



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑΣ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**Το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης
μερίσματος στο χρηματιστήριο Αθηνών**

**Ηλίας Δρακωνάκης
Α.Μ. 1408**

Επιβλέπων καθηγητής: Τσαγκαράκης Νικόλαος

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ
ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2019**

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο:

«Το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης.....
πρόβλεψης στο χρηματιστήριο Αθηνών.....»

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου»

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή Ονοματεπώνυμο

ΔΡΑΚΟΝΑΚΗΣ ΗΛΙΑΣ.....



Περιεχόμενα

Πίνακας Πινάκων	3
Πίνακας Γραφημάτων	3
Κεφάλαιο 1 ^ο Εισαγωγή	4
Κεφάλαιο 2 ^ο Μερισματική πολιτική: ανασκόπηση των θεωριών	6
2.1 Ιστορικό της Εταιρικής Μερισματικής Πολιτικής	6
2.2 Θεωρίες για τη Μερισματική Πολιτική.....	9
2.3 Υπόθεση μη σχετικότητας μερισμάτων	10
2.3.1 Η βασική διατριβή περί της μη σχετικότητας	10
2.4 Τα υψηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (Υπόθεση bird-in-the-hand) ...	12
2.4.1 Το βασικό επιχείρημα	12
2.5 Τα χαμηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (Υπόθεση Φορολογικής Επίδρασης)	14
2.5.1 Το βασικό επιχείρημα	14
2.6. Πελατειακές επιδράσεις από την υπόθεση των μερισμάτων	16
2.6.1 Το βασικό επιχείρημα	16
2.6.2 Πελατειακές επιδράσεις που προκαλούνται από την φορολογία.....	18
2.6.3 Πελάτες που προσελκύονται από το κόστος των συναλλαγών.....	18
2.7 Η υπόθεση για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (θεωρία σηματοδότησης)	20
2.7.1 Το βασικό επιχείρημα	20
2.8 Υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης και ελεύθερης ταμειακής ροής της μερισματικής πολιτικής.....	24
2.8.1 Το βασικό επιχείρημα	24
Κεφάλαιο 3 ^ο Βιβλιογραφική Ανασκόπηση σχετικά με τη διανομή των μερισμάτων	28
3.1 Μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές	30
Κεφάλαιο 4 ^ο Το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης μερίσματος	45
4.1 Θεωρητική προσέγγιση του θέματος	47
Κεφάλαιο 5 ^ο Δείγμα.....	51
Κεφάλαιο 6 ^ο Μεθοδολογία.....	52
Κεφάλαιο 7 ^ο Αποτελέσματα	55
Κεφάλαιο 8 ^ο Σύνοψη -Συμπεράσματα	57
Βιβλιογραφία	58

Πίνακας Πινάκων

Πίνακας 6-1 Αθροιστική μέση ακραία απόδοση	56
--	----

Πίνακας Γραφημάτων

Γράφημα 6-1 Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις ERjt.....	55
Γράφημα 6-2 Μέσες ακραίες αποδόσεις.....	56

Κεφάλαιο 1^ο Εισαγωγή

Η μερισματική πολιτική εξακολουθεί να προσελκύει την προσοχή λόγω της σύνδεσής της με την εταιρική χρηματοδότηση και τις επενδυτικές αποφάσεις και την επίδρασή της στον πλούτο των μετόχων. Αν και οι ερευνητές προσφέρουν διάφορους λόγους για την καταβολή μερισμάτων, δεν υπάρχει μία γενικά αποδεκτή εξήγηση (Baker and Weigand, 2015, Kajola, et al., 2015). Η συζήτηση εντάσσει τη μερισματική πολιτική σε ένα συνεχές διάλογο τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες (Sarwar, et al. 2018).

Ωστόσο, υπάρχουν πολύ λιγότερα στοιχεία σχετικά με τη μερισματική πολιτική στις αναπτυσσόμενες και τις αναδυόμενες αγορές από ότι στις ανεπτυγμένες αγορές. Ο Uquhart (2016) ισχυρίζεται ότι τα μοντέλα εταιρικής χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν παραδοχές συμβατές με τις ανεπτυγμένες χώρες συχνά αποτυγχάνουν όταν δοκιμάζονται στις αναδυόμενες αγορές. Δεδομένου ότι υπάρχουν πολλαπλοί παράγοντες που διαμορφώνουν τη μερισματική πολιτική, η δυνατότητα των παραδοσιακών μελετών να διακρίνουν μεταξύ των επιμέρους επιδράσεων είναι περιορισμένη (Yaseen, et al., 2015).

Μία εναλλακτική είναι να χρησιμοποιηθούν έρευνες που στοχεύουν σε οικονομικά στελέχη και αναζητούν τους παράγοντες που εξετάζουν κατά τον καθορισμό της μερισματικής πολιτικής. Η ικανότητα των ερευνών να παράγουν τυποποιημένα δεδομένα επιτρέπει στους ερευνητές να εξάγουν χρήσιμα συμπεράσματα μέσω της ποσοτικοποίησης και της στατιστικής ανάλυσης (Baker and Jabbouri, 2016). Το ζήτημα αυτό είναι πιο έντονο στις αναδυόμενες αγορές όπου οι περισσότερες μελέτες βασίζονται στην οικονομική μοντελοποίηση αντί της έρευνας απόψεων των επενδυτών και διευθυντικών στελεχών για τον καθορισμό του πώς συμπεριφέρονται και αντιλαμβάνονται τα μερίσματα. Οι Setiawan et al. (2016), υποστηρίζουν ότι οι ερευνητές δε μπορούν να εντοπίσουν πλήρως τους παράγοντες που επηρεάζουν τη μερισματική πολιτική με απλή μοντελοποίηση των δεδομένων αγοράς, αλλά πρέπει επίσης να χρησιμοποιούν διαδραστικά εργαλεία όπως συνεντεύξεις και έρευνες.

Η διάρθρωση της υπόλοιπης εργασίας έχει ως εξής: το δεύτερο κεφάλαιο περιγράφει τη μερισματική πολιτική και το τρίτο κεφάλαιο επιχειρείται μία βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με τη διανομή των μερισμάτων. Το τέταρτο κεφάλαιο εν συνεχεία παρουσιάζει το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης του μερίσματος, ενώ το πέμπτο κεφάλαιο περιγράφει το δείγμα της εργασίας. Στο 6ο κεφάλαιο περιγράφεται η μεθοδολογία της έρευνας και το έβδομο κεφάλαιο παρουσιάζει τα αποτελέσματα της έρευνας. Το όγδοο και τελευταίο κεφάλαιο παραθέτουν τα τελικά συμπεράσματα της μελέτης.

Κεφάλαιο 2^ο Μερισματική πολιτική: ανασκόπηση των θεωριών

Το παρόν κεφάλαιο επιχειρεί μια ανασκόπηση των θεωριών που αφορούν στη μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα επιχειρείται μια ιστορική ανασκόπηση της εταιρικής μερισματικής πολιτικής, και παρουσιάζονται θεωρίες για τη μερισματική πολιτική.

1. 2.1 Ιστορικό της Εταιρικής Μερισματικής Πολιτικής

Το θέμα των εταιρικών μερισμάτων έχει μακρά ιστορία και όπως παρατηρούν οι Frankfurter και Wood (1997), συνδέεται με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής. Τα εταιρικά μερίσματα χρονολογούνται τουλάχιστον στις αρχές του 16ου αιώνα στην Ολλανδία και τη Μεγάλη Βρετανία, όταν οι πλοίαρχοι των ιστιοπλοϊκών πλοίων του 16ου αιώνα άρχισαν να πωλούν οικονομικές αξιώσεις σε επενδυτές, γεγονός που τους επέτρεπε να μοιράζονται τα έσοδα από τα ταξίδια. Στο τέλος κάθε ταξιδιού, τα κέρδη και το κεφάλαιο διανεμόνταν στους επενδυτές, ρευστοποιώντας και τερματίζοντας τη ζωή του εγχειρήματος. Μέχρι τα τέλη του 16ου αιώνα, οι εν λόγω οικονομικές αξιώσεις άρχισαν να διαπραγματεύονται σε ανοικτές αγορές στο Άμστερνταμ και σταδιακά αντικαταστάθηκαν από μετοχές ιδιοκτησίας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ακόμη και τότε πολλοί επενδυτές θα αγόραζαν μετοχές από περισσότερους από έναν καπετάνιο για να διαφοροποιήσουν τον κίνδυνο που συνδέεται με αυτό το είδος επιχείρησης.

Στο τέλος κάθε ταξιδιού, η ρευστοποίηση του εγχειρήματος εξασφάλιζε τη διανομή των κερδών στους ιδιοκτήτες και βοηθούσε ώστε να μειωθούν οι πιθανότητες δόλιων πρακτικών από τους καπετάνιους (Baskin, 1988). Ωστόσο, καθώς η κερδοφορία αυτών των εγχειρημάτων καθιερώθηκε και έγινε πιο τακτική, η διαδικασία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων κατά την ολοκλήρωση κάθε ταξιδιού καθίσταντο ολοένα και πιο δύσκολη και δαπανηρή. Οι επιτυχίες των εγχειρημάτων

αύξησαν την αξιοπιστία τους και οι μέτοχοι έγιναν πιο σίγουροι για τη διοίκησή τους (καπετάνιοι) και αυτό επιτεύχθηκε μεταξύ άλλων με την πληρωμή «γενναιόδωρων μερισμάτων» (Baskin, 1988). Ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες αυτές άρχισαν να διαπραγματεύονται ως οντότητες που λειτουργούν και διανέμουν μόνο τα κέρδη και όχι το σύνολο του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Η ανάδυση επιχειρήσεων ως «συνεχιζόμενης δραστηριότητας» οδήγησε στην βασική πρακτική των επιχειρήσεων να αποφασίζουν ποιο ποσοστό των εσόδων (και όχι των περιουσιακών στοιχείων) των επιχειρήσεων θα επιστρέψουν στους επενδυτές και αυτό οδήγησε στη δημιουργία των πρώτων κανονισμών πληρωμής μερισμάτων (Frankfurter and Wood, 1997). Σταδιακά, τα εταιρικά καταστατικά άρχισαν να περιορίζουν τις πληρωμές μερισμάτων μόνο στα κέρδη.

Η ιδιοκτησιακή δομή των ναυτιλιακών εταιρειών εξελίχθηκε σταδιακά σε μορφή συμμετοχικής εταιρείας. Αλλά ήταν οι εμπορικές επιχειρήσεις ναυλώσεων γενικότερα που υιοθέτησαν τη μορφή της συμμετοχικής εταιρείας. Το 1613, η Βρετανική Εταιρεία Ανατολικής Ινδίας εξέδωσε τις πρώτες συμμετοχικές μετοχές της με ονομαστική αξία. «Ωστόσο, δεν έγινε καμία διάκριση μεταξύ κεφαλαίου και κερδών» (Walker, 2011, σελ.102).

Τον 17ο αιώνα, η επιτυχία αυτού του τύπου εμπορικής εταιρείας φαινόταν έτοιμη να επιτρέψει τη διάδοση αυτής της μορφής επιχειρηματικής οργάνωσης για να συμπεριλάβει και άλλες δραστηριότητες όπως εξόρυξη, τραπεζικές υπηρεσίες, ένδυση και υπηρεσίες κοινής ωφέλειας. Πράγματι, στις αρχές του 1700, ο ενθουσιασμός για τις δυνατότητες του διευρυμένου εμπορίου και της εταιρικής μορφής οδήγησε σε μία κερδοσκοπικής μορφής φούσκα, η οποία κατέρρευσε θεαματικά όταν η Εταιρεία της Νότιας Θάλασσας οδηγήθηκε σε πτώχευση. Ο νόμος για τη φούσκα του 1711 επιβράδυνε αποτελεσματικά, αλλά δεν σταμάτησε την ανάπτυξη της εταιρικής μορφής στην Βρετανία για σχεδόν έναν αιώνα (Walker, 2011).

Στα πρώτα στάδια της ιστορίας των εταιρειών, οι διευθυντές συνειδητοποίησαν τη σημασία των υψηλών και σταθερών πληρωμών μερισμάτων. Με κάποιο τρόπο αυτό οφείλεται στην αναλογία που έκαναν

οι επενδυτές με την άλλη μορφή χρηματοοικονομικής εξασφάλισης της εποχής, δηλαδή τα κρατικά ομόλογα. Τα ομόλογα πλήρωναν ένα τακτικό και σταθερό ποσό τόκων και οι διευθυντές των εταιρειών διαπίστωσαν ότι οι επενδυτές προτιμούσαν μετοχές που λειτουργούσαν όπως τα ομόλογα (δηλαδή πλήρωναν ένα κανονικό και σταθερό μέρισμα). Για παράδειγμα, η Τράπεζα της Βόρειας Αμερικής το 1781 κατέβαλε μερίσματα μετά από έξι μόνο μήνες λειτουργίας και το καταστατικό της τράπεζας είχε εξουσιοδοτήσει το διοικητικό συμβούλιο να διανέμει τακτικά μερίσματα από τα κέρδη. «Η πληρωμή σταθερών μερισμάτων παρέμενε πρωταρχικής σημασίας για τους διευθυντές κατά το πρώτο μισό του 19ου αιώνα» (Frankfurter and Wood, 1997, σελ.24)

Εκτός από τη σημασία που αποδίδουν οι επενδυτές στη σταθερότητα των μερισμάτων, ένα άλλο ζήτημα της σύγχρονης εταιρικής μερισματικής πολιτικής που προέκυψε στις αρχές του 19ου αιώνα ήταν ότι τα μερίσματα θεωρήθηκαν σημαντική μορφή πληροφόρησης. Η σπανιότητα και η έλλειψη αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών στοιχείων οδήγησαν συχνά τους επενδυτές να πραγματοποιούν τις εκτιμήσεις τους για τις εταιρείες μέσω των πληρωμών μερισμάτων τους αντί των αναφερόμενων κερδών.

Εν ολίγοις, οι επενδυτές συχνά είχαν να αντιμετωπίσουν ανακριβείς πληροφορίες σχετικά με την απόδοση μιας επιχείρησης και χρησιμοποίησαν την πολιτική των μερισμάτων ως τρόπο μέτρησης των απόψεων της διοίκησης σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις. Κατά συνέπεια, μία αύξηση στις μερισματικές πληρωμές έτεινε να αντανακλάται στις αυξανόμενες τιμές των μετοχών.

Καθώς οι εταιρείες έλαβαν γνώση αυτού του φαινομένου, προέκυψε η πιθανότητα οι διευθυντές των εταιρειών να χρησιμοποιούν τα μερίσματα για να σηματοδοτήσουν ισχυρές προοπτικές κερδών ή/και να υποστηρίξουν μία τιμή μετοχής της εταιρείας, επειδή οι επενδυτές ενδεχομένως να ερμηνεύσουν τις ανακοινώσεις μερισμάτων ως πιθανότητα αύξησης των κερδών.

Συνοψίζοντας, η εξέλιξη των πληρωμών μερισμάτων στους μετόχους έχει συνδεθεί με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής. Οι

διευθυντές των εταιρειών διαπίστωσαν από νωρίς τη σημασία των πληρωμών μερισμάτων στην ικανοποίηση των προσδοκιών των μετόχων. Συχνά εξομαλύνουν τα μερίσματα, πιστεύοντας ότι με την πάροδο του χρόνου οι μειώσεις των μερισμάτων ενδέχεται να έχουν δυσμενείς επιπτώσεις στην τιμή των μετοχών και ως εκ τούτου, χρησιμοποίησαν τα μερίσματα ως μέσο για τη διοχέτευση πληροφοριών στην αγορά. Επιπλέον, η πολιτική των μερισμάτων θεωρείται ότι επηρεάζει την τιμή της μετοχής. Από τη δεκαετία του 1950, η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας και άλλα θέματα εταιρικής μερισματικής πολιτικής αποτέλεσαν το ζήτημα σε μια μεγάλη συζήτηση μεταξύ των χρηματοοικονομικών μελετητών. Η επόμενη ενότητα εξετάζει αυτές τις εξελίξεις τόσο από θεωρητική όσο και από εμπειρική άποψη.

2. 2.2 Θεωρίες για τη Μερισματική Πολιτική

Η προηγούμενη ενότητα παρουσίασε ότι η πολιτική των μερισμάτων συνδέεται με την ανάπτυξη της ίδιας της εταιρικής μορφής. Διαπιστώθηκε ότι η εμφάνιση της μερισματικής πολιτικής, όσο σημαντική κι αν ήταν για τους επενδυτές, οφειλόταν, σε κάποιον βαθμό, στην εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η επένδυση σε μετοχές θεωρήθηκε αρχικά ανάλογη με τα ομόλογα, επομένως η τακτικότητα των πληρωμών ήταν σημαντική. Διαπιστώθηκε επίσης ότι, ελλείψει τακτικών και ακριβών εταιρικών αναφορών, τα μερίσματα συχνά προτιμούνταν από τα επανεπενδύσιμα κέρδη και συχνά θεωρήθηκαν μία καλύτερη ένδειξη της εταιρικής απόδοσης από τους δημοσιευμένους λογαριασμούς κερδών.

Ωστόσο, καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές αναπτύχθηκαν και έγιναν αποδοτικότερες, θεωρήθηκε από ορισμένους ότι η πολιτική των μερισμάτων θα καθίστατο ολοένα και πιο άσχετη για τους επενδυτές. Το γιατί η μερισματική πολιτική πρέπει να είναι τόσο εμφανώς σημαντική, παραμένει θεωρητικά αμφιλεγόμενο.

Μπορούν να εντοπιστούν τρεις κύριες αντιφατικές θεωρίες για τα μερίσματα. Ορισμένοι υποστηρίζουν ότι η αύξηση των πληρωμών μερισμάτων αυξάνει την αξία μιας επιχείρησης. Μία άλλη άποψη

υποστηρίζει ότι οι υψηλές πληρωμές μερισμάτων έχουν αντίθετη επίδραση στην αξία μίας επιχείρησης, ότι δηλαδή μειώνουν την αξία της επιχείρησης.

Η τρίτη θεωρητική προσέγγιση δηλώνει ότι τα μερίσματα δεν θα πρέπει να έχουν καμία σημασία και ότι όλη η προσπάθεια που δαπανάται για την απόφαση περί μερίσματος είναι άσκοπη. Οι απόψεις αυτές ενσωματώνονται σε τρεις θεωρίες για την μερισματική πολιτική: την θεωρία ότι τα υψηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (ή το λεγόμενο επιχείρημα «bird-in-the-hand»), την θεωρία ότι τα χαμηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (το επιχείρημα της φορολογικής προτίμησης) και την υπόθεση της μη σχετικότητας των μερισμάτων.

Η συζήτηση για τα μερίσματα δεν περιορίζεται στις τρεις αυτές προσεγγίσεις. Έχουν παρουσιαστεί αρκετές άλλες θεωρίες για την μερισματική πολιτική, γεγονός που αυξάνει περαιτέρω την πολυπλοκότητα του πάζλ των μερισμάτων. Ορισμένα από τα πιο δημοφιλή από αυτά τα επιχειρήματα περιλαμβάνουν την υπόθεση για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (σηματοδότηση), την υπόθεση για τις επιδράσεις στην πελατεία και την υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης. Αυτά συζητούνται ξεκινώντας με την υπόθεση περί της μη σχετικότητας των μερισμάτων.

3. 2.3 Υπόθεση μη σχετικότητας μερισμάτων

2.3.1 Η βασική διατριβή περί της μη σχετικότητας

Πριν από τη δημοσίευση της μελέτης των Miller και Modigliani (1961) για τη μερισματική πολιτική, η κοινή πεποίθηση ήταν ότι τα υψηλότερα μερίσματα αυξάνουν την αξία μίας επιχείρησης. Αυτή η πεποίθηση βασιζόταν κυρίως στο λεγόμενο επιχείρημα «καλύτερα πέντε και στο χέρι» (bird-to-hand). Οι Graham και Dodd (2014) υποστήριξαν για παράδειγμα ότι «ο μοναδικός σκοπός της ύπαρξης της εταιρείας είναι να καταβάλλει μερίσματα» και οι εταιρείες που πληρώνουν υψηλότερα

μερίσματα πρέπει να πουλούν τις μετοχές τους σε υψηλότερες τιμές (ό.π. στο Frankfurter and Wood, 2002, σελ. 202).

