

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

Θέμα Διπλωματικής Εργασίας: «Επίδραση της απόφασης του 2001 του Χ.Α στην Προσαρμογή της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος»



Φοιτήτρια: Δρούγκα Μαρία / ΜΧΡΗ 0511

Επιβλέπων Καθηγητής: Τσαγκαράκης Νικόλαος

Τριμελής Επιτροπή: Τσαγκαράκης Νικόλαος, Απέργης Νικόλαος, Κυριαζής Δημήτριος

ΙΟΥΛΙΟΣ 2007

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

Θερμές ευχαριστίες στον καθηγητή μου κ. Νικόλαο Τσαγκαράκη που με βοήθησε κατά την εκπόνηση της εργασίας, με την καθοδήγηση και τις συμβουλές του. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω και το διδακτορικό φοιτητή Ασημακόπουλο Παναγιώτη για τη βοήθειά του.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	- 4 -
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	- 4 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	- 8 -
ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	- 8 -
2.1 ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	- 11 -
2.2 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	- 18 -
2.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	- 22 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	- 28 -
ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	- 28 -
3.1 ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	- 28 -
3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	- 30 -
3.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	- 33 -
3.4 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	- 36 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	- 38 -
ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	- 38 -
4.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ	- 39 -
4.2 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ (SHORT-TERM TRADING).....	- 45 -
4.3 ΜΙΚΡΟΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (MICROSTRUCTURE EFFECT)	- 51 -
4.4 ΠΡΟΤΙΜΗΣΗ ΣΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΑ ΚΕΡΔΗ	- 55 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	- 59 -
ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	- 59 -
5.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	- 59 -
5.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ	- 62 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	- 64 -
ΔΕΔΟΜΕΝΑ	- 64 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	- 66 -
ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ	- 66 -
7.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΓΡΑΦΙΚΗΣ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.	- 66 -
7.2 Έλεγχος της συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερισματος με t-test και Wilcoxon Signed Rank Test.	- 71 -
7.3 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ.	- 75 -
7.4 Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (DY).....	- 78 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8	- 82 -
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	- 82 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	- 84 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα πιο αντιφατικά θέματα που συζητούνται στη θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με τους Modigliani και Miller (1961), σε μια τέλεια αγορά χωρίς κόστη συναλλαγών και φόρους, η πτώση στην τιμή της μετοχής την ημέρα που αποκόπτεται το μέρισμα από την μετοχή θα πρέπει να είναι ίση με την αξία του μερίσματος που αντιστοιχεί σε αυτή. Εντούτοις, είναι καλά τεκμηριωμένο ότι κατά μέσον όρο οι τιμές των μετοχών δε μειώνονται κατά το πλήρες ποσό του μερίσματος. Συγκεκριμένα, πολυάριθμες μελέτες έχουν δείξει ότι η πτώση στην τιμή των μετοχών είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Διάφορες ερμηνείες έχουν αναπτυχθεί που προσπαθούν να εξηγήσουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι Elton και Gruber (1970) απέδωσαν την αντίδραση αυτή της τιμής της μετοχής, στη διαφορετική φορολόγηση μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, αποτέλεσμα στο οποίο καταλήγουν και άλλες μελέτες. Εντούτοις, σύμφωνα με τους Frank και Jagannathan (1998), η πολυπλοκότητα του αμερικανικού φορολογικού συστήματος δημιουργεί αβεβαιότητα για το κατά πόσο η ερμηνεία της διαφορετικής φορολόγησης είναι σωστή.

Άλλες ερμηνείες που έχουν δοθεί κατά καιρούς για τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, είναι ότι η τιμή την ημέρα αποκοπής επηρεάζεται από το κόστος συναλλαγών, το περιθώριο μεταξύ της τιμής ζήτησης και προσφοράς (bid-ask spread) και από το tick size που υφίσταται σε κάποιες χώρες. Οι Bali και Hite (1998) υποστήριξαν ότι η μείωση της τιμής που είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος οφείλεται περισσότερο στο tick size παρά στην ύπαρξη φορολογίας. Σύμφωνα με την έρευνά τους, επειδή οι τιμές των μετοχών συναλλάσσονται σε ξεχωριστά tick της τιμής αλλά το ποσό του μερίσματος είναι συνεχές και κατά μέσον όρο αρκετά μικρό, το πριμ της τιμής την ημέρα αποκοπής θα είναι μικρότερο της μονάδας ακόμα και όταν δεν υπάρχει διαφορετική φορολογία.

Οι Frank και Jagannathan (1998), πρότειναν μια άλλη εξήγηση για τη μη-κανονική απόδοση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος που αφορά τη μικροδομή της αγοράς. Υποστηρίζουν ότι, οι market makers έχουν το συγκριτικό πλεονέκτημα να συλλέγουν και να επανεπενδύουν μερίσματα σε

καλύτερες τιμές, και έτσι αγοράζουν τις μετοχές πριν την αποκοπή του μερίσματος και τις μεταπωλούν την επόμενη μέρα. Οι περισσότερες συναλλαγές γίνονται στην τιμή προσφοράς πριν αρχίσει η μετοχή να διαπραγματεύεται χωρίς το μέρισμα και στην τιμή ζήτησης την ημέρα αποκοπής. Αυτή η αλλαγή από τη μία τιμή στην άλλη θα οδηγήσει και στην υπερβάλλουσα απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής.

Η τρίτη ερμηνεία επικεντρώνεται στον τρόπο με τον οποίο η αλληλεπίδραση του κόστους συναλλαγών, οι φόροι, και ο κίνδυνος επηρεάζει την απόδοση των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και τον όγκο συναλλαγών (π.χ., Kalay (1982), Lakonishok και Vermaelen (1986), Grammatikos (1989), Boyd και Jagannathan (1994), Michaely και Vila (1995, 1996), μεταξύ των άλλων).

Στη συγκεκριμένη εργασία, η συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξετάζεται σε ένα μοναδικό θεσμικό περιβάλλον όπου δεν υπάρχουν τα χαρακτηριστικά που παρατηρούνται σε άλλες αγορές που ενδεχομένως αποτρέπουν την τιμή να μειωθεί κατά το ποσό του μερίσματος. Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα: α) το εισόδημα από μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη δεν επιβαρύνονται με φορολογία, β) η πολιτική μερισμάτων δεν είναι στην απόλυτη ελευθερία μιας εταιρίας. Συγκεκριμένα ο Ν.2190/1920 ορίζει το ελάχιστο ποσό μερίσματος που μια εταιρία μπορεί να διανείμει στους μετόχους της και γ) τα χαρακτηριστικά της μικροδομής της αγοράς, όπως η επιβολή του tick size και η διαφορά της τιμής μεταξύ τιμή ζήτησης και προσφοράς (bid-ask spread), δεν είναι παρόντα στο ελληνικό χρηματιστήριο. Έτσι σε αντίθεση με άλλες αναπτυγμένες αγορές, το ελληνικό χρηματιστήριο μπορεί να θεωρηθεί ιδανική χώρα για να εξεταστεί η αντίδραση της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Η μελέτη αυτή συμβάλλει στην υπάρχουσα βιβλιογραφία, εξετάζοντας τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο πριν και μετά την αλλαγή του θεσμικού πλαισίου που αφορά την αποκοπή του μερίσματος, το 2001. Η συνολική περίοδος που εξετάζεται είναι από το 1996 έως το 2005. Το 2001, το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α αποφάσισε τη μη προσαρμογή της τιμής της μετοχής σε περίπτωση διανομής μερίσματος. Δηλαδή το μέρισμα την ημερομηνία που αποκόπτεται, να μην αφαιρείται από την τιμή που η μετοχή κλείνει την προηγούμενη ημέρα της αποκοπής, αφήνοντας την ίδια την αγορά να αποφασίζει για την εξέλιξη της τιμής. Σύμφωνα με τη σχετική ανακοίνωση που εξέδωσε το Χ.Α, «η πολιτική αυτή είναι χρήσιμη, ώστε να εμφυσήσει το μακροπρόθεσμο ορίζοντα των επενδυτών στην κάθε εταιρία, να παραμένουν δηλαδή μέτοχοι σε αυτές για

μεγαλύτερο χρονικό διάστημα με τη λογική ότι το υψηλό μέρισμα αντανακλά την ευρωστία και την αναπτυξιακή πορεία της εταιρίας και αποτελεί ένδειξη ότι τα καλά αποτελέσματα θα συνεχιστούν».

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι:

- να ελέγξουμε τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο πριν το 2001, πριν αρχίσει δηλαδή να εφαρμόζεται ο κανονισμός που επέβαλε το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α. Θεωρητικά περιμένουμε η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Στην πραγματικότητα όμως, η τιμή μειώνεται λιγότερο με αποτέλεσμα να έχουμε υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα εκείνη.
- να ελέγξουμε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για την περίοδο μετά το 2001, μετά την εφαρμογή του κανονισμού του Χ.Α. Θεωρητικά περιμένουμε να δούμε την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να παραμένει στα ίδια επίπεδα με την προηγούμενη μέρα. Στην πραγματικότητα η τιμή εξακολουθεί να μειώνεται την ημέρα αποκοπής.
- να ελέγξουμε τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών για τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος, για να δούμε κατά πόσο οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές και κατ' επέκταση οι βραχυπρόθεσμες συναλλαγές μπορεί να επηρεάζουν τη διαμόρφωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
- να ελέγξουμε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ξεχωριστά για εταιρίες με μεγάλη και με μικρή μερισματική απόδοση. Να δούμε δηλαδή, αν η μεταβολή της τιμής της μετοχής επηρεάζεται από τη μερισματική απόδοση των εταιριών.

