Προκειμένου να ελεγχθεί αυτή την φαινομενική ασυμφωνία, τα μοντέλα τα οποία έχουν δημιουργηθεί περιλαμβάνουν την ηλικία υψωμένη στο τετράγωνο προκειμένου να εξεταστεί η πιθανότητα μη γραμμικότητας της ηλικίας.

Μια νεοσύστατη ή μικρή εταιρία αντιμετωπίζεται με επιφυλακτικότητα από τις τράπεζες και τους επενδυτές όταν αναζητά πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και στις χρηματαγορές. Η ανάγκη για ανάπτυξη καλύπτεται από τα παρακρατηθέντα κέρδη με αποτέλεσμα τα μερίσματα προς τους μετόχους να είναι χαμηλά.

Ιδιοκτησιακό καθεστώς

Η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost theory) υποθέτει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης μπορεί να μειωθεί ανάλογα με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τη δομή μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, η εσωτερική ιδιοκτησία μπορεί να παρακινήσει τους μάνατζερ να εργαστούν πιο σκληρά για το συμφέρον των μετόχων (Jensen και Meckling (1976) και ο Rozeff (1982)). Επίσης, η ιδιοκτησιακή δομή (οικογενειακή, κρατική κλπ) μπορεί να έχει συνέπειες στο μέρισμα που θα διανεμηθεί.

Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Για να επιτύχει μια εταιρία τους επιχειρηματικούς της στόχους χαράζει συγκεκριμένες πολιτικές τις οποίες και ακολουθεί. Όμως είναι πιθανόν να προκύψουν εμπόδια τα οποία πολλές φορές θα την αναγκάσουν να αποκλίνει από τους στόχους της. Ένα τέτοιο εμπόδιο είναι ένα χρέος το οποίο είναι υψηλότερο σε σχέση με αυτό που είχε εκτιμηθεί κατά τη διάρκεια του σχεδιασμού της στρατηγικής, πράγμα που αναγκάζει την εταιρεία, προκειμένου να καλυφτεί αυτό το χρέος, να μειώσει τη διανομή μερίσματος. Το αντίθετο θα συμβεί σε περίπτωση που το χρέος είναι τελικά μικρότερο και η εταιρία έχει αύξηση του ποσοστού των διανεμόμενων κερδών της.

Κερδοφορία (Profitability)

Το μέγεθος της κερδοφορίας μιας επιχείρησης είναι ένας ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας ο οποίος επηρεάζει τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί σε μεγάλο βαθμό. Το διοικητικό συμβούλιο προτείνει την κανονική καταβολή μερίσματος, όταν η επιχείρηση έχει πραγματοποιήσει επαρκή κέρδη ώστε να δικαιολογηθούν οι πληρωμές αυτές. Η κερδοφορία είναι μεταξύ των κύριων χαρακτηριστικών που επηρεάζουν άμεσα την μερισματική πολιτική μιας εταιρίας σύμφωνα με τον Al-Kuwari (2009). Οι Pruitt και Gitman (1991) συμπεραίνουν ότι τα κέρδη σε τρέχοντα και παρελθόντα έτη και τα μερίσματα από έτος σε έτος είναι σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν σημαντικά τη μερισματική πολιτική. Ως εκ τούτου, είναι αναμενόμενο ότι οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανόν να πληρώνουν μέρισμα σε σύγκριση με τις μη κερδοφόρες επιχειρήσεις (Eriotis και Vasiliou, 2003; και οι Ahmed και Javid, 2009).

Ρευστότητα (Liquidity-Cash flows)

Μια εταιρία η οποία αναπτύσσεται και είναι αρκετά επικερδής μπορεί να μην είναι σε θέση να πληρώσει μέρισμα σε μετρητά, λόγω της έλλειψης αυτών. Οι Alli, Khan και Ramirez (1993) παρατήρησαν ότι η πληρωμή μερίσματος εξαρτάται από τις ταμειακές ροές ενώ τα τρέχοντα έσοδα δεν αντικατοπτρίζουν την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να διανείμει μερίσματα.

Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης (Leverage)

Οι εταιρίες που χρηματοδοτούν τις δραστηριότητές τους ως επί το πλείστον μέσω δανεισμού ασκούν πίεση στη ρευστότητα τους. Η πληρωμή δανειακών κεφαλαίων και τόκων επί των δανείων μειώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να έχουν τα κατάλληλα ρευστά διαθέσιμα ώστε να μπορούν να εγγυηθούν την καταβολή μερίσματος. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι το χρέος θα έχει, εκτός των άλλων, αρνητικό αντίκτυπο στο ποσό του μερίσματος που θα καταβληθεί για μια περίοδο.

Οι Kowalski et al (2007) υποστηρίζουν ότι οι περισσότεροι χρεωμένες επιχειρήσεις προτιμούν να πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα. Επίσης, ο Al-Kuwari (2009) επιβεβαιώνει πως η μερισματική πολιτική σχετίζεται αρνητικά με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Όσο υψηλότερος είναι αυτός ο δείκτης της εταιρίας, είναι πιθανότερο το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών να είναι υψηλότερο ώστε να μπορέσει στο μέλλον να πληρώσει τους τόκους και τις δόσεις των δανείων που έχει συνάψει. Παρ' όλα αυτά, η χρήση δανειακών κεφαλαίων έχει συσχετιστεί με χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης και σταθερή αύξηση της κερδοφορίας, οι οποίες έχουν την τάση να βελτιώνουν την καταβολή μερίσματος.

Σταθερότητα της μερισματικής πολιτικής επιχείρησης

Η μεταβλητότητα του μερίσματος που καταβλήθηκε για τα προηγούμενα έτη μπορεί να έχουν επίδραση επί του μερίσματος που θα καταβληθεί για το τρέχον έτος. Οι εταιρίες που δεν είναι σταθερές στην αποπληρωμή μερισμάτων μπορεί να μη δείχνουν σταθερότητα επισημαίνουν όμως ότι τουλάχιστον κάποιο επίπεδο μερίσματος θα καταβληθεί.

"Εταιρίες, με σταθερά κέρδη, γενικά διανέμουν ένα υψηλό ποσοστό των κερδών."

Brealey & Myers, 2003

Τάση για μεγέθυνση της εταιρίας

Οι επιχειρήσεις που πρόσφατα αύξησαν τα έσοδα τους έχουν την τάση να πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα (Chen και Dhiensiri, 2009). Εάν η εταιρία αναπτύσσεται ταχύτατα, θα υπάρξει υψηλή ζήτηση για κεφάλαια. Στη θεωρία της ιεράρχησης αναφέρεται ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να χρηματοδοτούν τα νέα έργα τους με μέρος των κερδών εις νέο. Κατά συνέπεια, οι επιχειρήσεις με μεγάλες

προοπτικές ανάπτυξης είναι πιθανόν να διατηρήσουν ένα μεγάλο μέρος των κερδών για να χρηματοδοτηθούν τα σχέδια επέκτασης και να μην αποδοθούν στους μετόχους υψηλά μερίσματα. Αυτή την άποψη υποστήριξε και ο Higgins (1981), ο οποίος παρατήρησε ότι υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ ανάπτυξης και χρηματοδοτικών αναγκών. Οι ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρίες έχουν ανάγκες χρηματοδότησης από εξωεταιρικές πηγές. Ο Higgins (1972) έδειξε ότι η αναλογία αποπληρωμής μερισμάτων σχετίζεται αρνητικά με την ανάγκη των επιχειρήσεων να χρηματοδοτούν την ανάπτυξή τους.

Επάρκεια σε πάγια στοιχεία του ενεργητικού

Γενικά, οι επιχειρήσεις που έχουν μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους με τη μορφή των ενσώματων ακινητοποιήσεων ενισχύσουν την ικανότητά τους να αντλούν δανειακά κεφάλαια και με μικρότερο κόστος, μειώνοντας έτσι την πίεση στα δικά τους κεφάλαια (Bradley, Jarell και Kim, (1984)). Αυτή η επάρκεια σε ενσώματες ακινητοποιήσεις, λοιπόν, έχει θετική επίδραση στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης.

Επενδυτικές ευκαιρίες

Μια επιχείρηση μπορεί να επενδύσει τα κέρδη της σε αναπτυξιακά έργα ή να πληρώσει μερίσματα. Επιχειρήσεις με υψηλές επενδυτικές ευκαιρίες θα διατηρήσουν κάποια από τα κέρδη προκειμένου να τα επενδύσουν σε καλύτερες επενδυτικές προοπτικές. Οι Dickens, Casey και Newman (2003) και οι Theis και Dutta (2009) έδειξαν ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες είναι ιδιαίτερες σημαντικές για τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί από την εκάστοτε επιχείρηση και στο πώς βλέπουν οι επενδυτές τέτοιες επιχειρήσεις. Η παρούσα μερισματική πολιτική δεν θα αυξήσει άμεσα τον πλούτο των μετόχων, αλλά θα υπάρξει αύξηση των εσόδων των μετόχων σε σημαντικό ποσοστό μέσα στα επόμενα χρόνια.

Αυτό συμβαίνει γιατί δεν ασκείται υψηλή μερισματική πολιτική και η εταιρία επιδιώκει να αυξήσει την τιμή των μετοχών στην αγορά, έτσι ώστε οι μέτοχοι μπορούν να καρπωθούν την υπεραξία σε επόμενα έτη.

Μεταβιβαστικά κόστη (transaction costs)

Οι επενδυτές επιβαρύνονται με τα μεταβιβαστικά κόστη από την επανεπένδυση των μερισμάτων, ενώ οι εταιρίες μπορεί να πληρώσουν είτε πληθωριστικά κόστη σε περίπτωση που τα μερίσματα χρηματοδοτούνται από την έκδοση νέων μετοχών, είτε αμοιβές δανεισμού (Ξανθάκης & Αλεξάκης, 2007).

Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός αυξάνει το γενικό επίπεδο των τιμών με αποτέλεσμα να μειώνει την αγοραστική δύναμη των επενδυτών και των μετόχων. Αυτό κάνει πιο έντονη τη διαφορά μεταξύ του κόστους της νέας μετοχής και των διανεμόμενων κερδών, πράγμα που οδηγεί τις επιχειρήσεις στη χρηματοδότηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με παρακρατηθέντα κέρδη και όχι με νέο μετοχικό κεφάλαιο.

Οι προτιμήσεις των μετόχων

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Κατά τη χάραξη της μερισματικής πολιτικής η εταιρία λαμβάνει υπόψη αυτούς τους παράγοντες προκειμένου να ασκήσει την καλύτερη δυνατή πολιτική. Αν τα μερίσματα επιβαρύνονται με υψηλούς φόρους τότε είναι πιθανό να προτιμηθούν τα κεφαλαιακά κέρδη από τα μερίσματα. Αν υπάρχουν άλλες επενδυτικές ευκαιρίες οι οποίες μπορεί να τους ενδιαφέρουν και τους επηρεάζουν άμεσα, τότε μπορεί να προτιμήσουν να λάβουν μέρισμα από άλλες ευκαιρίες επένδυσης σε άλλες επικερδείς τοποθετήσεις.

Τέλος, αν μια επιχείρηση ελέγχεται από μικρό αριθμό μετόχων, είναι πιθανό να προτιμηθεί μια πολιτική χαμηλού μερίσματος ώστε να αποφευχθεί η χρηματοδότηση από εξωτερικές πηγές.

Η παραγωγικότητα των μάνατζερ

Η παραγωγικότητα των μάνατζερ είναι ένας παράγοντας που επηρεάζει τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Ένας μάνατζερ με υψηλή παραγωγικότητα θα εξελιχθεί περισσότερο σε μια επιχείρηση από ένα μάνατζερ χαμηλής παραγωγικότητας. Ομοίως, ένας διαχειριστής με χαμηλότερη παραγωγικότητα θα επενδύσει στην επιχείρηση λιγότερο από έναν διαχειριστή υψηλότερης παραγωγικότητας (Bhattacharyya & Winnipeg, 2003). Από την πλευρά του μετόχου ένας μάνατζερ με χαμηλότερη παραγωγικότητα θα δημιουργήσει περισσότερο πλούτο για τον ίδιο μέτοχο.

Σχέδια επανεπένδυσης των μερισμάτων (DRIPs)

Ένας άλλος παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης είναι η χρήση των DRIPs. Οι μεγάλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα DRIPs και μέσω αυτών οι μέτοχοι μπορούν να επανεπενδύσουν τα μερίσματα τους μέσα στην ίδια την επιχείρηση προκειμένου να αποκομίσουν μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον (F.Brigham & Houston, 2004). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη τακτική η επιχείρηση δεν πωλεί τις μετοχές της στην ελεύθερη αγορά για νέους μετόχους, αλλά καλεί τους ήδη υπάρχοντες μετόχους να προβούν πρώτοι στην αγορά των νέων μετοχών. Από την πλευρά του μετόχου υπάρχει η άποψη ότι εάν η επιχείρηση πληρώνει καλύτερα μερίσματα από τις άλλες εταιρείες, τότε οι μέτοχοι θα πρέπει να βλέπουν με ιδιαίτερο ενδιαφέρον τα DRIPs.

Διστακτικότητα της επιχείρησης για τη μείωση μερισμάτων

Ιδιαίτερος παράγοντας ο οποίος μπορεί να επηρεάσει τη μερισματική πολιτική είναι η διστακτικότητα της επιχείρησης να μειώσει το ποσό των μερισμάτων. Οι επιχειρήσεις αισθάνονται απροθυμία να μειώσουν το ιστορικό ποσοστό του διανεμομένου μερίσματος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η μείωση του μερίσματος θεωρείται ως ένα αρνητικό σημάδι και για την αγορά αλλά και για τον μέτοχο (R.Emery, Finnerty, & D.Stowe, 2007). Από την πλευρά του μετόχου επικρατεί η άποψη ότι η μείωση του μερίσματος σημαίνει ότι η εταιρία, πλέον, δεν είναι τόσο οικονομικά ισχυρή όσο ήταν πριν και γι' αυτό έχουν μειωθεί τα μερίσματα.

Θεσμικοί Παράγοντες (Νομοθεσία - Φορολογία)

Μερικές φορές η κυβέρνηση ρυθμίζει το όριο της καταβολής του μερίσματος με σκοπό τη διατήρηση μιας ορθολογικής ανάπτυξης στον πλούτο των μετόχων. Η κυβέρνηση παρεμβαίνει στη μερισματική πολιτική των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων με την καθιέρωση νόμων, κανονισμών και ενδοεταιρικών κανονισμών για την ασφάλεια των μετόχων και για τις οικονομικές συνθήκες της χώρας. Για παράδειγμα, κάποτε στην Ιαπωνία, η κατευθυντήρια γραμμή μερίσματος που εκδόθηκε από το Υπουργείο Οικονομικών (MOF) της Ιαπωνίας, περιόρισε τη διανομή μερίσματος από τις Ιαπωνικές τράπεζες στο 40% του καθαρού τους εισοδήματός (Kato, Kunimura & Yoshida, 1997). Σύμφωνα με τους Burkart, Panunzi, & Sheleifer (2003), ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες που συμβάλλει στη διαμόρφωση της ελκυστικότητας μια εταιρίας είναι η νομική προστασία για τους μετόχους εκτός αυτής από τυχόν παραπληροφόρηση εκ των έσω. Έτσι, συμπεραίνουμε ότι οι κανόνες, οι κανονισμοί και οι νόμοι διαδραματίζουν ρόλο ζωτικής σημασίας στην ανάπτυξη και επιλογή της μερισματικής πολιτικής προκειμένου να εξασφαλιστεί η επιστροφή πλούτου στους μετόχους ενώ επίσης υπάρχουν για να περιβάλλουν την εταιρεία σε ένα πλαίσιο νομιμότητας.

Σηματοδότηση (Signaling Theory)

Η θεωρία σηματοδότησης επισημαίνει ότι η τιμή των μετοχών δεν επιδρά στο ποσοστό της διανομής μερίσματος από μόνη της αλλά και οι πληροφορίες που έχουν οι μέτοχοι για πιθανή αλλαγή στο ποσό του μερίσματος που αλλά και οι πληροφορίες για τις προοπτικές της επιχείρησης. Ο Lasher (2000) υποστηρίζει ότι η μείωση του ποσού του διανεμόμενου μερίσματος, λαμβάνεται ως τρομακτική είδηση. Έρχεται συνήθως μετά από συνεχή μείωση των κερδών, και αναφέρει ότι η διοίκηση της επιχείρησης αναμένει ότι δεν θα έχει τα ρευστά διαθέσιμα του παρελθόντος. Οι Brigham, Gapenski και Ehrhardt (1999) επισημάναν ότι όπως και άλλες θεωρίες που αφορούν τη μερισματική πολιτική, έτσι και οι έρευνες για τη θεωρία της σηματοδότησης έχουν ανάμεικτα αποτελέσματα. Σίγουρα η ανακοίνωση της επιχείρησης για τα μερίσματα εμπεριέχει μια κάποια πληροφόρηση. Ωστόσο, είναι δύσκολο να πει κανείς κατά πόσον οι μεταβολές των τιμών των μετοχών οι οποίες ακολουθούν την αυξομείωση των μερισμάτων επηρεάζουν μόνο τη σηματοδότηση (signaling) ή εάν επηρεάζονται μαζί και οι προτιμήσεις των μετόχων για μερίσματα. Ο Pettit (1977), οι Nissim και Ziv (2001) και ο Bali (2003) υποστήριξαν και ανέπτυξαν τη θεωρία της σηματοδότησης. Ο Bhattacharya (1980) στη δική του θεωρία σηματοδότησης δήλωσε ότι οι πληροφορίες σε σχέση με τα μερίσματα δημιουργούν ασυμμετρία μεταξύ των μάνατζερ και των κατόχων μετοχών κατά τη μεταφορά εμπιστευτικών πληροφοριών που αφορούν τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας.

Ασύμμετρη πληροφόρηση και πληροφορικό περιεχόμενο των μερισμάτων

Σε μια συμμετρικά ενημερωμένη αγορά, όλοι οι ενδιαφερόμενοι συμμετέχοντες έχουν τις ίδιες πληροφορίες σχετικά με μια επιχείρηση, συμπεριλαμβανομένων των μάνατζερ, των τραπεζιτών, των μετόχων, και άλλων. Ωστόσο, αν μια ομάδα από αυτές έχει μεγαλύτερη πληροφόρηση σχετικά με την τρέχουσα κατάσταση και τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης, υπάρχει μια ασυμμετρία πληροφόρησης. Οι περισσότεροι ακαδημαϊκοί και επιστήμονες πιστεύουν ότι οι μάνατζερ έχουν μεγαλύτερη πληροφόρηση όσον αφορά τις επιχειρήσεις τους σε σχέση με άλλα

ενδιαφερόμενα μέρη. Οι αλλαγές στα μερίσματα (αυξήσεις και μειώσεις), η έναρξη καταβολής μερίσματος (πρώτη φορά τα μερίσματα ή η επανέναρξη καταβολής μερισμάτων μετά από μακρά παύση), και η κατάργηση των πληρωμών μερισμάτων ανακοινώνονται τακτικά στα οικονομικά ΜΜΕ. Σε απάντηση στις εν λόγω ανακοινώσεις, οι τιμές των μετοχών αυξάνουν συνήθως μετά τις αυξήσεις μερίσματος και κατά την έναρξη καταβολής μερισμάτων, και οι τιμές των μετοχών συνήθως μειώνονται μετά τη μείωση του μερίσματος ή το τέλος καταβολής μερισμάτων. Η ιδέα ότι οι πληρωμές μερισμάτων μπορεί να δείχνουν τις προοπτικές μιας επιχείρησης φαίνεται να είναι αποδεκτά από τους οικονομικούς διευθυντές (CFOs) των μεγάλων εταιρειών των ΗΠΑ. Σε μια έρευνα που πραγματοποιήθηκε σε αυτά τα στελέχη από τους Abrutyn και Turner (1990), το 63% των ερωτηθέντων έδωσε ως εξήγηση σαν πρώτο λόγο για πληρωμές μερισμάτων την εντόπωση που δίνει η εταιρία στις αγορές. Η πληροφόρηση σχετικά με τις προοπτικές μιας επιχείρησης μπορεί να περιλαμβάνει τα τρέχοντα σχέδια της επιχείρησης και τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες της. Η μερισματική πολιτική της επιχείρησης, είτε αποκλειστικά είτε σε συνδυασμό με άλλα σημάδια, όπως ανακοινώσεις, μπορεί να επικοινωνεί αυτές τις πληροφορίες σε λιγότερο ενημερωμένες αγορές. Εμπειρικές μελέτες πραγματοποιήθηκαν αρκετές σε αυτόν τον τομέα συμπεριλαμβανομένων αυτών των Akerlof (1970), του Bhattacharya με το μοντέλο του 1979, των John και Williams με το μοντέλο του 1985, των Miller και Rock με το μοντέλο του 1985, των Constantinides και Grundy (1989), των John και Nachman (1986) και των Kale και Noe (1990). Οι Allen, Bernado και Welch (2000) και ο Pettit (1972) τεκμηρίωσαν ότι τις ανακοινώσεις για αυξήσεις μερισμάτων ακολουθούν σημαντικές αυξήσεις των τιμών και ότι οι ανακοινώσεις για μείωση του μερίσματος ακολουθείται από σημαντική πτώση των τιμών. Άλλες όμως εμπειρικές μελέτες έδειξαν ανάμικτα στοιχεία, χρησιμοποιώντας στοιχεία από τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και τις αγορές της Σιγκαπούρης. Ο Bhattacharya (1979), οι John και Williams (1985), και οι Miller και Rock (1985) υποστήριξαν ότι οι ασυμμετρίες πληροφόρησης μεταξύ των επιχειρήσεων και των εκτός αυτής μετόχων μπορεί να διατελέσει ένα είδος σηματοδότης.

Κόστος Αντιπροσώπευσης (Agency Cost)

Σε αρκετές εταιρίες οι διοικούντες δε συμπίπτουν, όσον αφορά τους στόχους, με τους ιδιοκτήτες – μετόχους. Ο αντικειμενικός σκοπός των ιδιοκτητών μιας εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου τους μέσω της αύξησης της τιμής της μετοχής. Αντιθέτως, οι διοικούντες μπορεί να έχουν διαφορετικούς στόχους και να δρουν υπέρ των δικών τους συμφερόντων. Σε αυτήν την περίπτωση, υπάρχει μια σύγκρουση αντιπροσώπευσης μεταξύ μετόχων και διοικούντων και οι μέτοχοι αναλαμβάνουν τις δαπάνες που σχετίζονται με τον έλεγχο των δραστηριοτήτων των διοικούντων, οι οποίες καλούνται κόστη αντιπροσώπευσης. Οι Jensen και Meckling (1976) έδειξαν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης αυξάνεται όταν οι μάνατζερ λειτουργούν περισσότερο για λογαριασμό τους παρά για λογαριασμό των μετόχων ενώ διαπίστωσαν ότι υπάρχει επίσης αύξηση όταν οι μάνατζερ χρησιμοποιούν τα ελεύθερα ταμειακά διαθέσιμα προκειμένου να εισπράξουν αυτοί τα μπόνους τους. Αντίθετα, το μοντέλο του Rozeff (1982) και τα αποτελέσματα του δείχνουν ότι οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι κίνδυνοι, τα διάφορα προβλήματα και το μέγεθος του οργανισμού επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική. Οι Crutchley και Hansen (1989) και Moh'd, Perry και Rimbey (1995) υποστηρίζουν τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης για τα μερίσματα. Ενώ και οι Michel (1979), Dempsey, Laber, και Rozeff (1993) Barclay, Smith, και Watts (1995), Casey και Theis (1997) και Casey και Dickens (2000) τείνουν να υποστηρίζουν τη θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης. Η θεωρία οι οποία παρουσιάστηκε από τους Meckling και Jensen (1976) εστιάζεται στη σύγκρουση μεταξύ του διαχειριστή και του μετόχου και στο γεγονός ότι το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που ελέγχονται από τον εντός της επιχείρησης ιδιοκτήτη επηρεάζει τη μερισματική πολιτική. Οι Crutchely και Hansen (1989) υποστήριξαν ότι τρεις μεταβλητές μπορούν να ελέγχουν το κόστος αντιπροσώπευσης μιας επιχείρησης και αυτές είναι η κατοχή μετοχών από τον ίδιο τον μάνατζερ, η εταιρική μόχλευση και η εταιρικές πληρωμές μερισμάτων. Τα κόστη αυτά μειώνονται σημαντικά εάν οι εταιρείες εκδίδουν νέες μετοχές ή ομολογίες, διότι οι αποφάσεις των διοικήσεών τους ελέγχονται συχνότερα από διάφορους εξωτερικούς αναλυτές.