Ωστόσο, ως μέρος ενός νέου ρεύματος στην χρηματοοικονομική επιστήμη κατά τη δεκαετία του 1960, οι Miller και Modigliani (1961) απέδειξαν ότι υπό ορισμένες παραδοχές σχετικά με τις τέλειες κεφαλαιαγορές, η πολιτική των μερισμάτων θα ήταν άσχετη.

Δεδομένου ότι σε μία τέλεια αγορά η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίδραση ούτε στην τιμή του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης ούτε στο κόστος του κεφαλαίου, ο πλούτος των μετόχων δεν επηρεάζεται από την απόφαση περί μερίσματος και ως εκ τούτου θα ήταν αδιάφορος μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Ο λόγος για αυτή τη μη σημαντικότητα είναι ότι ο πλούτος των μετόχων επηρεάζεται από το εισόδημα που προκύπτει από τις επενδυτικές αποφάσεις μιας επιχείρησης και όχι από το πώς διανέμει αυτό το εισόδημα.

Ως εκ τούτου, στον κόσμο των Miller και Modigliani (1961), τα μερίσματα είναι άσχετα. Οι Miller και Modigliani (1961) ισχυρίστηκαν ότι ανεξάρτητα από το πώς η επιχείρηση διανέμει τα έσοδά της, η αξία της καθορίζεται από την βασική δύναμή της να παράγει κέρδη και τις επενδυτικές της αποφάσεις. Δήλωσαν ότι «... με δεδομένη την επενδυτική πολιτική μιας επιχείρησης, η πολιτική πληρωμής μερισμάτων που επιλέγει να ακολουθήσει δεν θα επηρεάσει την τρέχουσα τιμή των μετοχών της ούτε τις συνολικές αποδόσεις στους μετόχους» (σελ. 414).

Με άλλα λόγια, οι επενδυτές υπολογίζουν την αξία των εταιρειών με βάση την κεφαλαιοποιημένη αξία των μελλοντικών κερδών τους και αυτό δεν επηρεάζεται από το αν οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα ή όχι και από τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις ορίζουν τις πολιτικές μερισμάτων. Οι Miller και Modigliani (1961) προχώρησαν περισσότερο και πρότειναν ότι για έναν επενδυτή όλες οι πολιτικές των μερισμάτων είναι ίδιες, δεδομένου ότι οι επενδυτές μπορούν να δημιουργήσουν «δικά τους» μερίσματα προσαρμόζοντας τα χαρτοφυλάκιά τους με τρόπο που να ταιριάζει με τις προτιμήσεις τους.

Οι Miller και Modigliani (1961) στήριξαν το επιχειρήμα τους σε ιδεαλιστικές παραδοχές για μία τέλεια κεφαλαιαγορά και για λογικούς

επενδυτές. Οι παραδοχές μίας τέλειας κεφαλαιαγοράς που είναι απαραίτητες για την υπόθεση της μη σχετικότητας των μερισμάτων μπορούν να συνοψιστούν στα εξής: 1) δεν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των φόρων επί των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, 2) δεν υπάρχει κανένα κόστος συναλλαγών και έκδοσης μετοχών κατά την διαπραγμάτευση κινητών αξιών, 3) όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν ελεύθερη και ισότιμη πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες (συμμετρικές και μη δαπανηρές πληροφορίες), 4) δεν υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διευθυντών και κατόχων τίτλων (δηλ. δεν υπάρχει πρόβλημα αντιπροσώπευσης) και 5) όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά είναι λήπτες τιμών. Δεδομένης της σημασίας του επιχειρήματος των Miller και Modigliani (1961) στη συζήτηση για τη μερισματική πολιτική, η ενότητα που ακολουθεί παρέχει την απόδειξή τους αναφορικά με τη μη σχετικότητα.

4. 2.4 Τα υψηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (Υπόθεση bird-in-the-hand)

2.4.1 Το βασικό επιχείρημα

Μία εναλλακτική και παλαιότερη άποψη σχετικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία μιας επιχείρησης είναι ότι τα μερίσματα αυξάνουν την αξία της. Σε έναν κόσμο αβεβαιότητας και ατελούς ενημέρωσης, τα μερίσματα αποτιμώνται διαφορετικά από τα κέρδη εις νέον (ή τα κέρδη κεφαλαίου). Οι επενδυτές προτιμούν το «καλύτερα πέντε και στο χέρι» για μερίσματα σε μετρητά παρά το «δέκα και καρτέρι» των μελλοντικών κεφαλαιακών κερδών.

Η αύξηση των πληρωμών μερίσματος, με όλα τα άλλα στοιχεία αμετάβλητα, μπορεί στη συνέχεια να συνδεθεί με αυξήσεις της αξίας της επιχείρησης. Καθώς ένα υψηλότερο μέρισμα μειώνει την αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, ένας υψηλότερος δείκτης πληρωμών θα μειώσει το κόστος κεφαλαίου και συνεπώς θα αυξήσει την αξία της μετοχής. Δηλαδή, σύμφωνα με την υπόθεση «καλύτερα πέντε και

στο χέρι», ο υψηλός δείκτης πληρωμής μερισμάτων μεγιστοποιεί την αξία μιας επιχείρησης.

Οι Graham και Dodd (οπ. αν. Diamond, 1967) για παράδειγμα, υποστήριξαν ότι ένα δολάριο μερισμάτων ασκεί, κατά μέσο όρο, τέσσερις φορές επίδραση στις τιμές των μετοχών ως δολάριο κερδών εις νέον (σελ. 16). Οι έρευνες που παρέχουν υποστήριξη για την υπόθεση «καλύτερα πέντε και στο χέρι», περιλαμβάνουν τις μελέτες των Gordon και Shapiro (2016), Lintner (1962) και Walter (1963).

Οι Miller και Modigliani (1961) επέκριναν την υπόθεση «καλύτερα πέντε και στο χέρι» και ισχυρίστηκαν ότι ο κίνδυνος της εταιρείας καθορίζεται από την επικινδυνότητα των λειτουργικών ταμειακών ροών της και όχι από τον τρόπο με τον οποίο διανέμει τα κέρδη της. Κατά συνέπεια, οι Miller και Modigliani αποκάλεσαν αυτό το επιχείρημα ως την πλάνη του «καλύτερα πέντε και στο χέρι».

Περαιτέρω, ο Bhattacharya (1979) πρότεινε ότι η συλλογιστική που στηρίζεται στην υπόθεση «καλύτερα πέντε και στο χέρι», είναι παραπλανητική. Επιπλέον, πρότεινε ότι ο κίνδυνος της επιχείρησης επηρεάζει το επίπεδο του μερίσματος και όχι το αντίστροφο. Δηλαδή, η επικινδυνότητα της ταμειακής ροής μιας επιχείρησης επηρεάζει τις πληρωμές μερισμάτων της, αλλά η αύξηση των μερισμάτων δεν θα μειώσει τον κίνδυνο της επιχείρησης.

Η ιδέα ότι οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική ταμειακή ροή (κίνδυνος) τείνουν να υιοθετούν χαμηλότερους δείκτες πληρωμών φαίνεται να είναι θεωρητικά εύλογη (βλ., για παράδειγμα, Friend και Puckett, 1964). Εμπειρικά, ο Rozeff (1982) βρήκε μία αρνητική σχέση μεταξύ των μερισμάτων και του κινδύνου. Δηλαδή, καθώς αυξάνεται ο κίνδυνος στις δραστηριότητες μίας επιχείρησης, οι πληρωμές μερισμάτων μειώνονται (βλ. Jensen, et al., 1992).

5. 2.5 Τα χαμηλά μερίσματα αυξάνουν την αξία των μετοχών (Υπόθεση Φορολογικής Επίδρασης)

2.5.1 Το βασικό επιχείρημα

Οι παραδοχές των Miller και Modigliani (1961) για μία τέλεια κεφαλαιαγορά αποκλείουν κάθε πιθανή φορολογική επίδραση. Έχει υποτεθεί ότι δεν υπάρχει διαφορά στη φορολογική μεταχείριση μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών. Ωστόσο, στον πραγματικό κόσμο οι φόροι υπάρχουν και μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στη μερισματική πολιτική και στην αξία της επιχείρησης. Γενικά, υπάρχει συχνά μία διαφορά ανάμεσα στη φορολογική μεταχείριση μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιουχικών κερδών και επειδή οι περισσότεροι επενδυτές ενδιαφέρονται για την επιστροφή μετά φόρων, η επιρροή των φόρων μπορεί να επηρεάσει τη ζήτηση για μερίσματα. Οι φόροι μπορούν επίσης να επηρεάσουν την παροχή μερισμάτων, όταν οι διευθυντές ανταποκρίνονται σε αυτή τη φορολογική προτίμηση στην προσπάθεια μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων (αξία της επιχείρησης) αυξάνοντας το ποσοστό διατήρησης των κερδών.

Η υπόθεση της φορολογικής επίδρασης υποδηλώνει ότι οι χαμηλοί δείκτες πληρωμής μερισμάτων μειώνουν το κόστος κεφαλαίου και αυξάνουν την τιμή των μετοχών. Με άλλα λόγια, οι χαμηλοί δείκτες πληρωμής μερισμάτων συμβάλλουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Το επιχείρημα αυτό βασίζεται στην υπόθεση ότι τα μερίσματα φορολογούνται με υψηλότερα ποσοστά από τα κεφαλαιακά κέρδη. Επιπλέον, τα μερίσματα φορολογούνται αμέσως, ενώ οι φόροι επί των κεφαλαιουχικών κερδών αναβάλλονται έως ότου πωληθούν πραγματικά οι μετοχές. Αυτά τα φορολογικά πλεονεκτήματα των κεφαλαιακών κερδών έναντι των μερισμάτων τείνουν να προδιαθέτουν τους επενδυτές, οι οποίοι απολαμβάνουν ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση για κεφαλαιουχικά κέρδη, να προτιμούν τις εταιρείες που διατηρούν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους αντί αυτών που τα καταβάλλουν ως μερίσματα και είναι πρόθυμοι να πληρώσουν μία προσαύξηση για εταιρείες που δίνουν χαμηλά μερίσματα. Ως εκ τούτου, ένας χαμηλός

δείκτης πληρωμής μερισμάτων θα μειώσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και θα αυξήσει την τιμή της μετοχής. Σημειώστε ότι αυτή η πρόβλεψη είναι σχεδόν το ακριβώς αντίθετο της ΒΙΗΗ και βεβαίως αμφισβητεί την αυστηρή μορφή του ΔΙΗ.

Σε πολλές χώρες εφαρμόζεται υψηλότερος φορολογικός συντελεστής στα μερίσματα σε σύγκριση με τους φόρους για τα κέρδη κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές σε υψηλές φορολογικές κλίμακες ενδέχεται να απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις σταθμισμένες ως προς τον κίνδυνο προ φόρων για την κατοχή μετοχών με υψηλότερη μερισματική απόδοση. Αυτή η σχέση μεταξύ των προ φόρων αποδόσεων των μετοχών και των μερισμάτων είναι η βάση της υπόθεσης της φορολογικής επίδρασης.

Ο Brennan (1970) ανέπτυξε μία μετά φόρων έκδοση του μοντέλου αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων (CAPM) για να ελέγξει τη σχέση ανάμεσα στις σταθμισμένες ως προς τον φορολογικό κίνδυνο αποδόσεις και τη μερισματική απόδοση. Το μοντέλο του Brennan υποστηρίζει ότι οι αποδόσεις προ φόρων μίας μετοχής πρέπει να σχετίζονται θετικά και γραμμικά με τη μερισματική απόδοση και με τον συστηματικό κίνδυνο.

Οι υψηλότερες αποδόσεις που έχουν σταθμιστεί με βάση τον κίνδυνο προ φόρων συνδέονται με μετοχές με υψηλότερα μερίσματα, προκειμένου να αποζημιωθούν οι επενδυτές για τα φορολογικά μειονεκτήματα αυτών των αποδόσεων. Αυτό υποδηλώνει ότι, *ceteris paribus*, μία μετοχή με υψηλότερη μερισματική απόδοση θα πωληθεί σε χαμηλότερες τιμές λόγω του μειονεκτήματος των υψηλότερων φόρων που συνδέονται με το εισόδημα από τα μερίσματα. Το μοντέλο Brennan μπορεί να περιγραφεί ως

$$E(R_{it} - R_{ft}) = \gamma_0 + \gamma_1\beta_{it} + \gamma_2(D_{it} - R_{ft})$$

όπου R_{it} είναι η απόδοση της μετοχής i κατά την περίοδο t , R_{ft} είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, β_{it} είναι ο συντελεστής βήτα για την μετοχή i στην χρονική περίοδο dt (συστηματικός κίνδυνος) και D_{it} είναι η μερισματική απόδοση της μετοχής i κατά την περίοδο t . Υποθέτουμε ότι ο συντελεστής 2 γ_2 ερμηνεύεται ως σιωπηρή φορολογική κλίμακα και είναι ανεξάρτητος από το επίπεδο της μερισματικής απόδοσης D . Αν ο συντελεστής της απόδοσης του μερίσματος (γ_2) είναι στατιστικά

διαφορετικός από το μηδέν και θετικός, τα αποτελέσματα ερμηνεύονται ως αποδεικτικά στοιχεία μίας φορολογικής επίδρασης. Δηλαδή, απαιτούνται υψηλότερες αναπροσαρμογές με βάση τον κίνδυνο πριν από τη φορολογία, προκειμένου να αποζημιωθούν οι επενδυτές για την κατοχή μετοχών με υψηλά μερίσματα, λόγω του μειονεκτήματος που συνδέεται με το εισόδημα από τα μερίσματα.

6. 2.6. Πελατειακές επιδράσεις από την υπόθεση των μερισμάτων

2.6.1 Το βασικό επιχείρημα

Στην πρώτη τους μελέτη, οι Miller και Modigliani (1961) σημείωσαν ότι η υπόθεση της πελατειακής επίδρασης (εφεξής DCH) μπορεί να διαδραματίσει κάποιο ρόλο στην πολιτική των μερισμάτων υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Τόνισαν ότι οι επιλογές των χαρτοφυλακίων των μεμονωμένων επενδυτών ενδέχεται να επηρεαστούν από ορισμένες ατέλειες της αγοράς, όπως το κόστος των συναλλαγών και οι διαφορετικοί φορολογικοί συντελεστές, ώστε να προτιμούν διαφορετικούς συνδυασμούς κεφαλαιουχικών κερδών και μερισμάτων.

Οι Miller και Modigliani (1961) ισχυρίστηκαν ότι αυτές οι ατέλειες θα μπορούσαν να κάνουν τους επενδυτές να επιλέγουν τίτλους που μειώνουν αυτά τα κόστη και χαρακτήρισαν την τάση των επενδυτών να προσελκύονται από ένα συγκεκριμένο είδος μετοχών που πληρώνουν μερίσματα ως «πελατειακή επίδραση μερισμάτων». Ωστόσο, οι Miller και Modigliani υποστήριξαν ότι παρόλο που η πελατειακή επίδραση μπορεί να αλλάξει τη μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης για να προσελκύσει ορισμένους πελάτες, σε μια τέλεια αγορά, κάθε πελατεία είναι «τόσο καλή όσο κάποια άλλη». Ως εκ τούτου, η αποτίμηση της επιχείρησης δεν επηρεάζεται, δηλαδή η πολιτική των μερισμάτων παραμένει άνευ σημασίας.

Στην πράξη, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν συχνά διαφορετική φορολογική μεταχείριση για το εισόδημα από μερίσματα και κεφαλαιακά

κέρδη και επωμίζονται κόστη όταν διαπραγματεύονται τίτλους υπό μορφή κόστους συναλλαγής και ταλαιπωρία (αλλαγή χαρτοφυλακίων). Για τους λόγους αυτούς και με βάση τις καταστάσεις των διαφόρων επενδυτών, οι φόροι και το κόστος συναλλαγών ενδέχεται να δημιουργήσουν διάφορες κατηγορίες πελατείας, όπως πελατεία που προκαλείται από την ελαχιστοποίηση της φορολογίας και πελατεία που προκαλείται από την ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγής αντίστοιχα. Αυτοί οι πελάτες θα προσελκύονται από επιχειρήσεις που ακολουθούν πολιτικές μερισμάτων που ταιριάζουν καλύτερα στις ιδιαίτερες καταστάσεις τους. Παρομοίως, οι επιχειρήσεις μπορεί να τείνουν να προσελκύουν διαφορετικούς πελάτες ανάλογα τις πολιτικές μερισμάτων τους. Για παράδειγμα, οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε βιομηχανίες υψηλής ανάπτυξης που συνήθως πληρώνουν χαμηλά (ή καθόλου) μερίσματα προσελκύουν πελάτες που προτιμούν την ανατίμηση της τιμής (υπό μορφή κεφαλαιουχικών κερδών) από τα μερίσματα. Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις που καταβάλλουν μεγάλο μέρος των κερδών τους ως μερίσματα προσελκύουν πελάτες που προτιμούν υψηλά μερίσματα.

Οι Allen, et al. (2000) υποδεικνύουν ότι οι πελατείες, όπως οι θεσμικοί επενδυτές, τείνουν να προσελκύονται ώστε να επενδύσουν σε μετοχές που πληρώνουν μερίσματα, επειδή έχουν σχετικά φορολογικά πλεονεκτήματα έναντι μεμονωμένων επενδυτών. Αυτοί υπόκεινται επίσης συχνά σε περιορισμούς στους θεσμικούς χάρτες (όπως ο «κανόνας περί του συνετού άνδρα»), οι οποίοι, σε κάποιον βαθμό, τους εμποδίζουν από το να επενδύουν σε μετοχές που δεν πληρώνουν ή έχουν χαμηλά μερίσματα. Ομοίως, οι εταιρείες καλής ποιότητας προτιμούν να προσελκύουν θεσμικούς πελάτες (με την πληρωμή μερισμάτων), επειδή αυτοί είναι καλύτερα ενημερωμένοι από τους μικροεπενδυτές και έχουν μεγαλύτερη ικανότητα να παρακολουθούν ή να ανιχνεύουν τη σταθερή ποιότητα. Οι Allen κ.ά. (2000) συμπεραίνουν ότι «... αυτές οι επιδράσεις της πελατείας είναι ακριβώς ο λόγος για την παρουσία μερισμάτων...» (σελ. 2531).

2.6.2 Πελατειακές επιδράσεις που προκαλούνται από την φορολογία

Δεδομένου ότι οι περισσότεροι επενδυτές ενδιαφέρονται για αποδόσεις μετά φόρων, η διαφορετική φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών ενδέχεται να επηρεάσει την προτίμηση τους για τα μερίσματα έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Αυτή είναι η ουσία της DCH που προκαλείται από την φορολογία. Για παράδειγμα, το *ceteris paribus*, οι επενδυτές σε χαμηλές φορολογικές κλίμακες, οι οποίοι βασίζονται σε τακτικό και σταθερό εισόδημα, τείνουν να προσελκύονται από επιχειρήσεις που πληρώνουν υψηλά και σταθερά μερίσματα. Επιπλέον, ορισμένοι εταιρικοί ή θεσμικοί επενδυτές τείνουν να προσελκύονται από μετοχές που πληρώνουν υψηλά μερίσματα (βλ. Han, et al., 1999, Dhaliwal, et al., 1999, Short, et al., 2002). Από την άλλη πλευρά, οι επενδυτές σε σχετικά υψηλές φορολογικές κλίμακες θα μπορούσαν να βρουν επωφελή την επένδυση σε εταιρείες που διατηρούν το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός τους για να αποκτήσουν δυνητικά κεφαλαιακά κέρδη, με όλα τα άλλα να είναι ισοδύναμα. Ωστόσο, μερικοί πελάτες είναι αδιάφοροι για τα μερίσματα και τα κεφαλαιουχικά κέρδη, όπως αυτοί που απαλλάσσονται από φόρους (βλ. Elton and Gruber, 1970).