Όντας σύμφωνοι και με τις προγενέστερες μελέτες, αυτό που βρίσκουμε είναι μία σημαντική απόκλιση της μεταβολής της τιμής από το ποσό του μερίσματος. Λόγω της έλλειψης προνομιακής φορολόγησης των μερισμάτων έναντι των κεφαλαιακών κερδών και της μη ύπαρξης προβλημάτων από τη μικροδομή της αγοράς του χρηματιστηρίου της Ελλάδος, αποκλείουμε και τις δύο πιθανές εξηγήσεις που προσφέρονται για την εξήγηση της ανωμαλίας στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Στη συνέχεια η εργασία διαμορφώνεται ως εξής: Στο κεφάλαιο 2 παραθέτουμε μία θεωρητική προσέγγιση της μερισματικής πολιτικής. Στο κεφάλαιο 3 αναλύεται το θεσμικό πλαίσιο που επιβάλετε στις Ανώνυμες Εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάζεται μία συνοπτική επισκόπηση της βιβλιογραφίας. Στο κεφάλαιο 5, περιγράφεται η μεθοδολογία που υιοθετείται σε αυτήν την μελέτη που είναι αντίστοιχη άλλων ερευνών προκειμένου να πάρουμε συγκρίσιμα αποτελέσματα. Στο κεφάλαιο 6, δίνονται τα δεδομένα μας και οι πηγές από τις οποίες αντλήθηκαν. Στο κεφάλαιο 7, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα από την περιγραφική στατιστική και τον έλεγχο υποθέσεων και στο 8^ο κεφάλαιο δίνονται τα συμπεράσματα από τη συνολική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Ο κύριος αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος αντιπροσωπεύεται από τη χρηματοοικονομική αξία των μετοχών της εταιρίας. Ως εκ τούτου, μία από τις αποφάσεις που καλείται να πάρει το διοικητικό επιτελείο κάθε εταιρίας αφορά τον τρόπο διανομής των καθαρών κερδών της. Τα καθαρά κέρδη μπορούν είτε να διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους, είτε να αποθεματοποιηθούν προκειμένου να βελτιωθούν τα μέσα δράσεως της ανώνυμης εταιρίας. Και τα μεν παρακρατηθέντα κέρδη αποτελούν μία από τις πιο σημαντικές πηγές κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης μίας εταιρίας, τα δε μερίσματα αποτελούν τις χρηματικές ροές που εισπράττουν οι μέτοχοι. Βέβαια, οι μέτοχοι πέρα από τη χρηματική αμοιβή που εισπράττουν μέσω της διανομής μερίσματος, είναι ενδεχόμενο να εισπράξουν επιπρόσθετα και κεφαλαιακά κέρδη, αν αποφασίσουν να πουλήσουν τις μετοχές τους και η χρηματιστηριακή τιμή είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης. Στην ουσία, τα κέρδη διανέμονται μεταξύ μετόχων και εταιρίας.

Η μερισματική πολιτική ή η πολιτική αποταμίευσης που ακολουθεί μία εταιρία καλείτε το σύνολο των μέτρων που:

- καθορίζουν μακροχρόνια το ποσοστό των καθαρών κερδών που θα διατίθενται στους μετόχους τους σε κάθε χρήση και
- ρυθμίζουν την σταθερότητα του μερίσματος ανά μετοχή ή διαχρονικά

Η πολιτική του μερίσματος είναι αλληλένδετη με τους στόχους που έχει καθορίσει η εταιρία σχετικά με τα επενδυτικά έργα που θα αναλάβει και τη σύνθεση κεφαλαίου που θεωρεί επιθυμητή. Καθορίζει, ουσιαστικά, το βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας εταιρίας. Έτσι, από τη μία, αν μία εταιρία σχεδιάζει να αναλάβει ένα επενδυτικό έργο που κατά το μεγαλύτερο του ποσοστό αποτελείται από πάγια στοιχεία, θα πρέπει αυτό να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια μακράς διάρκειας. Όμως στην περίπτωση που η ικανότητα της εταιρίας να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο ή να αποκτήσει δάνειο μεγάλης διάρκειας είναι περιορισμένη, το νέο επενδυτικό έργο θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με μία αύξηση της αποταμίευσης της ίδιας της εταιρίας, δηλαδή με μία αύξηση του ποσοστού των καθαρών κερδών προς διάθεση που δε διανέμονται και σχηματίζουν τα αποθεματικά. Από την άλλη, αν η

εταιρία επιθυμεί να έχει μεγαλύτερη συμμετοχή δανειακού κεφαλαίου στη χρηματοδότηση της, ας υποθέσουμε για το λόγο ότι το κόστος ευκαιρίας του δανείου είναι χαμηλότερο από εκείνο των ιδίων κεφαλαίων και υπάρχουν ευνοϊκές συνθήκες στην κεφαλαιαγορά προσφοράς τέτοιου κεφαλαίου, τότε θα διανείμει το μέγιστο ποσοστό των καθαρών κερδών της στους μετόχους της ως μέρισμα.

Όσον αφορά τους μετόχους, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι υπάρχουν διάφορες κατηγορίες επενδυτών, υπάρχουν αυτοί που έχουν ανάγκη από έσοδα από τη διανομή μερίσματος αλλά και αυτοί που δεν έχουν και επιδιώκουν κεφαλαιακά κέρδη από τη διαφορά της τιμής αγοράς και πώλησης. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, στο πλαίσιο της προσπάθειας επιβίωσης τους μέσω της συνεχούς ανάπτυξης έχουν ανάγκη από την επανεπένδυση των κερδών, δηλαδή τη μη διανομή μερίσματος.

Σε θεωρητικό επίπεδο έχουν εκφραστεί διάφορες γνώμες για την πολιτική μερισμάτων. Από τη μία πλευρά είναι όσοι πιστεύουν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία σημασία ενώ από την άλλη όσοι πιστεύουν ότι υπάρχει κάποια βέλτιστη πολιτική που μεγιστοποιεί την αξία της εταιρίας. Στο πρώτο στρατόπεδο ανήκουν οι γνωστοί νομπελίστες Miller και Modigliani (The Dividend Irrelevance Theory) που πρεσβεύουν ότι η πολιτική μερισμάτων δεν έχει καμία απολύτως επίδραση στην αξία της εταιρίας. Με άλλα λόγια η οποιαδήποτε πολιτική είναι βέλτιστη. Οι παραδοχές που χρησιμοποίησαν στην ανάπτυξη της θεωρίας τους όμως δεν είναι ρεαλιστικές και έτσι η προσέγγισή τους, αν και πολύ χρήσιμη, παραμένει θεωρητική.

Στο δεύτερο στρατόπεδο ανήκουν δύο άλλες θεωρίες:

- Gordon-Lintner (The Bird in The Hand Theory), που διαφωνούν με τους Modigliani-Miller και υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη και κατά συνέπεια οι εταιρίες θα πρέπει να διανέμουν ένα υψηλό ποσοστό μερίσματος προς καθαρά κέρδη. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή οι επενδυτές προτιμούν να εισπράττουν μερίσματα σήμερα παρά κέρδη από επενδύσεις της εταιρίας μελλοντικά.
- Litrenberger- Ramaswamy (The Tax Differential Theory), που υποστηρίζει με τη θεωρία του διαφορικού λογισμού ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση των κερδών από τη διανομή μερισμάτων, επειδή τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα.

Πέρα από το θεωρητικό επίπεδο, οι **εναλλακτικές πολιτικές των μερισμάτων** που συνήθως ακολουθούνται στη πράξη είναι το *σταθερό ποσό χρημάτων ανά μετοχή*,

που ακολουθείται και από τις περισσότερες επιχειρήσεις, αντίθετα, λίγες είναι οι επιχειρήσεις που ακολουθούν την *πολιτική διανομής σταθερού ποσοστού των κερδών*, καθώς λόγω της διακύμανσης των κερδών το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται. Μία εναλλακτική πολιτική που ενδείκνυται για επιχειρήσεις που τα κέρδη τους χαρακτηρίζονται από αστάθεια είναι η *πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο* που αποτελεί και ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. Τέλος, υπάρχει και η *υπολειμματική πολιτική των μερισμάτων*, όπου τα μερίσματα διανέμονται αφού έχουν εξαντληθεί οι τυχόν ευκαιρίες εσωτερικών επενδύσεων. Αν πράγματι ακολουθηθεί η υπολειμματική πολιτική και οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για το αν θα εισπράξουν την απόδοση των επενδύσεων τους με τη μορφή μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών, τότε οι μέτοχοι είναι σε καλύτερη θέση από ό,τι κάτω από οποιαδήποτε δυνατή πολιτική μερισμάτων.

Προκειμένου μια εταιρία να πάρει απόφαση σχετικά με την πολιτική μερίσματος που θα ακολουθήσει, λαμβάνει υπόψη της μία σειρά παραγόντων που μπορούν να την επηρεάσουν. ***Παράγοντες που καθορίζουν την μερισματική πολιτική*** είναι: (1) ο ρυθμός αύξησης και το επίπεδο των κερδών, (2) η ηλικία και το μέγεθος της εταιρίας, (3) η ανάγκη εξόφλησης δανείων, (4) η ρευστότητα, (5) οι νομικές διατάξεις, (6) η δυνατότητα πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές, (7) το κόστος ευκαιρίας και (8) η σταθερότητα των κερδών. Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών, ενώ άλλοι μικρότερα. Δεν είναι δυνατό όμως να διαμορφωθεί κάποια σχέση με την οποία να προσδιορίζεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Παρ' όλα αυτά, οι συγκεκριμένοι παράγοντες προσφέρουν έναν τρόπο ελέγχου της πληρότητας των αποφάσεων που παίρνονται σχετικά με τα μερίσματα.

2.1 ΟΙ ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Η απόφαση διανομής των κερδών μεταξύ μετόχων και εταιρίας μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ μη διανομής μερίσματος έως και τη διανομή του συνόλου των κερδών στους μετόχους. Η ανάλυση της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων γίνεται με βάση τη σχέση διανομής (Μέρισμα/Κέρδη) στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης πολιτικής χρηματοδότησης και του αντικειμενικού σκοπού αυτής, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας. Οι θεωρίες που συζητούνται περισσότερο για τη μερισματική πολιτική είναι: η θεωρία της μη-σχετικότητας του μερίσματος, η θεωρία του κάλιο πέντε και στο χέρι, η θεωρία του διαφορικού φόρου, η θεωρία της πελατειακής επίδρασης (clientele effect), η θεωρία του Agency Cost και η θεωρία σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων.

2.1.1 The Dividend Irrelevance Theory (Η Μη Σχετικότητα του Μερίσματος)

Κύριοι υποστηρικτές της θεωρίας αυτής είναι οι *Franco Modigliani και Merton Miller (1961)*, οι οποίοι ισχυρίστηκαν ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει αντίκτυπο στην αξία της εταιρίας, δηλαδή στην χρηματιστηριακή αξία των μετοχών (γι' αυτό και αποκαλείται dividend irrelevance theory). Ειδικότερα, υποστηρίζουν ότι η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών καθορίζεται αποκλειστικά από την αποδοτικότητα και το επίπεδο κινδύνου της εταιρίας και κατά συνέπεια εξαρτάται από την πολιτική επενδύσεων της εταιρίας και όχι από την κατανομή των κερδών μεταξύ αποθεματικών και μερισμάτων. Η επενδυτική πολιτική είναι αυτή που προσδιορίζει τη βασική κερδοφόρα δύναμη και κατ' επέκταση την αξία της εταιρίας και όχι η διανομή των κερδών προς την οποία οι επενδυτές είναι αδιάφοροι.

Ένα χαρακτηριστικό της θεωρίας των Modigliani-Miller (MM) είναι ότι οποιαδήποτε θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών αντισταθμίζεται από την αρνητική επίδραση, η οποία πηγάζει από την ανάγκη ανεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης προκειμένου να αντικατασταθούν τα κέρδη που διανεμήθηκαν με τη μορφή μερισμάτων.