Άρα, όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών, τόσο συχνότερα θα αντλεί κεφάλαια η εταιρεία από την κεφαλαιαγορά και θα μειώνονται τα κόστη αντιπροσώπευσης (Βασιλείου, 1999).

1.4 Προσδιορισμός των Ερευνών περί Μερισματικής Πολιτικής (διαχρονικά)

Η πρώτη έρευνα πραγματοποιήθηκε από τον Lintner (1956), ο οποίος βασίστηκε στα οικονομικά δεδομένα Αμερικανικών εταιριών στα μέσα της δεκαετίας του 1950. Ανέπτυξε ένα συμπαγές μαθηματικό μοντέλο το οποίο βασιζόταν σε μια έρευνα 28 καθιερωμένων βιομηχανικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ. Η μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η απόφαση περί μερισματικής πολιτικής βασίζεται στην τρέχουσα κερδοφορία και εν μέρει στα μερίσματα του προηγούμενου έτους. Από τότε υπήρξε μια συνεχής συζήτηση για την μερισματική πολιτική της οποίας τα αποτελέσματα θα λέγαμε ότι είναι ποικιλόμορφα.

Οι Fama και Babiak (1968) δοκίμασαν το μοντέλο του Lintner πάνω σε δεδομένα από 392 μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις της Βορείου Αμερικής για τα έτη 1946-1964 προκειμένου να εντοπίσουν στοιχεία περί της μερισματικής πολιτικής που ακολουθείται και πώς αυτή προκύπτει. Υποστήριξαν ότι οι επιχειρήσεις θα επιχειρήσουν να αυξήσουν τα μερίσματα μόνο όταν αυτά θα μπορούν να διατηρηθούν και στο μέλλον, ενώ κατέληξαν και στο συμπέρασμα ότι μοντέλο του Lintner περί μερισματικής πολιτικής έχει καταφέρει να εξηγήσει αρκετά καλά τις αλλαγές στη μερισματική πολιτική μεμονωμένων επιχειρήσεων.

Οι Black & Scholes (1974) χρησιμοποίησαν στοιχεία του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για μια περίοδο 40 ετών και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να αποδειχτεί εάν η μερισματική πολιτική επηρεάζει άμεσα τις αποδόσεις των μετοχών. Υποστήριξαν επίσης ότι εάν λάβουμε ως δεδομένο ότι υπάρχει ένα επίπεδο κινδύνου, ο επενδυτής που θα επιθυμούσε να μεγιστοποιήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του επιλέγοντας μετοχές με υψηλές μερισματικές αποδόσεις, πιθανόν να κατέληγε σε ένα μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο με απόδοση μικρότερη από αυτή που θα είχε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Ο Black (1976) υποστήριξε ότι η πληρωμή των μερισμάτων μπορεί να μετριάσει ένα πιθανό πρόβλημα υπερεπένδυσης, διότι με την καταβολή των μερισμάτων μειώνεται η ποσότητα των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Ο Blume (1980) χρησιμοποιώντας τα ίδια στοιχεία με τους Black & Scholes (1974) για την ίδια χρονική περίοδο, ανέφερε ότι ο μέσος όρος των κερδών των μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα ήταν υψηλότερος από αυτόν των μετοχών που πληρώνουν μέρισμα όταν εξετάζονται συνολικά. Μόνο οι μετοχές με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση είχαν υψηλότερο μέσο όρο κερδών. Ο Blume ήταν ο πρώτος ο οποίος παρατήρησε ότι η σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στα συνολικά κέρδη μπορεί να αποδοθεί διαγραμματικά με μια καμπύλη σχήματος U (U shape), με τους φόρους να μην επηρεάζουν τη σχέση μεταξύ μερισματικής απόδοσης και κερδών προ φόρων.

Ο Rozeff (1982) ανέπτυξε ένα μοντέλο για τη λήψη αποφάσεων περί μερισματικής πολιτικής, το οποίο είναι κατάλληλο για χρήση τόσο σε διαφορετικές χρονικές περιόδους όσο και σε διάφορους τομείς της οικονομίας. Βρήκε πέντε στατιστικά σημαντικές μεταβλητές: τον συντελεστή beta (συστηματικός κίνδυνος), το ποσοστό εσωτερικής ιδιοκτησίας, ο ρυθμός ανάπτυξης παρελθόντων κερδών, ρυθμός αύξησης των προβλέψεων για κέρδη και ο αριθμός των κοινών μετόχων.

Οι Shefrin και Statman (1984) ανέπτυξαν μια θεωρία για την μερισματική πολιτική με βάση το γεγονός ότι ακόμη και αν το ποσό των μετρητών που αποδοθεί είναι το ίδιο, μπορεί να παίξει ρόλο για τον επενδυτή εάν τα μετρητά έρχονται σε αυτόν με τη μορφή μερισμάτων ή υπεραξίας. Το μοντέλο τους βασίζεται σε μια θεωρία περί συμπεριφοράς των επενδυτών (behavioral theory). Στη θεωρία αυτή οι επενδυτές θέλουν μερίσματα λόγω του αυτοελέγχου που διακατέχει έναν επενδυτή. Η επίδραση που περιγράφεται από τους Shefrin και Statman (1984) είναι ιδιαίτερα ισχυρή σε ηλικιωμένους (συνταξιούχους) επενδυτές, καθώς έχουν ελάχιστο ή καθόλου εισόδημα από εργασία και βασίζονται περισσότερο σε εισοδήματα από κινητές αξίες. Οι Shefrin και Statman (1984) αναφέρονται σε αυτό ως την συμπεριφορά του κύκλου ζωής.

Ο Easterbrook (1984) υποστήριξε ότι τα μερίσματα μειώνουν το πρόβλημα της υπερεπένδυσης γιατί η πληρωμή των μερισμάτων αυξάνει τη συχνότητα με την οποία οι επιχειρήσεις απευθύνονται στις αγορές, προκειμένου να αντλήσουν πρόσθετα κεφάλαια. Κατά τη διαδικασία της προσέλκυσης νέων κεφαλαίων, οι επιχειρήσεις υποτάσσονται στην εποπτεία και την πειθαρχία των αγορών. Αυτό μειώνει το κόστος αντιπροσώπευσης. Η επαναγορά των μετοχών έχει τα ίδια αποτελέσματα.

Ο Keim (1985) παρατήρησε και αυτός την καμπύλη σχήματος U στη σχέση μερισματικής απόδοσης και κερδών, για τις μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης την περίοδο 1931 έως 1978, επιβεβαιώνοντας και την υπόθεση ότι η φορολογία δεν έχει καμία επίδραση σε αυτή τη σχέση. Χρησιμοποιώντας μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις των αναμενόμενων μερισματικών αποδόσεων, διαπίστωσε ότι ένα μεγάλο μέρος της σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των μερισματικών αποδόσεων οφείλεται στη μη γραμμική σχέση μεταξύ τους κατά το μήνα Ιανουάριο. Οι εκτιμήσεις των συντελεστών παλινδρόμησης των μερισματικών αποδόσεων ήταν σημαντικά μεγαλύτερες από αυτές των άλλων μηνών, το μέγεθος των οποίων ήταν τέτοιο που δε μπορούσαν να ερμηνευτούν ως φορολογικά κλιμάκια που χρησιμοποιούνται σε διάφορα μοντέλα αποτίμησης. Ο προσδιορισμός της καμπύλης U έγινε βάσει του μεγέθους των εταιρειών. Εταιρίες μικρού μεγέθους κατατάσσονταν σε δυο ομάδες. Η μια ομάδα περιελάμβανε εταιρίες με μηδενική μερισματική απόδοση και η άλλη εταιρίες με την υψηλότερη μερισματική απόδοση. Οι μεγάλες εταιρίες δεν είχαν και την υψηλότερη δυνατή μερισματική απόδοση.

Σύμφωνα με τη θεωρία της υπερεπένδυσης του Jensen (1986), οι διαχειριστές έχουν ως στόχο να διευρυνθεί το μέγεθος της επιχείρησης, και επομένως μπορεί να ανεχθούν μια αρνητική NPV (Net Present Value), αντί να πληρώνουν μερίσματα. Οι μάνατζερ πιστεύουν ότι μια μεγάλη επιχείρηση έχει και περισσότερο πρεστίτζ και οι επενδυτές μπορούν να κερδίσουν περισσότερα από αυτά που θα κέρδιζαν από μια μικρότερη επιχείρηση.

Οι Baker, Farrelly και Edelman (1986) με έρευνα που πραγματοποίησαν σε 318 εταιρίες του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι κυριότεροι προσδιοριστικοί παράγοντες των μερισμάτων είναι το αναμενόμενο επίπεδο των μελλοντικών κερδών και ο τρόπος που καταβλήθηκαν τα μερίσματα κατά το παρελθόν.

Οι Fama και French (1988) ανέλυσαν, επίσης, τις μετοχές του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης για την περίοδο 1927-1986. Εξετάζοντας την παλινδρόμηση των μελλοντικών κερδών με τις τρέχουσες μερισματικές αποδόσεις και χρησιμοποιώντας διαφορετικούς χρονικούς ορίζοντες, παρατήρησαν ότι όσο μεγαλύτερος ήταν ο χρονικός ορίζοντας, τόσο μεγαλύτερη ήταν η διακύμανση των κερδών η οποία μπορούσε να εξηγηθεί από τη διακύμανση των μερισματικών αποδόσεων.

Ο Levis (1989) ήταν ο πρώτος ο οποίος ασχολήθηκε και ανέλυσε τις μετοχές του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για να εξηγήσει την επιρροή των μερισματικών αποδόσεων στα κέρδη των μετοχών. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το 1961 έως το 1985 και δημιουργώντας διαφορετικά χαρτοφυλάκια, απέδειξε ότι η μερισματική απόδοση και ο δείκτης «Τιμή προς Κέρδη» έχουν σημαντικότερη επίδραση στα κέρδη απ' ό,τι η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης και η τιμή της μετοχής.

Ο Christie (1990) ανέλυσε τις διαφορές στα κέρδη ανάμεσα σε μετοχές που πληρώνουν μέρισμα και σε αυτές που δεν πληρώνουν μέρισμα οι οποίες ανήκουν και αυτές στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Για την περίοδο 1926 έως 1985 παρατηρήθηκε και πάλι η καμπύλη σχήματος U, με τη διαφορά όμως ότι από το 1946 τα κέρδη των οργανισμών που δεν πλήρωναν μέρισμα ήταν αρνητικά (εκτός από το μήνα Ιανουάριο) με αποτέλεσμα την αύξηση της λειτουργίας των κερδών και της μερισματικής απόδοσης. Ωστόσο, καθώς οι εταιρίες που πλήρωναν μερίσματα άλλαξαν μέσα στα επόμενα χρόνια, έδειξε ότι οι προσδοκώμενες επιρροές των μερισμάτων ήταν εξίσου σημαντικές με αυτές της φορολογίας.

Οι Pruitt και Gitman (1991) ρώτησαν τους οικονομικούς διευθυντές των 1000 μεγαλύτερων εταιριών της Αμερικής οι οποίοι ανέφεραν ότι τα παρόντα κέρδη και τα κέρδη των παρελθόντων ετών είναι σημαντικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν της μερισματική πολιτική όπως και το ρίσκο το οποίο εμπεριέχεται.

Μια σειρά ερευνών, συμπεριλαμβανομένων αυτών των Comment και Jarrell (1991) και Ikenberry, Lakonisok και Vermaelen (1995) εντόπισαν ότι οι ανακοινώσεις επαναγοράς μετοχών είναι συνδεδεμένες με σημαντικά κέρδη. Οι Ikenberry, Lakonisok και Vermaelen (1995, 2000) ανέλυσαν, επίσης, την μακροπρόθεσμη απόδοση Αμερικανικών και Καναδικών επιχειρήσεων ύστερα από την επαναγορά μετοχών.

Οι Rao, Aggarwal & Hiraki (1992) εξετάζοντας το χρηματιστήριο του Τόκυο από το 1966 έως το 1983 διαπίστωσαν τη σημασία της μερισματικής απόδοσης και τη θετική σχέση με τη συνολική απόδοση όπως και στην Αμερικανική αγορά. Η σχέση αυτή επικράτησε μόνο τους μήνες Ιανουάριο, Μάρτιο, Ιούνιο και Δεκέμβριο. Η επίδραση της μερισματικής απόδοσης είναι ισχυρότερη τον Ιανουάριο (όπως και στις ΗΠΑ), ενώ παραμένει σημαντική ακόμα και μετά τον έλεγχο της επίδρασης του μεγέθους της κάθε εταιρίας. Επιπροσθέτως, η σχέση αυτή δε μπορεί να οφείλεται σε φορολογικούς παράγοντες, κάτι το οποίο προκύπτει από το ύψος των συντελεστών της μερισματικής απόδοσης.

Οι Clinebell et al. (1993) προσπάθησαν να εξετάσουν αν οι μετοχές που πληρώνουν υψηλό μέρισμα έχουν χαμηλότερο συστηματικό κίνδυνο (συντελεστής β) σε πτωτικές αγορές παρά σε αγορές με άνοδο. Για την περίοδο από το 1966 έως το 1989, η θέση αυτή δεν επαληθευτικέ, που σημαίνει ότι οι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση δεν μπορούν να προστατέψουν τους επενδυτές από τους κινδύνους αρνητικών εξελίξεων.

Οι Gombola & Liu (1993) εντόπισαν θετική σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στη συνολική απόδοση της μετοχής, σε μια περίοδο όπου οι επενδυτές πωλούν τις μετοχές τους λόγω αναμενόμενης πτώσης των τιμών. Αντίθετα, η σχέση αυτή ήταν αρνητική κατά τη διάρκεια περιόδων με αυξημένες τιμές μετοχών.

Η αλλαγή στη σχέση αυτή μεταξύ των δυο αυτών περιόδων είναι ένα ξεχωριστό αποτέλεσμα, το οποίο δε σχετίζεται με την «επίδραση του Ιανουαρίου» που αναφέρθηκε σε προηγούμενες έρευνες, ενώ λαμβάνονται υπόψη τόσο το μέγεθος της εταιρείας όσο και ο συστηματικός κίνδυνος.

Οι Schooley και Barney (1994), χρησιμοποιώντας δεδομένα από τις ΗΠΑ, τεκμηρίωσαν τη σχέση σχήματος U μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της ιδιοκτησίας μέσω Διευθύνοντων Συμβούλων. Η ιδιοκτησία μέσω διευθύνοντος συμβούλου δεν είναι πάντα το καλύτερο μέσο εσωτερικής διοίκησης μιας και συχνά άλλα μέλη του, εκτός του διευθύνοντος συμβούλου κατέχουν σημαντικό μερίδιο των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας.

Οι Goetzmann & Jorion (1995) εξέτασαν το κατά πόσο οι μερισματικές αποδόσεις μπορούν να προβλέψουν μακροπρόθεσμα τα κέρδη των μετοχών. Χρησιμοποιώντας τις μετοχές του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης σε μηνιαία βάση από το 1872 έως το 1992 και του Βρετανικού Χρηματιστηρίου σε ετήσια βάση από το 1871 έως το 1992, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχουν ισχυρές αποδείξεις που να δικαιολογούν αυτές τις προβλέψεις.

Σύμφωνα με τους McQueen, Shields & Thorley (1997), η σύγκριση μεταξύ ενός χαρτοφυλακίου με 10 μετοχές με τη μεγαλύτερη μερισματική απόδοση και ενός άλλου χαρτοφυλακίου με 30 μετοχές του δείκτη Dow Jones, είχε ως αποτέλεσμα τη στατιστικά υψηλότερη μέση απόδοση του χαρτοφυλακίου με τις 10 μετοχές κατά τη διάρκεια των ετών 1946-1995. Ωστόσο το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο οδηγούσε σε υψηλότερο κίνδυνο, υψηλότερα κόστη συναλλαγών και υψηλότερα ποσοστά φορολόγησης και έτσι το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερβαίνει το άλλο. Οικονομικά όμως το ένα χαρτοφυλάκιο δεν υπερνικούσε το άλλο παρά μόνο σε ορισμένες υποπεριόδους, γεγονός που μπορεί να οφειλόταν σε τυχαίους παράγοντες.

Οι Morgan και Thomas (1998) περίμεναν μια αρνητική σχέση ανάμεσα στη μερισματική απόδοση και στα συνολικά κέρδη εξαιτίας της υψηλότερης φορολογίας των κερδών κεφαλαίου έναντι των μερισμάτων στη Βρετανία. Διαπίστωσαν ότι οι μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση είχαν θετικές αποδόσεις, ενώ, οι μετοχές με

χαμηλή μερισματική απόδοση είχαν αρνητικές αποδόσεις. Με δεδομένα από το 1975 έως το 1993 παρατήρησαν την καμπύλη σχήματος U όπως οι Blume (1980) και Keim (1985) για τα δεδομένα της Αμερικής.

Ο Olantundun (2000) έχει μελετήσει τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διανομή μερισμάτων στη Νιγηρία χρησιμοποιώντας το μοντέλο των Lintner-Brittain και τις παραλλαγές του σχετικά με τα συγκεντρωτικά στοιχεία των cross sectional / time series για πλήρες δείγμα παρατηρήσεων την περίοδο 1984 έως 1994. Τα μοντέλα υπολογίστηκαν χρησιμοποιώντας την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων (OLS).

Τα αποτελέσματα της μελέτης έδειξαν ότι δεν υπάρχουν σημαντικές αλληλεπιδράσεις μεταξύ του συμβατικού μοντέλου των Lintner - Brittain και στις αποφάσεις περί μερισματικής πολιτικής στις επιχειρήσεις της Νιγηρίας. Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η συμπεριφορά των επιχειρήσεων της Νιγηρίας όσον αφορά το μέρισμα εξαρτάται από τις προοπτικές ανάπτυξης, το επίπεδο της μόχλευσης και το μέγεθος των επιχειρήσεων.

Οι Baker και Powell (2000) κατέληξαν στο συμπέρασμα από την έρευνα τους στις εισηγμένες εταιρίες στο NYSE ότι καθοριστικοί παράγοντες για το μέγεθος του μερίσματος είναι η βιομηχανία και συγκεκριμένα τα αναμενόμενα επίπεδα των μελλοντικών κερδών είναι ο πιο καθοριστικός παράγοντας.

Ο Pandey (2001) χρησιμοποιώντας δείγμα από 1729 επιχειρήσεις της Μαλαισίας μέσω μιας ανάλυσης Panel Data, διαπίστωσε ότι το επίπεδο του κινδύνου, το οποίο μετράται από τον συντελεστή β είναι σημαντικό για τη μέτρηση της μερισματικής απόδοσης.

Οι McManus et al. (2002) ανέλυσαν την επίδραση του αριθμοδείκτη διανομής (Payout Ratio) στη σχέση μερισματικής απόδοσης - απόδοσης μετοχής για την περίοδο από το 1958 έως το 1997, χρησιμοποιώντας μετοχές του Βρετανικού Χρηματιστηρίου. Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο αριθμοδείκτης διανομής έχει σημαντική επίδραση στη στατιστική σημαντικότητα της μερισματικής απόδοσης όσον αφορά την απόδοση των μετοχών.

Λόγω της ποικιλομορφίας των μοντέλων που εξηγούν την πολιτική πληρωμής των μερισμάτων, οι Frankfurter και Wood Jr. (2002) έκαναν μια συλλογή των διαφόρων αυτών μοντέλων με σκοπό να διερευνηθεί η σύγκρουση μεταξύ των διαφόρων θεωρητικών και εμπειρικών μοντέλων που προσπαθούν να εξηγήσουν την μερισματική πολιτική των εταιριών. Οι συγγραφείς εξέτασαν τις μεθόδους και τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται από κάθε μοντέλο με σκοπό να ανακαλύψουν ένα μοντέλο ή ένα σύνολο μεταβλητών που να είναι σε θέση να εξηγήσει τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων σχετικά με την πληρωμή των μερισμάτων σε μετρητά. Τα ευρήματά τους δεν υποστηρίζουν τις προβλέψεις και οι συγγραφείς επισημαίνουν ότι τέτοιου είδους αντιφάσεις μειώνουν την υποστήριξη από εμπειρικά ευρήματα στις θεωρίες μερίσματος. Υποστηρίζουν, επίσης, ότι τα μερίσματα μπορεί να περιέχουν πληροφορίες, αλλά η χρήση τους ως προϊόν σηματοδότησης δεν εξηγεί το γιατί οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα. Η σηματοδότηση είναι ακόμα πιο αμφίβολη λόγω της ασάφειας που συνδέεται με τα σημάδια που λαμβάνονται (σταθερότητα των ταμειακών ροών vs απουσία καλών επενδυτικών ευκαιριών).

Οι Grullon και Michaely (2002) πραγματοποίησαν μια εκτεταμένη έρευνα για τις επαναγορές μετοχών σε ένα σύνολο δεδομένων προερχόμενο από τις ΗΠΑ μεταξύ 1972 και 2000. Τα κυριότερα ευρήματά τους ήταν: (α) Οι επαναγορές τείνουν να γίνονται όλο και πιο σημαντική μορφή καταβολής μερίσματος στους μετόχους, (β) οι πόροι που χρησιμοποιούνται σε επαναγορές προέρχονται κυρίως από εκείνους που θα έπρεπε κανονικά να χρησιμοποιηθούν για να αυξηθούν τα ποσά των μερισμάτων, (γ) οι νεότερες επιχειρήσεις είναι πιθανότερο να διανέμουν σε μετρητά μέσω επαναγορών και (δ) το ποσό που καταβλήθηκε σε μερίσματα από τις επιχειρήσεις, αν και υψηλό, μειώνεται σε σχετικούς όρους, από τα μέσα της δεκαετίας του '80, ενώ η αξία της επαναγοράς έχει αυξηθεί σημαντικά. Επιπλέον, η αξία των επαναγορών διατηρεί την συνολική πληρωμή μερισμάτων σε σχετικά σταθερά επίπεδα μεταξύ του 1985 και του 2000. (ε) Οι επιχειρήσεις που μειώνουν το ποσό επαναγοράς ιδίων μετοχών μέσω προγραμμάτων επαναγοράς δέχονται μια μείωση των τιμών των μετοχών τους, οι οποίες είναι σημαντικά χαμηλότερες από τις επιχειρήσεις που κόβουν τα μερίσματα στο ίδιο ποσό.

Οι Arnott και Asness (2003) με βάση μια μελέτη τους στις Αμερικανικές χρηματιστηριακές αγορές (S&P 500) διαπίστωσαν ότι τα υψηλότερα ποσοστά πληρωμής των μερισμάτων σχετίζονται με υψηλότερη αύξηση των μελλοντικών κερδών.