2.6.3 Πελάτες που προσελκύονται από το κόστος των συναλλαγών

Ένα άλλο επιχείρημα της DCH βασίζεται στην πρόταση ότι η πολιτική μερισμάτων μπορεί να επηρεάσει διαφορετικούς πελάτες να μετατοπίσουν την κατανομή του χαρτοφυλακίου τους, με αποτέλεσμα ένα κόστος συναλλαγής. Για παράδειγμα, οι μικροί επενδυτές (όπως οι συνταξιούχοι, οι επενδυτές με προσανατολισμό στο εισόδημα κ.ο.κ.) που βασίζονται στο εισόδημα από μερίσματα για τις ανάγκες τους, ενδέχεται να προσελκύονται (και μάλιστα να καταβάλουν και προσαύξηση) από μετοχές υψηλών μερισμάτων και σταθερών μερισμάτων, επειδή το κόστος των συναλλαγών που συνδέεται με την πώληση των μετοχών μπορεί να είναι σημαντικό για αυτούς τους επενδυτές.

Από την άλλη πλευρά, ορισμένοι επενδυτές, οι οποίοι δεν βασίζονται στα χαρτοφυλάκια μετοχών τους για να ικανοποιήσουν τις ανάγκες

ρευστότητάς τους, προτιμούν τις χαμηλές πληρωμές για να αποφύγουν τα έξοδα των συναλλαγών που συνδέονται με την επανεπένδυση των μερισμάτων, τα οποία στην πραγματικότητα δεν χρειάζονται για τις τρέχουσες ανάγκες τους (Bishop et al., 2000). Σημειώστε ότι και για τις δύο ομάδες επενδυτών, η μετατροπή ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου σε άλλο, απαιτεί έξοδα συναλλαγής. Δηλαδή, η ιδέα των Miller και Modigliani για «προσαρμοσμένα» μερίσματα δεν υφίσταται χωρίς κόστη και η ύπαρξη τέτοιων δαπανών μπορεί να καταστήσει την μερισματική πολιτική με σχετική.

Η άλλη επίδραση του κόστους των συναλλαγών στη μερισματική πολιτική σχετίζεται με το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις ενδέχεται να χρειαστεί να αποκαταστήσουν τα μετρητά που πλήρωσαν ως μερίσματα με νέες μετοχές (ή χρηματοδότηση μέσω δανεισμού) για να επωφεληθούν από νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Εάν οι δαπάνες έκδοσης είναι σημαντικές, τότε οι επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να βασιστούν στα αδιανέμητα κέρδη παρά στην εξωτερική χρηματοδότηση. Αυτό ενισχύεται από το εμπειρικό γεγονός ότι τα αδιανέμητα κέρδη αποτελούν την βασική πηγή σταθερής χρηματοδότησης όχι μόνο για τις αναπτυσσόμενες αλλά και για τις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

Οι Fazzari, et al. (1988) ανέφεραν ότι, κατά την περίοδο 1970-1984, τα αδιανέμητα κέρδη ανήλθαν στο 71,1% της συνολικής πηγής κεφαλαίων των αμερικανικών μεταποιητικών επιχειρήσεων με μέσο ποσοστό διατήρησης 60%. Σε αυτές τις περιπτώσεις, θα πρέπει να υπάρχει μια αρνητική σχέση μεταξύ του κόστους συναλλαγής και των πληρωμών μερισμάτων. Οι επιχειρήσεις μπορούν να μειώσουν ή να αποφύγουν τέτοιες δαπάνες, μειώνοντας τις πληρωμές μερίσματος ή μη καταβάλλοντας καθόλου μερίσματα. Ωστόσο, στην πράξη, πολλές εταιρείες συνεχίζουν να καταβάλλουν μερίσματα σε μετρητά, ενώ παράλληλα εκδίδουν νέες μετοχές και προβαίνουν σε δανεισμό, γεγονός που υποδηλώνει ότι και άλλοι παράγοντες μπορούν να λειτουργήσουν στον επηρεασμό της μερισματικής πολιτικής.

Μία σημαντική επίπτωση της DCH είναι ότι, με την αλλαγή της μερισματικής πολιτικής της, η ιδιοκτησιακή δομή μιας επιχείρησης μπορεί

επίσης να αλλάξει. Μια άλλη επίδραση της πελατειακής θεωρίας είναι ότι οι επιχειρήσεις πρέπει να προσπαθήσουν να υιοθετήσουν μια σταθερή πολιτική μερισμάτων για να αποτρέψουν τους μετόχους τους από το να τροποποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους, συνεπάγοντας κόστος συναλλαγής (βλ. Scholz, 1992).

Η θεωρητική βάση της υποθέσεως των πελατειακών επιδράσεων των μερισμάτων είναι σχετικά διαφορούμενη. Αφενός, το κόστος συναλλαγής και οι φόροι μπορεί να επηρεάσουν τις απαιτήσεις για μερίσματα, αλλά η απλή ύπαρξη ενός κόστους συναλλαγής ή διαφορικού φόρου δεν αποτελεί από μόνη της μία λογική για μια γενική θεωρητική εξήγηση του καθορισμού της πολιτικής για τα μερίσματα. Επομένως, δεν αποτελεί έκπληξη το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος της βιβλιογραφίας που έχει εξετάσει την DCH έχει οδηγηθεί σε διαφορούμενα αποτελέσματα.

7. 2.7 Η υπόθεση για το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (θεωρία σηματοδότησης)

2.7.1 Το βασικό επιχείρημα

Μία άλλη υπόθεση για τον λόγο που η DIH των Miller και Modigliani είναι ανεπαρκής ως εξήγηση της πρακτικής των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ εσωτερικών (διευθυντικών στελεχών) και ξένων (μετόχων) παραγόντων. Οι Miller και Modigliani υπέθεσαν ότι τα διευθυντικά στελέχη και οι εξωτερικοί επενδυτές έχουν ελεύθερη, ισότιμη και στιγμιαία πρόσβαση στις ίδιες πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές και τις επιδόσεις μιας επιχείρησης.

Αλλά οι διευθυντές που φροντίζουν την επιχείρηση έχουν συνήθως στην κατοχή τους πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες και μελλοντικές προοπτικές της που δεν είναι διαθέσιμες για τους ξένους. Αυτό το πληροφοριακό χάσμα ανάμεσά τους μπορεί να αποκρύψει την πραγματική εγγενή αξία της επιχείρησης στην αγορά. Εάν ισχύσει αυτό, τότε η τιμή της μετοχής μπορεί να μην αποτελεί πάντοτε ένα ακριβές μέτρο της αξίας

της επιχείρησης. Σε μια προσπάθεια να γεφυρωθεί αυτό το χάσμα, οι διευθυντές μπορεί να χρειαστεί να μοιραστούν τις γνώσεις τους με εξωτερικούς παράγοντες, ώστε αυτοί να κατανοήσουν με μεγαλύτερη ακρίβεια την πραγματική αξία της επιχείρησης. Ιστορικά, λόγω της έλλειψης πλήρων και ακριβών πληροφοριών που έχουν στη διάθεσή τους οι μέτοχοι, η ταμειακή ροή που παρέχει ένας τίτλος σε έναν επενδυτή αποτέλεσε συχνά τη βάση για την εκτίμηση της αγοραίας αξίας του (Baskin and Miranti, 1997). Με αυτόν τον τρόπο τα μερίσματα έγιναν ένα χρήσιμο εργαλείο για τα διευθυντικά στελέχη προκειμένου να μεταφέρουν τις προσωπικές τους πληροφορίες στην αγορά, επειδή οι επενδυτές χρησιμοποιούσαν τις ορατές (ή πραγματικές) ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια ως τρόπο αποτίμησης μιας επιχείρησης.

Πολλοί ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες του χρηματοπιστωτικού τομέα προτείνουν επίσης ότι τα μερίσματα ενδέχεται να διαθέτουν υπονοούμενες πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές μιας επιχείρησης. Ακόμη και οι Miller και Modigliani (1961) υποδηλώνουν ότι όταν οι αγορές είναι ατελείς, οι τιμές των μετοχών ενδέχεται να ανταποκρίνονται στις μεταβολές των μερισμάτων. Με άλλα λόγια, οι ανακοινώσεις για τα μερίσματα μπορεί να θεωρηθούν ότι μεταδίδουν έμμεσες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές δυνατότητες κερδών της επιχείρησης. Αυτή η πρόταση έχει πλέον γίνει γνωστή ως «πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων» ή η υπόθεση της σηματοδότησης. Ωστόσο, οι Miller και Modigliani απέρριψαν την πιθανότητα αυτό να συμβαίνει υποδεικνύοντας ότι τα εμπειρικά στοιχεία δεν υποστηρίζουν την άποψη ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από τα αδιανέμητα κέρδη.

Σύμφωνα με την υπόθεση της σηματοδότησης, οι επενδυτές μπορούν να συνάγουν πληροφορίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη μιας επιχείρησης μέσω των μηνυμάτων που προέρχονται από ανακοινώσεις των μερισμάτων, τόσο ως προς τη σταθερότητα όσο και ως προς τις αλλαγές στα μερίσματα. Ωστόσο, για αυτή την υπόθεση, τα διευθυντικά στελέχη πρέπει πρώτα να κατέχουν ιδιωτικές πληροφορίες σχετικά με τις προοπτικές μιας επιχείρησης και να έχουν κίνητρα να μεταφέρουν αυτές τις πληροφορίες στην αγορά.

Δεύτερον, ένα σήμα πρέπει να είναι αληθές, δηλαδή μια επιχείρηση με κακές μελλοντικές προοπτικές δεν θα πρέπει να είναι σε θέση να υποκριθεί και να στέλνει ψευδή μηνύματα στην αγορά αυξάνοντας τις πληρωμές μερισμάτων. Έτσι, η αγορά πρέπει να μπορεί να βασίζεται στα μηνύματα αυτά για να διαφοροποιηθεί μεταξύ των επιχειρήσεων. Εάν πληρούνται οι προϋποθέσεις αυτές, η αγορά θα πρέπει να αντιδρά ευνοϊκά στις ανακοινώσεις αύξησης των μερισμάτων και δυσμενώς σε διαφορετική περίπτωση (Ang, 1987, Koch and Shenoy, 1999).

Δεδομένου ότι οι διευθυντές ενδέχεται να έχουν περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης από τους εξωτερικούς επενδυτές, ενδέχεται επίσης να είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν τις αλλαγές στα μερίσματα ως μέσο για να μεταδώσουν πληροφορίες στη χρηματοπιστωτική αγορά σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και την ανάπτυξη μιας επιχείρησης. Οι εξωτερικοί επενδυτές από την άλλη, ενδέχεται να αντιλαμβάνονται τις ανακοινώσεις μερισμάτων ως ότι αντανακλούν την εκτίμηση των διευθυντών σχετικά με τις επιδόσεις και τις προοπτικές μιας επιχείρησης. Η αύξηση της πληρωμής μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως μία καλή μελλοντική κερδοφορία της εταιρείας (καλές ειδήσεις) και ως εκ τούτου η τιμή της μετοχής της θα αντιδράσει θετικά.

Ομοίως, οι περικοπές μερισμάτων μπορούν να θεωρηθούν ως ένα μήνυμα ότι η επιχείρηση έχει κακές προοπτικές (κακές ειδήσεις) και η τιμή της μετοχής ενδέχεται να αντιδράσει δυσμενώς. Κατά συνέπεια, δεν θα ήταν παράξενο να διαπιστώσει κανείς ότι οι διευθυντές είναι απρόθυμοι να ανακοινώσουν μείωση των μερισμάτων. Ο Lintner (2016) υποστήριξε ότι οι επιχειρήσεις τείνουν να αυξάνουν τα μερίσματα όταν οι διευθυντές πιστεύουν ότι τα κέρδη έχουν αυξηθεί μόνιμα.

Αυτό υποδηλώνει ότι οι αυξήσεις μερισμάτων συνεπάγονται μακροπρόθεσμα βιώσιμα κέρδη. Αυτή η πρόβλεψη είναι επίσης σύμφωνη με αυτό που είναι γνωστό ως «υπόθεση εξομάλυνσης των μερισμάτων». Δηλαδή, οι διευθυντές θα προσπαθήσουν να εξομαλύνουν τα μερίσματα με την πάροδο του χρόνου και να μην κάνουν ουσιαστικές αυξήσεις στα

μερίσματα, εκτός αν μπορούν να διατηρήσουν τα αυξημένα μερίσματα στο ορατό μέλλον.

Οι Lipson, et al. (1998, σελ. 44) παρατήρησαν ότι «οι διευθυντές δεν ξεκινούν την πληρωμή μερισμάτων μέχρι να πιστέψουν ότι τα μερίσματα αυτά μπορούν να διατηρηθούν από τα μελλοντικά κέρδη». Αξίζει να σημειωθεί ότι, αν και η διοίκηση μπορεί να χρησιμοποιήσει τις αλλαγές στα μερίσματα ως σήμα για τη μετάδοση πληροφοριών στην αγορά, σε μερικές περιπτώσεις οι αλλαγές μερισμάτων μπορεί να δώσουν ένα διαφορετικό μήνυμα. Αυτό μπορεί να παρουσιαστεί με την περίπτωση της FPL Group, της μητρικής εταιρείας της Florida Power & Light Company (Soter, et al., 1996). Στις 9 Μαΐου 1994 η FPL ανακοίνωσε μείωση κατά 32% στα τριμηνιαία μερίσματά της. Η αγορά απάντησε αρνητικά στην ανακοίνωση και η τιμή των μετοχών της FPL μειώθηκε κατά περίπου 20%, επειδή η αγορά το αντιλήφθηκε ως σήμα κακών μελλοντικών προοπτικών.

Ωστόσο, το διοικητικό συμβούλιο της FPL είχε αποφασίσει να διατηρήσει κεφάλαια για νέες επενδύσεις για την βελτίωση των μελλοντικών επιδόσεων της εταιρείας. Αφού συνειδητοποίησαν τον λόγο για τη μείωση του μερίσματος, οι οικονομικοί αναλυτές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η ενέργεια δεν ήταν μήνυμα οικονομικής δυσπραγίας της επιχείρησης και έτσι ανακτήθηκε η τιμή των μετοχών της FPL.

Η αγορά αρχικά έκανε λάθος, αλλά η περίπτωση αυτή αποτελεί ένα καλό παράδειγμα των πιθανών (και μερικές φορές αντιφατικών) επιπτώσεων από την σηματοδότηση μερισματικών ανακοινώσεων.

Αν και το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων (σηματοδοσία) έχει μελετηθεί και νωρίτερα, δε διαμορφώθηκε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1970 και τις αρχές της δεκαετίας του 1980. Τα πιο γνωστά μοντέλα σηματοδότησης μερίσματος μπορούν να βρεθούν από τους Bhattacharya (1979), Christian et al (1985) και Miller και Rock (1985). Γενικά, αυτά τα μοντέλα βασίζονται σε αρκετές υποθέσεις. Υπάρχουν ασύμμετρες πληροφορίες μεταξύ των εταιρικών εσωτερικών παραγόντων (διευθυντικά στελέχη) και των εξωτερικών επενδυτών (μετόχων). Τα μερίσματα περιέχουν πληροφορίες για τις τρέχουσες και μελλοντικές

ταμειακές ροές της επιχείρησης και τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να μεταφέρουν τις προσωπικές τους πληροφορίες στην αγορά μέσω των πληρωμών μερισμάτων, προκειμένου να καλύψουν το κενό της πληροφόρησης. Η ανακοίνωση της αύξησης των μερισμάτων θα ληφθεί ως καλά νέα και η αγορά θα αυξήσει ανάλογα τις τιμές των μετοχών.

Ομοίως, μία ανακοίνωση ότι το μέρισμα θα μειωθεί υποδεικνύει δυσμενείς προοπτικές και θα τείνει να οδηγήσει σε πτώση την τιμή της μετοχής της εταιρείας. Τα μερίσματα θεωρούνται αξιόπιστο εργαλείο σηματοδότησης εξαιτίας του σχετικού κόστους από την μείωση των κερδών. Για παράδειγμα, στο μοντέλο του Bhattacharya (1979) το κόστος της σηματοδότησης είναι το κόστος συναλλαγής που συνδέεται με την εξωτερική χρηματοδότηση. Στο μοντέλο των Miller and Rock (1985), το κόστος της μείωσης των κερδών είναι η στρέβλωση της βέλτιστης επενδυτικής απόφασης, ενώ στο μοντέλο των Christian et al. (1985) το κόστος της μείωσης των κερδών από την σηματοδότηση είναι οι φορολογικές κυρώσεις στα μερίσματα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη. Ως εκ τούτου, μόνο οι εταιρείες καλής ποιότητας (αξιολογημένες) μπορούν να χρησιμοποιήσουν μερίσματα για να δηλώσουν τις προοπτικές τους και οι εταιρείες κακής ποιότητας δεν μπορούν να υποκριθούν στέλνοντας ένα ψεύτικο μήνυμα στην αγορά εξαιτίας του κόστους που συνεπάγεται αυτή η ενέργεια. Μία σημαντική κριτική που απευθύνεται σε αυτά τα μοντέλα είναι ο λόγος για τον οποίο οι επιχειρήσεις επιλέγουν τα μερίσματα για να δηλώσουν τις προοπτικές τους, ενώ άλλα λιγότερο δαπανηρά μέσα είναι διαθέσιμα, όπως η επαναγορά μετοχών (βλ. Allen and Michaely, 2002).

8. 2.8 Υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης και ελεύθερης ταμειακής ροής της μερισματικής πολιτικής

2.8.1 Το βασικό επιχείρημα

Μία από τις παραδοχές για την τέλεια κεφαλαιαγορά των Miller και Modigliani (1961) είναι ότι δεν υπάρχουν συγκρούσεις συμφερόντων

μεταξύ διευθυντών και μετόχων. Στην πράξη, ωστόσο, αυτή η παραδοχή είναι αμφισβητήσιμη όταν οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης είναι διαφορετικοί από τους διευθυντές της. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι διευθυντές είναι πάντα ατελείς αντιπρόσωποι των μετόχων (εντολείς). Αυτό συμβαίνει επειδή τα συμφέροντα των διευθυντικών στελεχών δεν είναι κατ' ανάγκη τα ίδια με τα συμφέροντα των μετόχων και ενδέχεται να διεξάγουν ενέργειες που κοστίζουν στους μετόχους, όπως τα υπερβολικά προνόμια ή η υπερβολική επένδυση σε δραστηριότητες που ανταμείβουν τα διευθυντικά στελέχη αλλά είναι μη κερδοφόρες. Συνεπώς, οι μέτοχοι επιβαρύνονται με ένα κόστος (αντιπροσώπευσης) που σχετίζεται με την παρακολούθηση της συμπεριφοράς των διευθυντών και αυτά τα έξοδα αντιπροσώπευσης αποτελούν ένα σιωπηρό κόστος που προκύπτει από τη δυνητική σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των εταιρικών διευθυντικών στελεχών. Η καταβολή των μερισμάτων μπορεί να συμβάλει στην ευθυγράμμιση των συμφερόντων και στην άμβλυση των προβλημάτων της αντιπροσώπευσης μεταξύ διευθυντών και μετόχων, μειώνοντας τα διακριτικά κεφάλαια που διατίθενται στους διευθυντές (Jensen, 1986, Alli, et al., 1993).

Μια άλλη πηγή του κόστους αντιπροσώπευσης που μπορεί να επηρεαστεί από τη μερισματική πολιτική είναι η πιθανή σύγκρουση μεταξύ μετόχων και ομολογιούχων. Οι μέτοχοι θεωρούνται ως εκπρόσωποι των κεφαλαίων των ομολογιούχων. Στην περίπτωση αυτή, οι υπερβολικές πληρωμές μερισμάτων στους μετόχους μπορούν να ληφθούν ως ότι οι μέτοχοι εκποιούν τον πλούτο των ομολογιούχων (Jensen and Meckling, 1976). Οι μέτοχοι έχουν περιορισμένη ευθύνη και έχουν πρόσβαση στην ταμειακή ροή της εταιρείας πριν από τους ομολογιούχους. Κατά συνέπεια, οι κάτοχοι ομολόγων προτιμούν να θέτουν περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων για την εξασφάλιση των απαιτήσεών τους. Αντιστρόφως, για τους ίδιους λόγους, οι μέτοχοι προτιμούν να έχουν μεγάλες πληρωμές μερισμάτων (Ang, 1987).