Οι απόψεις τους μπορούν να θεωρηθούν ότι είναι σωστές κάτω όμως από πέντε περιοριστικές συνθήκες:

1. Δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος
2. Δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης των νέων μετοχών ή κόστος συναλλαγών

3. Οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ εισπραξής μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών
4. Η επενδυτική πολιτική της ανώνυμης εταιρίας είναι δεδομένη
5. Επενδυτές και Διοίκηση έχουν την ίδια πληροφόρηση σχετικά με τις μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες

Η μη σχετικότητα του μερίσματος δηλαδή, ισχύει για τέλειες αγορές όπου κανείς δε μπορεί να επηρεάσει την τιμή οποιασδήποτε μετοχής. Σε τέτοιες αγορές η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει ούτε τον επενδυτή που μπορεί να αντικαταστήσει την αξία του μερίσματος με αγοραπωλησίες μετοχών, αλλά ούτε και την εταιρία που μπορεί να διατηρήσει την αξία της με τη χρήση δανεισμού.

Κατά συνέπεια, σε θεωρητική βάση, σε μία ατελή αγορά όπως είναι η ελληνική, δε θα μπορούσε να ισχύει η θεωρία των Modigliani-Miller. Επιπλέον, είναι πολλοί αυτοί που υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα πρέπει να σχετίζονται με την αξία της εταιρίας και το κόστος κεφαλαίου, κάτι που φαίνεται και από τη συνεχή πίεση των μετόχων στις γενικές συνελεύσεις για διανομή περισσότερου μερίσματος που σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθούν ακολουθεί πτώση της τιμής της μετοχής, αφού πωλούν τις μετοχές.

2.1.2 The Bird in the Hand Theory (Κάλιο Δύο και στο Χέρι)

Οι *Myron Gordon (1963)* και *John Lintner (1962)*, είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης ότι τα μερίσματα είναι σχετικά με τις τιμές των μετοχών και επηρεάζουν κατά συνέπεια την αξία της εταιρίας. Σύμφωνα με τους Gordon-Lintner, η τιμή μίας κοινής μετοχής καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Δηλαδή:

$$P_0 = D_1 / K_s - g \quad (1)$$

όπου ο λόγος (1) είναι γνωστός ως το υπόδειγμα των Gordon-Lintner και

P₀ : Η τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής στην περίοδο 0

D₁ : Το προσδοκώμενο μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

K_s : Η απαιτούμενη απόδοση από τους κοινούς μετόχους

g : Ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

Οι Gordon-Lintner, βασίζουν την τιμή των μετοχών στα μερίσματα, επειδή τα μερίσματα είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή την οποία εισπράττουν οι μέτοχοι μέχρι να πουλήσουν τις μετοχές τους. Τα υπόδειγμα υποθέτει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα παρά να ικανοποιηθούν με υποσχέσεις για εισπραξη εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη κάποια στιγμή στο μέλλον. Ουσιαστικά υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη και επομένως μία εταιρία θα πρέπει να υιοθετεί έναν υψηλό δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (payout ratio) και να παρέχει υψηλή απόδοση μερισμάτων, με σκοπό να επιφέρει αύξηση της αξίας της εταιρίας ή να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της (συντελεστής προεξόφλησης προσδοκώμενων μερισμάτων).

Η αύξηση στην τιμή της μετοχής που σημειώνεται με την αύξηση του μερίσματος την εξηγούν σε σημαντική πληροφορία που περιέχεται στην αναγγελία διανομής μερίσματος. Βέβαια, οι εταιρίες δε μειώνουν εύκολα τα μερίσματα, αλλά ούτε και τα αυξάνουν αν δεν είναι βέβαιες για τη μεταβολή στην αναμενόμενη κερδοφορία. Δημιουργείται λοιπόν, ένα σήμα (signal) προς τους επενδυτές για το κατά πόσο η διοίκηση προβλέπει καλές ή κακές προοπτικές και ανάλογα διαμορφώνουν και την τιμή.

Συνοπτικά, οι Gordon-Lintner ισχυρίζονται, σε αντίθεση με τους Modigliani-Miller, ότι οι μέτοχοι εκτιμούν πιο πολύ ένα ευρώ που λαμβάνεται τώρα, παρά ένα ευρώ που λαμβάνεται μελλοντικά υπό τη μορφή κεφαλαιακών κερδών και πιο εκλαϊκευμένα «κάλιο δύο και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι».

2.1.3 The Tax Differential Theory (Η θεωρία του Διαφορικού Φόρου)

Η θεωρία διαφορικού φόρου είναι αντίστροφη του υποδείγματος Gordon-Lintner και αναπτύχθηκε από τους *Litrenberger & Ramaswamy (1979)*. Η θεωρία αυτή βασίζεται στους διαφορετικούς φορολογικούς συντελεστές σύμφωνα με τους οποίους φορολογούνται τα μερίσματα καθώς και τα κεφαλαιακά κέρδη. Υποστηρίζει ότι αφού τα μερίσματα φορολογούνται στην πράξη με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδοτικότητες από μετοχές που παρέχουν υψηλές αποδόσεις μερισμάτων. Κατά συνέπεια, μία εταιρία πρέπει να διανέμει χαμηλό ή μηδενικό μέρισμα προκειμένου να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Ο φορολογικός συντελεστής που επιβάλλεται στα καθαρά έσοδα της εταιρίας είναι διαφορετικός από αυτόν που επιβάλλεται στα κεφαλαιακά κέρδη, που προκύπτουν από τη διαφορά της τιμής αγοράς και πώλησης. Παράλληλα υπάρχουν μέτοχοι με διαφορετικές οικονομικές ανάγκες. Φυσικό είναι λοιπόν οι μέτοχοι να επηρεάζονται στην επιλογή των μετοχών από την προτίμηση για μεγαλύτερο ή μικρότερο τρέχον μέρισμα έναντι των κεφαλαιακών κερδών, ανάλογα με την πολιτική μερισμάτων που θέτουν οι επιχειρήσεις.

Η εταιρία λοιπόν, ενώ δε μπορεί να αποφύγει τη φορολογική της υποχρέωση πρέπει να διατηρεί ευχαριστημένους τους μετόχους της, ειδάλως οι μέτοχοι που δεν ικανοποιούνται με την απόδοση του μερίσματος, γιατί οι εταιρίες μπορεί να επανεπενδύουν σημαντικό μέρος των κερδών, θα πουλήσουν τις μετοχές που δεν πληρώνουν μέρισμα και θα μετακινηθούν σε μετοχές υψηλότερων μερισματικών αποδόσεων. Αντίθετα οι μέτοχοι που ικανοποιούνται με μικρή μερισματική απόδοση και με μικρό λόγο διανομής, ικανοποιούνται περισσότερο με κεφαλαιακά κέρδη γιατί θεωρείται ότι η εταιρία επιτυγχάνει αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των μετόχων. Τα προτιμούν επίσης και στην περίπτωση που τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται με συντελεστή μικρότερο από αυτό του μερίσματος, όπως είναι η τάση διεθνώς.

Στην Ελλάδα δε φορολογείται ούτε το μέρισμα αλλά ούτε και τα κεφαλαιακά κέρδη, επομένως η επιλογή εξαρτάται από την ατομική κρίση του καθενός. Στην περίπτωση της Ελλάδος οι μικρομέτοχοι προτιμούν τη διανομή των κερδών σε μέρισμα, ενώ οι μεγαλομέτοχοι, που δεν αντιμετωπίζουν κανένα οικονομικό πρόβλημα, προτιμούν τη διατήρηση των κερδών και την επανεπένδυση τους ώστε να επιτύχουν μεγαλύτερα αφορολόγητα κεφαλαιακά κέρδη. Ο τρόπος που ενεργεί η εισηγμένη ανώνυμη εταιρία είναι να εντοπίσει τις προτιμήσεις ομάδων επενδυτών και να προσαρμόσει τον λόγο διανομής μερίσματος ανάλογα. Σύμφωνα με τους MM εφόσον επιτευχθεί αυτή η ισορροπία καμία εταιρία δε θα μπορεί να επηρεάσει την τιμή της μετοχής της μεταβάλλοντας το λόγο διανομής.

2.1.4 The Clientele Effect Theory (Πελατειακή Επίδραση)

Το σύνολο των μετόχων μιας εταιρίας αποτελείται από ομάδες ατόμων (πελάτες), οι οποίες μπορεί να προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερισμάτων. Αν μία εταιρία προτιμά να αποθεματοποιεί και να επανεπενδύει τα κέρδη της για να διενεργήσει μελλοντικές επενδύσεις, παρά να πληρώνει μερίσματα, τότε οι μέτοχοι που χρειάζονται εισόδημα στην παρούσα περίοδο θα βρεθούν σε δυσχερή θέση. Η

αξία των μετοχών τους να μην θα αυξηθεί, θα αναγκαστούν όμως να πουλήσουν ένα μέρος αυτών προκειμένου να αποκτήσουν μετρητά μέσω των κεφαλαιακών κερδών. Από την άλλη πλευρά οι μέτοχοι που έχουν σαν αντικειμενικό σκοπό να αποταμιεύουν τα μερίσματα, προτιμούν μία πολιτική χαμηλού μερίσματος, γιατί όσο περισσότερο μέρισμα μοιράζει η εταιρία τόσο περισσότερα έξοδα πρέπει να αναλάβουν προκειμένου να επανεπενδύσουν τα μερίσματα αυτά καθώς αυτοί δεν επιζητούν άμεση ρευστοποίηση.

Ως επακόλουθο, οι διάφορες ομάδες επενδυτών επιλέγουν τις μετοχές και κατ' επέκταση τις εταιρίες που θέλουν να επενδύσουν ανάλογα με τις προτιμήσεις τους σε κεφαλαιακά κέρδη ή σε κέρδη από μερίσματα. Η επιλογή εξαρτάται δηλαδή από την πολιτική μερίσματος που ακολουθεί η κάθε εταιρία. Αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές που επιθυμούν εισόδημα από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών που έχουν υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ οι επενδυτές που δεν έχουν ανάγκη εισοδήματος από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Από τη στιγμή που οι μέτοχοι μπορούν να μεταφέρουν τις επενδύσεις τους μεταξύ εταιριών, μία εταιρία μπορεί να μετακινηθεί από μία πολιτική μερισμάτων σε μία άλλη και κατά συνέπεια να δώσει τη δυνατότητα στους μετόχους που δεν είναι ευχαριστημένοι από τη νέα πολιτική μερισμάτων να πουλήσουν τις μετοχές τους σε άλλους επενδυτές που προτιμούν τη νέα πολιτική μερισμάτων. Αυτή η μεταφορά βέβαια μπορεί να φανεί και αναποτελεσματική, εξαιτίας της ύπαρξης χρηματιστηριακών εξόδων, λόγω του φόρου κεφαλαιακών κερδών που ενδέχεται να κληθούν να πληρώσουν οι μέτοχοι που πουλάνε μετοχές και της ενδεχόμενης έλλειψης επενδυτών που αρέσκονται στη νέα πολιτική μερισμάτων της εταιρίας.