Οι Visscher & Filbeck (2003) εξέτασαν την αποδοτικότητα της επενδυτικής στρατηγικής κατά την οποία επιλέχθηκαν οι μετοχές με την υψηλότερη μερισματική απόδοση, στο χρηματιστήριο του Καναδά. Το διάστημα που εξετάστηκε ήταν τα 10 πρώτα χρόνια λειτουργίας του δείκτη Τορόντο 35 και προέκυψε ότι, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων με την υψηλότερη μερισματική απόδοση ήταν επαρκείς για να αντισταθμίσουν τους υψηλούς φόρους και το κόστος συναλλαγών. Ακόμα και οι δείκτες Sharpe και Treynor, οι οποίοι μετρούν τα επιπλέον κέρδη υπολογίζοντας το σύνολο των κινδύνων και τα επιπλέον κέρδη υπολογίζοντας τον κίνδυνο της αγοράς αντίστοιχα, έδειξαν ότι η συγκεκριμένη στρατηγική αποδίδει υψηλότερα κέρδη προσαρμοσμένα στον κίνδυνο που αντιμετωπίζουν. Η ίδια αποτελεσματικότητα παρουσιάστηκε όταν χρησιμοποιήθηκε και ένας πιο ευρύς δείκτης όπως ο Τορόντο 300.

Οι Eriotis και Vasiliou (2004) με ένα δείγμα 149, εισηγμένων στο ΧΑΑ, εταιριών και για την περίοδο 1996 έως 2001 έδειξαν ότι οι Ελληνικές επιχειρήσεις διαμορφώνουν τη μερισματική τους πολιτική ανάλογα με τα κέρδη τους και είναι αρκετά διστακτικές να την μεταβάλλουν ανά τακτά χρονικά διαστήματα.

Ο Lewellen (2004) έδειξε ότι η μερισματική απόδοση των μετοχών του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης τόσο για την περίοδο 1946-2000, όσο και για διάφορες υποπεριόδους, μπορεί να προβλέψει τις αποδόσεις των μετοχών. Την ίδια πρόβλεψη αλλά όχι στον ίδιο βαθμό μπορούν να παρέχουν και άλλοι δείκτες όπως η Χρηματιστηριακή προς Λογιστική Αξία και τα Κέρδη προς Τιμή μετοχής.

Οι Brunarski, Harman & Kehr (2004) αλλά και οι Pattenden & Twite (2008) εξέτασαν τη βέλτιστη οικονομική δομή των επιχειρήσεων και ισχυρίστηκαν ότι τα περιουσιακά στοιχεία και η σύνθεση των ιδίων κεφαλαίων που αφορούν τη διάρθρωση του κεφαλαίου είναι πολύ σημαντικοί παράγοντες στην απόφαση της

επιχείρησης για τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει. Όταν η αναλογία των ιδίων κεφαλαίων του ενεργητικού αυξάνεται, η απόφαση για το ποσό του μερίσματος θα επανεξεταστεί προς τα πάνω. Καθώς ο αριθμός των μετόχων αυξάνεται, η συμμετοχή τους θα αυξηθεί και στον τομέα της οργάνωσης της επιχείρησης και έτσι θα επηρεαστεί και η αναθεώρηση της μερισματικής πολιτικής.

Οι Kania & Bacon (2005) μελέτησαν την επίδραση της κερδοφορίας, της ανάπτυξης, του κινδύνου, της ρευστότητας και της επέκτασης της μερισματικής πολιτική μιας εταιρείας από την ανάλυση των οικονομικών δεδομένων πάνω από 10.000 εισηγμένων επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας την μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων (OLS). Η μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αναλογία πληρωμής μερίσματος επηρεάζεται σημαντικά από την αποδοτικότητα (απόδοση ιδίων κεφαλαίων), την ανάπτυξη (ανάπτυξη των πωλήσεων), τον κίνδυνο (beta), τη ρευστότητα (τρέχουσα αναλογία), τον έλεγχο (κατοχή εμπιστευτικών πληροφοριών) και την επέκταση (αύξηση των κεφαλαιακών δαπανών). Ανέφεραν, επίσης, ότι η αύξηση του ποσού των μερισμάτων δεν έχει πάντα θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης, αλλά η μείωση του μερίσματος σχεδόν πάντα οδηγεί σε χαμηλότερες τιμές μετοχών.

Οι John και Knyazeva (2006), επίσης, εξέτασαν τις επαναγορές μετοχών, αλλά στο πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης. Χρησιμοποιώντας στοιχεία από επιχειρήσεις στις ΗΠΑ μεταξύ των ετών 1992 και 2003. Τα κυριότερα αποτελέσματα έχουν ως εξής: (α) Τα μερίσματα είναι υποκατάστατα για τα χαμηλά επίπεδα της εταιρικής διακυβέρνησης. Όσο κατώτερα είναι τα επίπεδα της εσωτερικής και εξωτερικής διακυβέρνησης, τόσο υψηλότερη είναι η μερισματική πολιτική που θα ακολουθηθεί και οι πιθανότητες των επαναγορών είναι μεγαλύτερες, (β) όσο υψηλότερη είναι η απόδοση κεφαλαίου, τόσο υψηλότερο είναι το μέρισμα και οι επαναγορές και (γ) οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις πληρώνουν περισσότερα μερίσματα και επαναγοράζουν περισσότερες μετοχές.

Οι Zhou και Ruland (2006) εξέτασαν τις πιθανές επιπτώσεις της πληρωμής των μερισμάτων για τη ανάπτυξη των μελλοντικών κερδών. Στην μελέτη τους χρησιμοποίησαν ένα δείγμα ενεργών και ανενεργών μετοχών εισηγμένων στο NYSE και NASDAQ με θετικό, μη-μηδενικό ποσοστό εκταμίευσης που καλύπτουν την

περίοδο από το 1950 έως το 2003. Η παλινδρόμηση τους είχε αποτελέσματα τα οποία έδειξαν μια ισχυρή θετική σχέση μεταξύ της αναλογίας πληρωμής μερισμάτων και της μελλοντικής ανάπτυξης των κερδών.

Οι Mancinelli και Ozkan (2006) έφεραν εις πέρας μια εμπειρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της ιδιοκτησιακής δομής των εταιριών και της μερισματικής πολιτικής σε ένα δείγμα 139 επιχειρήσεων που συναντούνται στο Ιταλικό χρηματιστήριο. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι η αναλογία πληρωμής μερίσματος συνδέεται αρνητικά με το δικαίωμα ψήφου των μεγαλύτερων μετόχων.

Οι Kyriazis & Diacogiannis (2007) εξέτασαν τη χρησιμότητα των επενδυτικών στρατηγικών που εφαρμόζονται στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, στρατηγικές οι οποίες έρχονται σε αντίθεση με αυτές που χρησιμοποιούν οι «άπειροι» επενδυτές οι οποίοι επιλέγουν μετοχές που στο παρελθόν είχαν πολύ καλή απόδοση και πωλούν μετοχές που σημείωσαν αρνητική πορεία. Ωστόσο, αρκετές φορές οι μετοχές της πρώτης κατηγορίας χαρακτηρίζονται ως υπερεκτιμημένες, ενώ οι άλλες αποδεικνύονται υποτιμημένες και συχνά προσφέρουν σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Τέτοιες μετοχές είναι συνήθως μετοχές εταιρειών του δημοσίου, οι οποίες συναλλάσσονται με μειωμένες λογιστικές αξίες, έχουν υψηλές μερισματικές αποδόσεις και χαμηλές τιμές των δεικτών «τιμή προς κέρδη» και «τιμή προς λογιστική αξία». Κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα 7 από τα 8 χρόνια που εξετάσανε, η επενδυτική στρατηγική που βασίστηκε σε χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης έδωσε πολύ υψηλές αποδόσεις. Ακόμα και σε διαστήματα που οι τιμές των μετοχών έπεφταν (2000 – 2002), μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση είχαν μικρότερες αρνητικές αποδόσεις από αυτές με μικρότερη μερισματική απόδοση. Επομένως, επενδύοντας σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση μπορεί να οδηγήσει σε υψηλά κέρδη σε περιόδους με ανοδικές τάσεις στις τιμές των μετοχών και σε μικρότερες απώλειες σε περιόδους με πτωτικές τάσεις. Επιπλέον, μια τέτοια επενδυτική στρατηγική είναι ασφαλέστερη για τους επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε αναδυόμενες αγορές όπως του Χ.Α.Α. και παρουσιάζουν παρόμοιες μεταβατικές περιόδους. Σημαντικό είναι το συμπέρασμα από την συγκεκριμένη έρευνα ότι, η υψηλή απόδοση των χαρτοφυλακίων που περιελάμβαναν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, δεν

συνοδεύονταν από ένα υψηλότερο επίπεδο κινδύνου (τυπικές αποκλίσεις) καθ' όλη την περίοδο από το 1995 έως το 2002.

Ο Malkawi (2007) μελέτησε τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την εταιρική μερισματική πολιτική στην Ιορδανία για την περίοδο μεταξύ 1989 και 2000. Το μέγεθος, η ηλικία και η κερδοφορία των επιχειρήσεων έχουν βρεθεί ότι είναι σημαντικοί προσδιοριστικοί παράγοντες της μερισματικής πολιτικής στην Ιορδανία. Τα ευρήματα παρέχουν, επίσης, σημαντική στήριξη στην υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης.

Ο Al-Twaijry (2007) μελέτησε την αναδυόμενη αγορά της Μαλαισίας. Η μελέτη επιβεβαίωσε ότι τα τρέχοντα μερίσματα επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από το παρελθόν και το μέλλον. Επίσης, τα μερίσματα σχετίζονται με τα καθαρά κέρδη σε μικρότερο όμως βαθμό. Ούτε η ηλικία της εταιρείας που καταβάλει το μέρισμα, ούτε ο τομέας του (βιομηχανική και μη-βιομηχανική) έχουν αντίκτυπο επί του ποσού που καταβάλλεται για κάθε μετοχή (DPS). Ωστόσο, το μέγεθος της επιχείρησης βρέθηκε να έχει σημαντική επίδραση στα DPS σε σύγκριση με τα τρέχοντα, τα παρελθόντα ή τα μελλοντικά καθαρά κέρδη.

Οι Brzeszczynski et al. (2008) ερευνήσαν την κερδοφορία της επενδυτικής στρατηγικής η οποία βασιζόταν σε μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση του Βρετανικού Χρηματιστηρίου για την περίοδο 1994 - 2007. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι χαρτοφυλάκια με μετοχές υψηλής μερισματικής απόδοσης είχαν υψηλότερη απόδοση από τη συνολική αγορά, χωρίς ωστόσο αυτό να συμβαίνει καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου που ανέλυσαν. Παρ' όλα αυτά, η μέση ετήσια απόδοση των χαρτοφυλακίων με τις 10 υψηλότερες μετοχές βάσει μερισματικής απόδοσης ήταν 4 φορές μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη της αγοράς. Σαν αποτέλεσμα της έρευνας προέκυψε ότι τα χαρτοφυλάκια με υψηλή μερισματική απόδοση μπορούν να είναι μια κερδοφόρος επένδυση μακροχρόνια, ωστόσο η απόδοση της μπορεί να ποικίλλει σε μικρότερες περιόδους.

Οι Anil και Karoor (2008) στην εργασία τους προσπάθησαν να αναλύσουν εμπειρικά τους καθοριστικούς παράγοντες του αναλογούντος μερίσματος του Ινδικού τομέα της τεχνολογίας της πληροφορίας. Για τα συγκεντρωτικά δεδομένα για επτά χρόνια, δηλαδή, από το 2000 έως το 2006, βρήκαν ότι οι ταμειακές ροές, ο φόρος εισοδήματος, η αύξηση των πωλήσεων και η αναλογία της αγοραίας-λογιστικής αξίας δεν εξηγεί τη δομή της πληρωμής μερίσματος στον κλάδο της πληροφορικής.

Οι Azhagaiah R. και Sabari Priya N. (2008) εξέτασαν την επιρροή που έχει η μερισματική πολιτική των εταιριών που δραστηριοποιούνται στον τομέα των χημικών στην Ινδία, για την περίοδο 1996-97 έως 2005-06, στην ευημερία των μετόχων.

Εντόπισαν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει έντονα την ευημερία των μετόχων των εταιριών με οργανικά χημικά ενώ οι εταιρίες με ανόργανα χημικά δεν επηρεάζουν και τόσο.

Οι Lemmon & Nguyen (2008) εξέτασαν τη θετική σχέση που έχει η υψηλή μερισματική απόδοση με τις αποδόσεις των μετοχών στην αγορά του Χόνγκ Κόνγκ. Μολονότι η θετική αυτή σχέση μπορεί να οφείλεται στη φορολογία, όπως προέβλεψε ο Brennan (1970) με το CAPM (Capital Asset Pricing Model), ή στο γεγονός ότι η μερισματική απόδοση μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν έχουν παραλειφθεί διάφοροι παράγοντες κινδύνου, παρατηρήθηκε και στην αγορά του Χόνγκ Κόνγκ όπου το εισόδημα από τα μερίσματα και από τα κέρδη κεφαλαίου δε φορολογούνται.

Ο Al-Kuwari (2009) μελέτησε τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική στις χώρες GCC (Gulf Co-operation Council). Η μελέτη διερεύνησε τους προσδιοριστικούς παράγοντες των πολιτικών μερίσματος για τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εισηγμένες στα χρηματιστήρια των χωρών της Συνεργασίας του Κόλπου (GCC). Η μελέτη διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα με σκοπό τη μείωση του προβλήματος της αντιπροσώπευσης και οι επιχειρήσεις των χωρών GCC αλλάζουν τη μερισματική πολιτική τους και συχνά δεν υιοθετούν ένα μακροπρόθεσμο στόχο μερισματική πολιτική.

Η μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι πληρωμές μερίσματος είναι στενά και άμεσα συνδεδεμένες με την κρατική ιδιοκτησία, το μέγεθος της επιχείρησης και τη σταθερή κερδοφορία αλλά αρνητικά με τον δείκτη μόχλευσης.

Οι Al-Rjoub & Ananzeh (2009) εξέτασαν τη σχέση μερισματικής απόδοσης και απόδοσης μετοχών σε 8 αναδυόμενες αγορές όπως του Μαρόκο, της Ταϊλάνδης, της Κορέας των Φιλιππίνων κλπ.. Βρήκαν και αυτοί ότι οι διαταραχές στη μερισματική απόδοση μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στις διακυμάνσεις της απόδοσης του γενικού δείκτη της εκάστοτε αγοράς και η σχέση τους είναι θετική.

Οι Antje Henne, Sebastian Ostrowski και Peter Reichling (2009), ανέλυσαν την επίδραση της μερισματικής απόδοσης στα κέρδη, καθώς επίσης στον κίνδυνο και στην απόδοση των μετοχών και των διαφόρων χαρτοφυλακίων στη γερμανική αγορά, υπολογίζοντας και τον παράγοντα φορολογία. Διαπιστώθηκε ότι η απόδοση των μετοχών βελτιώνεται όταν η μερισματική απόδοση είναι υψηλή, περισσότερο όμως μέσω μείωσης του κινδύνου, παρά αύξησης των κερδών. Ωστόσο αυτή η μείωση του κινδύνου εκμηδενίζεται από τον αυξημένο βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου.

Οι Ahmed και Javid (2009) βρήκαν τους καθοριστικούς παράγοντες της μερισματικής πολιτικής των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων που αναφέρονται στο Χρηματιστήριο του Καράτσι κατά την περίοδο 2001 έως 2006. Η μελέτη αυτή ενίσχυσε την πολιτική του Linter (1956). Κατέστησαν σαφές ότι οι επιχειρήσεις στηρίζονται τόσο στα τρέχοντα κέρδη ανά μετοχή όσο και στα παρελθόντα μερίσματα ανά μετοχή για να ρυθμίσουν τις πληρωμές των μερισμάτων τους. Η κερδοφορία, η ρευστότητα της αγοράς και η ιδιοκτησία φέρονται να έχουν θετικές επιπτώσεις στη διανομή μερισμάτων, ενώ η κεφαλαιοποίηση της αγοράς και το μέγεθος των επιχειρήσεων έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην πολιτική μερίσματος, πράγμα που δείχνει σαφώς ότι οι επιχειρήσεις προτιμούν να επενδύουν σε στοιχεία ενεργητικού τους, αντί να πληρώσουν μερίσματα στους μετόχους.

Οι Ali Shah και Wasim Ullah (2010) εξέτασαν την επιρροή που έχει το διοικητικό συμβούλιο και η δομή του στη μερισματική πολιτική της επιχείρησης. Εξέτασαν για την περίοδο 2002 έως 2006 τις επιχειρήσεις του Πακιστανικού Χρηματιστηρίου καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι υπάρχει έντονη σχέση ανάμεσα στη δομή της διαχειριστικής αρχής και της διανομής μερίσματος.

Η θεωρία του κύκλου ζωής (life cycle theory) είναι επίσης μια θεωρία η οποία αναφέρεται στην πολιτική πληρωμής των μερισμάτων. Η θεωρία εξηγεί ότι καθώς οι επιχειρήσεις περνούν διάφορα στάδια της ζωής τους, έχουν την τάση να μεταβάλλουν τη μερισματική πολιτική ανάλογα με τις οικονομικές ανάγκες του κάθε σταδίου. Σημαντικό σε αυτή τη θεωρία είναι το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδια της ανάπτυξής τους είναι λιγότερο πιθανό να πληρώσουν περισσότερα μερίσματα σε σχέση με επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ωριμότητας τους.

Οι πιο παλιές επιχειρήσεις, ως εκ τούτου, επειδή δεν έχουν πολλές ευκαιρίες ανάπτυξης αναμένεται να πληρώσουν περισσότερα μερίσματα προκειμένου να αναπτυχθούν μιας και οι ευκαιρίες ανάπτυξης πλέον δεν είναι πολλές.

Ο Murhadi (2010) αποκάλυψε ότι οι εταιρίες οι οποίες εισέρχονται στη φάση της ανάπτυξης τείνουν να μην πληρώνουν υψηλά μερίσματα, σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε στάδιο ωρίμανσης.

Οι Hsu & Lin (2010) ανέλυσαν το κατά πόσο η υψηλή μερισματική απόδοση είναι ισοδύναμη με την υψηλή απόδοση των μετοχών ενός χαρτοφυλακίου. Χρησιμοποιώντας δεδομένα από το χρηματιστήριο της Ταϊβάν από τον Ιανουάριο του 2001 έως τον Ιούνιο του 2008 σε τρίμηνες περιόδους και υπολογίζοντας τα αναμενόμενα και όχι τα τρέχοντα μερίσματα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η απόδοση του χαρτοφυλακίου είναι υψηλότερη από την απόδοση του γενικού δείκτη που χρησιμοποιείται ως βάση. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας βασίστηκαν στο «σήμα» που παρέχουν τα μερίσματα για την πορεία της μετοχής.

Οι Arrappan και Sim (2011) στη μελέτη τους σε εισηγμένες εταιρίες της βιομηχανίας τροφίμων της Μαλαισίας έδειξαν ότι οι μεταβλητές που έχουν μια ισχυρή σχέση με το μέρισμα δεν είναι απαραίτητα οι καθοριστικοί παράγοντες της απόφασης καταβολής του μερίσματος, όπως το κέρδος μετά τη φορολογία που έχει τη μεγαλύτερη σχέση με το μέρισμα ανά μετοχή. Η μελέτη επιβεβαίωσε επίσης το γεγονός ότι ο δείκτης χρέος προς ίδια κεφάλαια και παρελθόντα μερίσματα ανά μετοχή ήταν οι σημαντικοί παράγοντες για την απόφαση της καταβολής του μερίσματος.

Ο Mehta (2012) αναρωτήθηκε ποιοι είναι αυτοί οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα (Η.Α.Ε). Το δείγμα που χρησιμοποίησε συμπεριελάμβανε τις εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο των Η.Α.Ε εκτός αυτών του τραπεζικού και επενδυτικού κλάδου για τα έτη 2005 έως 2009. Σύμφωνα με τον Mehta (2012) πιο σημαντικοί παράγοντες είναι το μέγεθος της επιχείρησης και η κερδοφορία της.

1.5 Έρευνες - Θεωρίες για τη Μερισματική Πολιτική των Τραπεζών

Η βιομηχανία των τραπεζών είναι ένας ιδιαίτερος κλάδος με τον οποίο ασχολήθηκαν οι ερευνητές εκτενέστατα κατά την πάροδο των ετών και εξετάστηκε αρκετές φορές ξεχωριστά από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις.

Ο Bhattacharya (1979) με την έρευνα που πραγματοποίησε υποστήριξε ότι, λόγω ασυμμετριών πληροφόρησης, πιθανές περικοπές στα μερίσματα θα είχαν μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στον πλούτο των μετόχων από τις θετικές επιπτώσεις που συνδέονται με αύξηση των διανεμομένων μερισμάτων. Τα μερίσματα που καταβάλλονται σε μετρητά μας παρέχουν στοιχεία για τη μελλοντική ευημερία της τράπεζας και γενικότερα πολύτιμες πληροφορίες οι οποίες θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από υποψήφιους επενδυτές.

Ο Mayne (1980) διερεύνησε το κατά πόσον οι τράπεζες οι οποίες ανήκουν σε ομίλους καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα σε σχέση με τις ανεξάρτητες τράπεζες στις ΗΠΑ. Τα ευρήματα του Mayne (1980) δείχνουν ότι οι τράπεζες που συνδέονται με χρηματοπιστωτικούς ομίλους καταβάλλουν υψηλότερα μερίσματα απ' ό,τι οι ανεξάρτητες τράπεζες. Ο συγγραφέας προειδοποίησε ότι οι τράπεζες που ανήκουν σε ομίλους είναι πιθανό να μεταφέρουν μετρητά σε εταιρίες του χαρτοφυλακίου τους, όχι μόνο μέσω των μερισμάτων, αλλά και με τη μορφή υψηλών τελών διαχείρισης. Ο Mayne (1980) επισημαίνει, επίσης, ότι στα μέσα της δεκαετίας του 1970 τα κέρδη εις νέον αποτελούσαν το 56% έως 76% της καθαρής αύξησης των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών. Σήμερα αντιπροσωπεύουν περίπου το 30%.

Ο Rozeff (1982) δημιούργησε ένα μοντέλο για να εξετάσει τους δείκτες διανεμομένων μερισμάτων. Είναι σημαντικό, ότι αυτό το μοντέλο αποδείχθηκε ισχυρό στη διάρκεια του χρόνου και στην εφαρμογή του στις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Ως εκ τούτου, μπορεί να χρησιμεύσει ως αφετηρία για την εξέταση της πληρωμής των μερισμάτων των τραπεζών. Στην πρόβλεψη των ποσοστών πληρωμής του μερίσματος, ο Rozeff (1982) βρίσκει πέντε μεταβλητές οι οποίες είναι ιδιαιτέρως σημαντικές: (α) ο συντελεστής συστηματικού κινδύνου β , (β) το ποσοστό εσωτερικής ιδιοκτησίας, (γ) ο ρυθμός αύξησης των παρελθόντων εσόδων, (δ) το προβλεπόμενο ποσοστό αύξησης των εσόδων και (ε) τον αριθμό των κοινών μετόχων. Χρησιμοποίησε ένα δείγμα αποτελούμενο από τις τράπεζες των ΗΠΑ και διαπίστωσε ότι το κόστος αντιπροσώπευσης και ο συστηματικός κίνδυνος δεν έχουν σημαντική επίπτωση στη διανομή μερίσματος από τις τράπεζες.