Ο Easterbrook (1984) υποστήριξε ότι τα μερίσματα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για τη μείωση της ελεύθερης ταμειακής ροής στα χέρια των διευθυντών. Επιπλέον, ο Eastbrook (1984) υπέθεσε ότι οι πληρωμές

μερισμάτων θα υποχρεώσουν τους διευθυντές να προσεγγίσουν την κεφαλαιαγορά για να αντλήσουν κεφάλαια. Σε αυτή την περίπτωση, οι επαγγελματίες επενδύσεων, όπως τραπεζίτες και οικονομικοί αναλυτές, θα μπορούν επίσης να παρακολουθούν τη συμπεριφορά των διευθυντών.

Ως εκ τούτου, οι μέτοχοι είναι σε θέση να παρακολουθούν τα διευθυντικά στελέχη με χαμηλότερο κόστος (και να ελαχιστοποιούν τυχόν προβλήματα συλλογικής δράσης). Αυτό υποδηλώνει ότι οι πληρωμές μερισμάτων αυξάνουν την εποπτεία της διοίκησης από τους εξωτερικούς εμπλεκομένους και μειώνουν τις πιθανότητες οι διευθυντές να ενεργούν για το δικό τους συμφέρον. Ωστόσο, ο Easterbrook (1984) πρότεινε ότι οι αυξανόμενες πληρωμές μερισμάτων ενδέχεται να αναγκάσουν τους διευθυντές να προβούν σε ανεπιθύμητες ενέργειες όπως σε αύξηση της μόχλευσης, γεγονός που μπορεί μερικές φορές να αυξήσει την επικινδυνότητα της επιχείρησης.

Ο Jensen (1986) παρείχε μία άλλη εξήγηση για την καταβολή μερισμάτων βάσει της υπόθεσης του κόστους αντιπροσώπευσης. Ο Jensen ισχυρίστηκε ότι οι επιχειρήσεις με πλεονάζουσα (ελεύθερη) ταμειακή ροή δίνουν στους διευθυντές περισσότερη ευελιξία για τη χρήση των κεφαλαίων με τρόπο που ωφελούν τους εαυτούς τους, αλλά όχι τα συμφέροντα των μετόχων. Υποστήριξε ότι τα διευθυντικά στελέχη έχουν κίνητρα να διευρύνουν το μέγεθος των εταιρειών τους πέραν του βέλτιστου μεγέθους για να ενισχύσουν τους πόρους που βρίσκονται υπό τον έλεγχό τους και επιπλέον να αυξήσουν τις αποδοχές τους, κάτι που συχνά συνδέεται με το μέγεθος της επιχείρησης (Gaver and Gaver, 1993). Έτσι, αν μία επιχείρηση έχει σημαντικό πλεόνασμα μετρητών, το πρόβλημα υπερβολικών επενδύσεων θα είναι πιο έντονο και τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να αναλάβουν την υλοποίηση αρνητικών έργων NPV. Η απόσπαση των πλεοναζόντων κεφαλαίων από τις ελεύθερες ταμειακές ροές που ελέγχουν οι διευθυντές μπορεί να μειώσει αυτό το πρόβλημα των υπερβολικών επενδύσεων.

Η αύξηση των πληρωμών μερίσματος μπορεί να συμβάλει στην άμβλυνση της ελεύθερης ταμειακής ροής υπό τον έλεγχο των διαχειριστών, εμποδίζοντας έτσι την επένδυση σε αρνητικά έργα NPV. Ως

αποτέλεσμα, η πληρωμή περισσότερων μερισμάτων θα μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης μεταξύ διευθυντών και μετόχων. Επιπλέον, ο Jensen επεσήμανε ότι το χρέος μπορεί να διαδραματίσει παρόμοιο ρόλο με τα μερίσματα για τη μείωση του κόστους αντιπροσώπευσης της ελεύθερης ταμειακής ροής μειώνοντας τα κεφάλαια υπό τον έλεγχο των διευθυντών.

Όπως επισημάνθηκε προηγουμένως, οι Miller και Modigliani πρότειναν ότι η μερισματική πολιτική μιας εταιρείας είναι ανεξάρτητη από την επενδυτική της πολιτική. Αντίθετα, η υπόθεση της ελεύθερης ταμειακής ροής συνεπάγεται ότι η πολιτική των μερισμάτων και η επενδυτική απόφαση είναι αλληλένδετα. Υποστηρίζεται ότι μία αύξηση των πληρωμών μερισμάτων θα μειώσει το πρόβλημα των υπερβολικών επενδύσεων, το οποίο θα έχει θετικό αντίκτυπο στην αγοραία αξία της εταιρείας, *ceteris paribus* (Lang and Litzberger, 1989).

Ωστόσο, η αποδοχή της αντίληψης ότι η αύξηση των μερισμάτων θα μειώσει τα κεφάλαια που διατίθενται στους διευθυντές και θα τους αναγκάσει να βγουν στην αγορά για να αποκτήσουν κεφάλαια σημαίνει ότι οι μέτοχοι θα πρέπει να είναι πρόθυμοι να ανεχτούν τον κίνδυνο μιας περισσότερο χρεωμένης επιχείρησης και επίσης να δεχτούν την πληρωμή υψηλότερων ποσοστών προσωπικών φόρων επί των μερισμάτων. Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι πρέπει να αντισταθμίσουν δαπάνες και οφέλη από την απόκτηση περισσότερων μερισμάτων.

Κεφάλαιο 3^ο Βιβλιογραφική Ανασκόπηση σχετικά με τη διανομή των μερισμάτων

Το παρόν κεφάλαιο μελετά τη μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές. Αναλυτικά η ακόλουθη συζήτηση επικεντρώνεται σε δύο θέματα: εξηγήσεις για τη διανομή μερισμάτων και την πολιτική μερισμάτων στις αναδυόμενες αγορές. Οι Priya και Mohanasundari (2016), Brigham κ.ά. (2016), Baker και Weigand (2015) και O'Neill, et al. (2016), παρέχουν λεπτομερείς συζητήσεις για τη μερισματική πολιτική. Επεξηγήσεις για την καταβολή μερισμάτων

Το αυξανόμενο ενδιαφέρον για τη συζήτηση για τα μερίσματα οδήγησε σε αντικρουόμενα θεωρητικά μοντέλα και εμπειρικά ευρήματα. Ακολουθούν οι κύριες επεξηγήσεις που διαμορφώνουν τη συζήτηση:

- Η θεωρία του «Καλύτερα πέντε και στο χέρι»: αυτή η θεωρία δηλώνει ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα παρά τις μετοχές σε δυνητικά κέρδη κεφαλαίου λόγω της εγγενούς αβεβαιότητας των τελευταίων (Clarke and Korczuk, 2017, Baek, 2016, Kajola, et al. 2015, Priya και Mohanasundari, 2016).

- Θεωρία σηματοδότησης: αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι η ανακοίνωση μιας εταιρείας για αυξημένες πληρωμές μερισμάτων δίνει ισχυρά μηνύματα σχετικά με τις λαμπρές μελλοντικές προοπτικές της (Iftikhar, et al., 2017, Khan et al., 2016, Baker and Kapoor, 2015, Ghosh, 2017).

- Θεωρία αντιπροσώπευσης: αυτή η θεωρία προϋποθέτει ότι η διατήρηση κερδών μεγάλης κλίμακας ενθαρρύνει τη συμπεριφορά των διευθυντικών στελεχών που δεν μεγιστοποιεί την αξία των μετόχων. Η μείωση των διαθέσιμων χρημάτων που μπορούν να διατεθούν στους διευθυντές με δυνητικά μη κερδοφόρα έργα, θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση των εξωτερικών πόρων και να θέσει τους διευθυντές υπό έλεγχο των προμηθευτών κεφαλαίων και των επαγγελματιών της αγοράς (Zhang et al., 2016 · Jabbouri, 2016 · Benjamin and Biswas, 2017 · Namazi, et al., 2016, Kaźmierska-Jóźwiak, 2015).

- Φορολογική πελατειακή συμπεριφορά: επειδή τα μερίσματα και τα κεφαλαιουχικά κέρδη γενικά αντιμετωπίζουν διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές, οι επενδυτές μπορούν να επιλέξουν μία εταιρεία με βάση τη φορολογική τους αντιμετώπιση και την πολιτική πληρωμών της επιχείρησης (Priya and Mohanasundari, 2016, Floyd, et al., 2015).

- Η θεωρία του κύκλου ζωής των μερισμάτων: Η θεωρία αυτή υποστηρίζει ότι η βέλτιστη πολιτική μερισμάτων μιας επιχείρησης εξαρτάται από το στάδιο της επιχείρησης στον κύκλο ζωής της (Rafique and Javaid, 2017, Kalay and Zhang, 2018, Menzio, et al., 2016).

- Θεωρία επιθυμιών των επενδυτών: αυτή η θεωρία υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις πληρώνουν μερίσματα ως απάντηση στην αυξανόμενη ζήτηση μερισμάτων από τους επενδυτές και μειώνουν αυτές τις πληρωμές όταν οι επενδυτές προτιμούν μετοχές που δεν πληρώνουν (Baker and Weigand, 2015).

Τα εμπειρικά στοιχεία παρέχουν τουλάχιστον κάποια υποστήριξη για κάθε θεωρία. Παρόλο που οι O'Neill, et al. (2016) δεν εντόπισαν κάποια θεωρία που να υπερτερεί έναντι των άλλων, υποστήριξαν ότι το κόστος της αντιπροσώπευσης και οι επεξηγήσεις σηματοδότησης φαίνεται να έχουν πιο πειστική εμπειρική υποστήριξη. Για παράδειγμα, οι Nobanee και Abraham (2017) συμπέραναν ότι το κόστος αντιπροσώπευσης και η υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών κυριαρχούν, σε κάποιο βαθμό έναντι των άλλων θεωριών, στις εξηγήσεις τους γιατί οι εταιρείες πληρώνουν μερίσματα.

3.1 Μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές

Επειδή η συμπεριφορά σε σχέση με τα μερίσματα είναι ένα φαινόμενο που σχετίζεται με την κουλτούρα (Chen, et al., 2017), η μερισματική πολιτική στις αναδυόμενες αγορές ενδέχεται να διαφέρει ως προς τη φύση και τα χαρακτηριστικά από εκείνη των αναπτυγμένων αγορών (Nowak et al., 2018, Rachev et al., 2017, Benjamin και Mat Zain, 2015) Οι αναπτυγμένες αγορές χαρακτηρίζονται από μια ανοικτή πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, όπου η πολιτική των μερισμάτων έχει συνήθως σηματοδοτικές συνέπειες. Ωστόσο, στις αναδυόμενες οικονομίες, οι εταιρείες χαρακτηρίζονται από στενή ιδιοκτησία και οι τράπεζες κυριαρχούν στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι, η άμεση επικοινωνία με τους πιστωτές και τους μετόχους, μαζί με τακτικές επισκέψεις σε τοπικό επίπεδο, επιτρέπουν στους προμηθευτές κεφαλαίων να έχουν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες που περιορίζουν τη δύναμη σηματοδότησης των πληρωμών μερισμάτων (Kaźmierska-Józwiak, 2015).

Αρκετές μελέτες που επικεντρώνονται στις αναπτυσσόμενες αγορές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η διοίκηση εξετάζει προσεκτικά και αναλύει το σχεδιασμό της μερισματικής πολιτικής (Ofori-Sasu, et al. 2017).

Ωστόσο, τα ευρήματα δείχνουν σημαντικές διαφορές μεταξύ της πολιτικής των μερισμάτων στις αναδυόμενες αγορές και στις αναπτυγμένες αγορές (Issa, 2015). Οι θυγατρικές των ΗΠΑ ή των ευρωπαϊκών πολυεθνικών εταιρειών είναι περισσότερο διατεθειμένες να προβούν σε πολιτική ουσιαστικών και σταθερών μερισμάτων (Bahar, et al, 2017). Επιπλέον, οι αναδυόμενες αγορές χαρακτηρίζονται από υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης που θα μπορούσαν να επηρεάσουν τη μερισματική πολιτική. Οι O'Neill, et al. (2016) συνδέουν τις διαφορές μεταξύ των πολιτικών πληρωμών σε αυτές τις αγορές με τη διαθεσιμότητα καλών έργων σε οικονομίες υψηλής ανάπτυξης, με τις δυσκολίες στην άντληση ιδίων κεφαλαίων και την επιρροή των μετόχων οι οποίοι ενδέχεται να προτιμούν την επανεπένδυση παρά τη διανομή.

Η προηγούμενη βιβλιογραφία συνδέει τις αναδυόμενες αγορές με τους ανεπαρκώς αναπτυγμένους νομικούς θεσμούς, την αδύναμη προστασία των επενδυτών, την ασυμμετρία της πληροφόρησης και την απουσία ισχυρών μηχανισμών διακυβέρνησης (Shapiro et al., 2015, Cumming κ.ά., 2017, Aaron, et al., 2018). Κάποιοι προτείνουν ότι οι υψηλές πληρωμές μερισμάτων θα αμβλύνουν τις συγκρούσεις της αντιπροσώπευσης ως προς τα ίδια κεφάλαια, μειώνοντας την ελεύθερη ταμειακή ροή που διατίθεται στους διευθυντές για να επενδύσουν σε δυνητικά μη κερδοφόρα έργα (Griffith, 2017). Αυτό το σκέλος της βιβλιογραφίας υποστηρίζει ότι η καταβολή υψηλών μερισμάτων αντικατοπτρίζει την καλή πίστη της διοίκησης και σηματοδοτεί μικρά προβλήματα αντιπροσώπευσης. Σύμφωνα με τους Manneh και Naser (2015), τα μερίσματα μπορούν να υποκαταστήσουν τον ρόλο παρακολούθησης των μετόχων. Θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις που λειτουργούν σε σχετικά χαμηλά περιβάλλοντα διακυβέρνησης κάνουν πληρωμές μερισμάτων για να εδραιώσουν τη φήμη τους, ότι ενεργούν προς το συμφέρον των μειοψηφούντων μετόχων και αντικατοπτρίζουν το χαμηλό επίπεδο του κόστους αντιπροσώπευσης και των κινδύνων.

Σύμφωνα με τους Bodnaruk και Rossi (2016), στις συγχωνεύσεις και εξαγορές ένα σημαντικό ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων ανήκει σε χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που κατέχουν ταυτόχρονα ομόλογα (διπλοί κάτοχοι). Οι στόχοι με μεγαλύτερη κεφαλαιουχική ιδιοκτησία από διπλούς κατόχους μετοχών έχουν χαμηλότερα έσοδα από πριμοδότηση των ιδίων κεφαλαίων από συγχωνεύσεις και εξαγορές και μεγαλύτερες μη φυσιολογικές αποδόσεις, ιδίως όταν οι διπλοί κάτοχοι επωφελούνται περισσότερο από την ανατίμηση των ομολόγων τους, π.χ. όταν η κατοχή ομολόγων στο στόχο είναι μεγάλη και η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του στόχου είναι μη επενδυτικής ποιότητας.

Οι διπλοί κάτοχοι είναι πιθανότερο να ψηφίσουν υπέρ της πρότασης συγχώνευσης. Τα αποτελέσματά μας υποδεικνύουν την ύπαρξη συντονισμού των αποφάσεων εντός των χρηματοπιστωτικών ομίλων διπλών κατόχων ως προς τους στόχους συγχώνευσης και εξαγοράς.

Οι Boubaker και NguyenWael Rouatbi (2016) εξέτασαν τον ρόλο των πολλαπλών μεγάλων μετόχων στην ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα εισηγμένων οικογενειακών εταιριών της Γαλλίας κατά την περίοδο 2003-2012, έδειξαν ότι η παρουσία, ο αριθμός και η ισχύς ψήφου των πολλαπλών μεγάλων μετόχων συνδέονται με υψηλότερη ανάληψη κινδύνου. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συμβάλλουν στη συγκράτηση της τάσης των ιδιοκτητών της οικογενείας να πραγματοποιούν επενδύσεις χαμηλού κινδύνου. Αυτό το φαινόμενο είναι πολύ ισχυρότερο στις επιχειρήσεις που είναι πιο επιρρεπείς σε συγκρούσεις αντιπροσώπευσης. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν τον σημαντικό ρόλο διακυβέρνησης που διαδραματίζουν οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι στις οικογενειακές επιχειρήσεις και μπορεί να εξηγήσει γιατί οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συνδέονται με υψηλότερες επιδόσεις της επιχείρησης.

Μετά από μελέτη που πραγματοποιήθηκε από τους Brian και Solarino (2016) αποδείχτηκε πως η ιδιοκτησία επιχειρήσεων έχει μελετηθεί σε πολλαπλούς κλάδους και έχουν χρησιμοποιηθεί ποικίλα θεωρητικά πλαίσια για αρκετές δεκαετίες. Παρά τον πλούτο της έρευνας, τόσο τα ερευνητικά κενά όσο και τα αντιφατικά ευρήματα είναι συνηθισμένα. Αυτό οφείλεται εν μέρει στον κατακερματισμό του ενδιαφέροντος των μεμονωμένων μελετών. Διενεργήθηκε μία ανάλυση του περιεχομένου 145 άρθρων και πραγματοποιήθηκαν 523 εκτιμήσεις των μεγεθών.

Βάσει αυτής της ανασκόπησης, αναπτύχθηκε μία ολοκληρωμένη οπτική για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο η θεσμική, η κυβερνητική, η οικογενειακή, η εκτελεστική ιδιοκτησία και η ιδιοκτησία του Συμβουλίου επηρεάζουν μία πληθώρα εταιρικών αποτελεσμάτων. Η έρευνα ολοκληρώνεται με νέες θεωρητικές και συγκλίνουσες κατευθύνσεις για την καλύτερη κατανόηση του ρόλου της ιδιοκτησίας στη διαμόρφωση των εταιρικών αποτελεσμάτων.

Σύμφωνα με τους Crane, et al. (2016) η υψηλότερη θεσμική ιδιοκτησία αναγκάζει τις επιχειρήσεις να πληρώνουν περισσότερα μερίσματα. Αυτό το εύρημα βασίζεται στην ασυνέχεια της ιδιοκτησίας

γύρω από τα κατώφλια του δείκτη Russell. Οι εκτιμήσεις τους έδειξαν ότι η αύξηση της θεσμικής ιδιοκτησίας κατά μίας ποσοστιαίας μονάδας προκαλεί αύξηση των μερισμάτων κατά 7 εκατομμύρια δολάρια (8%). Διαπιστώθηκαν επίσης διαφορές στις προτάσεις των μετόχων και στα πρότυπα ψηφοφορίας που υποδηλώνουν ότι ακόμη και οι μη ακτιβιστικοί θεσμοί διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παρακολούθηση της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων. Η επίδραση της θεσμικής ιδιοκτησίας στα μερίσματα είναι ισχυρότερη για τις επιχειρήσεις με υψηλότερο αναμενόμενο κόστος αντιπροσώπευσης.

Οι de Haan και Vlahu (2016) μελέτησαν την εμπειρική βιβλιογραφία για την εταιρική διακυβέρνηση των τραπεζών και επεσήμαναν τις κυριότερες διαφορές μεταξύ τραπεζών και μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, εστιάζοντας σε τρία χαρακτηριστικά που καθιστούν τις τράπεζες ξεχωριστές: α) ρύθμιση, β) κεφαλαιακή διάρθρωση των τραπεζών, γ) πολυπλοκότητα και αδιαφάνεια των εργασιών και της δομής τους. Στη συνέχεια, συζήτησαν τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης στις τράπεζες και το πώς διαφέρουν από τη διαχείριση μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων και εξέτασαν τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τους τρεις μηχανισμούς διακυβέρνησης: α) τα συμβούλια, β) τις δομές ιδιοκτησίας και γ) την αποζημίωση των εκτελεστικών στελεχών.