Η ύπαρξη της πελατειακής επίδρασης (clientele effect) διακρίνεται στην τιμή της μετοχής. Η τιμή της μετοχής ενδέχεται να μειωθεί εάν η εταιρία αλλάξει την πολιτική μερισμάτων της, καθώς μία τέτοια αλλαγή μπορεί να αναγκάσει τους υπάρχοντες μετόχους που θα δυσαρεστηθούν, να πουλήσουν τις μετοχές τους με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή της μετοχής. Η πτώση αυτή της τιμής μπορεί να είναι προσωρινή δεν αποκλείεται όμως να είναι και μόνιμη, στην περίπτωση που ο αριθμός των νέων επενδυτών που θα προσελκυστούν από τη νέα πολιτική μερισμάτων είναι μικρός. Από την άλλη η τιμή της μετοχής ενδέχεται να αυξηθεί αν η νέα πολιτική μερισμάτων που ακολουθεί η εταιρία προσελκύσει ακόμα μεγαλύτερη πελατεία από εκείνη που αρχικά είχε.

2.1.5 Διάσταση Συμφερόντων Μεταξύ Μετόχων και Στελεχών της Εταιρίας (Agency Costs)

Μία άλλη διάσταση των θεωριών της πολιτικής των μερισμάτων είναι η διαφορά στα συμφέροντα μετόχων και στελεχών και βασίζεται στην έννοια της αντιπροσώπευσης (agency) που είναι κεντρική στο χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ. Σε πολλές περιπτώσεις τα στελέχη μιας εταιρίας αντί να επιδιώκουν το συμφέρον των μετόχων, που είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας, πολύ συχνά ενδιαφέρονται περισσότερο για τα δικά τους συμφέροντα. Το αποτέλεσμα είναι κάποια ασυμμετρία πληροφοριών μεταξύ μάνατζερ και μετόχων, με άλλα λόγια οι εντός της εταιρίας ξέρουν πολύ περισσότερα απ' ότι οι εκτός. Αυτή η δυνητική διάσταση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών αναγκάζει τους μετόχους να αναλάβουν κάποιο κόστος προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών (Agency Cost). Στις μεγάλες εταιρίες όμως, όπου η διασπορά των μετόχων είναι μεγάλη, είναι δύσκολο να ενεργήσουν συλλογικά οι μέτοχοι προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών με αποτέλεσμα ο έλεγχος να είναι περιορισμένος.

Θεωρητικά, το διοικητικό συμβούλιο είναι το όργανο που ασκεί τον έλεγχο στα στελέχη, στην πράξη όμως πολλές φορές στην περίπτωση διάστασης συμφερόντων, τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμμαχούν με τα στελέχη σε βάρος τελικά των μετόχων. Το πρόβλημα αυτό μειώνεται σημαντικά όταν οι εταιρείες συνηθίζουν να αντλούν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές, αφού στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος ασκείται από τους χρηματοδότες στους οποίους μπορεί να περιλαμβάνονται και νέοι μέτοχοι. Οι νέοι επενδυτές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί σε σχέση με τους παλιούς στην άσκηση ελέγχου καθώς οι πρώτοι μπορούν να εκφράσουν τη δυσαρέσκεια τους για τις ενέργειες των στελεχών με τη ψήφο τους ή με την πώληση των μετοχών ενώ οι δεύτεροι μπορεί να αρνηθούν να συμμετάσχουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Μία πολιτική μερισμάτων υψηλού δείκτη διανομής κερδών υποχρεώνει τις εταιρίες να υφίστανται συχνούς ελέγχους από την κεφαλαιαγορά, μειώνοντας το πρόβλημα της διάστασης απόψεων μεταξύ μετόχων και στελεχών.

2.1.6 Πληροφοριακό Περιεχόμενο Μερισμάτων

Σύμφωνα με τους Modigliani – Miller (MM), τόσο οι επενδυτές όσο και τα στελέχη της εταιρίας έχουν ταυτόσημες προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη

και τα μερίσματα της εταιρίας. Στην πραγματικότητα όμως δεν ισχύει κάτι τέτοιο αλλά οι επενδυτές έχουν αντιτιθέμενες απόψεις σχετικά με το επίπεδο των μελλοντικών πληρωμών μερισμάτων και την αβεβαιότητα που υπάρχει στις πληρωμές αυτές, ενώ τα στελέχη έχουν συνήθως καλύτερη πληροφόρηση από τους μετόχους γύρω από τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας.

Οι Modigliani – Miller υποστήριξαν ότι οι εταιρίες δεν είναι πρόθυμες να μειώνουν το ποσό του μερίσματος που διανείμουν αλλά ούτε και να αυξάνουν τα μερίσματα εφόσον δε προβλέπουν ίσα ή μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον. Μία αύξηση των μερισμάτων μεγαλύτερη από την προσδοκώμενη θα μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα σήμα από τη Διοίκηση προς τους επενδυτές ότι η εταιρία προβλέπει ευνοϊκά μελλοντικά κέρδη, ενώ αντίθετα μία μείωση του μερίσματος μπορεί να υποδηλώνει δυσμενή μελλοντικά κέρδη για την εταιρία. Σύμφωνα λοιπόν με τους MM, η μεταβολή της τιμής των μετοχών που ακολουθεί τις μεταβολές των μερισμάτων θα πρέπει να αποδοθεί στο πληροφοριακό περιεχόμενο που έχουν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων.

Εμπειρικές μελέτες, πάντως, σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων κατέληξαν σε αντιφατικά αποτελέσματα. Σίγουρα υπάρχει κάποιο πληροφοριακό περιεχόμενο στις ανακοινώσεις μερισμάτων και συνεπώς η διανομή μερισμάτων μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα σινιάλο ότι η εταιρία πάει καλά και έτσι οι επενδυτές να την προτιμούν γιατί παρέχει κάποιες πληροφορίες για την οικονομική υγεία της εταιρίας, είναι δύσκολο όμως να υποστηρίξει κάποιος ότι η μεταβολή στην τιμή της μετοχής μετά τη ανακοίνωση οφείλεται αποκλειστικά στη μεταβολή της μερισματικής πολιτικής.

2.2 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Μιλώντας για μερισματική πολιτική, η εταιρία πρέπει να αποφασίσει όχι μόνο για το ύψος του μερίσματος αλλά και για τον τρόπο που θα καταλήξει σε αυτό το ύψος. Οι πολιτικές μερισμάτων που συνήθως ακολουθούνται στην πράξη είναι διαφορετικές για κάθε εταιρία και διακρίνονται στις εξής βασικές μορφές: στη διανομή σταθερού μερίσματος, στο σταθερό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, στο χαμηλό τακτικό μέρισμα συν έκτακτο και στην υπολλειματική πολιτική.

2.2.1 Πολιτική Σταθερής Διανομής Μερίσματος

Η πολιτική του σταθερού ποσού ανά μετοχή που ακολουθείται από τις περισσότερες εταιρίες, διατηρεί τα μερίσματα αμετάβλητα για μία μεγάλη χρονική περίοδο, όσο χρόνο δηλαδή τα κέρδη δε δείχνουν τάση μόνιμης ανόδου. Όσον αφορά τις διακυμάνσεις που παρουσιάζουν τα καθαρά κέρδη που προκύπτουν για την εταιρία από έτος σε έτος τις «απορροφούν» τα αποθεματικά. Στην περίπτωση που τα καθαρά κέρδη είναι υψηλά, σε σύγκριση με το ποσόν που συνήθως διανέμεται στους μετόχους, τα αποθεματικά της εταιρίας θα παρουσιάσουν αύξηση, ενώ αν τα καθαρά κέρδη είναι χαμηλά θα διανεμηθούν στο μεγαλύτερο τους ποσοστό στους μετόχους και τα αποθεματικά δε θα παρουσιάσουν σημαντική αλλαγή.

Σύμφωνα με πολλές εμπειρικές μελέτες πάνω στην πολιτική των μερισμάτων, η πολιτική σταθερών μερισμάτων μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερες τιμές για τις μετοχές για τους παρακάτω λόγους:

- 1) Οι επενδυτές προτιμούν τα σταθερά μερίσματα γιατί έχουν μειωμένο κίνδυνο να μην εισπραχθούν σε σύγκριση με τα κυμαινόμενα μερίσματα. Αυτό συμβαίνει διότι μία εταιρία που ακολουθεί πολιτική κυμαινόμενου ύψους μερισμάτων θα έχει μεγαλύτερο προεξοφλητικό επιτόκιο, που σημαίνει μεγαλύτερη απαιτούμενη απόδοση αλλά και μεγαλύτερο κίνδυνο λόγω των διακυμάνσεων που παρουσιάζουν.
- 2) Υπάρχουν πολλοί επενδυτές για τους οποίους τα μερίσματα αποτελούν τη μοναδική πηγή εισοδήματος, επομένως προτιμούν να πληρώσουν ένα πρόσθετο ποσό για μία μετοχή με εξασφαλισμένο ένα ελάχιστο μέρισμα παρά για μία μετοχή με μέρισμα που έχει διακυμάνσεις.

3) Τέλος, οι εταιρίες μπορούν να υπαχθούν στους καταλόγους νόμιμων επενδύσεων (legal lists). Οι κατάλογοι νομίμων επενδύσεων περιέχουν χρεόγραφα στα οποία επιτρέπεται να επενδύσουν οι τράπεζες των οποίων οι καταθέτες είναι και ιδιοκτήτες τους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι ασφαλιστικές εταιρίες και άλλοι θεσμικοί επενδυτές. Ένα από τα κριτήρια για την καταχώρηση ενός χρεογράφου στους καταλόγους αυτούς είναι η διατήρηση των καταβαλλόμενων μερισμάτων. Έτσι η ύπαρξη των καταλόγων αυτών ενθαρρύνει την επιδίωξη μίας πολιτικής σταθερών μερισμάτων και κατ' επέκταση η τιμή της μετοχής της εταιρίας μεγιστοποιεί την αξία της.

2.2.2 Πολιτική Σταθερού Ποσοστού Διανεμόμενων Κερδών

Η πολιτική διανομής σταθερού ποσοστού των κερδών είναι μία πολιτική μερίσματος που ακολουθείται από πολύ λίγες επιχειρήσεις. Επειδή τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εφαρμογή της πολιτικής αυτής θα σημαίνει ότι και το χρηματικό ποσό των μερισμάτων θα κυμαίνεται. Σε αντίθεση με την πολιτική σταθερού μερίσματος η συγκεκριμένη πολιτική δεν είναι πιθανό να καταλήξει σε μεγιστοποίηση της αξίας των μετοχών της εταιρίας.