Σύμφωνα με τον Keen (1983), ένα κεντρικό δόγμα της διαχείρισης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι να αποφευχθεί η μείωση των μερισμάτων σε μετρητά, επειδή η μείωση της διανομής μερίσματος σημαίνει για τον επενδυτικό κόσμο μια αποδυνάμωση της ευρωστίας μιας τράπεζας.

Σύμφωνα με τους Diamond και Dybvig (1983) δεδομένου ότι τα στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών είναι άγνωστα, οι επενδυτές χρησιμοποιούν πληροφορίες από παρόμοιες τράπεζες προκειμένου να αξιολογήσουν την ποιότητα τους.

Οι Chang & Rhee (1990), Casey & Dickens (2000), Baker & Powell (2002), Anil & Kapoor (2008) και Pattenden & Twite (2008) συμφωνούν ότι η ανάπτυξη μιας επιχείρησης δεν έχει σημασία για την μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει. Η θεωρία της σηματοδότησης (signaling theory) εξαλείφει κάθε σκέψη περί μείωσης του μερίσματος. Έτσι, το επιχείρημα τους είναι ότι όταν μια τράπεζα μεγαλώνει, αυξάνει τόσο το κεφαλαίο όσο και τις οικονομικές της δομές στο ίδιο επίπεδο με την μερισματική πολιτική που ακολουθεί.

Οι Grammatikos και Yourougou (1990) μελέτησαν τον αντίκτυπο της βοήθειας του εμπορίου στον τραπεζικό κλάδο. Εξέτασαν, επίσης, την ικανότητα των τραπεζών να εξισορροπήσουν τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια με τέτοιο τρόπο ώστε να μετριάσουν τις αρνητικές επιπτώσεις από τις αλλαγές στη φορολογική νομοθεσία.

Οι Boldin και Legget (1995) ερευνήσαν την πολιτική διανομής μερισμάτων στις τράπεζες των ΗΠΑ και εντόπισαν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των πληρωτέων μερισμάτων και της ποιότητας των τραπεζών. Επίσης, διαπίστωσαν ότι ο Mayne (1980) σωστά υποστήριξε ότι η διατήρηση των κερδών αποτελεί βασική πηγή κεφαλαίων για τις αμερικανικές εταιρείες τραπεζικών συμμετοχών.

Οι Barclay, Smith και Watts (BSW) (1995) χρησιμοποίησαν μια Tobit παλινδρόμηση αντί της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων (OLS) και δικαιολόγησαν την απόφασή του από τον μεγάλο αριθμό των επιχειρήσεων στις οποίες το ποσό του μερίσματος ήταν ίσο με το μηδέν. Οι Dickens, Casey και Newman (2002) αναπαρήγαγαν το μοντέλο BSW χρησιμοποιώντας μια ενημερωμένη βάση δεδομένων και βρήκαν όλες τις μεταβλητές στατιστικά σημαντικές και σχεδόν ταυτόσημες με αυτές που βρέθηκαν από τους BSW (1995). Ως εκ τούτου, οι παράγοντες που εξηγούν τα τραπεζικά μερίσματα είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες, οι ρυθμιστικοί κανόνες, το μέγεθος της επιχείρησης και η σηματοδότηση (signaling). Μόλις η ισχύς του μοντέλου επιβεβαιώθηκε, θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί μια παραλλαγή κατάλληλη για τις τράπεζες. Οι προσαρμογές ήταν οι εξής: (1) αλλαγή στην ψευδομεταβλητή που αφορούσε τους ρυθμιστικούς κανόνες και (2) επιπλέον τρεις νέοι παράγοντες: η εσωτερική ιδιοκτησία, τα παρελθόντα μερίσματα και οι παράγοντες κινδύνου.

Οι Bessler και Nohel (1999) εξέτασαν τις επιπτώσεις της μείωσης των μερισμάτων που καταβάλλονται από τις τράπεζες των ΗΠΑ και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι περικοπές μερισμάτων από τις μεγάλες τράπεζες μπορεί να προκαλέσουν αλυσιδωτές επιπτώσεις οι οποίες μειώνουν την αγοραία αξία των άλλων τραπεζών στον ίδιο κλάδο.

Πρώτοι οι Casey και Dickens (2000) εφάρμοσαν το αρχικό μοντέλο του Rozeff (1982) σε ένα σύνολο δεδομένων προερχόμενα από τράπεζες και ανακάλυψαν ότι τα ιδρύματα αυτά είναι διαφορετικά, δεδομένου ότι τρεις από τους πέντε συντελεστές του μοντέλου δεν είναι στατιστικά σημαντικοί. Έτσι, το μοντέλο του Rozeff (1982) δεν μπορεί να γενικευθεί για τράπεζες οι οποίες απαιτούν ξεχωριστή μελέτη. Τα ευρήματα των Casey και Dickens (2000), όταν χρησιμοποιούν το δικό τους μοντέλο για τις τράπεζες, διαφέρουν ανάλογα με το αν αλλάζει η περίοδος της ανάλυσης. Ωστόσο, σε μία από τις περιόδους, οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές είναι η ανάπτυξη, ο αριθμός των μετόχων και τα ίδια κεφάλαια. Καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει διαφορά μεταξύ του τραπεζικού κλάδου και άλλων κλάδων (πχ κατασκευαστικός, ασφαλιστικός κλπ).

Κάποιες μελέτες όπως αυτές των Grullon et al (2002), Fama & French (2002) Gaver & Gaver (2003) και Brunarski, Harman & Kehr (2004) υποστηρίζουν ότι η αύξηση των προσπαθειών ανάπτυξης της επιχείρησης θα στραγγίξει τα δυνητικά κέρδη τα οποία είναι προς διάθεση για τους μετόχους και έτσι θα μειωθεί το ποσό του διανεμομένου μερίσματος. Οι μελλοντικές επενδύσεις στον τομέα της στρατηγικής ανάπτυξης των τραπεζών, είτε μέσω συγχωνεύσεων είτε μέσω της οργανικής ανάπτυξης μπορεί να απαιτήσουν χρήση μεγάλων κεφαλαίων πράγμα που θα προκαλέσει μείωση των διαθέσιμων χρηματικών αποθεμάτων και αποτέλεσμα θα είναι η μείωση του ποσού που θα διατίθεται για μερίσματα.

Οι Dickens, Casey και Newman (2002) διαπίστωσαν ότι το 51% των βιομηχανικών επιχειρήσεων των ΗΠΑ δεν διανέμουν μερίσματα ενώ αυτό συμβαίνει μόνο στο 8% των τραπεζών. Παρά το γεγονός αυτό, οι τράπεζες δεν δίνουν ιδιαίτερη βάση σε μελέτες για τη διανομή των μερισμάτων και γενικά αποκλείονται από τα δείγματα των μελετών περί αποπληρωμής μερίσματος.

Χαρακτηριστικά, όπως η υψηλή μόχλευση και η κεφαλαιακή διάρθρωση δικαιολογούν αυτόν τον αποκλεισμό. Χρησιμοποίησαν το μοντέλο τους σε ένα σύνολο δεδομένων το οποίο αφορά τον τραπεζικό κλάδο. Εντόπισαν ότι η μερισματική απόδοση των τραπεζών (εξαρτημένη μεταβλητή) έχει αρνητική σχέση με τις επενδυτικές ευκαιρίες, τη σηματοδότηση, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τον κίνδυνο και θετική σχέση με το μέγεθος και τα παρελθόντα μερίσματα. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες πληρώνουν μικρότερα μερίσματα όταν έχουν περισσότερες επενδυτικές ευκαιρίες και όταν είναι μικρές σε μέγεθος. Χαμηλότερες αποδόσεις συσχετίζονται με υψηλότερα μελλοντικά κέρδη. Τα παρελθόντα μερίσματα παρουσιάζονται ως σημαντικοί συντελεστές οι οποίοι δείχνουν ότι οι τράπεζες προτιμούν να διατηρήσουν την συνηθισμένη διανομή μερισμάτων. Η εσωτερική ιδιοκτησία έχει μια αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση με τις πληρωμές μερισμάτων ενώ όπως αναμενόταν οι τράπεζες με χαμηλότερο κόστος αντιπροσώπευσης πληρώνουν λιγότερα μερίσματα, ωστόσο, η μεταβλητότητα των κερδών δεν έδειξε να είναι στατιστικά σημαντική, αν και κάτι τέτοιο ήταν αναμενόμενο.

Οι ίδιοι οικονομολόγοι το 2003 αλλά και οι Theis και Dutta (2009) μίλησαν για τον κίνδυνο στη ροή των κερδών και για το γεγονός ότι αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσουν οι επιχειρήσεις του τραπεζικού κλάδου.

Οι Chang & Rhee (2003) και οι Johnson et al (2006) με το επιχείρημα για το μέγεθος της επιχείρησης και το πώς αυτό επηρεάζει τη διανομή μερίσματος. Οι μελέτες τους υποδεικνύουν ότι το σύνολο του ενεργητικού (που χρησιμοποιείται ως υποκατάστατο προκειμένου να διαπιστωθεί το μέγεθος μια επιχείρησης) δεν μεταφράζεται σε λειτουργική αποδοτικότητα όσον αφορά τις τράπεζες. Έτσι, οι μεγάλες τράπεζες με τεράστια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι λιγότερο παραγωγικές από μια μικρότερη σε μέγεθος τράπεζα. Η θέση αυτή υποστηρίζεται από μια πιο πρόσφατη μελέτη των Pattenden & Twite (2008) οι οποίοι παρατήρησαν ότι οι επιχειρήσεις με πολλά κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου δεν εγγυώνται υψηλότερη μερισματική πολιτική.

Ο Ghauri (2008) συνέκρινε τη μερισματική πολιτική Αμερικανικών και Βρετανικών τραπεζών. Με ένα δείγμα 11 Βρετανικών και 15 Αμερικανικών τραπεζών έδειξε ότι στις Αγγλικές τράπεζες υπάρχει μεγαλύτερη σχέση ανάμεσα στον πλούτο των μετόχων και τη μερισματική πολιτική σε αντίθεση με τις τράπεζες της Αμερικής στις οποίες η σχέση αυτή είναι ασθενέστερη.

Οι Nnadi & Akromi (2008) διαπίστωσαν ότι η φορολογία διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στη μερισματική πολιτική που θα ακολουθούσαν οι τράπεζες της Νιγηρίας τις οποίες και εξέτασαν.

Οι Theis και Dutta (2009) εξέτασαν κατά πόσον το υπόδειγμα των Dickens et al έχει εφαρμογή στις τραπεζικές επιχειρήσεις χρησιμοποιώντας δείγμα από 99 επιχειρήσεις το 2006. Διαπίστωσα ότι το μοντέλο αυτό είναι ικανό να δώσει απαντήσεις σε θέματα που αφορούν τη διανομή μερίσματος από τις τράπεζες.

Από στρατηγικής πλευράς, η μερισματική πολιτική των τραπεζών πρέπει να βρίσκεται κοντά με το επίπεδο της αποδοτικότητάς τους. Οι εμπειρικές μελέτες, όμως, έχουν αποτύχει να βρουν ισχυρή υποστήριξη για μια τέτοια υπόθεση.

Σε μια πρόσφατη μελέτη σε Ισπανικές Τράπεζες οι Bernad et al (2010) δεν εντόπισαν κάποια υποστήριξη σχετικά με την ευθυγράμμιση των επιδόσεων και την μερισματική πολιτική.

Οι Theis, Yesilyaprak, Jaurequi και Dutta (2010) προσπάθησαν, χρησιμοποιώντας δείγμα από τις τράπεζες των ΗΠΑ για το 2008, να εντοπίσουν εάν υπήρξε μεταβολή στη μερισματική πολιτική κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης που ξέσπασε στα τέλη του 2007 και ποιοι παράγοντες είχαν μεγαλύτερη επιρροή. Σύμφωνα με την έρευνα σημαντικοί παράγοντες είναι οι επενδυτικές ευκαιρίες, τα παρελθόντα μερίσματα, το μέγεθος της επιχείρησης καθώς και η εσωτερική ιδιοκτησία-διοίκηση.

Οι Marfo-Yiadom και Agyei (2011) πραγματοποίησαν μια έρευνα στις τράπεζες της Γκάνα, για τα έτη 1999 έως 2003, προκειμένου να εντοπίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική των τραπεζών εκεί. Χρησιμοποιώντας ένα Panel Data μοντέλο εντόπισαν ότι η κερδοφορία, το χρέος, οι αλλαγές στη

μερισματική πολιτική και η κεφαλαιακή επάρκεια είναι παράγοντες ιδιαίτερος σημαντικοί για τον τρόπο που θα διαμορφώσει κάθε τράπεζα τη δική της πολιτική διανομής μερίσματος.

2. Έρευνα

2.1 Σκοπός της Έρευνας

Η έρευνα που θα πραγματοποιήσουμε έχει ως κύριο στόχο να εντοπιστούν πιθανές διαφοροποιήσεις στη μερισματική πολιτική που ακολουθήθηκε από τις τράπεζες του Νότου της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (Ο.Ν.Ε) κατά τη διάρκεια της μεγάλης οικονομικής ύφεσης, από το 2008 οπότε και η κρίση έγινε περισσότερο αισθητή στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης έως και το 2011, έτος κατά το οποίο έχουμε τα πιο πρόσφατα ολοκληρωμένα οικονομικά στοιχεία και ενώ η οικονομική κρίση δείχνει ολοένα να βαθιάίνει.

Πιο συγκεκριμένα, θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε τον τρόπο με τον οποίο επηρεάστηκαν οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι διαδραματίζουν σημαίνοντα ρόλο στη διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής μιας επιχείρησης και ειδικότερα μιας τράπεζας ενώ θα μπορέσουμε επίσης να εξάγουμε σημαντικά συμπεράσματα όσον αφορά το μέγεθος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τις συνέπειες που είχαν σε αυτό τα διάφορα χρηματοοικονομικά μεγέθη τα οποία επηρεάστηκαν από την ύφεση. Το δείγμα το οποίο θα μας οδηγήσει στα συμπεράσματα που επιθυμούμε αποτελείται από το σύνολο των εισηγμένων εμπορικών τραπεζών δύο χωρών του Νότου οι οποίες μάλιστα είναι και οι δύο ισχυρότερες οικονομίες του Ευρωπαϊκού Νότου. Αυτές οι χώρες είναι η Ιταλία και η Ισπανία μιας και οι Ελλάδα και Πορτογαλία δεν μπορούν να μας προσφέρουν δείγμα ικανό ώστε να προβούμε στα συμπεράσματα τα οποία επιθυμούμε και έτσι δεν μπορούμε να τις συμπεριλάβουμε στην έρευνά μας. Επίσης, από το δείγμα αποκλείσαμε χώρες του Ευρωπαϊκού Βορρά μιας και οικονομίες όπως αυτές της Γερμανίας και της Γαλλίας είναι πολύ μεγάλα μεγέθη, τα μεγαλύτερα στην Ευρώπη, με διαφορετικά χαρακτηριστικά από τις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου και ίσως να δημιουργηθεί πρόβλημα ετερογένειας.

Επίσης, αποκλείστηκαν χώρες όπως η Νορβηγία και η Σουηδία λόγω του διαφορετικού νομίσματος με το οποίο πραγματοποιούνται οι συναλλαγές τους.

Οι πληροφορίες που αντλήσαμε προέρχονται από τη βάση δεδομένων «Worldscope Database» καθώς και από τις Ετήσιες Εκθέσεις (Annual Reports) των τραπεζών του δείγματος. Αποκλείστηκαν κάποιες τράπεζες για τις οποίες τα στοιχεία ήταν ανεπαρκή ή δεν ήταν διαθέσιμα για τους πιθανούς ερευνητές ή και επενδυτές. Το δείγμα αποτελείται από 23 τράπεζες εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Ιταλίας και 13 τράπεζες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης στην Ισπανία. Η επιλογή τους έγινε καθαρά για λόγους διαθεσιμότητας στοιχείων, μιας και για αυτές η βάση δεδομένων αλλά και οι ετήσιες εκθέσεις μας παρείχαν πιο ολοκληρωμένα στοιχεία για την έρευνά μας.

2.2 Μεθοδολογία, Υποθέσεις, Μοντέλα

Όσον αφορά το οικονομετρικό κομμάτι της έρευνας μας θα χρησιμοποιήσουμε τα Δεδομένα Πάνελ (Panel Data) για την περίοδο 2008-2011 και θα τα αναλύσουμε με τη μέθοδο των Fixed και Random Effects. Τα δεδομένα πάνελ αποτελούν ειδική περίπτωση των ομαδοποιημένων στοιχείων και αξιοποιούνται εκτενώς στη σύγχρονη οικονομετρία. Αποτελούν ένα σύνολο δεδομένων όπου ένα διαστρωματικό δείγμα απεικονίζεται διαχρονικά. Είναι δηλαδή συνδυασμός διαστρωματικών δεδομένων και χρονολογικών σειρών. Με τη χρήση των πάνελ δεδομένων περιορίζεται η πολυσυγγραμικότητα μεταξύ των ανεξάρτητων μεταβλητών ενώ αντιμετωπίζεται το πρόβλημα του μεροληπτικού σφάλματος. Επίσης, αυξάνει ο αριθμός των παρατηρήσεων με συνέπεια η άνοδος των βαθμών ελευθερίας να οδηγεί στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας των εκτιμηθέντων συντελεστών ενώ περιορίζεται και η ετεροσκεδαστικότητα. Βέβαια για το δεύτερο μοντέλο ίσως χρειαστεί να εκτιμήσουμε με τη μέθοδο Logit μιας και η εξαρτημένη μας μεταβλητή είναι μια ψευδομεταβλητή.

1) Υπόθεση

H_0 : Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με διαφορετική μερισματική πολιτική αναμένεται να έχουν διαφορετικά οικονομικά χαρακτηριστικά

Για να το αντιληφθεί κάποιος καλύτερα θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα διάφορα οικονομικά χαρακτηριστικά τα οποία διακρίνουν την κάθε τράπεζα και μάλιστα συμμετέχουν, σύμφωνα με έρευνες, στη διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι διαφορετικά από τράπεζα σε τράπεζα πράγμα που διαφοροποιεί και την διαμόρφωση της μερισματικής πολιτικής του εκάστοτε ιδρύματος. Τέτοια οικονομικά χαρακτηριστικά είναι και οι μεταβλητές που αποτελούν το μοντέλο μας. Οικονομικά στοιχεία τα οποία σύμφωνα με παλαιότερες έρευνες αποτέλεσαν σημαντικά κομμάτια στη διαμόρφωση του πάζλ το οποίο αποκαλούμε μερισματική πολιτική. Αποτελούνται κυρίως από στοιχεία του ισολογισμού ενός τραπεζικού ιδρύματος και μάλιστα είτε είναι αυτούσια είτε δημιουργούνται μέσω αριθμοδεικτών οι οποίοι και αυτοί με τη σειρά τους αποτελούνται από στοιχεία ισολογισμών ή καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης.

Μοντέλο

$$\text{DIVP}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{GRO}_{i,t} + \beta_3 \text{CTA}_{i,t} + \beta_4 \text{ASTS}_{i,t} + \beta_5 \text{LOA}_{i,t} + \beta_6 \text{EAPSH}_{i,t} + \beta_7 \text{MARV}_{i,t} + \beta_8 \text{BOKV}_{i,t} + \beta_9 \text{LODP}_{i,t} + \beta_{10} \text{REAR}_{i,t} + \beta_{11} \text{VOL}_{i,t} + \beta_{12} \text{AGE} + \beta_{13} \text{AGESQ} + \beta_{14} \text{OWN} + \varepsilon_0 \quad (\text{Nnadi \& Tanna, 2011; Marfo-Yiodom \& Agyei, 2011})$$

Μεταβλητές

$\text{DIVP}_{i,t}$: Ο αριθμοδείκτης των μετρητών που έχουν διατεθεί για μερίσματα προς τα καθαρά κέρδη της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Μετρητά που έχουν διατεθεί για μερίσματα}}{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών}} \right)$$

β_0 : ο σταθερός συντελεστής της παλινδρόμησης

$\beta_1ROA_{i,t}$: Είναι ο δείκτης ο οποίος μας δείχνει την κερδοφορία της τράπεζας i σε χρονικό διάστημα t και τον εξάγουμε ως εξής:

$$\left(\frac{\text{Συνολικά Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \right)$$

$\beta_2GRO_{i,t}$: Είναι η ανάπτυξη της τράπεζας και αφορά το ποσοστό της αύξησης των κερδών της τράπεζας i από έτος σε έτος

$\beta_3CTA_{i,t}$: Ο δείκτης του συνόλου των μετρητών και των ισοδύναμων αυτών προς το σύνολο του Ενεργητικού μιας τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Μετρητά και Ισοδύναμα Μετρητών}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \right)$$

$\beta_4ASTS_{i,t}$: Το λογαριθμισμένο σύνολο του Ενεργητικού της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t το οποίο χρησιμοποιείται ενδεικτικά προκειμένου να εξαχθεί ένα πρώτο συμπέρασμα σχετικά με το μέγεθος του εκάστοτε χρηματοπιστωτικού ιδρύματος

$\beta_5LOA_{i,t}$: Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης ο οποίος μας δείχνει το επίπεδο του μακροχρόνιου αλλά και βραχυχρόνιου δανεισμού της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Βραχυπρόθεσμα δάνεια} + \text{Μακροπρόθεσμα δάνεια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \right)$$

$\beta_6EAPSH_{i,t}$: Ο δείκτης των κερδών ανά μετοχή που προκύπτει από τη διαίρεση του Συνόλου των Καθαρών Κερδών προς τον Αριθμό των Μετοχών σε Κυκλοφορία της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών}}{\text{Αριθμός Μετοχών σε Κυκλοφορία}} \right)$$

$\beta_7MARV_{i,t}$: Η τιμή της μετοχής της τράπεζας i στο τέλος κάθε οικονομικού έτους

$\beta_8 \text{BOKV}_{i,t}$: Η λογιστική αξία ανά μετοχή της τράπεζας i επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία στο τέλος κάθε οικονομικού έτους

$\beta_9 \text{LODP}_{i,t}$: Είναι ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$\beta_{10} \text{REAR}_{i,t}$: Ο λογάριθμος των κερδών εις νέο της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$\beta_{11} \text{VOL}_{i,t}$: Η μεταβολή της τιμής της μετοχής μιας τράπεζας i από έτος σε έτος

$\beta_{12} \text{AGE}$: Ο λογάριθμος της ηλικίας της τράπεζας i

$\beta_{13} \text{AGESQ}$: Ο λογάριθμος της ηλικίας της τράπεζας i υψωμένης στο τετράγωνο

$\beta_{14} \text{OWN}$: Ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή (1) σε περίπτωση που μία Ιταλική-Ισπανική τράπεζα ανήκει σε Ιταλούς-Ισπανούς επενδυτές ενώ παίρνει την τιμή (0) σε περίπτωση που οι επενδυτές δεν είναι Ιταλοί-Ισπανοί αλλά άλλης εθνικότητας

ε_0 : το περιθώριο σφάλματος

2) Υπόθεση

H₁: Η μερισματική πολιτική καθώς και τα οικονομικά μεγέθη τα οποία συμμετέχουν στη διαμόρφωση αυτής αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του μεγέθους της τράπεζας

Το μέγεθος της τράπεζας όπως ορίζεται και παρακάτω, στην ανάλυση των μεταβλητών του μοντέλου μας, προκύπτει από το Σύνολο του Ενεργητικού των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αφού πρώτα βγάλαμε έναν μέσο όρο των Ενεργητικών όλων των τραπεζών του δείγματος. Για να γίνουμε πιο σαφείς θεωρήσαμε ότι το Ενεργητικό το οποίο μας δίνει, σύμφωνα και με άλλες έρευνες, στοιχεία για το μέγεθος της τράπεζας επηρεάζεται σημαντικά τόσο από τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται όσο και από άλλα οικονομικά στοιχεία τα οποία έχουν σημαντικό μερίδιο στη διαμόρφωση του Συνολικού Ενεργητικού της

τράπεζας. Για παράδειγμα, στοιχεία όπως η αύξηση των κερδών από έτος σε έτος ή ακόμη και ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις ίσως επηρεάσουν σημαντικά τη διαμόρφωση του μεγέθους της τράπεζας. Σημαντικό σε αυτό το σημείο είναι να διευκρινίσουμε ότι τόσο η δεύτερη υπόθεση όσο και το δεύτερο μοντέλο θα πρέπει να θεωρηθούν ως άμεση συνέχεια της πρώτης υπόθεσης και του αντίστοιχου μοντέλου.