Η ανασκόπησή τους υποδεικνύει ότι ορισμένες από τις εμπειρικές κανονικότητες που βρέθηκαν στην βιβλιογραφία για την εταιρική διακυβέρνηση των μη χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως η θετική (αρνητική) συσχέτιση μεταξύ ανεξαρτησίας (μεγέθους) και απόδοσης του Συμβουλίου, δεν ισχύουν για τις τράπεζες.

Επίσης, οι υπάρχουσες μελέτες δεν παρέχουν τεκμηριωμένα αποτελέσματα όσον αφορά στη σχέση μεταξύ διαφορετικών μηχανισμών διακυβέρνησης και διαφόρων μέτρων για την απόδοση των τραπεζών. Οι συγγραφείς τέλος παρουσίασαν πιθανές εξηγήσεις για αυτά τα μικτά αποτελέσματα.

Οι Feldman, et al. (2016) διερεύνησαν τη σχέση μεταξύ εκποιήσεων και της εταιρικής αξίας σε οικογενειακές επιχειρήσεις. Χρησιμοποιώντας

στοιχεία που συλλέχθηκαν από ένα δείγμα άνω των 30.000 ετήσιων παρατηρήσεων σε εταιρείες, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις είναι λιγότερο πιθανό από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις να πραγματοποιούν εκποιήσεις, ειδικά όταν αυτές τις επιχειρήσεις τις διοικούν οικογενειακοί και όχι μη οικογενειακοί διευθύνοντες σύμβουλοι. Ωστόσο, διαπίστωσαν ότι οι εκποιήσεις που πραγματοποιούνται από οικογενειακές επιχειρήσεις, κυρίως αυτές που διευθύνονται από οικογενειακούς διευθύνοντες συμβούλους, συνδέονται με υψηλότερες επιδόσεις μετά τη μεταβίβαση από ότι οι μη οικογενειακοί διευθύνοντες σύμβουλοι.

Αυτά τα ευρήματα δείχνουν ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις μπορεί να μην εκμεταλλεύονται πλήρως τις διαθέσιμες οικονομικές ευκαιρίες, πιθανώς επειδή επιδιώκουν πολλαπλούς στόχους πέρα από τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Τα αποτελέσματα αυτά εξηγούν επίσης πώς τα χαρακτηριστικά των ιδιοκτητών και των διευθυντών των επιχειρήσεων μπορούν να επηρεάσουν την αξία που αποκομίζουν οι επιχειρήσεις από τις εταιρικές τους στρατηγικές.

Οι He, et al., (2016) μελέτησαν την αιτιώδη επίδραση των εργατικών συνδικάτων στην πολιτική των εταιρικών αποπληρωμών χρησιμοποιώντας ένα σχεδιασμό ανακολουθίας παλινδρόμησης (RD). Η μετάβαση σε εκλογές συνδικάτων οδηγεί σε μείωση κατά 8,7% του μερίσματος και 17,9% χαμηλότερο συνολικό ποσοστό αποπληρωμών (συμπεριλαμβανομένων και των μερισμάτων και επαναγοράς μετοχών) σε σύγκριση με την αποτυχία των εκλογών κατά το επόμενο έτος. Η αρνητική επίδραση των συνδικάτων στις πληρωμές απουσιάζει στις επιχειρήσεις που εδρεύουν σε κράτη με νόμους για την εργασία, αλλά χωρίς διατάξεις διακοπής της εργασίας.

Η λειτουργική ευελιξία φαίνεται να είναι ένας αξιόπιστος βασικός μηχανισμός μέσω του οποίου η συνδικαλιστική εξουσία επηρεάζει την εταιρική αποπληρωμή και οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα εξοικονομούμενα κέρδη από τις μειώσεις στην αποπληρωμή για να επενδύσουν σε καθαρό κεφάλαιο κίνησης αντί να εξοφλήσουν το χρέος ή να αυξήσουν τα μετρητά. Η μελέτη αυτή αναδεικνύει τους καθοριστικούς

παράγοντες της σταθερής πολιτικής αποπληρωμών και τον ρόλο των εργατικών συνδικάτων στις αποφάσεις εταιρικής χρηματοδότησης.

Κατά τους Larkin, et al., (2016) οι διευθυντές προσπαθούν να διατηρήσουν ομαλά μερίσματα. Ωστόσο, δεν είναι σαφές εάν αυτή η συμπεριφορά αντικατοπτρίζει τις προτιμήσεις των επενδυτών. Σε αυτή την εργασία, εξετάζεται αν οι επενδυτές αποτιμούν με διαφορετικό τρόπο τις μετοχές εξομάλυνσης μερισμάτων εξετάζοντας τις συνέπειες της εξομάλυνσης των μερισμάτων στην πελατεία των επενδυτών μιας επιχείρησης, στις τιμές των μετοχών και στο κόστος κεφαλαίου. Διαπιστώνουν ότι οι μικροεπενδυτές είναι λιγότερο πιθανό να διατηρούν μετοχές εξομάλυνσης μερισμάτων, ενώ οι θεσμικοί επενδυτές, και ιδίως τα αμοιβαία κεφάλαια, είναι πιο πιθανό.

Ωστόσο, αυτή η προτίμηση δεν έχει ως αποτέλεσμα καμία ανιχνεύσιμη σχέση μεταξύ της εξομάλυνσης των μερισμάτων μιας επιχείρησης και της αναμενόμενης απόδοσης ή της αγοραίας αξίας των μετοχών της. Τα στοιχεία δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις προσαρμόζουν την προσφορά εξομαλούμενων μερισμάτων ώστε να ανταποκρίνονται στη ζήτηση των επενδυτών. Η εξομάλυνση των μερισμάτων επηρεάζει τη σύνθεση των μετόχων μιας επιχείρησης, αλλά έχει μικρή επίδραση στην τιμή των μετοχών της.

Σύμφωνα με τους Liu, et al., (2016) για να ενισχυθεί η προθυμία των εισηγμένων εταιρειών να πληρώσουν μερίσματα μετρητών και να βελτιώσουν το επίπεδο του λόγου των μετρητών μερίσματος στα καθαρά κέρδη, η Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Κινητών Αξιών της Κίνας ενέκρινε έξι αρχεία για την μερισματική πολιτική μετρητών των εισηγμένων εταιρειών από το 2001 έως το 2013, τα οποία ορίζονται από την ακαδημαϊκή κοινότητα ως «Ημι-υποχρεωτική Μερισματική Πολιτική».

Η πολιτική δεν ορίζει την ειδική αναλογία του μερίσματος μετρητών στο καθαρό κέρδος αλλά συνδέει το επίπεδο της μερισματικής πολιτικής σε μετρητά με την επαναχρηματοδότηση των εισηγμένων εταιρειών με το θέμα αυτό να έχει προκαλέσει διαμάχες στην εφαρμογή του. Η εμπειρική

ανάλυση επιλέγει τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Σαγκάης ή του Shenzhen πριν από το 2012 ως δείγματα.

Το χρονικό διάστημα ανάλυσης ποικίλει από το 2001 έως το 2014. Για το μοντέλο δημιουργίας δεδομένων χρησιμοποιήθηκαν το μοτίβο της προθυμίας καταβολής μερίσματος μετρητών και ο λόγος του μερίσματος μετρητών στο καθαρό κέρδος χωριστά ως η εξαρτημένη μεταβλητή και η μεταβλητή της πολιτικής διαιρούμενη κατά έτος ως κύριες ανεξάρτητες μεταβλητές με τα χαρακτηριστικά των εισηγμένων εταιρειών και τα χαρακτηριστικά της βιομηχανίας ως μεταβλητές ελέγχου.

Σύμφωνα με τους Priya και Mohanasundari, (2016) η εμπειρική και θεωρητική έρευνα για τη μερισματική πολιτική έχει δημιουργήσει ένα μεγάλο όγκο βιβλιογραφίας. Οι έρευνες ταξινομούνται σε δύο διαφορετικές σχολές σκέψης, όπου η πρώτη είναι ότι η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης έχει αντίκτυπο στην αξία της και η δεύτερη ότι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης δεν έχει επίδραση στην εταιρική αξία. Ακόμη και μετά από πολλά χρόνια έρευνας δεν προέκυψε συναίνεση και οι μελετητές δεν συμφωνούν ούτε καν με τα ίδια εμπειρικά στοιχεία.

Η μελέτη αυτή παρέχει μια πλήρη κατανόηση των μερισμάτων και της πολιτικής για τα μερίσματα, αναθεωρώντας τις θεωρίες και τις εξηγήσεις τους για τη μερισματική πολιτική, συμπεριλαμβανομένης τόσο της σχετικότητας των μερισμάτων, όσο και τη μη σχετικότητα των μερισμάτων των Miller και Modigliani, τις φορολογικές προτιμήσεις, τη θεωρία «Καλύτερα πέντε και στο χέρι», τη θεωρία των πελατειακών επιδράσεων, τη θεωρία σηματοδότησης και τη θεωρία της αντιπροσώπευσης. Αυτή η μελέτη επιχειρεί επίσης να παρουσιάσει τις σημαντικές εμπειρικές μελέτες για την εταιρική πολιτική μερισμάτων. Ωστόσο, λόγω της συνεχιζόμενης φύσης και της εκτεταμένης σειράς των συζητήσεων σχετικά με την πολιτική μερισμάτων, η οποία έχει οδηγήσει στην παραγωγή ενός τεράστιου όγκου ερευνών που μεγαλώνει κάθε ημέρα, δεν είναι εφικτή μια πλήρης ανασκόπηση όλων των συζητήσεων.

Η μελέτη των Riaz, et al. (2016) εξέτασε την επιρροή της εταιρικής διακυβέρνησης (Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου, Ανεξαρτησία

Διοικητικών Συμβουλίων και Συναντήσεις Διοικητικού Συμβουλίου) και της μερισματικής πολιτικής στις πακιστανικές επιχειρήσεις. Η μελέτη καλύπτει τέσσερις σημαντικούς κλάδους, δηλαδή την βιομηχανία τσιμέντου, την κλωστοϋφαντουργία, τις τράπεζες και την βιομηχανία ζάχαρης για το χρονικό διάστημα 2009 έως 2015. Χρησιμοποιώντας την ανάλυση παλινδρόμησης, διαπιστώθηκε ότι το μέγεθος του διοικητικού συμβουλίου και η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου επηρεάζουν σημαντικά τις μερισματικές πολιτικές των επιχειρήσεων. Παρατήρησαν επίσης ότι η ιδιοκτησία CEO έχει σημαντική αρνητική επίδραση στον δείκτη απόδοσης των μερισμάτων της επιχείρησης λόγω της επιχειρηματικής επίδρασης. Επιπλέον, όσον αφορά στην επίδραση της ιδιοκτησίας, οι συγγραφείς διαπίστωσαν ότι η ξένη ιδιοκτησία της επιχείρησης έχει θετική επίδραση στον δείκτη απόδοσης μερισμάτων στις επιχειρήσεις.

Οι Ferri και Li (2016) πραγματοποίησαν έρευνα σχετικά με την υιοθέτηση της υποχρεωτικής αξιοποίησης των δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς μετοχών (μέσω του λογιστικού προτύπου FAS123R), ως ένα πιθανό εξωγενές σοκ στη χρήση της αποζημίωσης βάσει δικαιωμάτων προαίρεσης.

Καθώς το άνωθεν λογιστικό πρότυπο ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις, η στρατηγική της μελέτης εκμεταλλεύεται το γεγονός ότι η μείωση της αποζημίωσης βάσει δικαιωμάτων προαίρεσης ως απάντηση στο λογιστικό πρότυπο ποικίλλει ανάλογα με τις αναμενόμενες λογιστικές επιπτώσεις για την συγκεκριμένη επιχείρηση, όπως μετρώνται από τη διαχείριση των δικαιωμάτων προαίρεσης που περιγράφεται στις υποσημειώσεις πριν από το προαναφερθέν λογιστικό πρότυπο.

Με τη χρήση ενός σχεδιασμού έρευνας δεν διαπιστώθηκε ότι οι μειώσεις (βάσει λογιστικών κινήσεων) των αμοιβών βάσει δικαιωμάτων προαίρεσης προκαλούν αύξηση των μερισμάτων, επαναγορές για μείωση ή αλλαγή της σύνθεσης πληρωμής. Τα αποτελέσματα αντιτίθενται στην ευρέως διαδεδομένη πεποίθηση ότι η αποζημίωση βάσει δικαιωμάτων προαίρεσης έχει σημαντική αιτιώδη επίδραση στην πολιτική πληρωμών

και αμφισβητείται ο ρόλος της στη μετάβαση από τα μερίσματα στις επαναγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες.

Ο Chu (2017) μελέτησε το πώς η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών επηρεάζει την εταιρική πολιτική πληρωμών. Χρησιμοποιώντας τις συγχωνεύσεις μεταξύ δανειστών και κατόχων μετοχών της ίδιας επιχείρησης ως κραδασμούς στη σύγκρουση των κατόχων μετοχών με τους πιστωτές, διαπίστωσε ότι οι επιχειρήσεις πληρώνουν λιγότερα όταν υπάρχουν λιγότερες συγκρούσεις μεταξύ μετόχων και πιστωτών, γεγονός που υποδηλώνει ότι η σύγκρουση των πιστωτών με τους μετόχους προκαλεί τις επιχειρήσεις να πληρώνουν περισσότερο εις βάρος των πιστωτών. Το αποτέλεσμα είναι ισχυρότερο για τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν οικονομική δυσπραγία.

Οι Hanlon, et al., (2017) εξέτασαν αν οι επιχειρήσεις κρατούν περισσότερο μετρητά ενόψει της φορολογικής αβεβαιότητας. Λόγω των γκρίζων περιοχών του φορολογικού νόμου και της επιθετικής φοροδιαφυγής, το συνολικό ποσό του φόρου που θα πληρώσει μια επιχείρηση είναι αβέβαιο κατά το χρόνο που καταθέτει τις αποδόσεις της.

Οι φορολογικές αρχές μπορούν να αμφισβητήσουν και να απαγορεύσουν τις φορολογικές θέσεις της επιχείρησης, ζητώντας πρόσθετες πληρωμές φόρου σε μετρητά. Οι συγγραφείς υποθέτουν ότι οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη φορολογική αβεβαιότητα κρατούν μετρητά για να ικανοποιήσουν αυτές τις πιθανές μελλοντικές απαιτήσεις.

Διαπίστωσαν ότι τόσο οι εγχώριες όσο και οι πολυεθνικές επιχειρήσεις κατέχουν μεγαλύτερα ταμειακά διαθέσιμα όταν υπόκεινται σε μεγαλύτερη φορολογική αβεβαιότητα. Από την άποψη της οικονομικής σημασίας, διαπίστωσαν ότι η επίδραση της φορολογικής αβεβαιότητας στη διακράτηση μετρητών είναι συγκρίσιμη με αυτή των φόρων επαναπατρισμού. Τα αποδεικτικά στοιχεία προσθέτουν στη γνώση σχετικά με τις πραγματικές επιπτώσεις της φοροδιαφυγής και παρέχουν μια προληπτική εξήγηση που βασίζεται στο φόρο ως προς το λόγο για τον

οποίο υπάρχουν τόσο μεγάλες διακυμάνσεις στη διακράτηση μετρητών μεταξύ των επιχειρήσεων.

Οι Gu, et al. (2019) εξέτασαν τον τρόπο με τον οποίο οι εκτιμήσεις των ιδιοκτητών που ελέγχουν μία επιχείρηση επηρεάζουν τις αποφάσεις εισόδου σε νέους κλάδους στους οικογενειακούς επιχειρηματικούς ομίλους στις αναδύμενες οικονομίες. Με βάση την προσέγγιση του κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου (SEW), η απόφαση εισόδου σε έναν νέο κλάδο θεωρείται ως απάντηση των ιδιοκτητών που ελέγχουν μία επιχείρηση στην επιδίωξη διαφόρων οικογενειακών συμφερόντων. Συγκεκριμένα, διέκριναν δύο πτυχές της θεωρίας κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου, του εστιασμένου κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου και του ευρύτερου κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου και μελέτησαν τις αντιτιθέμενες επιπτώσεις τους στην απόφαση εισόδου σε νέο κλάδο.

Πρότειναν ότι η πιθανότητα των ιδιοκτητών που ελέγχουν μία επιχείρηση να επιδιώξουν μία είσοδο σε νέο κλάδο επηρεάζεται αρνητικά από την άσκηση της οικογενειακής επιρροής (εκπρόσωπος του εστιασμένου κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου), αλλά συνδέεται θετικά με τη διαδοχή της οικογενειακής δυναστείας (μια τυπική μορφή του ευρύτερου κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου). Επιπλέον, υποστηρίζουν ότι οι συνέπειες της διατήρησης του κοινωνικό-συναισθηματικού πλούτου σε τέτοιες αποφάσεις εξαρτώνται από την γενιά των ιδιοκτητών που ελέγχουν μία επιχείρηση, με τις επιδράσεις να είναι ισχυρότερες όταν η γενιά των ιδρυτών έχει τον έλεγχο της επιχείρησης. Αυτές οι υποθέσεις εξετάστηκαν σε ένα δείγμα οικογενειακών επιχειρηματικών ομίλων της Ταϊβάν.

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας δείχνει ότι η ιδιοκτησία των εισηγμένων εταιρειών στο χρηματιστήριο τείνει να συγκεντρώνεται στα χέρια μερικών μεγάλων μετόχων (Holderness, 2017, Cumming κ.ά., 2017). Εκτός από τον μεγαλύτερο μέτοχο που ασκεί τον έλεγχο, υπάρχουν και άλλοι μεγαλομέτοχοι στη δομή ιδιοκτησίας μίας επιχείρησης. Ο Holderness (2017) υπολογίζει ότι το 25% των επιχειρήσεων σε ένα δείγμα πολλών χωρών έχουν πολλαπλούς μεγάλους μετόχους. Οι Al-Janadi, et al.

(2016) διαπίστωσαν ότι το 32,2% των επιχειρήσεων στην Ασία έχουν περισσότερους από έναν μεγάλο μέτοχο.

Αυτοί οι μεγαλομέτοχοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο δεδομένου ότι παρακολουθούν τον μεγαλύτερο μέτοχο που ασκεί τον έλεγχο, ανταγωνίζονται για τον έλεγχο της επιχείρησης (Hamel Wassing and Kenney, 2016) ή σχηματίζουν μεγάλες συμμαχίες ελέγχου που ευθυγραμμίζονται καλύτερα με τα συμφέροντα των μειοψηφούντων μετόχων. Από την αρνητική πλευρά, οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να συμφωνήσουν να μοιραστούν ιδιωτικά οφέλη του ελέγχου (Salvioni και Gennari, 2015) ή να εμπορεύονται τις ιδιωτικές πληροφορίες (Yermack, 2017).

Ωστόσο, η ισορροπία των στοιχείων δείχνει ότι η παρουσία, ο αριθμός και η ισχύς των δικαιωμάτων ψήφου των πολλαπλών μεγάλων μετόχων έχουν θετικό αντίκτυπο στην εταιρική διακυβέρνηση. Οι Cai, Hillier και Wang (2016), Ducassy και Guyot (2017) και Boateng and Huang (2017), έδειξαν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συνδέονται με την υψηλότερη αποτίμηση της επιχείρησης. Ομοίως, οι Boateng και Huang (2017) θεωρούν ότι η παρουσία πολλαπλών μεγάλων μετόχων συμβάλλει στη μείωση του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης.

Στόχος της μελέτης ήταν να διερευνηθεί ο ρόλος των πολλαπλών μεγάλων μετόχων στην ανάληψη κινδύνων από εταιρίες. Αυτό το ζήτημα είναι κρίσιμο, δεδομένου ότι η ανεπαρκής ανάληψη κινδύνου είναι πιθανό να οδηγήσει σε χαμηλότερη αξία της επιχείρησης (Hoskisson et al., 2017). Επιπλέον, η ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων έχει συνδεθεί με τη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη (Panayotou, 2016, Ivanter, 2016).