Βέβαια σαφής απάντηση για το ποια από τις δύο παραπάνω πολιτικές μεγιστοποιεί την τιμή της μετοχής δε μπορεί να δοθεί. Το μόνο που μπορούμε να αναλύσουμε είναι οι συνέπειες που έχει η εκάστοτε τακτική. Όταν η εταιρία δε μειώνει το μέρισμα, παρόλο που τα κέρδη είναι μειωμένα, η εμπιστοσύνη των μετόχων προς την εταιρία ενισχύεται και αυτό μπορεί να ερμηνευτεί από τους μετόχους ότι η πτώση στα κέρδη είναι προσωρινή. Από τη στιγμή που η εταιρία ακολουθεί την πολιτική του σταθερού μερίσματος μειώνει την αβεβαιότητα που αφορά την πιθανή παρέκκλιση από το προσδοκώμενο μέρισμα. Όσο πιο σίγουρη είναι η καταβολή του μερίσματος τόσο μικρότερη είναι και η απόδοση που ζητούν οι επενδυτές και συνεπώς η τιμή της μετοχής είναι και υψηλότερη. Το όφελος λοιπόν για τις εταιρίες αυτές έρχεται από το μειωμένο κόστος του κεφαλαίου τους. Από την άλλη, η πολιτική του μεταβαλλόμενου μερίσματος έχει αυξημένη αβεβαιότητα ως προς το μέγεθος του αναμενόμενου μερίσματος με συνέπεια οι επενδυτές να χρησιμοποιούν αυξημένο επιτόκιο προεξόφλησης για να προσδιορίζουν την τιμή με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα. Αυτό θα σημαίνει και αυξημένο κόστος κεφαλαίου για την εταιρία.

2.2.3 Πολιτική Χαμηλού Τακτικού Μερισίματος συν Έκτακτου

Η πολιτική χαμηλού τακτικού μερίσματος μαζί με ένα έκτακτο αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ των άλλων δύο. Προσφέρει μεν ευελιξία στην εταιρία, δημιουργεί όμως και αβεβαιότητα στους μετόχους για το ύψος του μερίσματος. Η πολιτική αυτή ενδείκνυται για εταιρίες που τα κέρδη τους είναι πολύ ασταθή.

2.2.4 Υπολειμματική Πολιτική Μερισμάτων (Residual Policy of Dividend)

Η λέξη υπολειμματική έχει την έννοια του εναπομένου, και επομένως η πολιτική αυτή υπονοεί ότι τα μερίσματα διανέμονται, αφού έχουν εξαντληθεί οι τυχόν ευκαιρίες εσωτερικών επενδύσεων. Σύμφωνα λοιπόν με την υπολειμματική πολιτική μερισμάτων, η εταιρία ακολουθεί τέσσερα βήματα όταν αποφασίζει τον επιθυμητό δείκτη διανομής κερδών. Αρχικά, καθορίζει τον άριστο προϋπολογισμό επενδύσεων, ύστερα καθορίζει το ποσόν των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των παραπάνω επενδύσεων δεδομένης της επιθυμητής κεφαλαιακής διάρθρωσης της. Τρίτον, χρησιμοποιεί όσο είναι δυνατόν παρακρατηθέντα κέρδη για να καλύψει το ποσόν των ιδίων κεφαλαίων που απαιτούνται και τέλος διανέμει μερίσματα μόνο αν τα κέρδη είναι μεγαλύτερα από εκείνα που χρειάζονται για την υποστήριξη του άριστου συνδυασμού επενδύσεων.

Το κόστος των αποθεματικών είναι ένα κόστος ευκαιρίας το οποίο αντανακλά τις αποδοτικότητες που είναι διαθέσιμες στους κοινούς μετόχους. Αν οι μέτοχοι της εταιρίας είχαν τη δυνατότητα να αγοράσουν μετοχές ίδιου κινδύνου επιτυγχάνοντας αποδοτικότητα 15%, τότε 15% θα ήταν και το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών της εταιρίας. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που αντλούνται από την κεφαλαιαγορά με την πώληση νέων μετοχών είναι μεγαλύτερο από το κόστος των αποθεματικών. Αυτό συμβαίνει λόγω της ύπαρξης κόστους έκδοσης των νέων μετοχών, στο οποίο περιλαμβάνονται και το κόστος αναδοχής αλλά και η μείωση της τιμής της μετοχής από το αρνητικό μήνυμα που μπορεί να δημιουργούν οι επενδυτές με την ανακοίνωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου.

Ο λόγος διανομής των κερδών μεταξύ μερίσματος και αποθεματικών (payout ratio), ακολουθεί την αντίθετη κατεύθυνση των αναγκών για κεφάλαια προς επένδυση. Αν δηλαδή ο λόγος είναι $\frac{3}{4}$ και χρειάζονται περισσότερα κεφάλαια αυτός θα μειωθεί σε $\frac{1}{2}$, $\frac{1}{4}$ ή και σε μη διανομή μερίσματος. Στο πλαίσιο αυτό, η εταιρία επενδύει όλα τα κέρδη της όταν η προσδοκώμενη απόδοση από την εκτέλεση του έργου υπερβαίνει το κόστος του κεφαλαίου της. Ο λόγος λοιπόν διανομής θα είναι

μηδέν εφόσον τα κέρδη συν το χρέος που μπορούν να καλύψουν είναι ίσα ή μικρότερα της απαιτούμενης επένδυσης.

Οι επιχειρήσεις στην πράξη χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους τη μία φορά με κέρδη ή νέο μετοχικό κεφάλαιο και την άλλη με δάνειο ή και οποιοδήποτε συνδυασμό από αυτά τα δύο. Μακροχρόνια υπάρχει μία ορισμένη σχέση ξένων προς ιδίων κεφαλαίων και η σχέση αυτή έχει θεωρηθεί από τις επιχειρήσεις ότι προσδιορίζει την άριστη δανειακή επιβάρυνση. Η πολιτική επί του μερίσματος αποφασίζεται με χρηματοοικονομικά κριτήρια και η διανομή μερίσματος θα λάβει χώρα μόνο όταν έχουν απομείνει κέρδη μετά από τη χρηματοδότηση των εγκριθέντων επενδύσεων. Ο λόγος διανομής των κερδών θα εκτείνεται από 0% έως 100% ανάλογα με τις ευκαιρίες για επένδυση.

2.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Ορισμένοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση της εταιρίας να διανείμει μέρισμα ή να παρακρατήσει τα κέρδη και καθορίζουν δηλαδή τη μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει αναλύονται παρακάτω. Σπουδαιότεροι παράγοντες θεωρούνται οι: Νομικές Διατάξεις, η ρευστότητα, η ανάγκη αποπληρωμής χρεών, οι περιορισμοί στις δανειακές συμβάσεις, ο ρυθμός επέκτασης των στοιχείων του ενεργητικού, η σταθερότητα των κερδών, η πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και η φορολογική νομοθεσία.

2.3.1 Νομικές Διατάξεις

Οι νομικές διατάξεις έχουν σημασία επειδή ορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να διαμορφωθεί η μερισματική πολιτική. Σύμφωνα με τις νομικές διατάξεις, τα μερίσματα που διανείμει η εταιρία πρέπει να καλυφθούν είτε από τα κέρδη της τρέχουσας χρήσης, είτε από τα κέρδη των παρελθουσών χρήσεων που στον ισολογισμό αντικατοπτρίζονται στο λογαριασμό παρακρατηθέντων κερδών.

Οι πολιτειακές νομοθεσίες δίνουν έμφαση σε τρεις κανόνες:

- 1) Τον κανόνα των καθαρών κερδών (net profits rule), που ορίζει ότι τα μερίσματα μπορούν να καλυφθούν από τα κέρδη των παρελθουσών και της τρέχουσας χρήσης.
- 2) Τον κανόνα μείωσης του κεφαλαίου (capital impairment rule), που προστατεύει τους πιστωτές απαγορεύοντας τη διανομή μερίσματος από το κεφάλαιο, αφού η καταβολή μερίσματος από το κεφάλαιο είναι σα να διανέμονται οι επενδύσεις της εταιρίας και όχι τα κέρδη.
- 3) Τον κανόνα αφερεγγυότητας (insolvency rule), που ορίζει ότι οι εταιρίες δε μπορούν να διανείμουν μέρισμα όταν βρίσκονται σε κατάσταση αφερεγγυότητας με την έννοια της πτώχευσης. Όταν δηλαδή, οι υποχρεώσεις υπερβαίνουν τα περιουσιακά στοιχεία και η εταιρία αποφασίσει τη διανομή μερίσματος, στην ουσία θα διανεμηθούν κεφάλαια που ανήκουν δικαιωματικά στους πιστωτές της.

Επίσης, διάφορες κυβερνήσεις στα πλαίσια της πολιτικής των τιμών και εισοδήματος παίρνουν κάποια μέτρα που μπορούν να επηρεάσουν το ποσοστό των καθαρών κερδών που παρακρατείτε. Τέτοια μέτρα είναι για παράδειγμα εκείνα που επιβάλλουν

ότι το μέρισμα που θα διανεμηθεί στο τέλος μίας χρήσεως δε μπορεί να είναι μεγαλύτερο κατά ένα ποσοστό από το μέρισμα που διανεμήθηκε κατά την προηγούμενη χρήση. Ο λόγος που θεσπίζονται σε κάποιες χώρες τα συγκεκριμένα μέτρα είναι συνήθως για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού.

2.3.2 Ρευστότητα

Το αν θα διανεμηθεί υψηλό ποσοστό των καθαρών κερδών ή όχι εξαρτάται από τη ρευστότητα που έχει η εταιρία. Το μέρισμα αντιπροσωπεύει μια ταμειακή εκροή για την εταιρία. Αν η εταιρία έχει υψηλό βαθμό ρευστότητας, θα είναι εύκολο να διαθέσει σημαντικό ποσοστό κερδών της ως μέρισμα, χωρίς να περιορίζεται η ευελιξία της για την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων ή την αντιμετώπιση μελλοντικών προβλημάτων. Αντίθετα αν η εταιρία αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, μία εκταμίευση ρευστών με τη διανομή μερίσματος μπορεί να της δημιουργήσει προβλήματα σε ότι αφορά την εκπλήρωση διάφορων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Αυτό που συμβαίνει είναι ότι τα κέρδη που παρακρατούνται επενδύονται, γενικά σε περιουσιακά στοιχεία που είναι απαραίτητα για τη δραστηριότητα της εταιρίας. Από το παρελθόν αυτά έχουν επενδυθεί σε παραγωγικές εγκαταστάσεις, σε αποθέματα και σε άλλα περιουσιακά στοιχεία και δεν υπάρχουν με τη μορφή ρευστών διαθεσίμων. Έτσι ακόμα κι αν μια αναπτυσσόμενη εταιρία βγάζει συνεχώς κέρδη, μπορεί να μην είναι σε θέση να καταβάλει μέρισμα για λόγους μειωμένης ρευστότητας ή επειδή έχει την ανάγκη για κεφάλαια.

Η ρευστότητα βέβαια της επιχειρήσεως εξαρτάται από το είδος των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει, καθώς και από το είδος των κεφαλαίων (ίδια, ξένα, βραχυπρόθεσμα, μακροπρόθεσμα), που έχουν χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση τους. Μια εταιρία που βρίσκεται στο στάδιο πραγματοποίησης νέων επενδύσεων δε διαθέτει συνήθως ρευστότητα επειδή δεσμεύει κεφάλαιο σε πάγια στοιχεία και σε μόνιμο κεφάλαιο κίνησης. Η εταιρία αυτή δε θα διανείμει συνήθως μεγάλο ποσοστό των καθαρών της κερδών ως μέρισμα παρόλο που μπορεί να υπάρχουν υψηλά κέρδη. Για παράδειγμα, μια εταιρία που τα παρακρατηθέντα κέρδη της φτάνουν στα 400.000€, ενώ στο ταμείο της έχει μόλις 50.000€ ως ρευστά, δε θα μπορέσει να διανείμει μέρισμα καθώς χρειάζεται να κρατήσει ένα ποσό χρημάτων για την εξόφληση των διάφορων λογαριασμών.