Μοντέλο

$$\begin{aligned} \text{SIZE}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DIVP}_{i,t} + \alpha_2 \text{GRO}_{i,t} + \alpha_3 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_4 \text{RLES}_{i,t} + \alpha_5 \text{TDA}_{i,t} + \alpha_6 \text{NM}_{i,t} + \alpha_7 \\ & \text{MARV}_{i,t} + \alpha_8 \text{BOKV}_{i,t} + \alpha_9 \text{LODP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{REAR}_{i,t} + \alpha_{11} \text{BRAN}_{i,t} + \alpha_{12} \text{AGE} + \alpha_{13} \text{AGESQ} \\ & + \alpha_{14} \text{OWN} + \varepsilon_0 \quad (\text{Nnadi \& Tanna, 2011; Marfo-Yiodom \& Agyei, 2011}) \end{aligned}$$

Μεταβλητές

$\text{SIZE}_{i,t}$: Πρόκειται περί ψευδομεταβλητής η οποία λαμβάνει την τιμή ένα (1) για τις μεγάλες τράπεζες και την τιμή μηδέν (0) για τις μικρές τράπεζες βάσει πάντα του μεγέθους του Ενεργητικού της τράπεζας. Το μέγεθος της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t το εξάγουμε βγάζοντας ένα μέσο όρο του Συνόλου του Ενεργητικού των τραπεζών και δίνοντας την τιμή ένα (1) στις τράπεζες των οποίων το Σύνολο του Ενεργητικού είναι μεγαλύτερο από τον μέσο όρο και την μηδέν (0) όταν το Σύνολο του Ενεργητικού των τραπεζών είναι μικρότερο από τον μέσο όρο

$\alpha_1 \text{DIVP}_{i,t}$: Ο αριθμοδείκτης των μετρητών που έχουν διατεθεί για μερίσματα προς τα καθαρά κέρδη της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Μετρητά που έχουν διατεθεί για μερίσματα}}{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών}} \right)$$

$\alpha_2 \text{GRO}_{i,t}$: Είναι η ανάπτυξη της τράπεζας και αφορά το ποσοστό της αύξησης των κερδών της τράπεζας i από έτος σε έτος

$\alpha_3 ROE_{i,t}$: Είναι ο αριθμοδείκτης των καθαρών κερδών προς τα ίδια κεφάλαια μιας τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Συνολικά Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \right) \times 100$$

$\alpha_4 RLE_{i,t}$: Είναι ο δείκτης που μας δείχνει το ποσοστό παγιοποίησης του Ενεργητικού της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Συνολική Αξία Παγίων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \right) \times 100$$

$\alpha_5 TDA_{i,t}$: Το σύνολο του χρέους της τράπεζας i προς το σύνολο του Ενεργητικού της τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Συνολικό Χρέος}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \right)$$

$\alpha_6 NM_{i,t}$: Το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι ο δείκτης των καθαρών κερδών μιας τράπεζας i προς το σύνολο των καθαρών πωλήσεων τη χρονική στιγμή t

$$\left(\frac{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών}}{\text{Σύνολο Καθαρών Πωλήσεων}} \right)$$

$\alpha_7 MARV_{i,t}$: Η τιμή της μετοχής της τράπεζας i στο τέλος κάθε οικονομικού έτους

$\alpha_8 BOKV_{i,t}$: Η λογιστική αξία ανά μετοχή της τράπεζας i επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία στο τέλος κάθε οικονομικού έτους

$\alpha_9 LODP_{i,t}$: Είναι ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$\alpha_{10} REAR_{i,t}$: Ο λογάριθμος των κερδών εις νέο της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$\alpha_{11} BRAN_{i,t}$: Ο αριθμός των υποκαταστημάτων της τράπεζας i τη χρονική στιγμή t

$\alpha_{12} AGE$: Ο λογάριθμος της ηλικίας της τράπεζας i

α_{13} AGESQ: Ο λογάριθμος της ηλικίας της τράπεζας i υψωμένης στο τετράγωνο

α_{14} OWN: Ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή (1) σε περίπτωση που μία Ιταλική-Ισπανική τράπεζα ανήκει σε Ιταλούς-Ισπανούς επενδυτές ενώ παίρνει την τιμή (0) σε περίπτωση που οι επενδυτές δεν είναι Ιταλοί-Ισπανοί αλλά άλλης εθνικότητας

ε_0 : το περιθώριο σφάλματος

2.3 Τράπεζες Δείγματος

Ιταλία

1. Banca Carige (26/01/1995)

Η Banca CARIGE Group είναι ένας από τους μεγαλύτερους τραπεζικούς ομίλους στην Ιταλία. Εξυπηρετεί περισσότερους από 2 εκατομμύρια ιδιώτες και εταιρικούς πελάτες μέσω ενός δικτύου άνω των 1000 καταστημάτων σε όλη την Ιταλία. Έχει επίσης και ένα υποκατάστημα στη Νίκαια της Γαλλίας. Εκτός από την Μητρική Εταιρεία, ο Όμιλος περιλαμβάνει και τις ακόλουθες επιχειρήσεις: Cassa di Risparmio di Savona, Cassa di Risparmio di Carrara, Banca del Monte di Lucca, Banca Cesare Ponti, την εταιρία διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων της Carige την Asset Management Sgr, και τις ασφαλιστικές εταιρίες Assicurazioni Carige και Vita Nuova Carige. Η Carige είναι ο κύριος μέτοχος της Creditis Servizi finanziari, μιας εταιρίας που ειδικεύεται στην καταναλωτική πίστη. Το 2008, 79 καταστήματα προστέθηκαν, τα οποία ο όμιλος απέκτησε από την Intesa Sanpaolo στις περιοχές Valle d'Aosta, Πιεμόντε, Λομβαρδία, Βενέτο και τη Σαρδηνία ενώ 40 καταστήματα αποκτήθηκαν από το Unicredit Group στο Λάτσιο, τη Σικελία, την Emilia, το Βενέτο και την Ούμπρια. Το 2010, ο όμιλος Carige απέκτησε άλλα 22 υποκαταστήματα από την Banca Monte dei Paschi di Siena. Την 31η Δεκεμβρίου 2009, η εταιρία είχε σύνολο ενεργητικού 36,3 δισ. € περίπου.

2. Banca Finnat Euramerica (01/01/1973)

Οι δραστηριότητες του Ομίλου Banca Finnat επικεντρώνεται στα εξής: Κεφάλαια, Δάνεια και Διαχείριση Επενδύσεων, Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων, Υπηρεσίες διαχείρισης, Real Estate, Υπηρεσίες Ασφάλισης και Διαχείρισης Κινδύνων καθώς και συμβουλευτικές υπηρεσίες.

3. Banca Monte dei Paschi (24/06/1999)

Η Banca Monte dei Paschi είναι μία από τις κορυφαίες τράπεζες στην Ιταλία και η παλαιότερη τράπεζα στον κόσμο. Λειτουργεί μέσω ενός εκτεταμένου δικτύου άνω των 1.900 τοπικών υποκαταστημάτων και εξυπηρετεί πάνω από 6 εκατομμύρια πελάτες. Το 2007-2008, η τράπεζα απέκτησε την Banca Antonveneta Grupo Santander έναντι 9 δισ. ευρώ και έγινε η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα της Ιταλίας μετά τις UniCredit και Intesa Sanpaolo. Η Monte dei Paschi ιδρύθηκε το 1472 και έχει την έδρα της στη Σιένα.

4. Banca Pop di Milano (02/01/1986)

Η Banca Popolare di Milano (BPM), που ιδρύθηκε το 1865, είναι μια Ιταλική συνεταιριστική τράπεζα με περισσότερα από 800 καταστήματα στην Ιταλία, συγκεντρώνεται στο Μιλάνο και σε βόρειες και κεντρικές περιοχές της χώρας. BPM έχει πολλές θυγατρικές εταιρείες, οι οποίες περιλαμβάνουν Banca di Legnano, Cassa di Rirmio di Alessandria, Banca Akros, Tirving Ltd, SGR Anima, BPM I Capital LLC, Bipiemme Private Banking SIM και WeBank. Η εταιρία προσφέρει υπηρεσίες λιανικής τραπεζικής, όπως λογαριασμούς καταθέσεων, πιστωτικές κάρτες και δάνεια, καθώς και επενδυτικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, καθώς και τη διαχείριση κεφαλαίων. Η τράπεζα απασχολεί περίπου 9.000 άτομα και εξυπηρετεί πάνω από 1,4 εκατομμύρια πελάτες. Με συνολικό ενεργητικό € 44,28 δισεκατομμύρια (2009), η BPM είναι μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Ιταλίας.

5. Banca Pop di Sondrio (08/08/1995)

Ιδρύθηκε το 1871 και είναι ένα από τα πρώτα δημοφιλή ιταλικά τραπεζικά ιδρύματα και η ίδρυσή της είναι εμπνευσμένη από το δημοφιλές συνεταιριστικό κίνημα τραπεζικό τομέα. Η τράπεζα μπορεί να προσφέρει στους πελάτες της υπηρεσίες που θα ικανοποιήσουν κάθε τραπεζική τους, οικονομική ή ασφαλιστική ανάγκη. Το κεφάλαιο της τράπεζας ανέρχεται σε περίπου 925 εκατ. ευρώ, και κατανέμεται μεταξύ των 173.000 μετόχων, οι περισσότεροι εκ των οποίων είναι πελάτες. Στις 31 Δεκέμβρη του 2011, τα ίδια κεφάλαια ανήλθε σε 1.619 εκατ. ευρώ, εκτός από τα καθαρά κέρδη. Απασχολεί περισσότερα από 2.500 άτομα, και έχει 300 καταστήματα.

6. Banca Pop di Spoleto (02/10/1996)

Η Banca Pop di Spoleto προσφέρει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών στους πελάτες της. Επί του παρόντος 103 υπάρχουν για την καλύτερη εξυπηρέτηση του κοινού στις επαρχίες Περούτζια, Terni, Σιένα, Ριέτι, Ρώμη, Βιτέρμπο, Latina, Macerata, Ανκόνα, Άσκολι Πιτσένο, Λ' Άκουιλα, Μιλάνο και Τορίνο. Εντός της τράπεζας λειτουργούν επίσης δύο υπηρεσίες του Υπουργείου.

7. Banca Pop Etruria Lazio (15/12/1998)

Η Banca Pop Etruria Lazio δραστηριοποιείται στις περιοχές Tuscany, Latium, Umbria, Marche, Abruzzo, Molise, Emilia Romagna, Lombardia και Veneto. Σήμερα, 184 υποκαταστήματα εξυπηρετούν τους πελάτες της. Λόγω των ειδικών σχέσεων με τις κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιείται, η Banca Etruria προσφέρει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων και υπηρεσιών σε ιδιώτες και επιχειρήσεις και αποτελεί κορυφαίο μεσίτη χρυσού.

8. Banca di Sardegna (29/12/1986)

Η Banco di Sardegna S.p.A. είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που έχει μακρά ιστορία στην Ιταλία. Οι εργασίες της λαμβάνουν χώρα σε όλη την επικράτεια με 392 καταστήματα, εκ των οποίων 358 βρίσκονται στη Σαρδηνία. Είναι μέλος του ομίλου BPER, ενός τραπεζικού ομίλου από τους πιο σημαντικούς στην Ιταλία, με εννέα τοπικές τράπεζες και περίπου 1.300 υποκαταστήματα σχεδόν όλες τις περιοχές της Ιταλίας.

9. Banca Pop Emilia Romagna (13/12/1991)

Ο Όμιλος BPER δημιουργήθηκε το 1994 με πρωτοβουλία της Banca Popolare dell'Emilia Romagna, με στόχο τη δημιουργία μιας ομοσπονδιακής οντότητας στην οποία κάθε τράπεζα θα μπορούσε να επωφεληθεί από τις συνέργειες μιας μεγάλης ομάδας, διατηρώντας την αυτονομία της λειτουργίας της. Οι ακόλουθες τράπεζες αποκτήθηκαν ή ενσωματώθηκαν μεταξύ του 1994 και του 2000: Banca Popolare di Ravenna, Cassa di Rurale sicignano negli Alburni, Banca Popolare del Materano, Banca Popolare di Lanciano e Sulmona, Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola, Banca Popolare di Crotone, Credito Commerciale Tirreno, Banca Popolare della Val d'Agri, Banca del Monte di Foggia, Banca Popolare del Sinni, Banca Popolare di Aprilia, Banca Popolare di Castrovillari e Corigliano Calabro, Banca Popolare di Salerno, Carispaq - Cassa di Risparmio della provincia dell'Aquila, Banca Popolare dell'Irpinia. Στα επόμενα χρόνια πραγματοποιήθηκε και η μεγάλη εξαγορά της Banco di Sardegna. Σήμερα, ο όμιλος περιλαμβάνει εννέα τοπικές τράπεζες με περίπου 1.300 καταστήματα, καλύπτοντας σχεδόν όλες τις περιοχές της Ιταλίας. Είναι ο έκτος μεγαλύτερος τραπεζικός όμιλος στην Ιταλία από άποψης αριθμού υποκαταστημάτων, καθώς και η τρίτη μεγαλύτερη συνεταιριστική τράπεζα και δραστηριοποιείται σε όλα τα κύρια τμήματα της αγοράς

10. Banco Popolare (12/06/1998)

Η Banco Popolare είναι η μεγαλύτερη συνεταιριστική τράπεζα στην Ιταλία και ένας από τους πέντε κορυφαίους ιταλικούς τραπεζικούς ομίλους με πάνω από 2.200 υποκαταστήματα, 200.000 πελάτες και περισσότερους από 20.000 υπαλλήλους. Δημιουργήθηκε το 2007 από τη συγχώνευση της Banco Popolare di Verona e Novara και της Banca Popolare Italiana. Η Banco Popolare λειτουργεί ως εμπορική τράπεζα με κύρια έμφαση στην λιανική τραπεζική και τις μικρές / μεσαίες επιχειρήσεις στην Ιταλία. Η εταιρία προσφέρει καταναλωτικά δάνεια, πιστωτικές κάρτες, διαχείριση περιουσιακών στοιχείων καθώς και χρηματοδότηση επιχειρήσεων.

11. Banca Piccolo (02/01/1986)

Η Banca Piccolo Credito Valtellinese Scarl (επίσης γνωστή απλά ως Credito Valtellinese) είναι μια περιφερειακή τράπεζα με δίκτυο καταστημάτων στη βόρεια Ιταλία. Η Τράπεζα κατέχει το ενεχυροδανειστήριο Credito Artigiano, η οποία έχει ένα ξεχωριστό δίκτυο καταστημάτων.

12. Banco di Desio e della Brianza (04/05/1995)

Η Banco di Desio e della Brianza SpA είναι μια τράπεζα με βάση την Ιταλία. Παρέχει διάφορες λύσεις, τραπεζικές, χρηματοοικονομικές και ασφαλιστικές συμπεριλαμβανομένων διαφόρων συναλλαγών χρηματοπιστωτικών μέσων, νομισματικών συναλλαγών, διαχείριση χαρτοφυλακίου, συμβουλευτικές υπηρεσίες επενδύσεων καθώς και ασφαλιστήρια συμβόλαια ζωής. Ο τραπεζικός όμιλος χωρίζει τις δραστηριότητές του σε τρία τμήματα: Εμπορική Τράπεζα, Επενδυτική Τραπεζική και Corporate Center. Μέσω της Εμπορικού τμήματος, προσφέρει δάνεια, λογαριασμούς καταθέσεων, πληρωμή υπηρεσιών, ασφάλιση και προϊόντα διαχείρισης ενεργητικού, καθώς και χρεωστικές και πιστωτικές κάρτες. Το τμήμα επενδυτικής τραπεζικής περιλαμβάνει τις δραστηριότητες που σχετίζονται με τη διαχείριση του δικού του χαρτοφυλακίου.

Το τμήμα Corporate Center είναι υπεύθυνο για τις δραστηριότητες υποστήριξης για τη διαχείριση και το συντονισμό του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου. Από 31 Δεκεμβρίου του 2011 η τράπεζα έχει στην κατοχή της 164 υποκαταστήματα.

13. BNP Paribas (24/07/2006)

Η BNP Paribas SA είναι μια Γαλλική τράπεζα με τέσσερις βασικές δραστηριότητες: Retail Banking, Corporate & Investment Banking, Investment Solutions αλλά και άλλες δραστηριότητες.

14. Credit Agricole (07/08/2007)

Η Credit Agricole SA είναι ένας γαλλικός τραπεζικός όμιλος που προσφέρει τραπεζικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, μέσω ενός δικτύου περιφερειακών, τοπικών τραπεζών και των υποκαταστημάτων της. Ο όμιλος περιλαμβάνει καταστήματα λιανικής τραπεζικής που περιλαμβάνουν τη γαλλική λιανική τραπεζική αλλά και τη διεθνή λιανική τραπεζική. Επίσης έχει ως ενασχόληση εξειδικευμένες χρηματοοικονομικές υπηρεσίες οι οποίες καλύπτουν τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων και των ασφαλειών, τη χρηματοδότηση των καταναλωτών, private banking, leasing και factoring.

15. Credito Bergamasco (02/01/1986)

Η Credito Bergamasco δραστηριοποιείται στην παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε ιδιώτες καθώς και σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. Η Τράπεζα προσφέρει τις υπηρεσίες της μέσω ενός δικτύου καταστημάτων, καθώς και μέσω των αυτόματων ταμειακών μηχανών (ATM) όπως επίσης και μέσω τηλεφώνου και Internet. Η Τράπεζα είναι μέλος του Gruppo Banco Popolare.

16. Credito Emiliano Spa (19/11/2003)

Η Credito Emiliano (Credem) είναι μια εταιρία συμμετοχών, που δραστηριοποιείται στον τραπεζικό τομέα. Ιδρύθηκε το 1910 από μια ομάδα επιχειρηματιών στο Reggio Emilia, που λειτουργεί τώρα σε ολόκληρη την Ιταλία με περίπου 600 υποκαταστήματα και τις εταιρίες του ομίλου, όπως οι εξής:

- Credem Banca
- Banca Euromobiliare
- CredemFactor
- CredemLeasing

17. Deutsche Bank (24/07/2006)

Η Deutsche Bank AG είναι μια διεθνής τράπεζα επενδύσεων. Η εταιρία προσφέρει μια ποικιλία επενδυτικών, οικονομικών και συναφών προϊόντων και υπηρεσιών σε ιδιώτες, νομικά πρόσωπα και θεσμικούς πελάτες σε όλο τον κόσμο.

18. Intesa Sanpaolo (01/01/1973)

Ο όμιλος Intesa Sanpaolo είναι μεταξύ των κορυφαίων τραπεζικών ομίλων της ζώνης του ευρώ, με κεφαλαιοποίηση 31,8 δισ. ευρώ (στις 30 Σεπτεμβρίου 2010), και κατέχει ηγετική θέση στην Ιταλία σε όλους τους τομείς δραστηριότητας. Ο Όμιλος διαθέτει δίκτυο πάνω από 5.800 υποκαταστήματα σε όλη τη χώρα και προσφέρει τις υπηρεσίες της σε περισσότερους από 11 εκατομμύρια πελάτες. Η Intesa Sanpaolo έχει παρουσία στην Κεντρική-Ανατολική Ευρώπη, τη Μέση Ανατολή και τη Βόρεια Αφρική με ένα δίκτυο άνω των 1.800 υποκαταστημάτων και 8,5 εκατομμύρια πελάτες. Η εταιρεία επανιδρύθηκε την 1 Ιανουαρίου του 2007, με τη συγχώνευση των δύο κορυφαίων ιταλικών τραπεζικών ομίλων, Banca Intesa και Sanpaolo IMI.

19. Societe Genral (16/10/2006)

Ο όμιλος Societe Genral εμπλέκεται στον τομέα της λιανικής τραπεζικής στη Γαλλία, σε on-line χρηματοπιστηριακές υπηρεσίες, σε χρηματοδοτικές και επενδυτικές τραπεζικές υπηρεσίες, στη λιανική τραπεζική στο εξωτερικό όπως επίσης στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (καταναλωτικά δάνεια, leasing, ασφάλειες ζωής) και στη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων.

20. Unicredit (01/01/1973)

Ο όμιλος UniCredit Banking είναι μια πανευρωπαϊκή οργάνωση τραπεζών που λειτουργούν σε 22 χώρες, με περισσότερους από 160.000 εργαζόμενους, 40 εκατομμύρια πελάτες και περίπου 10.000 υποκαταστήματα. Στην περιοχή της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, η UniCredit λειτουργεί το μεγαλύτερο διεθνές τραπεζικό δίκτυο με περίπου 4.000 γραφεία. Δραστηριοποιείται στις εξής χώρες: Αυστρία, Αζερμπαϊτζάν, Βοσνία και Ερζεγοβίνη, Βουλγαρία, Κροατία, Δημοκρατία της Τσεχίας, Εσθονία, Γερμανία, Ουγγαρία, Ιταλία, Λετονία, Λιθουανία, Καζακστάν, Κιργιστάν, Πολωνία, Ρουμανία, Ρωσία, Σερβία, Σλοβακία, Σλοβενία, την Τουρκία και την Ουκρανία. Η προέλευση του ομίλου χρονολογείται πάνω από πέντε αιώνες. Η σύγχρονη ιστορία της UniCredit ξεκινά από τη συγχώνευση των εννέα από τις μεγαλύτερες τράπεζες της Ιταλίας, της επακόλουθης με το γερμανικό όμιλο HVB και πιο πρόσφατα με τον όμιλο Capitalia.

21. UBI Banca (30/07/2003)

Ο όμιλος UBI Banca (Unione di Banche Italiane SCPA) είναι ένας από τους πέντε μεγαλύτερους τραπεζικούς ομίλους στην Ιταλία βάσει συνόλου ενεργητικού, με μερίδιο αγοράς της τάξης του 6% και σημαντική παρουσία στις πλουσιότερες περιοχές της χώρας. Εννέα τράπεζες λιανικής πώλησης, ένα πλήρες φάσμα προϊόντων των επιχειρήσεων και ένα αυξανόμενο διεθνές δίκτυο, διαμορφώνουν το προφίλ του Ομίλου. Η UBI έχει περίπου 2.000 τοπικά παραρτήματα των οποίων

περισσότερες από τα μισά βρίσκονται σε Λομβαρδία και Πιεμόντε. Ο όμιλος έχει επίσης σημαντική παρουσία στη Νότια Ιταλία μέσω της Banca Carime, η οποία έχει περισσότερα από 300 καταστήματα σε όλη την Απουλία, Καλαβρία, Καμπανία και Μπασιλικάτα.