Οι συγγραφείς υποθέτουν ότι ο μεγαλύτερος μέτοχος που ασκεί τον έλεγχο έχει ισχυρά κίνητρα για να αποφύγει τον κίνδυνο, ιδιαίτερα στην περίπτωση των οικογενειακών ιδιοκτητών, επειδή ο μεγαλύτερος μέτοχος που ασκεί τον έλεγχο τείνει να μην είναι διαφοροποιημένος και μπορεί να κερδίσει περισσότερα από την εκτροπή των εταιρικών πόρων παρά από την υλοποίηση επικίνδυνων επενδύσεων. Για τους οικογενειακούς ιδιοκτήτες, η διατήρηση του ελέγχου είναι ένα άλλο ευαίσθητο ζήτημα,

επειδή οι οικογένειες προσπαθούν να μεταβιβάσουν την επιχείρηση στην επόμενη γενιά (Li and Daspit, 2016, Chrisman, 2018).

Αυτό υποδηλώνει ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις θα είναι μεροληπτικές ως προς τις συντηρητικές στρατηγικές. Οι Boubaker, Nguyen και Rouatbi (2016) υπογράμμισαν ότι η αποφυγή κινδύνων είναι ένα από τα σημαντικότερα κόστη που μπορούν να επιβάλουν μεγάλοι μη διαφοροποιημένοι μέτοχοι σε μια επιχείρηση. Σε αυτό το πλαίσιο, η παρουσία πολλαπλών μεγάλων μετόχων αναμένεται να επηρεάσει θετικά τη συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου μιας επιχείρησης. Άλλοι μεγαλομέτοχοι που διακυβεύουν σημαντικό πλούτο, έχουν παρόμοιους λόγους για την παρακολούθηση της επιχείρησης, αλλά λιγότερες ευκαιρίες για απόκτηση ιδιωτικών οφελών. Ως εκ τούτου, η κύρια ανησυχία τους πρέπει να είναι οι δραστηριότητες δημιουργίας αξίας της επιχείρησης, ειδικά όταν πρόκειται για οικογενειακές ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συνεπώς, η παρουσία των πολλαπλών μεγάλων μετόχων θα βοηθήσει στην άμβλυνση της αρνητικής επίδρασης του μεγαλύτερου μετόχου που ασκεί τον έλεγχο και θα οδηγήσει σε υψηλότερη ανάληψη κινδύνου. Τέλος, υποστηρίζεται ότι τα κίνητρα του μεγαλύτερου μετόχου που ασκεί τον έλεγχο για μείωση της ανάληψης κινδύνου είναι ισχυρότερα στις ανεπαρκώς διοικούμενες επιχειρήσεις, πράγμα που σημαίνει ότι η επίδραση των πολλαπλών μεγάλων μετόχων θα είναι πιο σημαντική.

Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο δείγμα γαλλικών εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο κατά την περίοδο 2003-2012, αποδεικνύουν ότι η παρουσία ενός μεγαλύτερου μετόχου που ασκεί τον έλεγχο συνδέεται με σημαντικά μικρότερη ανάληψη κινδύνων. Αυτό το αποτέλεσμα καθοδηγείται από τους οικογενειακούς ιδιοκτήτες επιχειρήσεων, οι οποίοι δεν διαθέτουν επαρκή διαφοροποίηση και έχουν ισχυρά κίνητρα για να προστατεύσουν τα ιδιωτικά τους οφέλη από τον έλεγχο (Li and Daspit, 2016, García-Kuhnert, Marchica and Mura, 2015, Anginer κ.ά., 2017).

Επιπλέον, διαπιστώνουν ότι όσο μεγαλύτερη είναι η υπέρβαση των δικαιωμάτων ελέγχου που έχουν έναντι των δικαιωμάτων τους στις ταμειακές ροές (υπερβολικός έλεγχος), τόσο μικρότερη είναι η ανάληψη κινδύνου από την επιχείρηση. Δεδομένης της κυριαρχίας τους, η μελέτη

επικεντρώνεται στις ελεγχόμενες από την οικογένεια επιχειρήσεις για να αναλυθεί η επίδραση των πολλαπλών μεγάλων μετόχων. Το κύριο αποτέλεσμα είναι ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συνδέονται με υψηλότερο ρίσκο.

Οι Duru, Iyengar και Zampelli (2016), μέτρησαν την ανάληψη κινδύνου σε κάθε χρονική στιγμή από την απόλυτη απόκλιση από την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης και όχι από τη μέση τετραγωνική απόκλιση από τη μέση απόδοση της επιχείρησης για όλη την περίοδο. Αυτή η προσέγγιση διατηρεί τη δομή των πάνελ των δεδομένων αντί να αναγκάζει το πάνελ σε μία μόνο διατομή. Επιπλέον, παρέχει μια πιο ακριβή μέτρηση του κινδύνου, δεδομένου ότι λαμβάνει υπόψη προβλέψιμες αλλαγές στην απόδοση της επιχείρησης. Τέλος, ένα σοκ που επηρεάζει την απόδοση μιας επιχείρησης σε δεδομένο χρόνο δεν μεταφέρεται σε ολόκληρη την περίοδο δειγματοληψίας. Κατά συνέπεια, η σχέση μεταξύ δομής ιδιοκτησίας και ανάληψης κινδύνου μπορεί να αξιολογηθεί σε αρκετές οιονεί ανεξάρτητες περιόδους αντί να εξαρτάται από μια ενιαία παρατήρηση ανά επιχείρηση.

Τα ευρήματά τους είναι ισχυρά απέναντι σε έναν αριθμό τεστ ευαισθησίας. Η θετική επίδραση των πολλαπλών μεγάλων μετόχων παραμένει αμετάβλητη είτε χρησιμοποιούν μεταβλητές πολλαπλών μεγάλων μετόχων με χρονική υστέρηση, διαφορετικές υποκατηγορίες για πολλαπλούς μεγάλους μετόχους (π.χ. τιμή Shapley) είτε διαφορετικά μέτρα ανάληψης κινδύνου (π.χ. μεταβλητότητα απόδοσης έναντι περιουσιακών στοιχείων και ένταση έρευνας και ανάπτυξης).

Τα βασικά στοιχεία παραμένουν αμετάβλητα όταν συμπεριλαμβάνουν πρόσθετες μεταβλητές ελέγχου σε επίπεδο επιχείρησης (π.χ. δείκτη της συσχέτισης με την ομάδα) και μετά την αντιστοίχιση των επιχειρήσεων με βάση την τάση τους να έχουν πολλαπλούς μεγαλομετόχους. Επιπλέον, έδειξαν ότι η παρουσία πολλαπλών μεγάλων μετόχων είναι πιο αποτελεσματική όταν η εσωτερική διακυβέρνηση της εταιρείας είναι αδύναμη. Πιο συγκεκριμένα, οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι φαίνεται να αποτρέπουν τις επιχειρήσεις από τη μείωση του κινδύνου όταν μεγαλύτερα και λιγότερο ανεξάρτητα ΔΣ επιτρέπουν μεγαλύτερη απόκλιση

από τη βέλτιστη ανάληψη κινδύνων. Τέλος, διαπιστώνουν ότι η ταυτότητα των μεγαλομετόχων έχει σημασία. Συγκεκριμένα, η παρουσία ενός δεύτερου μεγαλύτερου μετόχου συνδέεται με υψηλότερο κίνδυνο όταν αυτός είναι χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή άλλη οικογένεια.

Αυτή η μελέτη επεκτείνει τις αναλύσεις των Boubaker, Nguyen και Rouatbi στις αναδυόμενες αγορές, οι οποίοι έδειξαν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συνδέονται με υψηλότερη ανάληψη κινδύνου σε μια ανεπτυγμένη οικονομία. Πράγματι, οι γαλλικές επιχειρήσεις στο δείγμα προέρχονται από μια οικονομία με περίπλοκα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αποτελεσματικά νομικά συστήματα (Catan and Kahan, 2016).

Οι εκτιμήσεις για τον έλεγχο των προμηθειών από τους Stiglitz και Rosengard (2015), έδειξαν ότι στη Γαλλία η εξαγωγή ιδιωτικών οφελών είναι περιορισμένη. Οι Renneboog και Szilagyi (2015) έδειξαν ότι οι ευρωπαϊκές εταιρείες πληρώνουν υψηλότερα μερίσματα, γεγονός που συμβαδίζει με την παρακολούθηση από τους μεγαλομετόχους, ενώ οι ασιατικές επιχειρήσεις πληρώνουν χαμηλότερα μερίσματα, γεγονός που συνεπάγεται συμπαιγνία μεταξύ των μεγαλομετόχων.

Οι Cumming et al. (2017) και Billett, Hribar και Liu (2015) υπογραμμίζουν το γεγονός ότι στην Ασία η κακή εταιρική γνωστοποίηση και η αδύναμη επιβολή του κράτους δικαίου διευκολύνουν σε μεγάλο βαθμό την απαλλοτρίωση των μειοψηφούντων μετόχων. Ωστόσο, τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι είναι σε θέση να διαδραματίσουν θετικό ρόλο σε ένα πλαίσιο όπου η εξαγωγή ιδιωτικών οφελών είναι πιο περιορισμένη.

Δεύτερον, οι συγγραφείς έδειξαν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι μπορούν να ενισχύσουν την εσωτερική διακυβέρνηση της επιχείρησης. Όταν οι δομές εσωτερικής διακυβέρνησης είναι αδύναμες και προσφέρουν πολλές ευκαιρίες για παρέκκλιση από τη βέλτιστη πολιτική, οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συμβάλλουν αποτελεσματικά, περιορίζοντας την τάση της επιχείρησης να μειώνει την ανάληψη κινδύνων. Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με αυτό των Martin, Wiseman και Gomez-Mejia (2016), οι οποίοι διαπίστωσαν ότι η ασθενέστερη παρακολούθηση από την αγορά

εξαγορών οδηγεί σε μείωση της ανάληψης κινδύνου από αμερικανικές επιχειρήσεις.

Ωστόσο, τα κατάλληλα κίνητρα συμβάλλουν στην καταπολέμηση των στρεβλώσεων του κινδύνου λόγω διαμάχης των μετόχων της διοίκησης. Τρίτον, τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι η διακυβέρνηση επιβάλλεται καλύτερα εάν ο δεύτερος μεγαλύτερος μέτοχος είναι χρηματοπιστωτικός οργανισμός και άλλες οικογένειες. Με άλλα λόγια, ορισμένοι τύποι μεγαλομετόχων φαίνεται να είναι πιο αποτελεσματικοί στη διακυβέρνηση από άλλους.

Συνολικά, τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν ότι οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διακυβέρνηση μιας επιχείρησης. Παρακολουθώντας τον μεγαλύτερο μέτοχο που ασκεί τον έλεγχο και περιορίζοντας την προκατάληψή του απέναντι στις συντηρητικές επενδύσεις, οι πολλαπλοί μεγάλοι μέτοχοι συμβάλλουν στη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης, σύμφωνα με τα στοιχεία που παρουσίασαν οι Ducassy και Guyot (2017) και Cai, Hillier and Wang (2016).

Η μελέτη αυτή επεκτείνει επίσης τη βιβλιογραφία σχετικά με τη λήψη επιχειρηματικών κινδύνων. Οι προηγούμενες μελέτες υπογράμμισαν το ρόλο της ιδιοκτησίας της διοίκησης (Gaur και Delios, 2015), των αμοιβών της διοίκησης (Armstrong κ.ά., 2018, Cain και McKeon, 2016) του μεγέθους του διοικητικού συμβουλίου, την εξουσία του διευθύνοντος συμβούλου (CEO) (Duru, A., Iyengar και Zampelli, 2016), τις απειλές εξαγοράς (Gomez-Mejia, Neacsu και Martin, 2017), την προστασία των επενδυτών (Anginer et al., 2017) και τα δικαιώματα των πιστωτών (Ittner και Keusch, 2015). Οι συγγραφείς συμμετείχαν σε αυτή τη γραμμή έρευνας, δείχνοντας ότι η δομή της ιδιοκτησίας και ειδικότερα, η παρουσία πολλαπλών μεγάλων μετόχων αποτελούν μείζονα καθοριστικό παράγοντα στη συμπεριφορά ανάληψης κινδύνου μιας επιχείρησης.

Κεφάλαιο 4^ο Το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης μερίσματος

Επί του παρόντος, υπάρχει ευρεία συμφωνία μεταξύ των οικονομικών ερευνητών ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων μετοχών (ισοδύναμες με τα επιδόματα επιδομάτων στη Σρι Λάνκα) έχουν θετική επίδραση στη μεταβολή των τιμών των μετοχών κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Η πλειοψηφία των μελετών αυτών διεξήχθη σε αμερικανικά δεδομένα ή σε δεδομένα από άλλες ανεπτυγμένες αγορές (βλέπε για παράδειγμα για τις Ηνωμένες Πολιτείες Foster και Vickrey (1978), Grinblatt κ.ά. (1984), McNichols and Dravid (1990), Woolridge (1983) για τον Καναδά, Anderson κ.ά. (2001) για τη Νέα Ζηλανδία, και Lijleblom (1989) για τις ΗΠΑ, Ball κ.ά. (1977) για την Σουηδία. Το παρόν έγγραφο επεκτείνει την τρέχουσα βιβλιογραφία διερευνώντας τον αντίκτυπο των ανακοινώσεων μερίσματος μετοχών της Sri Lanka στις τιμές των μετοχών γύρω στις ημερομηνίες ανακοίνωσης χρησιμοποιώντας τα στοιχεία ημερήσιας επιστροφής για την περίοδο Ιανουαρίου 1998 - Δεκεμβρίου 2007.

Σύμφωνα με τις λογιστικές προσαρμογές, τα μερίσματα των μετοχών δεν επηρεάζουν τις οικονομικές θέσεις, τα έσοδα ή το κόστος της εταιρείας κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης. Απλώς αυξάνουν τη διανομή πρόσθετων μετοχών, με αποτέλεσμα κάθε μέτοχος να έχει μεγαλύτερο αριθμό μετοχών στην εκδότρια εταιρεία. Παρά το γεγονός ότι ο αριθμός των μετοχών αυξήθηκε, η σχετική απαίτηση του κάθε μετόχου από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας παρέμεινε αμετάβλητη. Θεωρητικά (χωρίς πιθανές πηγές πληροφόρησης σχετικά με τις μελλοντικές επιδράσεις των ταμειακών ροών) κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης του μερίσματος μετοχών, θα πρέπει να αναμένεται ουδέτερη τυχαία μεταβολή της τιμής στην αγορά.

Ωστόσο, οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι στατιστικά σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις συνοδεύουν τα μερίσματα μετοχών κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Οι ερευνητές έχουν δώσει διάφορες ερμηνείες για το αποτέλεσμα της ανακοίνωσης ημερομηνίας. Εκτός από την υποθετική σηματοδότηση, έχουν ελεγχθεί η υπόθεση ρευστότητας

(Lakonishok and Lev, 1987), η υπόθεση φορολογικού χρονοδιαγράμματος (Poterba, 1986), η υπόθεση υποκατάστασης σε μετρητά (Lakonishok and Lev, 1987) και η υπόθεση διαφυγόντων κερδών (Chottiner and Young, 1971) σε διαφορετικές αγορές. Ωστόσο, η πιο δημοφιλής ερμηνεία της επίδρασης ημερομηνίας ανακοίνωσης του μερίσματος μετοχών είναι η υπόθεση σηματοδότησης πληροφοριών. Η λογιστική προσαρμογή για το μέρισμα μετοχών είναι η μεταφορά αποθεματικών στο λογαριασμό μόνιμου κεφαλαίου. Παρόλο που η προσαρμογή αυτή δεν έχει νόημα στην τρέχουσα βάση περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία της ανακοίνωσης, δίνει θετικά μηνύματα ότι τα μεταφερόμενα κεφάλαια επενδύονται σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία στο μέλλον. Συνεπώς, συνεπάγεται ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας ενδέχεται να αυξηθούν λόγω νέων επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Αν και οι επιπτώσεις των μετοχών από την ημέρα των ανακοινώσεων έχουν δοκιμαστεί εκτενώς σε ανεπτυγμένες αγορές, τα ευρήματα των αναδυόμενων αγορών είναι πολύ λίγα. Ως εκ τούτου, το κύριο κίνητρο της παρούσας μελέτης είναι να προστεθούν νέα ευρήματα στην υπάρχουσα βιβλιογραφία εξετάζοντας την επίδραση αποδόσεων των μερισμάτων μετοχών κατά την περίοδο ανακοίνωσης χρησιμοποιώντας δεδομένα της Σρι Λάνκα. Τα ευρήματα αυτής της μελέτης είναι σημαντικά λόγω δύο λόγων. Πρώτον, η αγορά μετοχών της Σρι Λάνκα (Colombo Stock Exchange, ΧΑΚ) είναι μία από τις ταχέως αναπτυσσόμενες αγορές στον κόσμο. Επί του παρόντος, οι περισσότερες από τις κορυφαίες αγορές μετοχών βρίσκονται σε φθίνουσα πορεία ή σε στασιμότητα. Ωστόσο, οι ετήσιες σωρευτικές αποδόσεις του δείκτη τιμών όλων των μετοχών (ASPI) στο ΧΑΚ σημείωσαν σημαντική αύξηση από -21,82% σε 208,40% από τον Δεκέμβριο του 2000 έως τον Αύγουστο του 2009. Αυτή η αυξητική τάση των αποδόσεων ASPI είναι αρκετά σημαντική συγκριτικά με το S & P 500, ΗΠΑ και Nikkei 225, Ιαπωνία (βλέπε εικόνα 4 στο προσάρτημα). Δεύτερον, υπάρχει υψηλό ποσοστό ξένης συμμετοχής στο χρηματιστήριο μετοχών στο ΧΑΚ. Για παράδειγμα, οι ξένοι επενδυτές αντιπροσώπευαν

το 54% των συνολικών αγορών μετοχών για το έτος 2008 (ετήσια έκθεση της SEC 2008).

Ο κύριος στόχος του παρόντος εγγράφου είναι να εξετάσει το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων μερισμάτων μετοχών και να παράσχει έτσι μια δοκιμασία της αποτελεσματικότητας της αγοράς μετοχών στη Σρι Λάνκα. Περαιτέρω, η μελέτη εξετάζει το βαθμό στον οποίο αναμένεται η ανακοίνωση και τη σχέση μεταξύ του μεγέθους του μερίσματος μετοχών και του φαινομένου της ανακοίνωσης.

9. 4.1 Θεωρητική προσέγγιση του θέματος

Η υπόθεση της σηματοδότησης αναφέρει ότι η ανακοίνωση ενός μερίσματος μετοχών μεταφέρει νέες πληροφορίες στην αγορά. Οι Foster και Vickrey (1978) εξετάζουν τις καθημερινές επιστροφές γύρω από τις ημερομηνίες ανακοίνωσης. Το βασικό τους κίνητρο είναι να καθορίσει εάν οι ανακοινώσεις μερισμάτων μετοχών προκαλούν τους επενδυτές να αλλάξουν τις προσδοκίες τους σχετικά με μελλοντικές προοπτικές. Αναλύουν τα υπολείμματα ημερήσιων μοντέλων της αγοράς γύρω στην ημέρα ανακοίνωσης για 82 ανακοινώσεις μερίσματος μετοχών κατά την περίοδο 1972-74. Το δείγμα ελέγχεται για ανακοινώσεις ειδήσεων και μερίσματα μετρητών εντός τριών ημερών από την ημερομηνία της δήλωσης.