2.3.3 Ανάγκη Αποπληρωμής Χρεών

Η ανάγκη αποπληρωμής των χρεών μπορεί να εμποδίσει την ικανότητα διανομής μερίσματος, καθώς τα παρακρατηθέντα κέρδη θα χρησιμοποιηθούν για την εξόφληση των υποχρεώσεων. Όταν μία εταιρία έχει συνάψει δάνεια για τη χρηματοδότηση επεκτάσεων ή προς αντικατάσταση άλλων μορφών χρηματοδότησης, αντιμετωπίζει δύο εναλλακτικές λύσεις. Μπορεί,

- είτε να αναχρηματοδοτήσει τα δάνεια στη λήξη τους αντικαθιστώντας τα με κάποια άλλη μορφή χρεογράφων,
- είτε να αποφασίσει την εξόφληση των δανειακών της υποχρεώσεων από υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα

Στην περίπτωση που αποφασίσει η εταιρία να προχωρήσει σε εξόφληση των δανείων, θα παρακρατήσει τα κέρδη της, ενώ αν πάρει κι άλλο δάνειο θα μπορέσει να διανείμει μέρισμα.

2.3.4 Περιορισμοί στις Δανειακές Συμβάσεις

Όσον αφορά τις δανειακές συμβάσεις που συνάπτουν οι επιχειρήσεις, ιδιαίτερα αυτές που αφορούν μακροπρόθεσμα δάνεια, πολλές φορές περιορίζουν την ικανότητα διανομής μερίσματος. Αυτό συμβαίνει γιατί προκειμένου να προστατευτεί ο δανειστής ισχύουν κάποιοι περιορισμοί που προβλέπουν ότι, τα μελλοντικά μερίσματα μπορούν να καταβληθούν μόνο από τα κέρδη που δημιουργήθηκαν μετά από την υπογραφή της σύμβασης, που σημαίνει ότι δε μπορούν να καταβληθούν μερίσματα από τα παρακρατηθέντα κέρδη του παρελθόντος, όπως επίσης προβλέπεται ότι δε μπορούν να καταβληθούν μερίσματα όταν τα κεφάλαια κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό – βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) είναι μικρότερα από ένα συγκεκριμένο ποσό. Ένας ακόμα περιορισμός που ισχύει είναι ότι σχετικά με τη συμφωνία για την έκδοση προνομιούχων μετοχών προβλέπεται, ότι δε μπορεί να καταβληθεί μέρισμα για τις κοινές μετοχές αν δεν καταβληθούν πρώτα τα δεδουλευμένα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών.

2.3.5 Ρυθμός Επέκτασης των Στοιχείων του Ενεργητικού

Η ταχύτητα με την οποία αναπτύσσεται η εταιρία μπορεί να επηρεάσει τη διανομή των κερδών ή την παρακράτηση τους. Όσο αυξάνεται ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας, τόσο μεγαλώνει και η ανάγκη χρηματοδότησης προκειμένου να

επεκταθούν τα περιουσιακά της στοιχεία. Επομένως, όσο μεγαλύτερη γίνεται η ανάγκη για κεφάλαιο μελλοντικά, τόσο πιο πιθανό είναι η εταιρία να παρακρατήσει τα κέρδη της αντί να τα διανείμει. Επιπλέον, η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων θα καθορίσει το πόσο ελκυστική μπορεί να γίνει για τους μετόχους η διανομή των κερδών με τη μορφή μερίσματος. Αν η απόδοση είναι χαμηλή τότε οι μέτοχοι θα προτιμήσουν να εισπράξουν το μέρισμα και να το επενδύσουν κάπου πιο αποδοτικά.

2.3.6 Σταθερότητα των Κερδών

Η πολιτική των μερισμάτων που ακολουθεί μία εταιρία επηρεάζεται και από τη σταθερότητα των κερδών της. Μία εταιρία που παρουσιάζει συχνά σταθερά κέρδη, θα είναι συνήθως και σε θέση να προβλέψει και τα μελλοντικά της κέρδη. Είναι συνεπώς πιθανότερο αυτή η εταιρία να διανείμει το μεγαλύτερο ποσοστό των κερδών της ως μέρισμα από μία εταιρία με κυμαινόμενα κέρδη. Μία εταιρία με άστατα κέρδη δε μπορεί να είναι βέβαιη για τη μελλοντική εξέλιξη των κερδών της, που μπορεί να μην είναι τα αναμενόμενα, με αποτέλεσμα να υπάρχει πιθανότητα να παρακρατήσει ένα μεγάλο ποσοστό των τρεχόντων κερδών. Αυτό γίνεται γιατί ένα μικρό μέρισμα είναι πιο εύκολο να διατηρηθεί σε περίπτωση μελλοντικής μείωσης των κερδών.

2.3.7 Πρόσβαση στις Κεφαλαιαγορές

Η ευκολία πρόσβασης που μπορεί να έχει μία εταιρία στην κεφαλαιαγορά, παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην απόφαση διανομής μερίσματος, αφού της δίνεται η επιλογή να χρηματοδοτήσει νέες προσοδοφόρες επενδύσεις που θα βοηθήσουν στην ανάπτυξη της, από άλλες πηγές και όχι από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Πρέπει να σημειωθεί ότι μία εταιρία μεγάλη με καλή φήμη αποδοτικότητας και σταθερότητας κερδών μπορεί να έχει εύκολη πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά και στις άλλες μορφές χρηματοδότησης. Από την άλλη, μία καινούργια και μικρή εταιρία ή μία ριψοκίνδυνη εταιρία που θα ενέχει και μεγαλύτερο κίνδυνο για τους επενδυτές έχει δυσκολότερη πρόσβαση. Η ικανότητα αυτών των επιχειρήσεων να αντλήσουν μετοχικά ή δανειακά κεφάλαια από τις κεφαλαιαγορές είναι περιορισμένη και γι' αυτό το λόγο είναι υποχρεωμένες να παρακρατούν μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και συνεπώς να μοιράζουν μικρότερο ή καθόλου μέρισμα.

Όσον αφορά τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, οι ιδιοκτήτες της εταιρίας, δηλαδή οι κύριοι μέτοχοι προκειμένου να διατηρήσουν τον έλεγχο της

εταιρείας στα χέρια τους επιλέγουν την εσωτερική χρηματοδότηση για την υλοποίηση των δραστηριοτήτων της εταιρείας. Αυτό σημαίνει ότι μειώνεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών με τη μορφή μερίσματος. Η πολιτική αυτή στηρίζεται στο επιχείρημα ότι η άντληση κεφαλαίων με την πώληση κοινών μετοχών μειώνει τον έλεγχο του κυρίαρχου ομίλου των μετόχων της εταιρείας και ταυτόχρονα η πώληση δανείων αυξάνει τον κίνδυνο διακυμάνσεων των κερδών για τους ιδιοκτήτες της εταιρείας. Έτσι λοιπόν προκειμένου να διατηρηθεί ο έλεγχος στρέφονται προς την εσωτερική χρηματοδότηση.

2.3.8 Φορολογική Νομοθεσία

Η πολιτική του μερίσματος που θα ακολουθήσει μια εταιρεία επηρεάζεται και από την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία σχετικά με τη φορολογία του εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων. Έτσι μία εταιρεία με μικρό αριθμό ιδιοκτητών, που υπάγονται σε υψηλούς φορολογικούς συντελεστές, είναι πιθανό να διανείμει ένα σχετικά χαμηλό μέρισμα. Αυτό συμβαίνει γιατί οι ιδιοκτήτες θέλουν να αποκτήσουν εισόδημα με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών και όχι μερισμάτων που φορολογούνται με υψηλότερο συντελεστή. Από την άλλη οι μέτοχοι μιας μεγάλης ανώνυμης εταιρείας με διασπορά μετοχών μπορεί να επιθυμούν αυξημένη διανομή μερισμάτων.

Συνηθίζεται οι μέτοχοι που βρίσκονται σε υψηλά φορολογικά κλιμάκια να προτιμούν τη διανομή ενός μικρού ποσοστού των κερδών και την αποθεματοποίηση του μεγαλύτερου μέρους, ελπίζοντας σε μία ανατίμηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Από την άλλη, οι μέτοχοι που ανήκουν σε χαμηλότερη φορολογική κλίμακα πιθανότερα προτιμούν ένα σχετικά υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Αυτή η σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των μετόχων, συνήθως οδηγεί σε μία μερισματική πολιτική που αποτελεί ένα συμβιβασμό μεταξύ ψηλών και χαμηλών ποσοστών διανομής. Αν ένα μέρος των μετόχων καταφέρει να οδηγήσει την εταιρεία σε διανομή χαμηλού ποσοστού των κερδών, τότε οι μέτοχοι που επιζητούν εισόδημα από τα μερίσματα θα επιλέξουν να πουλήσουν το μερίδιό τους και να αγοράσουν μετοχές από εταιρείες που μοιράζουν μέρισμα (clientele effect).

Στην Ελλάδα, τα κέρδη που προέρχονται από την πώληση τίτλων απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος (Ν.Δ. 232/1969, άρθρο 2). Αυτό σημαίνει σε σύγκριση με τη φορολογία εισοδήματος από μερίσματα ότι για τους μετόχους που έχουν μεγάλο κεφάλαιο σε μία εταιρεία και υπάγονται και σε μεγάλο οριακό συντελεστή φορολογίας εισοδήματος θα είναι προτιμότερη η παρακράτηση κερδών

από τη διανομή τους ως μέρισμα. Η παρακράτηση κερδών θα συντελέσει και σε αντίστοιχη αύξηση του αποθεματικού με συνέπεια την αύξηση της καθαρής θέσης της εταιρίας και της αξίας των μετοχών, ιδιαίτερα όταν τα αποθεματικά αυτά χρηματοδοτήσουν αποδοτικές δραστηριότητες. Με αυτή τη διαδικασία οι μέτοχοι θα επιτύχουν μεγαλύτερη αύξηση του πλούτου τους από ότι θα συνέβαινε αν έπαιρναν μέρισμα ποσού μεγαλύτερου από το αφορολόγητο όριο που επιτρέπει η σημερινή νομοθεσία.