22. Mediobanca (01/01/1973)

Η Mediobanca είναι η κορυφαία επενδυτική τράπεζα της Ιταλίας, που ιδρύθηκε από τον Enrico Cuccia το 1946. Προσφέρει υποστήριξη, χονδρική τραπεζική, ιδιωτική τραπεζική, factoring, διαχείριση πιστώσεων, υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης και παροχής οικονομικών συμβουλών σε εταιρικούς πελάτες. Η τράπεζα διαθέτει περισσότερα από 140 καταστήματα, κυρίως στην Ιταλία. Το 2008, ίδρυσε την CheBanca, μια τράπεζα με 14 δισ. δολάρια καταθέσεων. Σε μια άλλη προσπάθεια να αυξηθεί η χρηματοδοτική της βάση, η Mediobanca ίδρυσε την Compass, την τρίτη μεγαλύτερη επιχείρηση της Ιταλίας σε ότι αφορά την καταναλωτική πίστη. Η Mediobanca έχει επεκταθεί διεθνώς: άνοιξε γραφεία στο Λονδίνο, τη Νέα Υόρκη, τη Μαδρίτη, τη Φρανκφούρτη και το Παρίσι.

Ισπανία

1. Banco Sabadell (17/04/2001)

Banco Sabadell είναι η έκτη μεγαλύτερη ομάδα της Ισπανίας τραπεζικό τομέα. Η εταιρία προσφέρει μια πλήρη σειρά από χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσω διαφορετικών τραπεζών, εμπορικών σημάτων της και των θυγατρικών της. Ο όμιλος περιλαμβάνει τις ακόλουθες τράπεζες: Banco Sabadell SA (μητρική), Banco de Asturias, Banco Urquijo, Sabadell Banca Privada, Banco Herrero, Solbank, ActivoBank, Banco Guipuzcoano και SabadellAtlantico. Συνολικά, Banco Sabadell λειτουργεί πάνω από 1.400 καταστήματα σε ολόκληρη τη χώρα.

2. Banco de Valencia (09/11/1990)

Τα προϊόντα και οι υπηρεσίες της τράπεζας περιλαμβάνουν λογαριασμούς ταμιευτηρίου και τρεχούμενους λογαριασμούς, προθεσμιακές, καταθέσεις, εμπορικά και καταναλωτικά δάνεια, υποθήκες, πιστωτικές και χρεωστικές κάρτες, προγράμματα συνταξιοδότησης και αξιολόγησης επενδύσεων. Η τράπεζα έχει στη διάθεσή της ένα δίκτυο από 427 καταστήματα που βρίσκονται κυρίως στη Βαλένθια και τη Μούρθια.

3. Banco Espanol de Credito (02/03/1987)

Banesto (Banco Espanol de Credito) είναι μια εμπορική τράπεζα, 89,3% ανήκει στην Banco Santander. Banesto ιδρύθηκε την 1η Μάη του 1902 και σήμερα είναι μεταξύ των κορυφαίων πέντε οικονομικά ομάδες στην Ισπανία, λειτουργούν περισσότερα από 1.700 καταστήματα και εξυπηρετεί πάνω από τρία εκατομμύρια μεμονωμένους πελάτες. Έχει επίσης ξένα υποκαταστήματα στις Ηνωμένες Πολιτείες, το Μεξικό, τη Δομινικανή Δημοκρατία και τη Χιλή. Στις 31 του Μάρτη του 2012, η Banesto είχε € 108.876.000.000 συνολικό ενεργητικό, € 54.400 εκατομμύρια σε καταθέσεις πελατών, € 67.330 εκατομμύρια σε δάνεια και € 5.790.000.000 σε ίδια κεφάλαια. Η εταιρία απασχολεί περίπου 8.550 άτομα.

4. Banco Popular Espanol (02/03/1987)

Η Banco Popular Español ιδρύθηκε το 1926 και είναι ένας από τους πέντε μεγαλύτερους τραπεζικούς ομίλους στην Ισπανία με συνολικό ενεργητικό 158.21 δις € το Μάρτιο του 2012. Προσφέρει χονδρικές και λιανικές τραπεζικές υπηρεσίες μέσω ενός δικτύου περισσότερων από 2.200 καταστήματα, 32 Mundocredit γραφεία και περίπου 3.000 ATM κυρίως στην Ισπανία, την Πορτογαλία και τη Γαλλία. Η τράπεζα έχει επίσης γραφεία αντιπροσωπείας στην Ιταλία, το Βέλγιο, τη Γερμανία, την Ολλανδία, την Ελβετία, Λονδίνο, Χονγκ-Κονγκ, το Μαρόκο, Χιλή, Ηνωμένες Πολιτείες, τον Καναδά και τη Βενεζουέλα.

5. Banco Santander (02/03/1987)

Ο όμιλος Santander είναι ένας τραπεζικός όμιλος ο οποίος έχει ως κυρίαρχο τη Banco Santander, μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στον κόσμο. Ιδρύθηκε στη Βόρεια Ισπανία το 1857, στην περιοχή Σανταντέρ και έχει μια επιτυχημένη πορεία στον τομέα της λιανικής και εμπορικής τραπεζικής κατορθώνοντας να γίνει η τέταρτη μεγαλύτερη τράπεζα στον κόσμο όσον αφορά τα κέρδη και η όγδοη όσον αφορά την κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς. Η εταιρία εξυπηρετεί πάνω από 90 εκατομμύρια πελάτες και τρία εκατομμύρια μετόχους μέσω ενός δικτύου περισσότερων από 13.600 υποκαταστημάτων σε όλο τον κόσμο.

6. Bankinter (02/03/1987)

Η Bankinter SA (πρώην Banco Espanol Intercontinental) είναι ένα από τα δέκα μεγαλύτερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ισπανία. Ιδρύθηκε το 1965 ως μια ισπανική βιομηχανική τράπεζα μέσω μιας κοινοπραξίας της Banco de Santander και της Bank of America. Το 1972, η Bankinter έγινε πλήρως ανεξάρτητη από τους ιδρυτές της και εισήχθη στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης. Η Τράπεζα παρέχει ένα ευρύ φάσμα τραπεζικών και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών κυρίως στην Ισπανία. Έχει ένα δίκτυο περίπου 400 τοπικά υποκαταστήματα και απασχολεί πάνω από 4.500 άτομα.

7. BBVA Argentaria (25/03/1988)

Ο όμιλος BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria) είναι ένας πολυεθνικός τραπεζικός όμιλος και η δεύτερη μεγαλύτερη τράπεζα της Ισπανίας. Προσφέρει ένα πλήρες φάσμα χρηματοοικονομικών και μη χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών σε ιδιώτες και εταιρικούς πελάτες. Με περίπου 107.000 υπαλλήλους BBVA εξυπηρετεί περισσότερους από 47 εκατομμύρια πελάτες σε 32 χώρες σε όλο τον κόσμο.

8. BBVA de Frances (ARG) (16/12/1999)

Ιδρύθηκε στις 14 Οκτώβρη του 1886, στο Μπουένος Άιρες ως Banco Francés del Río de la Plata και είναι η παλαιότερη ιδιωτική τράπεζα στην Αργεντινή. Η BBVA είναι η τρίτη μεγαλύτερη τράπεζα στην Αργεντινή, με καταθέσεις άνω των 5 δις δολαρίων και ένα portfolio δανεισμού των περί τα 3,5 δισεκατομμύρια δολάρια. Διατηρεί 630 υποκαταστήματα στην Αργεντινή και απασχολεί περίπου 4.300 υπαλλήλους. Το 1999 εισήχθη στο χρηματιστήριο της Μαδρίτης και απέκτησε ένα πιο πολυεθνικό χαρακτήρα.

9. Caixabank (10/10/2007)

Μια εταιρία χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, η οποία κατέχει 81% των μετοχών του ταμιευτηρίου La Caixa. Η εταιρία ιδρύθηκε το 2007 και άλλαξε το όνομά του σε CaixaBank το 2011.

10. Grupo Fianaciero Banorte (MEX) (09/06/2009)

Ο όμιλος Fianaciero Banorte είναι ένας από τους μεγαλύτερους τραπεζικούς ομίλους του Μεξικό. Στη διάθεσή του έχει 1285 καταστήματα, 6367 μηχανήματα αυτόματης ανάληψης και πάνω από 2900 αντιπροσώπους για να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τους πάνω από 19 εκατομμύρια πελάτες του.

* Για κάποιες τράπεζες δεν ήταν εφικτό να βρεθούν πληροφορίες λόγω πρόσφατων συγχωνεύσεων ή και χρεοκοπίας λόγω της οικονομικής κρίσης

3. Εκτίμηση – Συμπεράσματα Μοντέλων

3.1 Μοντέλο 1^ο (Εκτίμηση – Συμπεράσματα)

Ξεκινώντας την εξέταση της πρώτης ερευνητικής υπόθεσης η οποία εξετάζει εάν χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με διαφορετική μερισματική πολιτική έχουν διαφορετικά οικονομικά χαρακτηριστικά, μέσω του μοντέλου:

$$DIVP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 GRO_{i,t} + \beta_3 CTA_{i,t} + \beta_4 ASTS_{i,t} + \beta_5 LOA_{i,t} + \beta_6 EAPSH_{i,t} + \beta_7 MARV_{i,t} + \beta_8 BOKV_{i,t} + \beta_9 LODP_{i,t} + \beta_{10} REAR_{i,t} + \beta_{11} VOL_{i,t} + \beta_{12} AGE + \beta_{13} AGESQ + \beta_{14} OWN + \varepsilon_0,$$

είναι αναγκαίο να προχωρήσουμε σε εκτίμηση του μοντέλου παλινδρόμησης σε Panel Data και εν συνεχεία μέσω του Hausman Test να επιλέξουμε το καταλληλότερο μοντέλο από τα δυο, αυτό με τη μέθοδο Fixed Effects ή αυτό με τη μέθοδο Random Effects.

Για την επιλογή της πιο κατάλληλης μεθόδου εκτίμησης του μοντέλου μας, λοιπόν εφαρμόζουμε το αντίστοιχο Hausman Test, ώστε να εξακριβωθεί αν το μοντέλο είναι σωστό να εκτιμηθεί με τη χρήση Fixed Effects ή Random Effects. Η μηδενική και εναλλακτική υπόθεση του έλεγχου Hausman είναι:

H₀: Ο συντελεστής b (Fixed Effects) είναι συνεπής και ο συντελεστής B (Random Effects) είναι συνεπής και αποτελεσματικός (έχει δηλαδή τη μικρότερη ασυμπτωτικά διακύμανση)

H₁: Ο συντελεστής b (Fixed Effects) είναι συνεπής και ο συντελεστής B (Random Effects) δεν είναι συνεπής

Τα αποτελέσματα του έλεγχου Hausman δίνονται από τον Πίνακα 1. Ο Πίνακας 1 όπως και όλοι οι πίνακες με τις παλινδρομήσεις και τους ελέγχους βρίσκονται στο τέλος της εργασίας σε παράρτημα με τίτλο Παράρτημα (Πίνακες Παλινδρομήσεων-Ελέγχων)

Όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει το p-value του ελέγχου είναι μικρότερο του επιπέδου σημαντικότητας $\alpha=5\%$ ($\text{Prob}>\chi^2=0.0000$) και κατά συνέπεια είναι σωστό να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση. Παράλληλα, το συγκεκριμένο αποτέλεσμα επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι οι διαφορές ανάμεσα στους συντελεστές b και B είναι σημαντικές. Άρα, η αποδοχή της εναλλακτικής υπόθεσης μας οδηγεί στη χρήση της μεθόδου Fixed Effects για την εκτίμηση του μοντέλου μας.

Έτσι προχωρούμε στην εκτίμηση του μοντέλου μας με τη μέθοδο των Fixed Effects, τα αποτελέσματα του οποίου βλέπουμε στον Πίνακα 2.

Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης με Fixed Effects, παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές που καθίστανται στατιστικά σημαντικές είναι οι GRO (ποσοστό της αύξησης των κερδών) και LOPD (δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις), με τα αντίστοιχα p-value των συντελεστών β_2 και β_9 να είναι ίσα με το μηδέν. Επιπλέον, τα πρόσημα των αντίστοιχων συντελεστών είναι αρνητικά ($\beta_2=-0.0006192$ και $\beta_9=-2.028675$), γεγονός που δείχνει αντίστροφη σχέση ανάμεσα στα μετρητά που έχουν διατεθεί για μερίσματα προς τα καθαρά κέρδη και στο ποσοστό της αύξησης των κερδών και το δείκτη των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις. Οι συντελεστές των υπολοίπων ανεξάρτητων μεταβλητών δεν καθίστανται στατιστικά σημαντικοί και κατά συνέπεια οι τράπεζες με διαφορετική μερισματική διαφοροποιούνται μόνον όσον αφορά το ποσοστό της αύξησης των κερδών (GRO) και τον δείκτη των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις (LOPD).

Βέβαια, για να καταλήξουμε σε αυτό το συμπέρασμα θα πρέπει πρώτα να δούμε εάν το μοντέλο μας διέπεται από αυτοσυσχέτιση, ετεροσκεδαστικότητα και φυσικά να δούμε αν τα κατάλοιπα κατανέμονται κανονικά.

Προχωρούμε, λοιπόν, στους κατάλληλους ελέγχους προκειμένου τα αποτελέσματά μας να είναι ορθότερα οικονομετρικά και εν συνεχεία θα προσπαθήσουμε να διορθώσουμε τα τυχόν προβλήματα που θα προκύψουν και να ερμηνεύσουμε τα νέα δεδομένα.

Κατ' αρχήν, εφαρμόζουμε έλεγχο κανονικότητας για τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης μας. Παρατηρούμε, στον Πίνακα 3, ότι τόσο μέσω του ελέγχου Jarque-Bera ($p\text{-value}=0.000$), όσο και μέσω των συντελεστών λοξότητας ($p\text{-value}=0.0005$) και κύρτωσης ($p\text{-value}=0.0000$), τα κατάλοιπα δεν κατανέμονται κανονικά.

Εν συνεχεία, προσχωρούμε σε έλεγχο ετεροσκεδαστικότητας για το μοντέλο μας. Όπως παρατηρείται, στον Πίνακα 4, η μηδενική υπόθεση της ύπαρξης ετεροσκεδαστικότητας στα κατάλοιπα απορρίπτεται ($\text{Prob}>\chi^2=0.0000$). Κατά συνέπεια, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι το χρησιμοποιούμενο μοντέλο των Fixed Effects διέπεται από ετεροσκεδαστικότητα.

Παράλληλα, προχωρούμε και σε έλεγχο αυτοσυσχέτισης πρώτης τάξης των καταλοίπων με τη χρήση του ελέγχου του Wooldridge. Η μηδενική υπόθεση της μη ύπαρξης αυτοσυσχέτισης πρώτου βαθμού, όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 5, απορρίπτεται ($\text{Prob}>F=0.0113$).

Με γνώμονα το γεγονός ότι το μοντέλο εκτίμησης των Fixed Effects παρουσιάζει ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση, προχωρούμε σε εκτίμηση του μοντέλου με τη χρήση του Εφικτού Συντελεστή Γενικευμένων Ελαχίστων Τετραγώνων (FGLS), ώστε να διορθωθούν τα προβλήματα ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Τα αποτελέσματα της εκτίμησης δίνονται στον Πίνακα 6.

Όπως παρατηρούμε το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης και της ετεροσκεδαστικότητας διορθώνεται στο μοντέλο μας. Παρόλα αυτά στην συγκεκριμένη περίπτωση καμιά ανεξάρτητη μεταβλητή δεν καθίσταται στατιστικά σημαντική.

Κατά συνέπεια η υπόθεση ότι: Χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με διαφορετική μερισματική πολιτική έχουν διαφορετικά οικονομικά χαρακτηριστικά, δεν επιβεβαιώνεται.

Επεκτείνοντας τη μελέτη μας ώστε να διαπιστώσουμε εάν με τη χρήση διαφορετικών ανεξάρτητων μεταβλητών τα αποτελέσματά μας μεταβάλλονται, προχωρήσαμε στην εκτίμηση ενός υποδείγματος με τη συμμετοχή 5 ανεξάρτητων μεταβλητών, και συγκεκριμένα των GRO, ROA, LOA, LODP, VOL, ενώ η εξαρτημένη μεταβλητή παρέμεινε η ίδια, δηλαδή η DIVP. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές επιλέχθηκαν μετά τη διαδοχική εκτίμηση πολλών συνδυασμών μεταβλητών ως ανεξάρτητες μεταβλητές.

Κατά συνέπεια καταλήξαμε στο μοντέλο (νέο Μοντέλο 1):

$$DIVP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 GRO_{i,t} + \beta_3 LOA_{i,t} + \beta_4 LODP_{i,t} + \beta_5 VOL_{i,t} + \varepsilon_0$$

Εκτιμώντας το μοντέλο με τη χρήση της μεθοδολογίας Fixed Effects η οποία επιλέχτηκε μέσω του ελέγχου Hausman σε προηγούμενη φάση, λαμβάνουμε τα αποτελέσματα όπως τα διακρίνουμε στον Πίνακα 7.

Εξετάζοντας το εκτιμηθέν μοντέλο ως προς την κανονικότητα των κατάλοιπων και εφαρμόζοντας τον έλεγχο Jarque-Bera (p-value=0.0000), αλλά και μέσω των συντελεστών λοξότητας (p-value=0.0005) και κύρτωσης (p-value=0.0000) παρατηρούμε ότι τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης δεν κατανέμονται κανονικά (βλ. Πίνακα 8).

Εν συνεχεία, θα ελέγξουμε το μοντέλο μας προκειμένου να διαπιστώσουμε εάν διέπεται από αυτοσυσχέτιση και ετεροσκεδαστικότητα. Παρακάτω παρουσιάζονται οι εκτιμήσεις του μοντέλου παλινδρόμησης με τη μέθοδο GLS (βλ. Πίνακα 9). Το συγκεκριμένο μοντέλο διέπεται από ετεροσκεδαστικότητα και αυτοσυσχέτιση και γι' αυτό θα προχωρήσουμε στη διόρθωση αυτών των προβλημάτων.

Τέλος, προχωρούμε στη διόρθωση των προβλημάτων τα οποία προέκυψαν στο μοντέλο μας προκειμένου να εξάγουμε πιο ορθά αποτελέσματα. Τα νέα αποτελέσματα διακρίνονται στον Πίνακα 10.

Το εκτιμηθέν μοντέλο με τη μέθοδο FGLS απαλλαγμένο από ετεροσκεδαστικότητα, παρουσιάζει ότι οι μεταβλητές GRO, ROA και VOL καθίστανται στατιστικά σημαντικές.

Το πρόσημο των συντελεστών των GRO και VOL είναι αρνητικό, γεγονός που δείχνει ότι μια αύξηση στα ποσοστά των κερδών των τραπεζών αλλά και στις μεταβολές στις τιμές των μετοχών οδηγεί σε ταυτόχρονη μείωση του αριθμοδείκτη των μερισμάτων προς τα καθαρά κέρδη, ενώ αντίθετα το θετικό πρόσημο της ROA, δείχνει μια αύξηση των κερδών των τραπεζών οδηγεί σε αντίστοιχη αύξηση της μεταβλητής DIVP.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι το νέο Μοντέλο 1 είναι αυτό που κρατάμε ως ορθό μιας και το πρώτο δεν μας οδήγησε στα επιθυμητά αποτελέσματα. Το Μοντέλο 1 παρατίθεται απλώς για να διακρίνει ο κάθε αναγνώστης ποιά ήταν η αρχική μας ιδέα όταν αποφασίσαμε να εξετάσουμε τα οικονομικά στοιχεία των διαφόρων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τη διαμόρφωση της μερισματικής τους πολιτικής.

3.2 Μοντέλο 2^ο (Εκτίμηση – Συμπεράσματα)

Το δεύτερο μοντέλο υπό μελέτη είναι το:

$$\begin{aligned} \text{SIZE}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DIVP}_{i,t} + \alpha_2 \text{GRO}_{i,t} + \alpha_3 \text{ROE}_{i,t} + \alpha_4 \text{RLES}_{i,t} + \alpha_5 \text{TDA}_{i,t} + \alpha_6 \text{NM}_{i,t} + \alpha_7 \\ & \text{MARV}_{i,t} + \alpha_8 \text{BOKV}_{i,t} + \alpha_9 \text{LODP}_{i,t} + \alpha_{10} \text{REAR}_{i,t} + \alpha_{11} \text{BRAN}_{i,t} + \alpha_{12} \text{AGE} + \alpha_{13} \text{AGESQ} \\ & + \alpha_{14} \text{OWN} + \varepsilon_{0,} \end{aligned}$$

μέσω του οποίου ελέγχεται η υπόθεση: Η μερισματική πολιτική καθώς και τα οικονομικά μεγέθη τα οποία συμμετέχουν στη διαμόρφωση αυτής αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του μεγέθους της τράπεζας.

Με βάση τα παραπάνω, αρχικά προχωρούμε σε εκτίμηση του μοντέλου ML-random effects καθώς είναι ο μοναδικός τρόπος το μοντέλο μας να εκτιμηθεί με Panel Data. Σε προσπάθειά μας να τρέξουμε το μοντέλο μας και με τη μέθοδο Logit (λόγω της εξαρτημένης ψευδομεταβλητής) το STATA χαρακτήρισε όλες τις μεταβλητές omitted because of collinearity.

Το ίδιο, βέβαια, έγινε και με τη μέθοδο των Fixed Effects τον πίνακα (βλ. Πίνακας 12) των οποίων θα παραθέσουμε στο Παράρτημα (Πίνακες Παλινδρομήσεων –

Ελέγχων) μόνο και μόνο για να διαπιστώσει ο αναγνώστης το πρόβλημα που προέκυψε.

Στον Πίνακα 11, παραθέτουμε τα στοιχεία όπως αυτά προέκυψαν από τη μέθοδο των ML-Random Effects με την οποία εκτιμήσαμε το μοντέλο μας.

Όσον αφορά τα αποτελέσματα του μοντέλου ML - Random Effects, παρατηρούμε ότι οι μεταβλητές που καθίστανται στατιστικά σημαντικές είναι μόνον οι BRAN (αριθμός των υποκαταστημάτων των τραπεζών) και η OWN (Ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή (1) σε περίπτωση που μία Ιταλική-Ισπανική τράπεζα ανήκει σε Ιταλούς-Ισπανούς επενδυτές ενώ παίρνει την τιμή (0) σε περίπτωση που οι επενδυτές δεν είναι Ιταλοί-Ισπανοί αλλά άλλης εθνικότητας).

Κατά συνέπεια, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η μερισματική πολιτική δεν σχετίζεται με το μέγεθος της τράπεζας, όπως δεν σχετίζονται με το μέγεθος της τράπεζας και τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη τα οποία συμμετέχουν στη διαμόρφωση αυτού.

Κατ' αρχήν εξετάσαμε την κανονικότητα των καταλοίπων της παλινδρόμησης με τη μέθοδο των ML - Random Effects που επιλέχτηκε. Παρατηρούμε και σε αυτή την περίπτωση ότι τα κατάλοιπα δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή καθώς τα p-values του JB test και των Skewness και Kurtosis είναι εξαιρετικά χαμηλά ($P < 0.05$) (βλ. Πίνακα 13).

Παράλληλα, όπως παρουσιάζεται και στον Πίνακα 14 είναι εμφανές το πρόβλημα της ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων καθώς από τον αντίστοιχο έλεγχο προκύπτει $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0.0000$.