Υποθέτουν ότι ο μέσος όρος των υπολειμμάτων ημέρας δήλωσης θα ήταν μεγαλύτερος από το μηδέν λόγω του περιεχομένου πληροφοριών του μερίσματος μετοχών και τα αποτελέσματά τους είναι σύμβατά με την υπόθεση. Ο Woolridge (1983) εξετάζει τις ημερήσιες επιστροφές γύρω από 317 ανακοινώσεις μερισμάτων μετοχών που ελέγχονται για ανακοινώσεις κερδών και πληρωμές μερισμάτων σε μετρητά. Διαπιστώνουν ότι οι ανακοινώσεις μερισμάτων μετοχών ερμηνεύονται από τους επενδυτές ως θετικά μηνύματα από τους διαχειριστές σχετικά με τις μελλοντικές επιχειρηματικές δραστηριότητες. Επιπλέον, το μέγεθος του μερίσματος μετοχών έχει θετικό αντίκτυπο στις ανακοινώσεις της ημέρας ανακοίνωσης και ότι οι μικρότερες (λιγότερο από 3%) κατανομές δεν παρέχουν πληροφορίες στους επενδυτές. Τόσο τα αναμενόμενα όσο και τα

απροσδόκητα μερίσματα μετοχών δημιουργούν θετικές μη φυσιολογικές αποδόσεις την ημερομηνία ανακοίνωσης. Ωστόσο, το μη φυσιολογικό αποτέλεσμα επιστροφής του αναμενόμενου συμβάντος είναι υψηλότερο από το μη αναμενόμενο συμβάν. Anderson et al. (2001), χρησιμοποιώντας μεθοδολογία ανάλυσης συμβάντων, αναφέρουν σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις γύρω από την περίοδο ανακοίνωσης. Το δείγμα των μη μολυσμένων ανακοινώσεων δείχνει σημαντική επιστροφή δύο ημερών. Ωστόσο, αυτό δεν διαφέρει σημαντικά σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μολυσμένες ανακοινώσεις.

Grinblatt et al. (1984) εξετάζει την επίδραση της περιόδου ανακοίνωσης των μερισμάτων μετοχών και διαχωρισμούς άνω των 10% στους τίτλους που είναι εισηγμένοι στο NYSE και AMEX μεταξύ 1967 και 1976. Επιλέγοντας εκείνες τις επιχειρήσεις που δεν δηλώνουν κανένα μέρισμα μετρητών κατά τη διάρκεια της διανομής μετοχών, επιχειρήσεις με μερίσματα μετοχών ή διαχωρισμούς. Με αυτόν τον τρόπο καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα μερίσματα και οι διαχωρισμοί αποθεμάτων παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, ακόμη και αν δεν υπάρχουν μερίσματα σε μετρητά.

Ο Lijleblom (1989) εξετάζει την υπόθεση σηματοδότησης του μερίσματος μετοχών και διαχωρισμού αποθεμάτων για μετοχές που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο της Στοκχόλμης (SSE). Το πρόβλημα της ταυτόχρονης ανακοίνωσης άλλων πληροφοριών βρίσκεται στο 90% των περιπτώσεων (SSE).

Οι μολυσματικές επιδράσεις των κερδών και των ανακοινώσεων μερισμάτων ελέγχονται με τη χρήση μιας ομάδας ελέγχου άλλων σοφών παρόμοιων αποθεμάτων, οι οποίες όμως δεν διαιρούν ή διανέμουν μέρισμα μετοχών. Διαπιστώνουν σημαντικά υψηλές αντιδράσεις τιμών για το μερίδιό μετοχών / ομάδα διαίρεσης από την ομάδα ελέγχου που ερμηνεύεται ως υποστήριξη για την υπόθεση σηματοδοσίας παρουσία μολυσματικών ανακοινώσεων. Οι McNichols and Dravid (1990) παρέχουν περαιτέρω στοιχεία για να υποστηρίξουν την υποθετική σηματοδότηση. Αναφέρουν θετικά σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις κατά την ημέρα ανακοίνωσης μερίσματος μετοχών.

Περαιτέρω, διαπιστώνουν ότι τόσο το δείγμα μικρού δείκτη μερισμάτων (μικρότερο από 10%) όσο και το δείγμα μερισμάτων μεγάλου αποθέματος παρουσιάζουν στατιστικά σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις την ημέρα ανακοίνωσης. Ωστόσο, τα μικρά μερίσματα μετοχών έχουν αντιστοίχως μικρά αποτελέσματα ανακοινώσεων και τα μεγάλα μερίσματα των μετοχών έχουν πιο έντονες ανακοινώσεις απ'ό, τι τα μικρά μερίσματα μετοχών. Masse et al. (1997) εξετάζουν την επίδραση των διαφορών αποθέματος, των αναστροφών και των μερισμάτων μετοχών του Χρηματιστηρίου του Τορόντο από το 1975-94. Οι μη φυσιολογικές αποδόσεις εξάγονται χρησιμοποιώντας το μοντέλο των μέσων προσαρμοσμένων αποδόσεων, το μοντέλο αποδόσεων προσαρμοσμένο στην αγορά και το απλό τακτικό μοντέλο αγοράς με ελάχιστη πελατεία. Για τα μερίσματα μετοχών, οι μη φυσιολογικές αποδόσεις είναι θετικές από την ημέρα 0 έως την ημέρα 2 και την ημέρα 0 και την ημέρα 1 οι μέσες μη φυσιολογικές αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο 1%.

Σε αντίθεση με άλλες πρόσφατες μελέτες αναδυόμενων αγορών από τους Παραϊοαννου et al. (2000) στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν διαπιστώνουν σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις κατά και μετά την περίοδο ανακοίνωσης. Ωστόσο, το ερευνητικό τους περιβάλλον είναι εντελώς διαφορετικό από τις άλλες αγορές, τα μερίσματα των μετοχών στην Ελλάδα δεν ξεκινούν από επιχειρήσεις, αλλά είναι υποχρεωτικές απαιτήσεις που επιβάλλονται στις επιχειρήσεις για να ικανοποιούν τις νόμιμες απαιτήσεις και κάθε ανακοίνωση μερίσματος μετοχών πρέπει να λάβει την προηγούμενη έγκριση των μεριδιούχων μαζί με τους όρους της διανομής. Επομένως, τα μερίσματα μετοχών αναμένονται πλήρως από τους μετόχους στην Ελλάδα. Πιο πρόσφατη μελέτη από τους Balachandarn et al. (2004) βρίσκουν θετικές και στατιστικά σημαντικές μη φυσιολογικές αποδόσεις για την ημέρα ανακοίνωσης την επόμενη ημέρα. Περαιτέρω διαπιστώνουν ότι οι μη φυσιολογικές αποδόσεις για μολυσμένα συμβάντα υπερβαίνουν τα μη μολυσμένα γεγονότα την ημέρα 0. Ωστόσο, η διαφορά των μη φυσιολογικών αποδόσεων δεν είναι στατιστικά σημαντική. Μεγαλύτερη ανάλυση διαπιστώνει ότι το αρχικό κέρδος από το μέρισμα

αποθεμάτων υπερέβαινε την απόδοση της ημέρας 0, αλλά και πάλι η διαφορά των μη φυσιολογικών αποδόσεων δεν είναι στατιστικά σημαντική.

Το παρόν κεφάλαιο επιχείρησε μια βιβλιογραφική ανασκόπηση του θέματος μέσα από την παράθεση ερευνών και των σχετικών αποτελεσμάτων τους.

Κεφάλαιο 5^ο Δείγμα

Το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ASE) για την περίοδο 2007-2016. Πηγές για όλα τα δεδομένα ήταν το Bloomberg και συλλέχθηκαν τελικά πληροφορίες για 229 μερίσματα που αφορούν 39 εταιρείες.

Τα δεδομένα αφορούσαν τον γενικό χρηματιστηριακό δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών και τις τιμές των μετοχών που είχαν ανακοινώσεις μερισμάτων εντός της προαναφερθείσας χρονικής περιόδου. Οι παρατηρήσεις που συγκεντρώθηκαν για κάθε μετοχή ήταν 200 ημέρες πριν την ανακοίνωση των μερισμάτων και 20 μέρες μετά την ανακοίνωση των μερισμάτων που θα δοθούν. Επιπλέον υπήρχαν περιπτώσεις εταιρειών που είχαν ανακοινώσεις μερισμάτων παραπάνω από μια φορά εντός του χρονικού διαστήματος που διερευνάται. Ακόμα έγινε προσπάθεια να μην υπάρχουν αλληλοκαλυπτόμενα χρονικά διαστήματα για την ίδια εταιρεία. Στις περιπτώσεις που συνέβαινε αυτό εξαιρέθηκαν οι ανακοινώσεις αυτές από την παρούσα ανάλυση. Τέλος διερευνήθηκε για τις εταιρείες που ανακοίνωσαν την διανομή μερίσματος αν πριν άλλα γεγονότα πριν την ανακοίνωση και αμέσως μετά την ανακοίνωση που άλλαζαν την χρηματιστηριακή συμπεριφορά της. Στην περίπτωση γεγονότων εκτός των μερισματικών ανακοινώσεων εντός του χρονικού παραθύρου έρευνας οι ανακοινώσεις αυτές εξαιρέθηκαν από την ανάλυση της παρούσας έρευνας.

Κεφάλαιο 6° Μεθοδολογία

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσει αν οι ανακοινώσεις για τα μερίσματα των εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών επιδρούν ή όχι στις αποδόσεις των μετοχών την χρονική στιγμή που γίνονται οι ανακοινώσεις αυτές. Αν δηλαδή η πληροφορία των ανακοινώσεων αλλάζει θετικά ή αρνητικά την συμπεριφορά των επενδυτών ως προς την αγορά των αντίστοιχων μετοχών.

Για την διερεύνηση του παραπάνω σκοπού επιλέχθηκε η μεθοδολογία ανάλυσης γεγονότος όπως περιγράφεται από τους Brown & Warner (1980, 1985) για να εξεταστεί η αντίδραση της αγοράς αναλύοντας τις υπερβολικές αποδόσεις σύμφωνα με το προσαρμοσμένο στην αγορά μοντέλο "market-adjusted". Συγκεκριμένα, για κάθε μετοχή του χρηματιστηρίου j και την ημέρα t , υπολογίζεται η περίσσεια απόδοση, ER_{jt} , όπως φαίνεται από τον παρακάτω τύπο:

$$ER_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

Όπου R_{jt} είναι η απόδοση της μετοχής j την ημέρα t και R_{mt} είναι η απόδοση του δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών την ημέρα t . Σύμφωνα με το "market-adjusted" μοντέλο, η απόδοση του δείκτη του χρηματιστηρίου Αθηνών «πιάνει» / υπολογίζει την κανονική θεωρητική απόδοση κάθε μετοχής. Ο δείκτης ASE χρησιμοποιείται ως εκπρόσωπος του χρηματοφυλακίου αγοράς. Επιπλέον υπολογίζεται η επιπλέον απόδοση για κάθε ημέρα στο παράθυρο γεγονότων (event window). Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας ανάλυσης γεγονότων οι αποδόσεις υπολογίζονται για ένα σύνολο 220 ημερών, από την -200 έως την +20 σε σχέση με την ημέρα ανακοίνωσης του μερίσματος η οποία είναι η ημέρα 0. Η περίοδος από την ημέρα $t-51$ μέχρι την ημέρα $t-150$ είναι η περίοδος εκτίμησης 'estimation period' ενώ η περίοδος από την ημέρα $t-20$ μέχρι την ημέρα $t+20$ περιλαμβάνοντας την ημέρα «0» ονομάζεται περίοδος γεγονότος 'event period'. Για να αποφευχθεί ο υπολογισμός αποδόσεων από μικρό αριθμό τιμών μετοχών, μετοχές με λιγότερες από 30 ημέρες

συναλλαγών στην περίοδο εκτίμησης (estimation period), από την -150 έως την -50, εξαιρέθηκαν από το δείγμα.

Για να εξουδετερωθούν συγκεκριμένες διακυμάνσεις τιμών που προκαλούνται από γεγονότα αναγγελίας (ανακοίνωση μερισμάτων), υπολογίσαμε τον μέσο όρο των υπερβάλλων αποδόσεων (μη φυσιολογικές επιστροφές (AR_t)) των μετοχών στο δείγμα μας κατά τη διάρκεια κάθε μιας από τις 21 ημέρες που αποτελούν την περίοδο του γεγονότος. Ο τύπος που χρησιμοποιήθηκε είναι ο παρακάτω:

$$\bar{AR}_t = \frac{\sum_{j=1}^N ER_{jt}}{N}$$

Όπου \bar{AR}_t είναι η δειγματική μέση υπερβάλλουσα απόδοση για την ημέρα t και N είναι ο αριθμός των μετοχών/ανακοινώσεων στο δείγμα. Λόγω του γεγονότος ότι οι ανακοινώσεις δεν πραγματοποιήθηκαν στο ίδιο χρονικό σημείο για τις μετοχές του δείγματος μας ο διαστρωματικός μέσος όρος καθιστά ουδέτερες τις διαφοροποιήσεις σχετιζόμενες με τις εταιρείες αλλά οι οποίες είναι μη σχετιζόμενες με τις ανακοινώσεις. Το επόμενο βήμα στην ανάλυση ήταν να υπολογιστεί η αθροιστική μέση υπερβάλλουσα απόδοση (CAR) για τις N μετοχές / ανακοινώσεις για το χρονικό διάστημα [t1, t2].

$$CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \bar{AR}_t$$

Για να ελέγξουμε αν η αθροιστική μέση υπερβάλλουσα απόδοση είναι μηδέν ή όχι χρησιμοποιήθηκε η παρακάτω στατιστική συνάρτηση:

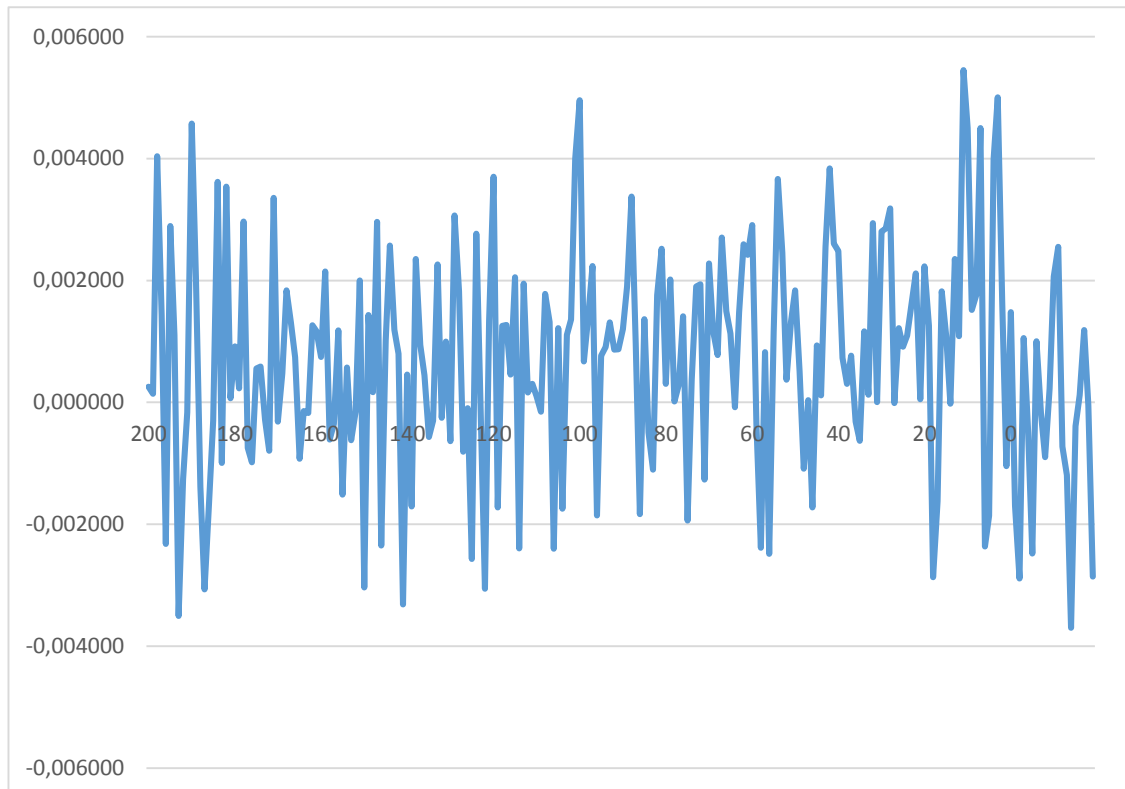
$$t = \frac{CAR_t}{\hat{\sigma}_t / (T_2 - T_1 + 1)^{1/2}}$$

Στην περίπτωση που η απόλυτη τιμή της t είναι μεγαλύτερη της κρίσιμης τιμής (critical value) τότε απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση που σημαίνει ότι οι μη κανονικές αποδόσεις είναι σημαντικά διαφορετικές

από το μηδέν. Το παραπάνω μοντέλο έχει υπολογιστεί για διαφορετικά χρονικά διαστήματα: [-10,-1], [-5,-1], [1, 5] και [1, 10]. Οι κρίσιμες για αυτά τα διαστήματα είναι 2.23 ($\nu=10$) και 2.57 ($\nu=5$).

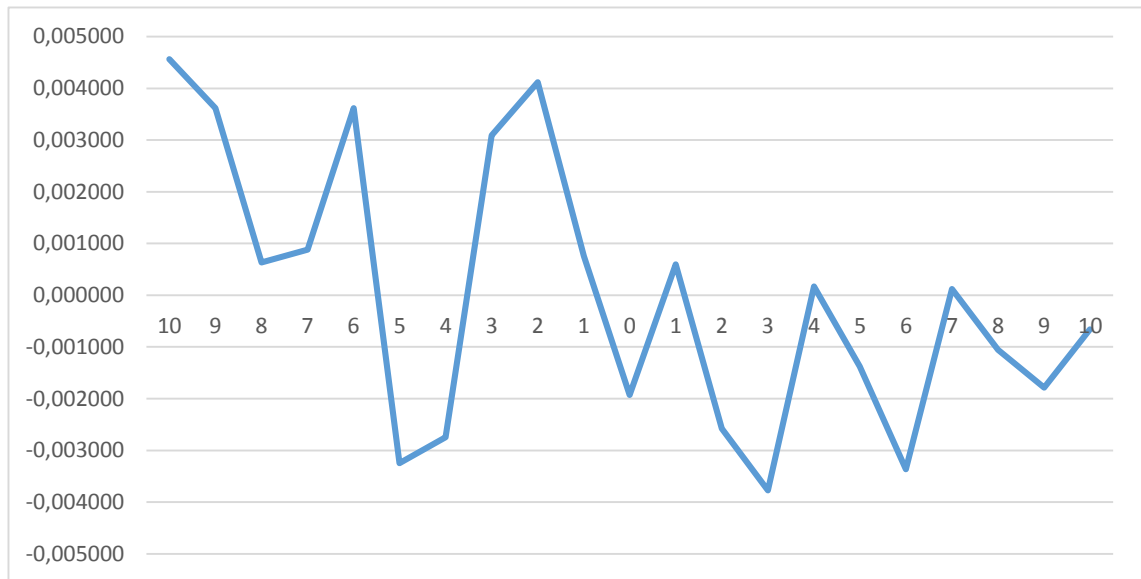
Κεφάλαιο 7° Αποτελέσματα

Στο γράφημα 1 παρατηρείται για τις μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις (ARjt) μια αύξηση τους πριν την ημερομηνία ανακοινώσεων των μερισμάτων των εταιρειών ενώ μετά την ανακοίνωση οι αποδόσεις αυτές μειώνονται σημαντικά.



Γράφημα 6-1 Μέσες υπερβάλλουσες αποδόσεις ARjt

Στο γράφημα 2 παρατηρείται για τις μέσες ακραίες αποδόσεις μια αύξηση τους πριν την ημερομηνία ανακοινώσεων των μερισμάτων των εταιρειών ενώ μετά την ανακοίνωση οι αποδόσεις αυτές μειώνονται σημαντικά.



Γράφημα 6-2 Μέσες ακραίες αποδόσεις

Πίνακας 6-1 Αθροιστική μέση ακραία απόδοση

	CAR	t.CAR
		17,344
CAR[-10,-1]	0,015295	16
		1,3275
CAR[-5,-1]	0,001978	18
		-
CAR[1,5]	-0,006962	8,48405
		-
CAR[1,10]	-0,013711	28,7734

Από τον πίνακα 1 παρατηρείται ότι οι απόλυτες τιμές των τιμών 17,34 & -28,77 είναι μεγαλύτερες της τιμής 2,23. Αυτό σημαίνει ότι δεν μπορούμε να δεχτούμε την μηδενική υπόθεση ότι η μέση αθροιστική απόδοση είναι ίση με μηδέν. Επιπλέον η απόλυτη τιμή της τιμής -8,48 είναι μεγαλύτερη της τιμής 2,57 που σημαίνει ότι δεν μπορούμε να δεχτούμε την μηδενική υπόθεση ότι η μέση αθροιστική απόδοση είναι ίση με μηδέν. Όμως 1,32 < 2,57 που σημαίνει ότι δεν μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση.