Σε γενικές γραμμές αυτό που ισχύει στην πράξη, σύμφωνα με πολλές ενδείξεις, είναι ότι οι επενδυτές προτιμούν τη διανομή μερισμάτων. Πολλοί επενδυτές βέβαια διαφωνούν και θεωρούν ότι τα κέρδη μιας εταιρίας πρέπει να επανεπενδύονται από την ίδια την εταιρία παρά να διανέμονται. Κάτι τέτοιο είναι πολύ συνηθισμένο σε νέες επιχειρήσεις σε νέους αναδυόμενους κλάδους με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης. Αντίθετα, οι επιχειρήσεις σε ώριμους κλάδους, προτιμούν τη διανομή μερισμάτων ως απόδειξη της ήδη υπάρχουσας ευρωστίας τους.. Μια χαρακτηριστική περίπτωση, είναι η εταιρία Microsoft η οποία όταν ανακοίνωσε τη διανομή μερισμάτων για πρώτη φορά στην σχεδόν 30χρονη ιστορία της , δεν ήταν τίποτα άλλο παρά η επίσημη αναγνώριση του ότι μπαίνει στην ώριμη φάση της και δεν έχει μπροστά της επενδυτικές ευκαιρίες του παρελθόντος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

3.1 ΔΙΑΘΕΣΗ ΤΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

Ο νόμος προβλέπει μία συγκεκριμένη διαδικασία διανομής κερδών, η οποία έχει ως βάση τα καθαρά κέρδη και αποσκοπεί στην επίτευξη ενός διπλού στόχου: *Πρώτον*, να ενισχύσει την κεφαλαιακή βάση της εταιρίας προς όφελος των εταιρικών πιστωτών, αλλά ενδεχομένως και των μετόχων – επιχειρηματιών, που συχνά ενδιαφέρονται για την αποθυσσάρωση κερδών, πράγμα που επιτυγχάνεται με το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, και *δύτερον*, να ικανοποιήσει την επιθυμία των μετόχων για διανομή κερδών, πράγμα που επιτυγχάνεται με την υποχρεωτική διανομή ενός ελάχιστου ποσοστού των εναπομεινάντων (μετά την αφαίρεση για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού) καθαρών κερδών. Το υπόλοιπο των κερδών μετά τη διανομή του πρώτου μερίσματος διατίθεται σύμφωνα με τα οριζόμενα στο καταστατικό ή με τα οριζόμενα στη σχετική απόφαση της γενικής συνέλευσης. *Μέρισμα* δικαιούται κάθε μέτοχος κατά την ημερομηνία έγκρισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων από την Τακτική Γενική Συνέλευση των Μετόχων ή οποτεδήποτε οριστεί απ' αυτή. Το διατιθέμενο για μέρισμα ποσό από τα κέρδη της χρήσεως, ρυθμίζεται από τον Κ.Ν. 2190/1920 και τον Α.Ν.148/1967 όπως κατωτέρω.

Σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 44α του Κ.Ν 2190/1920 τα καθαρά κέρδη διανέμονται με την παρακάτω σειρά:

α) Προηγείται η διάθεση του ποσοστού για το σχηματισμό του τακτικού αποθεματικού, όπως ορίζει ο νόμος, δηλαδή για το σκοπό αυτό αφαιρείται τουλάχιστο το ένα εικοστό (1/20) των καθαρών κερδών. Σύμφωνα με το νόμο, η αφαίρεση αυτή παύει να είναι υποχρεωτική, όταν αυτό το τακτικό αποθεματικό ανέλθει σε ποσό τουλάχιστον ίσο με το ένα τρίτο (1/3) του μετοχικού κεφαλαίου. Το τακτικό αποθεματικό χρησιμοποιείται αποκλειστικά για την κάλυψη πριν από κάθε διανομή μερίσματος του τυχόν χρεωστικού υπολοίπου του λογαριασμού κερδών και ζημιών.

β) Ακολουθεί, η **διάθεση** του ποσού που απαιτείται για την καταβολή του πρώτου μερίσματος, δηλαδή **ποσοστού έξι τα εκατό (6%) τουλάχιστον του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου**, σύμφωνα με το άρθρο 45 του Κ.Ν. 2190/1920 σε συνδυασμό με τις διατάξεις του άρθρου 3 του Α.Ν. 148/1967, όπως αυτό αντικαταστάθηκε με το άρθρο 1 του Ν.876/1979. Ολόκληρο το υπόλοιπο των κερδών ή μέρος του υπολοίπου διατίθεται κατά την κρίση της Γενικής Συνέλευσης ανάλογα με την πολιτική κάθε εταιρίας,

- για την καταβολή μερισμάτων
- για αμοιβή των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου
- για πρόσθετη αμοιβή των Διευθυντών ή των άλλων υπαλλήλων της εταιρίας,
- για αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου, σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 3 του Κ.Ν. 2190/1920,
- για την κάλυψη αφορολογίτων αποθεματικών,
- μεταφέρεται σε νέα χρήση,
- μετατρέπεται σε έκτακτο αποθεματικό.

Σύμφωνα με τον Α.Ν. 148/1967 άρθρο 3 παραγρ.1:

Οι Ανώνυμες Εταιρίες υποχρεούνται να **διανέμουν** κάθε έτος στους μετόχους ένα **ποσοστό τουλάχιστον 35% επί των καθαρών κερδών σε μετρητά, μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού**. Εάν το παραπάνω ποσό που προκύπτει είναι μεγαλύτερο από το 6% του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου, τότε η εταιρία θα διανείμει το μεγαλύτερο ποσό σαν μέρισμα. Η μόνη περίπτωση που μπορεί η εταιρία να διανείμει το μικρότερο ποσό στους μετόχους είναι αν το αποφασίσει η Γενική Συνέλευση των μετόχων με πλειοψηφία 70% τουλάχιστον του καταβεβλημένου Εταιρικού Κεφαλαίου.

Στην περίπτωση αυτή το μη διανεμόμενο μέρισμα μέχρι τουλάχιστον ποσοστού τριάντα πέντε τοις εκατό (35%) επί των καθαρών κερδών, που προβλέπεται από την προηγούμενη παράγραφο, μεταφέρεται στα βιβλία της Εταιρίας σε ειδικό λογαριασμό αποθεματικού προς κεφαλαιοποίηση. Το αποθεματικό αυτό υποχρεούται η Ανώνυμη Εταιρία, εντός τετραετίας από το χρόνο του σχηματισμού του, να κεφαλαιοποιήσει με έκδοση νέων μετοχών που θα διανείμει δωρεάν στους δικαιούχους μετόχους. Μέρισμα μπορεί να μη διανεμηθεί μόνο με απόφαση του 100% της γενικής συνέλευσης των μετόχων.

3.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΠΛΗΡΩΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

3.2.1 Ενημέρωση για Αποκοπή Μερισματος¹

Το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να δημοσιεύσει στις εφημερίδες, σύμφωνα με τα άρθρα 7β και 43β, παράγραφος 5, του Ν. 2190/20, όπως ισχύει, τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, εκτός από το προσάρτημα, είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη συνεδρίαση της Γενικής Συνέλευσης και να τις υποβάλει στη Γενική Συνέλευση μαζί με το προσάρτημα και με έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου, όπως λεπτομερέστερα αναγράφεται στο άρθρο 43α (παρ. 3 εδαφ. α και β) του Κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920 όπως ισχύει καθώς και με λογοδοσία για τα πεπραγμένα κατά τη χρήση που έληξε και με έκθεση των ελεγκτών. Αντίγραφο των οικονομικών καταστάσεων με τις εκθέσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και των ελεγκτών, υποβάλλονται από την εταιρία, στην αρμόδια εποπτική Αρχή είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από την ημέρα της Γενικής Συνέλευσης. Μέσα σε είκοσι ημέρες από την έγκριση των οικονομικών καταστάσεων από την τακτική Γενική Συνέλευση, υποβάλλεται στην αρμόδια εποπτική Αρχή, επικυρωμένο αντίγραφο των πρακτικών της, καθώς και των ετησίων οικονομικών καταστάσεων που εγκρίθηκαν.

Η εταιρία αρχικά παίρνει απόφαση για τη διανομή του μερίσματος, δηλαδή η Τακτική Γενική Συνέλευση της ανώνυμης εταιρίας, αφού εγκρίνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, αποφασίζει το ύψος των κερδών που θα διανεμηθούν ως μερίσμα, μετά και από σχετική πρόταση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρίας. Στη συνέχεια, η εταιρία οφείλει να αποστείλει άμεσα στο Χ.Α. ανακοίνωση με την ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος, την ημέρα αποκοπής, την ημέρα πληρωμής καθώς και την πληρώτρια Τράπεζα, μέσω της οποίας θα γίνει η καταβολή του μερίσματος.

- Ως **ημέρα καταχώρησης** (*holder-of-record date*), καλείτε η ημέρα που η εταιρία κλείνει τα βιβλία μεταβίβασης μετοχών.
- Ως **ημέρα αποκοπής** (*ex-dividend day*) προσδιορίζεται η ημερομηνία της πρώτης συνεδρίασης που η μετοχή θα διαπραγματεύεται χωρίς το μερίσμα. Η ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποφασίζεται από το Δ.Σ. της ανώνυμης εταιρίας και ανακοινώνεται μέσω του τύπου. Δικαιούχοι του μερίσματος είναι όλοι οι μέτοχοι που είναι κάτοχοι μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας στο

¹ Κανονισμός Χρηματιστηρίου Αθηνών (2006)

τέλος της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου που προηγείται της ημερομηνίας αποκοπής του. Το μέρισμα συνοδεύει τη μετοχή έως τέσσερις ημέρες πριν από την ημέρα καταχώρησης. Την τέταρτη μέρα πριν από την ημερομηνία αυτή το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές. Η ημέρα που το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος παύει να συνοδεύει τις μετοχές, ονομάζεται ημέρα μη καταβολής μερίσματος. Θεωρητικά την ημέρα εκείνη η τιμή της μετοχής θα είναι μειωμένη κατά το ποσό του μερίσματος.

- Ως **ημέρα προσδιορισμού των δικαιούχων μερίσματος** προσδιορίζεται η ημερομηνία της αμέσως προηγούμενης συνεδρίασης, με την εκκαθάριση των συναλλαγών της οποίας διαμορφώνεται το μετοχολόγιο των δικαιούχων.
- Ως **ημέρα πληρωμής** (*payment day*) δύναται να προσδιοριστεί οποιαδήποτε ημέρα εντός διαστήματος τριών εργασίμων ημερών από την αποστολή από το Κ.Α.Α (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών) του αρχείου προσδιορισμού δικαιούχων μερίσματος κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του ΣΑΤ (Σύστημα Άυλων Τίτλων).

Η εταιρία οφείλει επίσης να συμπεριλάβει στη σχετική ανακοίνωση τη διαδικασία πληρωμής μερίσματος μέσω της πληρώτριας Τράπεζας στους δικαιούχους που δεν έχουν παράσχει ή έχουν ανακαλέσει την σχετική εξουσιοδότηση προς τους Χειριστές τους για την είσπραξη του μερίσματος κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του ΣΑΤ.