Προχωρώντας σε διόρθωση του προβλήματος της ετεροσκεδαστικότητας με τη χρήση της εκτίμησης του μοντέλου μέσω της μεθόδου FGLS, παρατηρούμε ότι τα αποτελέσματα μας μεταβάλλονται. Πλέον οι μεταβλητές που καθίστανται στατιστικά σημαντικές είναι οι ROE, TDA, BOKV, LOPD, BRAN και OWN. Κατά συνέπεια, παρατηρούμε ότι ο αριθμός των μεταβλητών που σχετίζονται στατιστικά σημαντικά με την εξαρτημένη μεταβλητή SIZE είναι ικανοποιητικός βεβαιώνοντας την υπόθεση ότι μια σειρά από οικονομικούς και μη δείκτες όπως ο αριθμοδείκτης των καθαρών

κερδών προς τα ίδια κεφάλαια (ROE), το σύνολο του χρέους (TDA), η λογιστική αξία ανά μετοχή (BOKV), ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις (LOPD), αριθμός των υποκαταστημάτων των τραπεζών (BRAN) και το ιδιοκτησιακό καθεστώς (OWN) σχετίζονται άμεσα (καθορίζουν) το μέγεθος των τραπεζών. Μάλιστα για να γίνουμε και πιο συγκεκριμένοι οι μεταβλητές ROE, LODP και OWN σχετίζονται αρνητικά με την εξαρτημένη μας πράγμα που σημαίνει ότι έχουν αρνητική επίδραση στο μέγεθος του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Αντίθετα, οι ανεξάρτητες μεταβλητές TDA, BOKV και BRAN δείχνουν να έχουν θετική επίδραση πάνω στο μέγεθος της τράπεζας. Για παράδειγμα, όταν αυξάνεται ο αριθμός των υποκαταστημάτων της τράπεζας αυτό είναι ένα δείγμα ότι αυξάνεται και το μέγεθός της.

Παρόλα αυτά το μέγεθος των τραπεζών (SIZE) δε σχετίζεται στατιστικά σημαντικά με τον αριθμοδείκτη των μετρητών που έχουν διατεθεί για μερίσματα προς τα καθαρά κέρδη.

Επίλογος – Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα

Η μερισματική πολιτική, όπως είδαμε και πιο πάνω, αποτελεί πεδίο έρευνας το οποίο έχει απασχολήσει στο παρελθόν και θα απασχολήσει στο μέλλον πολλούς ερευνητές. Η βιβλιογραφική ανασκόπηση που πραγματοποιήσαμε ήταν ιδιαίτερος αναλυτική καθώς στόχος μας ήταν να αναδειχθεί, όσο το δυνατόν περισσότερο ο όγκος του ερευνητικού έργου το οποίο είχε ως στόχο να αναλυθεί η μερισματική πολιτική τόσο των εισηγμένων επιχειρήσεων όσο και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ιδιαίτερος.

Η δική μας έρευνα πραγματοποιήθηκε με κύριο στόχο να εντοπιστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τόσο τη μερισματική πολιτική ως οικονομικό μέγεθος αλλά και τον τρόπο με τον οποίο η μερισματική πολιτική αλλά και άλλα οικονομικά μεγέθη επηρεάζουν το μέγεθος της τράπεζας σε μια περίοδο κατά την οποία η οικονομική κρίση στην ΟΝΕ ολοένα και βαθαίνει.

Τα συμπεράσματα που εξήχθησαν από την εκτίμηση των μοντέλων που δημιουργήσαμε έδειξαν ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζεται ιδιαιτέρως από οικονομικά στοιχεία όπως ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις, η αύξηση των κερδών από έτος σε έτος ως ποσοστό, ο δείκτης Return on Assets (ROA) και η μεταβολή της τιμής της μετοχής από έτος σε έτος. Όσον αφορά το μέγεθος της τράπεζας είδαμε ότι δεν επηρεάζεται από τη μερισματική πολιτική του εκάστοτε χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, εντοπίσαμε όμως ότι το μέγεθος τη τράπεζας επηρεάζεται από στοιχεία τα οποία διαμορφώνουν τη μερισματική πολιτική όπως ο δείκτης των χορηγήσεων προς τις καταθέσεις, ο δείκτης Return on Equity (ROE), ο δείκτης του συνολικού χρέους προς το σύνολο του Ενεργητικού, η μεταβλητή που δείχνει το Book Value της τράπεζας, ο αριθμός των υποκαταστημάτων καθώς και η ιδιοκτησία του ιδρύματος.

Τέλος, η συγκεκριμένη έρευνα θα μπορούσε να συνεχιστεί και να αναπτυχθεί ακόμη περισσότερο. Για παράδειγμα, θα μπορούσε το δείγμα να εμπλουτιστεί με περισσότερες ίσως και όλες τις χώρες της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης ενώ χώρες όπως η Γερμανία και η Γαλλία, οι οποίες αποτελούν τους οικονομικούς γίγαντες της Ένωσης, θα μπορούσαν να αποτελέσουν πεδίο έρευνας ακόμη και ως ξεχωριστές μονάδες προκειμένου να εξαχθούν και συμπεράσματα για τυχόν ιδιαιτερότητες της κάθε χώρας. Επίσης, πολύ σημαντικό ερευνητικό έργο θα αποτελούσε μια σύγκριση της μερισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι Αμερικανικές τράπεζες και της μερισματικής πολιτικής που ακολουθεί η Ευρώπη ως σύνολο. Τέτοιου τύπου έρευνες αποτελούν φυσικά πολύ ενδιαφέρουσες περιπτώσεις οι οποίες σαφώς όμως απαιτούν πολύ χρόνο και μεγάλο αριθμό διαθέσιμων στοιχείων προκειμένου να εξαχθούν ασφαλέστερα συμπεράσματα.

Βιβλιογραφία

1. Abrutyn S., & R.W. Turner (1990), "Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results", *National Tax Journal*, Vol. 43(4), pp. 491-496
2. Acharya V.V., Gujral I. & Shin H. S. (2009), "Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009", <http://ssrn.com/abstract=1362299> (Accessed: 29/06/2012)
3. Aharony J. & Swary I. (1980), "Quarterly dividends and earnings announcements and shareholders' returns: An empirical analysis", *Journal of Finance*, Vol. 35, pp. 1-12
4. Ahmed H. & Javid A. Y. (2009), "Determinants of Dividend Policy in Pakistan," *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 29, pp. 110- 125
5. Aivazian V. & Booth L. (2003), "Do emerging firms follow different dividend policies from US firms?", *Journal of Financial research*, Vol.26 No.3, pp.371-87
6. Akerlof G. (1970), "The Market for 'Lemon': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism", *The quarterly journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500
7. Allen Franklin, Antonio E. Bernardo & Welch I. (2000), "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2499-2536
8. Allen F. and Michaely, R. (2002), "Payout policy", *Center for Financial Institutions Working Papers*, pp. 01-21
9. Ali Shah & Ullah W. (2010), "Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Firm", *Management and Economics IPEDR*, Vol.3, pp.22-26
10. Al-Kuwari D. (2009), "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", *Global Economy & Finance Journal*, Vol. 2, pp. 38-63
11. Alli K. L., Khan A. Q. & Ramirez, G. G. (1993), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A factorial Analysis", *The Financial Review*, Vol. 28, pp. 523-547
12. Al-Malkawi N. H. (2007), "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An application of the Tobit Model", *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2, pp. 44-70

13. Al-Rjoub S. A., & Ananzeh I. E. (2009), "Dividend Yields Predictability of Stock Returns – Case of Emerging Markets", *Social Science Research Network*
14. Al-Twajjry A. A. (2007), "Dividend policy and payout ratio: Evidence from the Kuala Lumpur Stock Exchange", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 8 No. 4, pp. 349-363
15. Amidu M. & Abor J. (2006), "Determinants of the Dividend payout ratio in Ghana", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 7 No. 2, pp. 136-145
16. Amihud Y. & Murgia M. (1997), "Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 397-408
17. Anil K. & Kapoor S. (2008), "Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Indian Information Technology Sector", *International Research Journal of Finance & Economics*, Vol. 15, pp. 64 -71
18. Aono K. & Iwaisako T. (2010), "On the Predictability of Japanese Stock Returns Using Dividend Yield", *Asia-Pacific Financial Markets*, pp. 141-149
19. Appannan S. & Sim L. W. (2011), "A study on Leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia listed Companies for Food Industry under Consumer Product Sector", *2nd ICBER 2011*, pp. 945-976
20. Arnold G. (2005), "Corporate Financial Management", *3rd Edition USA*, Publisher: FT Prentice Hall
21. Arnould J.R. (1985), "Agency costs in banking firms: Analysis of expense preference behavior", *Journal of Economics of Business*, Vol. 37, pp. 103-102
22. Asquith Paul & David W. Mullins Jr. (1983), "The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business*, Vol. 56, pp. 77-96
23. Asquith Paul & David W. Mullins Jr. (1986), "Signaling with, Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", *Financial Management*, Vol. 15, pp. 27-44
24. Auerbach Alan J. (1983), "Stockholder Tax Rates and Firm Attributes", *Journal of Public Economics*, Vol. 21, 107-127
25. Azhagaiah R. & Sabari P. (2008), "The Impact of Dividend Policy on Shareholders' Wealth", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 20, pp. 180-187

26. Baker H. K., Farrelly G. & Edelman R. B. (1986), "Survey on Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, Vol. 14, pp. 78-84
27. Baker K. H. (1989), "Why companies pay no dividends", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 20, pp. 48-61
28. Baker K. H. & Powell G.E. (2000), "Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy", *Journal of Economics*, Vol. 73(2), pp. 271- 288
29. Baker K. H. & Powell G.E. (2000b), "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms", *Financial Practice and Education*, Vol. 9, pp. 29 -40
30. Baker J. B. (2002), "Mavericks, Mergers, and Exclusion: Proving Coordinated Competitive Effects under the Antitrust Laws", *New York University Law Review*, Vol. 77(1), pp. 135-203
31. Baker M. & Wurgler J. (2004), "A Catering Theory of Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 59 (3), pp. 1125-1160
32. Bali R. (2003), "An Empirical Analysis of Stock Returns around Dividend Changes", *Applied Economics*, Vol. 35, pp. 51-61
33. Bar-Yosef S. & Huffman L. (1986), "The informational content of dividends: A signalling approach", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, pp. 47-58
34. Barclay M. J. (1987), "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behaviour of Common Stock Prices Before the Income Tax", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 31-44
35. Barclay M.J., Smith C.W. Jr. & Watts R.L. (1995), "The determinants of corporate leverage and dividend policy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7 No. 4, pp. 4-19
36. Bernstein P.L. (1996), "Dividends: The Puzzle", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, pp.16-22
37. Bhattacharya S. (1979), "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, pp. 47-58
38. Bhattacharyya N. & Winnipeg (2003), "Good Managers Work More and Pay Less Dividends- A Model of Dividend Policy", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=114608> (Accessed: 28 July 2012)

39. Black F. & Scholes M. S. (1974), "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 1-22
40. Black F. (1976), "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, pp. 5-8
41. Blume M. E. (1980), "Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 62, pp. 567-577
42. Boldin R. & Leggett K. (1995), "Bank Dividend Policy as a Signal of Bank Quality", *Financial Services Review*, Vol. 4(1), pp. 1-8
43. Bradley M., Jarell G. & Kim E. H. (1984), "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence", *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 857-78
44. Brealey R. A. & Myers C. S. (2003), "Principles of Corporate Finance", 7th Edition. New York, USA: McGraw-Hill Irwin
45. Brennan M. J. (1970), "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal*, Vol. 23, pp. 417-427
46. Brigham E. F., Gapenski L. C. & Ehrhardt M. C. (1999), *Financial Management, Theory & Practice* (9th ed). Orlando, FL: Harcourt Inc., pp. 332-349
47. Brigham E. & Houston J. F (2004), "Fundamentals of Financial Management", 10th Edition USA: Thomson South-Western
48. Brittain J. (1966), "Corporate Dividend Policy", *the Brookings Institution*, Washington
49. Brittain J. (1964), "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", *American Economic Review*, pp. 272-287
50. Brzeszczyński J. & Gajdka J. (2008), "Performance of High Dividend Yield Investment Strategy on the Polish Stock Market 1997-2007", *Investment Management and Financial Innovations*, pp. 86-92
51. Burkart M., Panunzi F., & Shleifer A. (2003), "Family firms" *The Journal of Finance*, Vol. 58(5), pp. 1301-1327
52. Canina L., Advani R., Greenman A., & Palimeri I. (2001), "Dividend Policy in the Lodging Industry", *Journal of Hospitality & Tourism Research*, pp. 69 – 89

53. Capstaff J., Klaeboe A. & Marshall A. P. (2004), "Share Price Reaction to Dividend Announcements: Empirical Evidence on the Signaling Model from the Oslo Stock Exchange", *Multinational Finance Journal*, Vol. 8(1/2), pp. 115-139
54. Casey K.M., Anderson D.C., Mesak H.I. & Dickens R.N. (1999), "Examining the impact of the 1986 Tax Reform Act on corporate dividend policy: a new methodology", *The Financial Review*, Vol. 34 No. 3, pp. 33-46
55. Casey K. M. & Dickens R. N. (2000), "The Effect of Tax and Regulatory Changes in Commercial Bank Dividend Policy", *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 40, pp. 279-293
56. Chang R.P. & Rhee G. (2006), "The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions", *Financial Management*, Vol. 19, pp. 21 -31
57. Chen Z., Heung Y., Stouraitis A. & Wong W.S.W. (2005), "Ownership Concentration, Firm Performance and Dividend Policy in Hong Kong" *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, pp. 431-449
58. Chen J. & Dhiensiri N. (2009), "Determinants of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand," *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 34, pp. 18-28
59. Christie, W. G. (1990), "Dividend Yield and Expected Returns", *Journal of Financial Economics* , pp. 95-125
60. Clinebell J. M., Squires J. R. & Stevens J. L. (1993), "Investment Performance of High Income Stocks Over Up and Down Markets", *Journal Of Economics and Finance*, pp. 77-91
61. Collins M.C., Blackwell D.W. & Sinkey J.F. Jr. (1994), "Financial innovation, investment opportunity and corporate policy choices for large bank holding companies", *The Financial Review*, Vol. 29, pp. 223-47
62. Collins M.C., Blackwell D.W. & Sinkey J.F. Jr. (1995), "The relationship between corporate compensation policies and investment opportunities: empirical evidence for large bank holding companies", *Financial Management*, Vol. 24, pp. 40-53

63. Constantinides G. & Grundy M. (1989), "Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals", *The Review of Financial Studies*, Vol. 2, pp. 445-465
64. Crutchley C. E. & Hansen R. S. (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends" *Financial Management*, Vol. 18, pp. 36-46
65. Dempsey S. J. & Laber G. (1992), "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis", *Journal of Financial Research*, Vol. 15, pp. 317-321
66. Deshmukh S. (2003), "Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Model", *Financial Review*, Vol. 38, pp. 351-368
67. Dhaliwal D. S., Erickson M. & Trezevant R. (1999), "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies", *National Tax Journal*, Vol. 52, pp. 179-194
68. Diamond J. J. (1967), Earnings Distribution and the Valuation of Shares: Some Recent Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 2, pp. 15-30
69. Diamond D. W. & Dybvig P. H (1986), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 401-419
70. Diamond D. W. (1989), "Reputation Acquisition in Debt Markets", *Journal of Political Economy*, Vol. 97, pp. 828-862
71. Dickens R.N., Casey K.M. & Newman J.A. (2003), "Bank dividend policy: explanatory factors", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 41 Nos. 1-2, pp. 3-13.
72. Dutta A.S., Collins M.C. & Wansley J.W. (2007), "Managerial ownership and dividend policy in the US banking industry", *Managerial Finance*, Vol. 35, pp. 501-508
73. Eades K. (1982), "Empirical evidence on dividends as a signal of firm value", *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol. 17, pp. 471-500
74. Easterbrook F.H. (1984), "Two agency-cost explanations of dividends," *American Economic Review*, Vol. 74 No. 4, pp. 650-659
75. Emery D. R., Finnerty D. J. & Stowe J. D. (2007), "Corporate Financial Management", 3rd Edition, New Jersey: Pearson Prentice Hall

76. Eriotis N. (2005), "The effect of Distributed Earnings and Size of the firm to its Dividend Policy: Some Greek Data," *International Business and Research Journal*, Vol. 4 No. 1 pp. 67- 74
77. Eriotis N. & Vasilou D. (2003), "Dividend Policy: An empirical Analysis of the Greek Market," *International Business and Economics Research Journal*, Vol. 3 No.3, pp. 49-57
78. Fama E. & Babiak H. (1968), "Dividend Policy: an Empirical analysis", *American Statistical Association Journal*, Vol. 63 No. 324, pp. 1132-61
79. Fama E. & Jensen M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 327-349
80. Fama E. F. & French K. R. (1988), "Dividend Yield and Expected Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, pp. 3-25
81. Fama E. F. & French K. R. (2002), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp. 3-43
82. Fama E.F. & French K.R. (2003), "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", *Social Science Research Network Electronic Library*, CRSP Working Paper No. 550
83. Farrar D.E. & Selwyn L.L. (1967), "Taxes, corporate financial policy and return to investors", *National Tax Journal*, Vol. 20, pp. 444-462
84. Farrelly G. E, Baker K. H & Edelman R. B (1986), "Corporate Dividends: Views of the Policy Makers", *Akron Business and Economic Review*, Vol. 17 (4), pp. 62-74
85. Few S. L., Abdull M., Moh'd L., Shahrin A. R. & Othman M. S. (2007), "Dividend Policy: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia", *The 7th International Business Research Conference*, December 3-6, 2007, Sydney, Australia
86. Florackis Ch. & Ozkan A. (2008), "Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence from UK firms", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, pp. 37-59
87. Foong S. S., Zakaria N. B. & Tan H. B. (2007), "Firm Performance and Dividend-Related Factors: The Case of Malaysia", *Labuan Bulletin of International Business & Finance*, Vol. 5, pp. 97-111

88. Frankfurter G. M. & Wood B. G. Jr. (1997), "The Evolution of Corporate Dividend Policy", *Journal of Financial Education*, Vol. 23, pp. 16-33
89. Frankfurter G. M. & Wood B. G. Jr. (2002), "Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11, pp. 111-138
90. Gaver J.J. & Gaver K.M. (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, pp. 125 -160
91. Ghauri N.Z. (2008), "A Comparison Of Dividend Policy Of UK And US Banks Over The Period 2003 - 2007 From Shareholder's Point Of View", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1321451 (Accessed: 14/07/2012)
92. Glen J.D., Karmokolias Y., Miller R. R. & Shah S. (1995), "Dividend Policy and behavior in emerging markets", *International Financial Corporation*, Discussion Paper No. 26
93. Goetzmann W. N. & Jorion P. (1995), "A Longer Look at Dividend Yields", *Journal of Business*, pp. 483-508
94. Gombola M. J. & Liu F.Y.L. (1993), "Dividend Yields and Stock Returns: Evidence of Time Variation between Bull and Bear Markets", *The Financial Review*, pp. 303-327
95. Gordon M. (1961), "The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, pp. 37-51
96. Gordon M. (1962), "The savings, investment and valuation of a corporation", *Review of Economics and Statistics*, pp.37-51
97. Gordon M. (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *Journal of Finance*, May, pp. 264-272
98. Gorton G. & Rosen R. (1995), "Corporate control, portfolio choice, and the decline of banking", *The Journal of Finance*, pp. 1377-1420
99. Goyal A. & Welch I. (2003), "Predicting the equity premium with dividend ratios", *Management Science*, Vol. 49 No. 5, pp. 639-54
100. Grammatikos T. & Yourougou P. (1990), "Market expectations of the effects of the Tax Reform Act of 1986 on banking organizations", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, pp. 1171-1187

101. Grullon G., Michael R. & Swaminathan B. (2002), "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business*, Vol. 75, pp. 387-424
102. Gulger K. & Yurtoglu B.B. (2003), "Corporate governance & dividend payout policy in Germany" *European Economic Review*, Vol. 47, pp. 731-758
103. Gugler K. (2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment", *Journal of Banking & Finance*, No. 27, pp. 1297-1321
104. Henne A., Ostrowski S. & Reichling P. (2009), "Dividend Yield and Stability Versus Performance on the German Stock Market - A Descriptive Study", *Review of Managerial Science*, pp. 225-248
105. Higgins R.C. (1972), "The corporate dividend-saving decision", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 7 No.2, pp. 1527-1541
106. Hsu A.C. & Lin S.H. (2010), "Trading Strategies Based On Dividend Yield - Evidence from the Taiwan Stock Market", *The International Journal of Business and Finance Research*, pp. 71- 84
107. Higgins R.C. (1981), "Sustainable growth under inflation", *Financial Management*, Vol. 10, pp. 36-40
108. Iatridis E.G. (2012), "Audit quality in common-law and code-law markets: Evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity", *Emerging Market Review*, Vol. 13, pp. 101-117
109. Ikenberry D., Lakonishok J. & Vermaelen T. (1995), "Market under reaction to open market share repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 181-208
110. Ikenberry D., Lakonishok J. & Vermaelen T. (2000), "Share repurchases in Canada: performance and strategic trading", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2373-2397
111. Jensen G. R., Solberg D. P. & Zorn T. S. (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 263-274
112. Jensen M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329

113. Jensen M. C. & Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360
114. John K. & Williams J. (1985), "Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium", *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1053-1070
115. John K. & Nachman D.C. (1985), "Risky debt, investment incentives, and reputation in a sequential equilibrium", *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 863-878
116. John K., Knyazeva A. & Knyazeva D. (2007), "Geography and Dividend Policy," Working Paper, New York University
117. Kale J. R. & Noe T. H. (1990), "Dividends, uncertainty and underwriting costs under asymmetric information", *The Journal of Financial Research*, Vol. 13, pp. 265-277
118. Kania S. L. & Bacon F. W. (2005), "What factors motivate the corporate dividend decision", *ASBBS E-Journal*, Vol.1 No.1
119. Kanwal A. & Kapoor S. (2008), "Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 15, pp.63-71
120. Kato K., Kunimura M. & Yoshida Y. (1997), "Banks' Earnings Management before Potential Violation of Dividend Regulation in Japan", <http://proquest.umi.com/pqdweb?index=0&did=1450855931&SrchMode=2&sid=4&Fmt=2&VInst=PROD&VType=PQD&RQT=309&VName=PQD&TS=1222257735&clientId=18060> (Accessed: 4 July 2012)
121. Keen H. (1983), "The impact of a dividend cut announcement on bank share prices" *Journal of Bank Research*, Vol. 13, pp. 274-281
122. Keim D.B. (1985), "Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 473-489
123. Kim B. S. & Maddala G. S. (1992), "Estimation and Specification Analysis of Models of Dividend Behavior Based on Censored Panel Data", *Empirical Economics*, Vol. 17, pp. 111-124

124. Kowaleski O., Stetsyuk I. & Talavera O. (2007), "Corporate Governance and Dividend Policy in Poland," *Wharton Financial Institutions Centre Working Paper No. 07-09*
125. Kumar J. (2003) "Ownership structure and dividend payout in India", *Working paper*, Indira Gandhi Institute of Development Research
126. Kyriazis D., & Diacogiannis G. (2007), "Testing the Performance of Value Strategies in the Athens Stock Exchange", *Applied Financial Economics*, pp. 1511-1528
127. La Porta R., Florenico Lopez-De-Silanes, Shleifer A. & Vishny R. W., (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1-33
128. Lang L. H. P. & Litzenberger R. H. (1989), "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 181-191
129. Lasher W. (2000), *Practical Financial Management*, 2nd ed. Thomson South-Western
130. Lease R. C., Kose J., Avner K., Loewenstein U. & Sarig O. H., (2000), "Dividend Policy: Its Impact on Firm Value" (Harvard Business School Press, Boston, Massachussettes)
131. Lemmon M. L. & Nguyen T. (2008), "Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from a Country without Taxes", *Social Science Research Network*
132. Levis M. (1989), "Stock Market Anomalies - A Re-assessment Based On The UK Evidence", *Journal of Banking and Finance*, pp. 675-696
133. Lewellen J. (2004), "Predicting Returns with Financial Ratios", *Journal of Financial Economics*, pp. 209-235
134. Li W. & Iie E. (2006), "Dividend changes and catering incentives", *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 293-308
135. Lintner J. (1956), "Distribution of incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *America Economic Review*, Vol. 46, pp.97-113
136. Lintner J. (1962), "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, August, pp. 243-269