Κεφάλαιο 8^ο Σύνοψη -Συμπεράσματα

Από την ανάλυση που πραγματοποιήθηκε βρέθηκε για τις μέρες υπερβάλλουσες και ακραίες αποδόσεις μια αύξηση τους πριν την ημερομηνία ανακοινώσεων των μερισμάτων των εταιρειών ενώ μετά την ανακοίνωση οι αποδόσεις αυτές μειώνονται σημαντικά. Δέκα ημέρες πριν την ανακοίνωση των μερισμάτων το αθροιστικό μέσο ποσοστιαίο κέρδος είναι 1,5% (η απόδοση αυτή είναι στατιστικά σημαντική). Πέντε ημέρες πριν την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων το αθροιστικό μέσο ποσοστιαίο κέρδος είναι 0,19% (η απόδοση αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική). Ακόμα πέντε ημέρες μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων το αθροιστικό μέσο ποσοστιαίο κέρδος είναι -0,69% (η απόδοση αυτή είναι στατιστικά σημαντική). Τέλος, δέκα ημέρες μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων το αθροιστικό μέσο ποσοστιαίο κέρδος είναι -1,3% (η απόδοση αυτή είναι στατιστικά σημαντική).

Ως γενικό συμπέρασμα της έρευνας προκύπτει ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο της ανακοίνωσης μερισμάτων στο χρηματιστήριο Αθηνών επηρεάζει θετικά το χρονικό διάστημα πριν την ανακοίνωση και αρνητικά μετά την ανακοίνωση του μερίσματος.

Βιβλιογραφία

- Aaron, A., Koesrindartoto, D. P., & Takashima, R. (2018). Micro-Foundation Investigation of Price Manipulation in Indonesian Capital Market. *Emerging Markets Finance and Trade*, pp.1-15.
- Al-Janadi, Y., Abdul Rahman, R., & Alazzani, A. (2016). Does government ownership affect corporate governance and corporate disclosure? Evidence from Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 31(8/9), 871-890. Allen κ.ά2000
- Allen, F., & Michaely, R. (2002). Payout Policy, forthcoming in George Constantinides, Milton Harris, René Stulz. *Handbook of Economics of Finance*.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The journal of finance*, 55(6), 2499-2536.
- Alli, Kasim L., A.Qayyum Khan, and Gabriel G. Ramirez, 1993, Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis, *The Financial Review* 28, 523-547.
- Anderson, H., Cahan, S., Rose, L.C. (2001). Stock dividend in an imputation tax environment. *Journal of Business Finance and Accounting* 28: 653–669. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-5957.00388>
- Ang, J. (1987). *Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence* (Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions and the Graduate Schools of Business Administration of New York University, New York).
- Anginer, D., Cerutti, E., & Peria, M. S. M. (2017). Foreign bank subsidiaries' default risk during the global crisis: What factors help insulate affiliates from their parents?. *Journal of Financial Intermediation*, 29, 19-31. Armstrong κ.ά.,
- Baek, C. (2016). Stock prices, dividends, earnings, and investor sentiment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), 1043-1061.
- Bahar, D., Hausmann, R., & Hidalgo, C. A. (2017). Center for International Development.

- Baker, H. K., & Jabbouri, I. (2016). How Moroccan managers view dividend policy. *Managerial Finance*, 42(3), pp.270-288.
- Baker, H. K., & Kapoor, S. (2015). Dividend policy in India: new survey evidence. *Managerial Finance*, 41(2), pp.182-204.
- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), pp.126-144.
- Balachandran, B., Faff, R., & Nguyen, T. A. (2004). The intra-industry impact of special dividend announcements: contagion versus competition. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 369-385.
- Ball, R., Brown, P., Finn, F.J. (1977). Share capitalization changes, information and the Australian equity market. *Australian Journal of Management* 2: 105-126.
<http://dx.doi.org/10.1177/031289627700200202>
- Baskin, J. B., and Miranti, P. J., (1997). *A History of Corporate Finance* (Cambridge University Press, Cambridge).
- Baskin, J. M. (1988). Germination ecophysiology of herbaceous plant species in a temperate region. *American Journal of Botany*, 75(2), 286-305.
- Benjamin, S. J., & Mat Zain, M. (2015). Corporate governance and dividends payout: are they substitutes or complementary?. *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), pp.177-194.
- Benjamin, S., & Biswas, P. K. (2017). Board Gender Composition, Dividend Policy and Cost of Debt: The Implications of CEO Duality.
- Bhattacharya, S. (1979), Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy, *Bell Journal of Economics* 10, pp.259-270.
- Billett, M. T., Hribar, P., & Liu, Y. (2015). Shareholder-manager alignment and the cost of debt. *Available at SSRN 958991*.
- Bishop, S. R., Harvey R. C., Robert W. F., and Garry J. T.(2000). *Corporate Finance* (Prentice Hall Inc., Sydney).

- Boateng, A., & Huang, W. (2017). Multiple large shareholders, excess leverage and tunneling: Evidence from an emerging market. *Corporate Governance: An International Review*, 25(1), 58-74.
- Bodnaruk, A., & Rossi, M. (2016). Dual ownership, returns, and voting in mergers. *Journal of Financial Economics*, 120(1), pp.58-80.
- Boubaker, S., Nguyen, P., & Rouatbi, W. (2016). Multiple large shareholders and corporate risk-taking: evidence from French family firms. *European Financial Management*, 22(4), pp.697-745.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National tax journal*, 23(4), 417-427.
- Brian, B. K., & Solarino, A. M. (2016). Ownership of corporations: A review, synthesis, and research agenda. *Journal of Management*, 42(5), 1282-1314.
- Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C., Nason, R. R., & Gessaroli, J. (2016). *Financial Management: Theory And Practice*, Canadian Edition. Nelson Education.
- Brown, S. J., and J.B., Warner (1985), "Using daily stock returns – The case of event studies", *Journal of Financial Economics* (14):3–31.
- Brown, S.J., J.B., Warner (1980), "Measuring security price performance" *Journal of Financial Economics* (8):205–258.
- Cai, C. X., Hillier, D., & Wang, J. (2016). The cost of multiple large shareholders. *Financial Management*, 45(2), 401-430.
- Cain, M. D., & McKeon, S. B. (2016). CEO personal risk-taking and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(1), 139-164.
- Catan, E. M., & Kahan, M. (2016). The law and finance of antitakeover statutes. *Stan. L. Rev.*, 68, 629.
- Chen, P., Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2017). The global rise of corporate saving. *Journal of Monetary Economics*, 89, pp.1-19.

- Chottiner, S., Young, A. (1971). A Test of the AICPA differentiation between stock dividends and stock splits. *Journal of Accounting Research* 9:2 (Autumn): 367–374. <http://dx.doi.org/10.2307/2489940>
- Chrisman, L. (2018). *Postcolonial contraventions: Cultural readings of race, imperialism and transnationalism*. Manchester University Press.
- Christian, J. H., Hartung, M. H., Nolta, A. H., Reed, D. G., Rieck, R. E., & William, J. S. (1985). *U.S. Patent No. 4,533,995*. Washington, DC: U.S. Patent and Trademark Office.
- Chu, Y. (2017). Shareholder-creditor conflict and payout policy: Evidence from mergers between lenders and shareholders. *The Review of Financial Studies*, 31(8), pp.3098-3121.
- Clarke, C., & Kopczuk, W. (2017). Business income and business taxation in the United States since the 1950s. *Tax Policy and the Economy*, 31(1), pp.121-159.
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *The Review of Financial Studies*, 29(6), pp.1377-1408.
- Cumming, D., Filatotchev, I., Knill, A., Reeb, D. M., & Senbet, L. (2017). Law, finance, and the international mobility of corporate governance.
- De Haan, J., & Vlahu, R. (2016). Corporate governance of banks: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 30(2), pp.228-277.
- Dhaliwal, D. S., Merle E., and Trezevant, R.(1999), A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies, *National Tax Journal* 52, pp.179-194.
- Diamond, J.J.(1967), Earnings Distribution and the Valuation of Shares: Some Recent Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2, PP.15-30.
- Ducassy, I., & Guyot, A. (2017). Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. *Research in International Business and Finance*, 39, 291-306.

- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277.
- Easterbrook, F. H.(1984), Two Agency Costs Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74, pp.650-659.
- Elton, E. J., and Gruber M. J.(1970), Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect, *Review of Economics and Statistics* 52, pp.68-74.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G,M and Petersen B. C.(1988), Financing Constraints and Corporate Investment, *Brooking Papers on Economic Activity* 1, pp.141-195.
- Feldman, E. R., Amit, R., & Villalonga, B. (2016). Corporate divestitures and family control. *Strategic Management Journal*, 37(3), pp.429-446.
- Ferri, F., & Li, N. (2016). Does Option-Based Compensation Affect Payout Policy? Evidence from FAS123R. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp.1-80.
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), pp.299-316.
- Foster, T.W., Vickrey, D. (1978). The information content of stock dividend announcements. *Accounting Review* 53: 360–370.
- Frankfurter, G. M., and Wood B. G. (2002), Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, *International Review of Financial Analysis* 11, pp.111-138.
- Frankfurter, G. M., and Wood B. G.(1997), The Evolution of Corporate Dividend Policy, *Journal of Financial Education* 23, pp.16-33.
- Friend, I., and Puckett, M.(1964), Dividend and Stock Prices, *American Economic Review* 54, pp.656-682.

- García-Kuhnert, Y., Marchica, M. T., & Mura, R. (2015). Shareholder diversification and bank risk-taking. *Journal of Financial Intermediation*, 24(4), 602-635.
- Gaur, A., & Delios, A. (2015). International diversification of emerging market firms: The role of ownership structure and group affiliation. *Management International Review*, 55(2), 235-253.
- Gaver, J. J., and 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* 16, pp.125-160.
- Ghosh, A. (2017). Capital structure and firm performance. Routledge.
- Gordon, M. J., and Shapiro, E.(2016), Capital Equipment Analysis: *The Required Rate of Profit*, *Management Science* 3, pp.102-110.
- Griffith, S. J. (2017). The Sixteenth Annual Albert A. DeStefano Lecture on Corporate, Securities & Financial Law at the Fordham Corporate Law Center. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 22(1), p.1.
- Grinblatt, M.S., Masulis, R.W., Titman, S. (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics* 13: 461–490. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90011-4](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90011-4)
- Gu, Q., Lu, J. W., & Chung, C. N. (2019). Incentive or disincentive? A socioemotional wealth explanation of new industry entry in family business groups. *Journal of Management*, 45(2), pp.645-672.
- Hamel Wassing, M., & Kenney, M. (2016). Multiple large shareholders, control contestability and debt maturity: A study on the conflict of interest over debt maturity between minority and large shareholders on the Swedish stock exchange.
- Han, Ki C., Suk H. L., and Suk, D. Y. (1999), Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of financial and Strategic Decisions* 12, pp.53-62.

- Hanlon, M., Maydew, E. L., & Saavedra, D. (2017). The taxman cometh: Does tax uncertainty affect corporate cash holdings? *Review of Accounting Studies*, 22(3), pp.1198-1228.
- He, J., Tian, X., & Yang, H. (2016). Labor unions and payout policy: A regression discontinuity analysis. SSRN Electronic Journal.
- Holderness, C. G. (2017). Culture and the ownership concentration of public corporations around the world. *Journal of Corporate Finance*, 44, 469-486.
- Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J., & Gambeta, E. (2017). Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda. *Journal of Management*, 43(1), 137-169.
- Iftikhar, A. B., Raja, N. U. D. J., & Sehran, K. N. (2017). Impact of dividend policy on stock prices of firm. *Theoretical & Applied Science*, (3), pp.32-37.
- Issa, A. (2015). The Determinants of Dividend Policy: Evidence from Malaysian Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6.
- Ittner, C. D., & Keusch, T. (2015, March). The Influence of Board of Directors' Risk Oversight on Risk Management Maturity and Firm Risk-Taking. AAA.
- Ivanter, V. V. (2016). Strategy of transition to economic growth. *Studies on Russian Economic Development*, 27(1), 1-4.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, pp.283-298.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Zorn, T. S.(1992), Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, pp.274-263.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. C.(1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Kajola, S. O., Adewumi, A. A., & Oworu, O. O. (2015). Dividend pay-out policy and firm financial performance: Evidence from Nigerian listed non-financial firms. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(4), pp.1-12.
- Kalay, A., & Zhang, F. (2018). Vanishing stock dividends. Available at SSRN 2722115.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. *Procedia economics and finance*, 23, pp.473-477.
- Khan, M. N., Nadeem, B., Islam, F., Salman, M., & Gill, H. M. I. S. (2016). Impact of dividend policy on firm performance: An empirical evidence from Pakistan Stock Exchange. *American Journal of Economics, Finance and Management*, 2(4), 28-34.
- Koch, Paul D., and Shenoy, C.(1999), The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management* 28, pp.16-35.
- Lakonishok, J., Lev, B. (1987). Stock splits and stock dividends: Why, who and when? *Journal of Finance* 42: 913–932. <http://dx.doi.org/10.2307/2328298>
- Lang, L. H. P., and Litzenberger, R. H.(1989), Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Financial Economics* 24, pp.181-191.
- Larkin, Y., Leary, M. T., & Michaely, R. (2016). Do investors value dividend-smoothing stocks differently?. *Management Science*, 63(12), pp.4114-4136.

- Li, Z., & Daspit, J. J. (2016). Understanding family firm innovation heterogeneity: A typology of family governance and socioemotional wealth intentions. *Journal of Family Business Management*, 6(2), 103-121.
- Lijleblom, E. (1989). The informational impact of announcements of stock dividends and stock splits. *Journal of Business Finance & Accounting* 16: 681–698. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.1989.tb00047.x>
- Lintner, J.(1962), Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, pp.243-269.
- Lintner, J.(2016), Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review* 46, pp.97-113.
- Lipson, Marc L, Maquieira Carlos P., and William Megginson, (1998), Dividend Initiations and Earnings Surprises, *Financial Management* 27, pp.36-45.
- Liu, X. Y., Zhou, C. X., & Guo, Y. (2016). A study on the effect of the Semi-mandatory Dividend Policy on the capital market. In 2016 13th International Conference on Service Systems and Service Management (ICSSSM) (pp. 1-5). IEEE.
- Manneh, M. A., & Naser, K. (2015). Determinants of corporate dividends policy: Evidence from an emerging economy. *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), pp.229-239.
- Martin, G. P., Wiseman, R. M., & Gomez- Mejia, L. R. (2016). Going short- term or long- term? CEO stock options and temporal orientation in the presence of slack. *Strategic Management Journal*, 37(12), 2463-2480.
- Masse, I., Hanrahan, J.R., Kushner, J. (1997). The effect of Canadian stock splits, stock dividends and reverse splits on the value of the firm. *Quarterly Journal of Business and Economics* 36: 51–62.

- McNichols, M., Dravid, A. (1990). Stock dividends, stock splits and signaling. *Journal of Finance* 45: 857–879.
<http://dx.doi.org/10.2307/2328796>
- Menzio, G., Telyukova, I. A., & Visschers, L. (2016). Directed search over the life cycle. *Review of Economic Dynamics*, 19, pp.38-62.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares.
- Miller, Merton H., and Kevin Rock, (1985), Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance* 40, pp.1031-1051.
- Miller, Merton H., and Modigliani, F.(1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, pp.411-433.
- Namazi, M., Shokrolahi, A., & Maharluie, M. S. (2016). Detecting and ranking cash flow risk factors via artificial neural networks technique. *Journal of Business Research*, 69(5), 1801-1806.
- Neacsu, I., Martin, G., & Gomez-Mejia, L. R. (2017). Family Firms and Principal-Agent Incentive Alignment: CEO Incentives and Technological Intensity. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2017, No. 1, p. 17348). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Nobanee, H., & Abraham, J. (2017). The Impact of Free Cash Flow, Equity Concentration and Agency Costs on Firm's Profitability.
- Nowak, S., Mosionek-Schweda, M., Mrzygłód, U., & Kwiatkowski, J. (2018). Determinants of dividend smoothing: the case of the Turkish stock market. In *Finance and Sustainability*. Springer, Cham.
- O'Neill, P., Sohal, A., & Teng, C. W. (2016). Quality management approaches and their impact on firms' financial performance—An Australian study. *International Journal of Production Economics*, 171, 381-393.
- Ofori- Sasu, D., Abor, J. Y., & Osei, A. K. (2017). Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. *African Development Review*, 29(2), pp.293-304.

- Panayotou, T. (2016). Economic growth and the environment. *The environment in anthropology*, 140-148.
- Papaioannou, G.J., Travlos, N.G., Tsangarakis, N.V. (2000): Valuation effects of Greek stock dividend distributions. *European Financial Management* 6: 515–531. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-036X.00137>
- Poterba, J.M. (1986). The Market valuation of cash dividends: The citizens utilities case reconsidered. *Journal of Financial Economics* 15:3 (March): 395–405. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90028-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(86)90028-0)
- Priya, V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), pp.59-69.
- Rachev, S., Stoyanov, S., Mittnik, S., & Fabozzi, F. J. (2017). Behavioral Finance--Asset Prices Predictability, Equity Premium Puzzle, Volatility Puzzle: The Rational Finance Approach. arXiv preprint arXiv:1710.03211.
- Rafique, S., & Javaid, F. (2017). Dividend Payment Decision and Earned/Contributed Capital Mix: A Test of Life Cycle & Catering Theory. *Journal of Applied Business and Economics*, 19(5), pp.29-42.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2015). How relevant is dividend policy under low shareholder protection?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.
- Riaz, S., Liu, Y., & Ahmad, M. I. (2016). Dividend Policy and Corporate Governance Perspective. *Accounting and Finance Research*, 5(3), pp.77-86.
- Rozeff, M. S., 1982, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios, *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Salvioni, D., & Gennari, F., (2015). Corporate responsibility and ethical culture in pharmaceutical industry. *Journal of Business & Economic Policy*, 2(2).

- Sarwar, B., Xiao, M., Husnain, M., & Naheed, R. (2018). Board financial expertise and dividend-paying behavior of firms: New insights from the emerging equity markets of China and Pakistan. *Management Decision*, 56(9), 1839-1868.
- Scholz, J. K.(1992), A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis, *Journal of Public Economics* 49, pp.261-285.
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), pp.230-252.
- Shapiro, D., Tang, Y., Wang, M., & Zhang, W. (2015). The effects of corporate governance and ownership on the innovation performance of Chinese SMEs. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 13(4), pp.311-335.
- Short, Helen, Hao Zhang, and Kevin Keasey, 2002, The Link Between Dividend policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance* 8, pp.105-122.
- Soter, D., Brigham E., and Evanson, P.(1996), The Dividend Cut Heard' Round the World: The Case of FPL, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, pp.4-15.
- Stiglitz, J. E., & Rosengard, J. K. (2015). *Economics of the public sector: Fourth international student edition*. WW Norton & Company.
- Urquhart, A. (2016). The inefficiency of Bitcoin. *Economics Letters*, 148, pp.80-82.
- Walker, C. E.(2011), The History of the Joint Stock Company, *The Accounting Review* 6, 97-105.
- Walter, James E. (1963), Dividend Policy: It's Influence on the Value of the Enterprise, *Journal of Finance* 18, and 280-291.
- Woolridge, R. (1983). Stock dividends as signals. *Journal of Financial Research* 6: 1–12.

- Yaseen, H., Omet, G., & Khalaf, B. A. (2015). Dividend policy of Jordanian Firms: Stability tests and survey results. *International Business Research*, 8(8), 72.
- Yermack, D. (2017). Corporate governance and blockchains. *Review of Finance*, 21(1), 7-31.
- Zhang, D., Cao, H., Dickinson, D. G., & Kutan, A. M. (2016). Free cash flows and overinvestment: Further evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 58, 116-124.