137. Litzenberger R. H. & Ramaswamy K. (1979), "The effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, pp. 163-195
138. Litzenberger R. H. & Ramaswamy K. (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 429-443.
139. Liu Sh. & Hu Y. (2005), "Empirical Analysis of Cash Dividend Payment in Chinese listed Companies", *Nature and Science*, Vol. 3(1), pp. 65-71
140. Lloyd W. P., Jahera J. S. & Page D. E. (1985), "Agency Costs and Dividend Payout Ratios", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24, pp. 19-29
141. Mancinelli L. & Ozkan A. (2006), "Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms", *The European Journal of Finance*, Vol. 12, pp. 265-282
142. Marfo-Yiodom E. & Agyei S.K. (2011), "Determinants of Dividend Policy in Ghana", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 61, pp. 99-108
143. Mayne L. (1980), "Bank dividend policy and holding company affiliation" *Journal of Financial and Qualitative Analysis*, Vol. 15, pp. 469-480
144. Masulis R. W. & Trueman B. (1988) Corporate Investment & Dividend Decisions Under Differential Personal Taxation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 23, pp. 369-386
145. McManus I. D., Gwilym O. & Thomas S. H. (2002), "A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns, Size, Dividend Yield and Payout Ratio" *EFMA Conference*
146. McQueen G., Shields K. & Thorley S. R. (1997), "Does the "Dow-10 Investment Strategy" Beat the Dow Statistically and Economically?", *Financial Analyst Journal*, pp. 66-72
147. Mehta A. (2012), "An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy- Evidence from the UAE Companies", *Global Review of Accounting and Finance*, Vol. 3 (1), pp. 18-31
148. Miller M. H. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 21-35
149. Miller M. H. (1986), "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", *Journal of Business*, Vol. 59, pp. 451-468

150. Miller M. H. & Modigliani F. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411-433
151. Miller M. H. & Rock K. (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1031-1051
152. Miller M. H. & Scholes M. S. (1978), "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 333-264
153. Miller M. H. & Scholes M. S. (1982), "Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol.90, pp. 1118-1141
154. Modigliani F. & Miller M. H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297
155. Moh'd M.A., Perry L.G. & Rimbey, J.N. (1995), "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 30, pp. 367-385
156. Morck R., Shleifer A. & Vishny R. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 Nos. 1-2, pp. 293-315
157. Morgan G. & Thomas S. (1998), "Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 405-423
158. Morgan G. (1982), "Dividends and Capital Asset Prices", *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 1071-1086
159. Myers S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5(2), pp. 147-175
160. Myers S. C. & Majluf N. S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221
161. Murhadi W. R. (2010), "Study on Dividend Policy: Antecedent and its Impact on Share Price ", *Jurnal Manajemen & Kewirausahaan*, Vol. March, pp. 1-29
162. Nissim D. & Ziv A. (2001), "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 2111-2133
163. Nnadi M. & Akpomi M.E. (2008), "The Effect of Tax on Dividend policy of Banks International", *Research Journal of Finance & Economics*, Vol. 19, pp. 48-55

164. Nnadi M. & Tanna S. (2011), "Multialternative Analyses of Factors Affecting Dividend Policy of Acquired European Banks", *Working Paper*, papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1779510 (Accessed: 13/08/2012)
165. Palia D. & Porter R. (2007), "Agency Theory in Banking: An Empirical Analysis of Moral Hazard and the Agency Costs of Equity", *Banks and Bank Systems*, Vol. 2, pp. 37-59
166. Pandey I. (2001), "The Expected Stock Returns of Malaysian Firms: A Panel Data Analysis", *IIMA Working Paper*, No 2001-09-01
167. Partington G. H. (1985), "Dividend policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 12, pp. 531-542
168. Pattenden K. & Twite G. (2008), "Taxes and Dividend Policy under Alternative Tax Regimes", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 1 -16
169. Pettit R. R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 27, pp. 993-1007
170. Pettit R. R. (1976), "The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation", *Journal of Business*, Vol. 49, pp. 89-96
171. Pettit R. R. (1977), "Taxes, Transactions costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 419-436
172. Pruitt S.W. & Gitman L.W. (1991), "The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms", *Financial Review*, Vol. 26 No.33, pp.409-30
173. Ramcharran H. (2001), "An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets", *Emerging Markets Quarterly*, Vol. 5, pp. 39-49
174. Rao R. P., Aggarwal R. & Hiraki T. (1992), "Dividend Yields and Stock Returns – Evidence from the Tokyo Stock Exchange", *Journal of Economics and Business*, pp. 187-200
175. Rozeff M. S. (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios," *The Journal of Financial Research*, Vol. 5 No. 3, pp. 249-59

176. Schooley D. K. & Barney L. D. Jr. (1994), "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *Journal of Financial Research*, Vol. 17, pp. 363-373
177. Shefrin H. & Statman M. (1984), "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. June, pp. 253-282
178. Shleifer A. & Vishny R. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488
179. Theis J. D. & Dutta A. (2009), "Explanatory Factors of Bank Dividend Policy: Revisited", *Managerial Finance*, Vol. 35, pp. 501-508
180. Theis J., Yesilyaprak A., Jauregui A & Dutta A. (2010), "Bank Holding Companies Dividend Policy: Changed by Recession?", *The global journal of finance and economics*, Vol. 7, pp. 1-9
181. Visscher S. & Filbeck G. (2003), "Dividend Yield Strategies in the Canadian Stock Market", *Financial Analysts Journal*, pp. 99-106
182. Walter J. E. (1963), "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise", *Journal of Finance*, Vol. 18, pp. 280-291
183. Walsh C. (2008), "Key Management Ratios", 4th ed., London, Pearson Education
184. Watts R. (1973), "The Information Content of Dividends", *Journal of Business*, Vol. 46, pp. 191-211
185. Weisbach M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp. 431-460
186. Whitehouse C.L.W. & Lee N. (1993), "Revenue Law: Principles and Practices", 11th Edition, Butterworths
187. Whited T. (1992), "Debt, liquidity constraints, and corporate investment: evidence from panel data", *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1425-1460
188. Wilkinson B. R., Cahan S.F. & Jones, G. (2001), "Strategies and Dividend Imputation: The Effect of Foreign and Domestic Ownership on Average Effective Tax Rates", *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 10(2), pp. 157-175
189. Winter R. (1977), "State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation", *Journal of Legal Studies*, Vol. 6, pp. 251-292

190. Wruck K.H. (1989), "Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 No. 1, pp. 3-28
191. Wu C. (1996), "Taxes and Dividend Policy", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 5(3), pp. 291-305
192. Zhou P. & Ruland W. (2006), "Dividend Payout and Future Earnings Growth", *Financial Analysts Journal*, Vol. 62 No. 3, pp. 58-69
193. Βασιλείου Δ. (1999). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Τόμος Α')*, Πάτρα: Ομάδα Εκτέλεσης Έργου ΕΑΠ/1997-1999
194. Βασιλείου Δ. & Ηρειώτης Ν. (2008), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση : Θεωρία και Πρακτική*, Αθήνα: Εκδόσεις Rosili
195. Ξανθάκης Μ. & Αλεξάκης Χ. (2007), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επιχειρήσεων*, Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη

Παράρτημα (Πίνακες Παλινδρομήσεων - Ελέγχων)

Πίνακας 1. Hausman Test 1^ο Μοντέλου

	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
ROA	-.2710284	.1220288	-.3930572	.1463991
GRO	-.0006192	-.0001289	-.0004904	.000035
CTA	10.00737	-12.13951	22.14687	19.17899
ASTS	.0523391	.0715543	-.0192152	1.24938
LOA	18.72923	-1.997947	20.72718	12.91938
EAPSH	-.0318835	-.0647833	.0328998	.1041628
MARV	.0462355	.0456275	.000608	.0319975
BOKV	.006397	-.0081888	.0145858	.0860797
LODP	-2.028675	.4494206	-2.478096	.4128537
REAR	2.46e-08	1.33e-08	1.13e-08	4.66e-08
VOL	-.0905263	.0064344	-.0969606	.0515959
AGE	-.3229592	-.0226139	-.3003453	.8214577
AGESQ	-.0151153	-.0182658	.0031504	.2535264

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```

chi2(11) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
          =      65.27
Prob>chi2 =      0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

```

Πίνακας 2. Εκτίμηση 1^ο Μοντέλου με τη μέθοδο Fixed Effects

Fixed-effects (within) regression						
			Number of obs	=	140	
			Number of groups	=	35	
R-sq: within	=	0.2963			F(13, 92)	= 2.98
between	=	0.2294			Prob > F	= 0.0011
overall	=	0.0046				
DIVP	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ROA	-.2710284	.2161404	-1.25	0.213	-.7003019	.1582452
GRO	-.0006192	.00013	-4.77	0.000	-.0008773	-.0003611
CTA	10.00737	22.22988	0.45	0.654	-34.14309	54.15782
ASTS	.0523391	1.257318	0.04	0.967	-2.444803	2.549481
LOA	18.72923	13.52996	1.38	0.170	-8.142439	45.6009
EAPSH	-.0318835	.136392	-0.23	0.816	-.3027699	.2390028
MARV	.0462355	.0409728	1.13	0.262	-.0351402	.1276111
BOKV	.006397	.0882935	0.07	0.942	-.1689615	.1817556
LODP	-2.028675	.4983094	-4.07	0.000	-3.018361	-1.03899
PEAR	2.46e-08	5.29e-08	0.46	0.643	-8.05e-08	1.30e-07
VOL	-.0905263	.0606103	-1.49	0.139	-.2109035	.029851
AGE	-.3229592	2.688359	-0.12	0.905	-5.662272	5.016353
AGESQ	-.0151153	1.301407	-0.01	0.991	-2.599822	2.569591
OWN	0	(omitted)				
_cons	-11.32443	16.88241	-0.67	0.504	-44.85435	22.20548
sigma_u	3.1136469					
sigma_e	1.7563287					
rho	.75862174					
F test that all u i=0: F(34, 92) = 2.17 Prob > F = 0.0018						

Πίνακας 3. Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων 1^ο Μοντέλου

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	—— joint ——	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
res	140	0.0005	0.0000	54.16	0.0000

Πίνακας 4. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας 1^ο Μοντέλου

Coefficients: generalized least squares						
Panels: heteroskedastic						
Correlation: no autocorrelation						
Estimated covariances	=	35	Number of obs	=	140	
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	35	
Estimated coefficients	=	2	Time periods	=	4	
Log likelihood	=	-572.7997	Wald chi2(2)	=	4.13e+14	
			Prob > chi2	=	0.0000	
DIVP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA	-.0067278	1.40e-06	-4789.83	0.000	-.0067306	-.0067251
GRO	-.0003097	1.50e-08	-2.1e+04	0.000	-.0003097	-.0003097
CTA	0	(omitted)				
ASTS	.0011588	1.33e-06	874.23	0.000	.0011562	.0011614
LOA	0	(omitted)				
EAPSH	0	(omitted)				
MARV	0	(omitted)				
BOKV	0	(omitted)				
LODP	0	(omitted)				
REAR	-6.85e-10	2.43e-10	-2.82	0.005	-1.16e-09	-2.09e-10
VOL	-.0002666	6.11e-07	-436.14	0.000	-.0002678	-.0002654
AGE	0	(omitted)				
AGESQ	0	(omitted)				
OWN	0	(omitted)				
_cons	0	(omitted)				

Πίνακας 5. Έλεγχος αυτοσυσχέτισης 1^{ου} Μοντέλου

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 34) = 7.168

Prob > F = 0.0113

Πίνακας 6. Διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας 1^ο Μοντέλου

```
. xtglm DIVP ROA GRO CTA ASTS LOA EAPSH MARV BOKV LODP REAR VOL AGE AGESQ OWN
```

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares
Panels: homoskedastic
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	1	Number of obs	=	140
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	35
Estimated coefficients	=	15	Time periods	=	4
			Wald chi2(14)	=	12.78
Log likelihood	=	-288.5746	Prob > chi2	=	0.5441

DIVP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ROA	.1220288	.1502497	0.81	0.417	-.1724552	.4165129
GRO	-.0001289	.0001182	-1.09	0.276	-.0003606	.0001029
CTA	-12.13951	10.62064	-1.14	0.253	-32.95557	8.676555
ASTS	.0715543	.1332887	0.54	0.591	-.1896867	.3327954
LOA	-1.997947	3.797245	-0.53	0.599	-9.440411	5.444517
EAPSH	-.0647833	.0832	-0.78	0.436	-.2278523	.0982856
MARV	.0456275	.0241818	1.89	0.059	-.001768	.093023
BOKV	-.0081888	.0185654	-0.44	0.659	-.0445762	.0281987
LODP	.4494206	.2636693	1.70	0.088	-.0673618	.966203
REAR	1.33e-08	2.38e-08	0.56	0.576	-3.33e-08	6.00e-08
VOL	.0064344	.0300517	0.21	0.830	-.0524658	.0653346
AGE	-.0226139	2.418766	-0.01	0.993	-4.763308	4.71808
AGESQ	-.0182658	1.206154	-0.02	0.988	-2.382284	2.345752
OWN	.9396248	.7283994	1.29	0.197	-.4880117	2.367261
_cons	-.4979639	3.398352	-0.15	0.884	-7.158611	6.162683

Πίνακας 7. Εκτίμηση νέου μοντέλου 1 με τη μέθοδο Fixed Effects

. xtreg DIVP GRO ROA LOA LODP VOL, fe						
Fixed-effects (within) regression			Number of obs	=	140	
Group variable: mark			Number of groups	=	35	
R-sq: within = 0.2774			Obs per group: min =		4	
between = 0.4824			avg =		4.0	
overall = 0.0109			max =		4	
			F(5,100)		= 7.68	
corr(u_i, Xb) = -0.8411			Prob > F		= 0.0000	
DIVP	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
GRO	-.0006086	.0001253	-4.86	0.000	-.0008572	-.00036
ROA	-.3358841	.1808601	-1.86	0.066	-.6947053	.0229371
LOA	16.18536	9.104694	1.78	0.078	-1.878099	34.24881
LODP	-1.860892	.4455644	-4.18	0.000	-2.744879	-.9769052
VOL	-.0948251	.0546414	-1.74	0.086	-.203232	.0135819
_cons	-8.191924	8.458826	-0.97	0.335	-24.97399	8.590146
sigma_u	2.5296359					
sigma_e	1.707073					
rho	.68709873	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0:			F(34, 100) =	2.39	Prob > F = 0.0004	

Πίνακας 8. Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων νέου μοντέλου 1

```
. jbr res
```

```
Jarque-Bera normality test: 4363 Chi(2) 0
```

```
Jarque-Bera test for Ho: normality:
```

```
. sktest res
```

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
res	140	0.0000	0.0000	.	0.0000

```
.
```

Πίνακας 9. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας νέου μοντέλου 1

DIVP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
GRO	-.0001194	.0001203	-0.99	0.321	-.0003551	.0001164
ROA	.1991291	.1167273	1.71	0.088	-.0296521	.4279104
LOA	-1.669626	2.961396	-0.56	0.573	-7.473855	4.134602
LODP	.4505526	.2402246	1.88	0.061	-.020279	.9213841
VOL	.0039183	.0268338	0.15	0.884	-.0486749	.0565115
_cons	1.265117	2.79637	0.45	0.651	-4.215667	6.745901


```
. xtserial DIVP GRO ROA LOA LODP VOL,
```

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 34) = 7.949

Prob > F = 0.0080

Πίνακας 1. Διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας νέου μοντέλου 1

DIVP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
GRO	-.0008174	.0000738	-11.08	0.000	-.000962	-.0006729
ROA	.095016	.0152495	6.23	0.000	.0651275	.1249044
LOA	-.834425	.5515349	-1.51	0.130	-1.915414	.2465635
LODP	-.0364637	.0433055	-0.84	0.400	-.121341	.0484137
VOL	-.0243668	.0045758	-5.33	0.000	-.0333352	-.0153985
_cons	1.803763	.4880152	3.70	0.000	.8472704	2.760255

Πίνακας 2. Εκτίμηση 2^ο μοντέλου με τη μέθοδο ML - Random Effects

Random-effects ML regression						
Group variable: mark				Number of obs	=	140
				Number of groups	=	35
Random effects u_i ~ Gaussian				Obs per group: min	=	4
				avg	=	4.0
				max	=	4
				LR chi2(14)	=	43.72
Log likelihood = 115.45538				Prob > chi2	=	0.0001
SIZE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DIVP	-.0020608	.0058871	-0.35	0.726	-.0135993	.0094778
GRO	-2.12e-06	8.30e-06	-0.26	0.798	-.0000184	.0000141
ROE	-.0006436	.0009125	-0.71	0.481	-.0024321	.0011449
RLES	-.0007017	.0024073	-0.29	0.771	-.0054199	.0040166
TDA	.1785753	.2290397	0.78	0.436	-.2703342	.6274848
NM	.0003831	.0010525	0.36	0.716	-.0016798	.0024461
MARV	-.0000795	.0021596	-0.04	0.971	-.0043122	.0041532
BOKV	.0015421	.0024715	0.62	0.533	-.0033021	.0063862
LODP	-.0107234	.0312473	-0.34	0.731	-.071967	.0505202
REAR	-2.54e-10	2.73e-09	-0.09	0.926	-5.60e-09	5.10e-09
BRAN	.0000384	.0000129	2.99	0.003	.0000132	.0000636
AGE	.0541211	.158615	0.34	0.733	-.2567586	.3650008
AGESQ	-.0149696	.0773953	-0.19	0.847	-.1666616	.1367224
OWN	-.9172371	.1322347	-6.94	0.000	-1.176412	-.6580618
_cons	.8209176	.1464784	5.60	0.000	.5338251	1.10801
/sigma_u	.2299143	.0298154			.1783125	.2964491
/sigma_e	.1054533	.			.	.
rho	.8261921	.			.	.
Likelihood-ratio test of sigma_u=0: chibar2(01) = 206.60 Prob>=chibar2 = 0.000						

Πίνακας 3. Εκτίμηση 2^ο Μοντέλου με τη μέθοδο Fixed Effects

```
. xtreg SIZE DIVP GRO ROE RLES TDA NM MARV BOKV LODP REAR BRAN AGE AGESQ OWN, fe
note: DIVP omitted because of collinearity
note: GRO omitted because of collinearity
note: ROE omitted because of collinearity
note: RLES omitted because of collinearity
note: TDA omitted because of collinearity
note: NM omitted because of collinearity
note: MARV omitted because of collinearity
note: BOKV omitted because of collinearity
note: LODP omitted because of collinearity
note: REAR omitted because of collinearity
note: BRAN omitted because of collinearity
note: AGE omitted because of collinearity
note: AGESQ omitted because of collinearity
note: OWN omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs   =       140
Group variable: mark                           Number of groups =        35

R-sq:  within =      .                      Obs per group: min =         4
        between =      .                      avg =       4.0
        overall =      .                      max =         4

                                F(13, 92)      =      .
corr(u_i, Xb)  =      .                      Prob > F       =      .
```

SIZE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DIVP	0	(omitted)			
GRO	0	(omitted)			
ROE	0	(omitted)			
RLES	0	(omitted)			
TDA	0	(omitted)			
NM	0	(omitted)			
MARV	0	(omitted)			
BOKV	0	(omitted)			
LODP	0	(omitted)			
REAR	0	(omitted)			
BRAN	0	(omitted)			
AGE	0	(omitted)			
AGESQ	0	(omitted)			
OWN	0	(omitted)			
_cons	.2857143
sigma_u	.45834925				
sigma_e	0				
rho	1	(fraction of variance due to u_i)			

```
F test that all u_i=0:      F(34, 92) =      .      Prob > F =      .
```

Πίνακας 4. Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων 2^ο μοντέλου

. jb res

Jarque-Bera normality test: 22.37 Chi(2) 1.4e-05

Jarque-Bera test for Ho: normality:

. sktest res

Skewness/Kurtosis tests for Normality					
Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
res	140	0.0093	0.0049	12.37	0.0021

.

Πίνακας 5. Έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας 2^ο Μοντέλου

Cross-sectional time-series FGLS regression						
Coefficients: generalized least squares						
Panels: heteroskedastic						
Correlation: no autocorrelation						
Estimated covariances	=	35	Number of obs	=	140	
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	35	
Estimated coefficients	=	4	Time periods	=	4	
			Wald chi2(4)	=	8.43e+13	
Log likelihood	=	54.0964	Prob > chi2	=	0.0000	
SIZE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DIVP	5.46e-12	1.86e-09	0.00	0.998	-3.63e-09	3.64e-09
GRO	8.53e-14	4.03e-11	0.00	0.998	-7.88e-11	7.90e-11
ROE	-3.64e-12	1.78e-09	-0.00	0.998	-3.50e-09	3.49e-09
RLES	-1.16e-10	4.10e-08	-0.00	0.998	-8.06e-08	8.03e-08
TDA	0	(omitted)				
NM	5.46e-12	1.95e-09	0.00	0.998	-3.82e-09	3.83e-09
MARV	9.09e-13	5.48e-10	0.00	0.999	-1.07e-09	1.07e-09
BOKV	-1.36e-12	4.85e-10	-0.00	0.998	-9.51e-10	9.48e-10
LODP	2.91e-11	1.58e-08	0.00	0.999	-3.10e-08	3.10e-08
REAR	-5.20e-18	1.78e-15	-0.00	0.998	-3.49e-15	3.48e-15
BRAN	1.42e-14	1.08e-11	0.00	0.999	-2.11e-11	2.11e-11
AGE	0	(omitted)				
AGESQ	2.33e-10	6.20e-08	0.00	0.997	-1.21e-07	1.22e-07
OWN	1	5.00e-07	2.0e+06	0.000	.999999	1.000001
_cons	0	(omitted)				

Πίνακας 6. Διόρθωση ετεροσκεδαστικότητας 2^ο Μοντέλου

Cross-sectional time-series FGLS regression						
Coefficients: generalized least squares						
Panels: homoskedastic						
Correlation: no autocorrelation						
Estimated covariances	=	1	Number of obs	=	140	
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	35	
Estimated coefficients	=	15	Time periods	=	4	
			Wald chi2(14)	=	440.54	
Log likelihood	=	12.15674	Prob > chi2	=	0.0000	
SIZE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
DIVP	-.0117182	.009842	-1.19	0.234	-.031008	.0075717
GRO	-.0000118	.0000138	-0.85	0.393	-.0000388	.0000153
ROE	-.0028688	.0011913	-2.41	0.016	-.0052036	-.000534
RLES	-.0006967	.0011418	-0.61	0.542	-.0029347	.0015413
TDA	.6034765	.2098239	2.88	0.004	.1922291	1.014724
NM	.0008978	.0016826	0.53	0.594	-.0024	.0041955
MARV	.0007772	.0027727	0.28	0.779	-.0046572	.0062115
BOKV	.0043211	.0018248	2.37	0.018	.0007446	.0078976
LODP	-.0865497	.0417703	-2.07	0.038	-.1684179	-.0046815
REAR	2.62e-09	3.09e-09	0.85	0.397	-3.45e-09	8.68e-09
BRAN	.0000395	7.58e-06	5.20	0.000	.0000246	.0000543
AGE	.18381	.2827323	0.65	0.516	-.3703352	.7379551
AGESQ	-.0415693	.1407526	-0.30	0.768	-.3174393	.2343007
OWN	-.8931902	.0829494	-10.77	0.000	-1.055768	-.7306124
_cons	.5446779	.1031416	5.28	0.000	.3425242	.7468317