3.2.2 Καταβολή Μερίσματος

Η πληρωμή των μερισμάτων αρχίζει από την ημέρα που ορίζεται από την τακτική Γενική Συνέλευση ή με εξουσιοδότηση της από το Διοικητικό Συμβούλιο, μετά την έγκριση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων και μέσα σε προθεσμία δύο μηνών. Η πληρωμή γίνεται μέσω πιστωτικού ιδρύματος της επιλογής της εισηγμένης (Πληρώτρια Τράπεζα). Στη συνέχεια, στην πληρώτρια τράπεζα καταβάλλεται την ημέρα πληρωμής το σύνολο του καταβλητέου μερίσματος το οποίο διανέμεται στους δικαιούχους σύμφωνα με τα στοιχεία που θα παρέχει το Κ.Α.Α (Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών) κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στον Κανονισμό Λειτουργίας του ΣΑΤ.(Σύστημα Άυλων Τίτλων). Η καταβολή και πληρωμή του μερίσματος γίνεται με σχετική έγγραφη συμφωνία μεταξύ της εισηγμένης και της πληρώτριας τράπεζας. Η εκδότρια οφείλει να διασφαλίζει ότι η κατάθεση των επιμέρους ποσών μερισμάτων

από την πληρώτρια τράπεζα στους χειριστές του ΣΑΤ που έχουν εξουσιοδοτηθεί από τους δικαιούχους θα ολοκληρώνεται εντός της ημέρας πληρωμής. Όσοι δεν ζητήσουν έγκαιρα την πληρωμή των μερισμάτων που τους ανήκουν, δεν μπορούν να έχουν απαίτηση για ολόκληρο το ποσό. Όσα μερίσματα δεν ζητήθηκαν μέσα σε μία πενταετία από τότε που έγιναν απαιτητά, παραγράφονται.

Οι μέτοχοι μετέχουν στα καθαρά κέρδη μετά από έγκριση της τακτικής Γενικής Συνέλευσης των ετήσιων λογαριασμών (ετήσιων οικονομικών καταστάσεων). Στη συνέχεια το ποσό που εγκρίνεται να διανεμηθεί καταβάλλεται στους μετόχους μέσα σε δύο μήνες από την απόφαση της τακτικής Γενικής Συνέλευσης που ενέκρινε τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις.

3.2.3 Διανομή Προσωρινού Μερίσματος

Το Διοικητικό Συμβούλιο μπορεί να προβεί στη διανομή προσωρινού μερίσματος στους μετόχους, με βάση τη λογιστική κατάσταση, για την εταιρική περιουσία του πρώτου εξαμήνου της εταιρικής χρήσεως. Επιτρέπεται η διανομή προσωρινού μερίσματος ή ποσοστού τούτου μόνο εφόσον είκοσι τουλάχιστον ημέρες πριν από τη διανομή δημοσιευθεί σε κάποια ημερήσια εφημερίδα από τις εκδιδόμενες στην Αθήνα που κατά την κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου κυκλοφορούν ευρύτερα όπως και το Τεύχος Αωνύμων Εταιριών και Εταιριών Περιορισμένης Ευθύνης της Εφημερίδας της Κυβέρνησης και υποβληθεί στην αρμόδια Εποπτεύουσα Αρχή, λογιστική κατάσταση για την εταιρική περιουσία και τα κέρδη της εταιρίας. Το μέρισμα που διανέμεται έτσι δεν είναι δυνατόν να υπερβαίνει το μισό (1/2) των καθαρών κερδών, όπως αυτά αναγράφονται στην παραπάνω λογιστική κατάσταση.

3.3. ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ²

3.3.1 Το Σύστημα Φορολογίας της ΑΕ – Ν. 2065/1992

Με το Ν.Δ. 3843/1958 επιβλήθηκε φορολογία στα εισοδήματα των νομικών προσώπων. Μέχρι τότε, ίσχυε το σύστημα καθαρών προσόδων του Ν. 1640/1919. Έτσι, από το οικονομικό έτος 1959 τα εισοδήματα των ανώνυμων εταιριών υπήχθησαν στη φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων.

Με το φορολογικό σύστημα που καθιέρωσε το Ν.Δ. 3843/1958, τα μη διανεμόμενα κέρδη, αυτά δηλαδή που αποθεματοποιούνται, φορολογούνται στο όνομα της ανώνυμης εταιρίας, ενώ τα διανεμόμενα μερίσματα φορολογούνται στο όνομα των δικαιούχων μετόχων. Όταν στη συνέχεια, η ανώνυμη εταιρία διένειμε ή κεφαλαιοποιούσε τα αποθεματοποιηθέντα κέρδη τότε αυτά θεωρούντο εισόδημα κινητών αξιών για τους δικαιούχους μετόχους. Από τα διανεμόμενα ή κεφαλαιοποιούμενα αποθεματικά παρακρατείτο φόρος μερισμάτων. Ο φόρος εισοδήματος, που αρχικά είχε καταβληθεί από την ανώνυμη εταιρία κατά το χρόνο που προέκυψαν τα άνω κέρδη, συμψηφίζοταν με το φόρο μερισμάτων. Στο Δημόσιο αποδιδόταν η διαφορά, ενώ υπήρχε περίπτωση, η διαφορά να δημιουργούσε απαίτηση επιστροφής φόρου εισοδήματος για την ανώνυμη εταιρία.

Τα παραπάνω ίσχυαν επί 35 χρόνια και το έτος 1992, με το νόμο 2065/1992 έγινε μία βαθύτατη φορολογική αλλαγή στην Ελλάδα. Η σημαντικότερη από τις καινοτομίες του ήταν η ενιαία φορολογία όλων των νομικών προσώπων (ΑΕ, ΕΠΕ, προσωπικών εταιριών), με ένα ενιαίο συντελεστή που ορίστηκε σε ποσοστό 35% επί του συνόλου των φορολογητέων κερδών των επιχειρήσεων αυτών. Για τους ισολογισμούς που κλείνουν από 30/12/1997 και μετά οι ανώνυμες εταιρίες με μετοχές ονομαστικές και μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, το παραπάνω ποσοστό αυξήθηκε σε 40%. Τέλος, τα κέρδη των ισολογισμών των τραπεζών από τις 31/12/1996 και μετά φορολογούνται με συντελεστή 40% (Ν. 2459/1997). Με την καταβολή του παραπάνω φόρου εισοδήματος, επέρχεται εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης για τα διανεμόμενα κέρδη. Δηλαδή, οι εταιρίες όταν διανείμουν κέρδη με τη μορφή μερίσματος, προμερίσματος, αμοιβής στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου κ.λ.π., δεν προβαίνουν σε παρακράτηση φόρου, επειδή τα εισοδήματα αυτά φορολογούνται στο όνομα της εταιρίας.

² “Ένοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις, Νομοθεσία και Πρακτική”, Αληφαντής Γεώργιος, Εκδόσεις Πάμισος, 1998.

3.3.2 Ισχύουσα Νομοθεσία - Ν.2238/1994

Σύμφωνα με την ισχύουσα Νομοθεσία (Ν.2238/1994, άρθρο 109) οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρίες (πλην Τραπεζών) οι μετοχές των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών βαρύνονται με φόρο 35% επί των φορολογητέων κερδών τους πριν από οποιαδήποτε διανομή. Έτσι, τα μερίσματα διανέμονται από τα ήδη φορολογηθέντα στο νομικό πρόσωπο κέρδη και επομένως *ο μέτοχος δεν έχει καμία φορολογική υποχρέωση επί του ποσού των μερισμάτων που εισπράττει*. Επιπλέον, τα κεφαλαιακά κέρδη, δηλαδή η θετική διαφορά μεταξύ τιμής πώλησης μιας μετοχής και της τιμής αγοράς της δε φορολογούνται. Επιβάλλεται, όμως, φόρος επί των συναλλαγών κατά την πώληση, που ανέρχεται σε 0,3%.

Σχετικά με τους ξένους επενδυτές, αυτοί είναι ελεύθεροι να εισάγουν κεφάλαια για επενδύσεις σε χρεόγραφα και να επανεξάγουν τα κέρδη κεφαλαίου, τα μερίσματα και τους τόκους. Επίσης, μπορούν να εκπέσουν από τον φόρο που παρακρατήθηκε λόγω κατοχής χρεογράφων στην αλλοδαπή, υποβάλλοντας σχετική βεβαίωση στις φορολογικές αρχές της χώρας προέλευσής τους. Τέλος, σε αρκετές περιπτώσεις, η Ελλάδα έχει συνάψει διακρατικές συμφωνίες με σκοπό την αποφυγή της διπλής φορολόγησης. Σύμφωνα με αυτές, η φορολόγηση γίνεται στη χώρα που πραγματοποιήθηκε η επένδυση.

3.3.3 Φορολογία Μερισμάτων για Λοιπές Χώρες

Για τα περισσότερα κράτη επιφυλάσσεται διαφορετική φορολογική μεταχείριση στα εισοδήματα από τόκους και στα εισοδήματα από μερίσματα. Ενδεικτικά φαίνεται παρακάτω στον Πίνακα 1, ορισμένες χώρες με το αντίστοιχο ποσοστό φορολογίας που επιβάλλεται στα μερίσματα που διανέμονται:

Πίνακας 1 - Κατάσταση Φορολόγησης Μερισμάτων ανά Χώρα³

ΧΩΡΑ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΦΟΡΟΥ
Αγγλία	0 % (Δεν κρατάει φόρο)
Τουρκία	0 %
Ελλάδα	0%
Hong Kong	0.5 %
Καναδάς	15 %
Ισπανία	15 %
Νορβηγία	20 %
Γερμανία	21.1 %
Ιταλία	25 %
Γαλλία	25 %
Ολλανδία	25 %
Φιλανδία	28 %
Σουηδία	30 %
Η.Π.Α.	30 %
Ελβετία	35 %

³ Invest Direct AXEPEY, τμήμα του ομίλου HSBC.

3.4 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

3.4.1 Πριν το 2001

Σε συνθήκες τέλειων αγορών, χωρίς φόρους και έξοδα συναλλαγών, οι τιμές των μετοχών την ημερομηνία αποκοπής του μερίσματος, μειώνονται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος που διανέμεται. Αυτό συμβαίνει διότι την τελευταία ημέρα πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($P_{t-1} = P_0 + D$), η αξία της μετοχής αποτελείται από δύο μέρη:

- Την τιμή της μετοχής την ημερομηνία αποκοπής (P_0) και
- Το ποσό του πληρωτέου μερίσματος (D)

Επομένως, την ημέρα που αποκόπτεται το μέρισμα, η τιμή της μετοχής προσαρμόζεται κατά το ποσό του μερίσματος.

Σύμφωνα με την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α και συγκεκριμένα με την Απόφαση 45/2000⁴ στις 12/7/2000, παράγραφο 5 περί διανομής μερίσματος, προσδιορίζεται η μέθοδος προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α λόγω διανομής μερίσματος. Πριν το 2001, αυτό που ίσχυε στην περίπτωση διανομής μερίσματος, M , ήταν ότι η προσαρμοσμένη τιμή της μετοχής T_{π} , ισούται με

$$T_{\pi} = T_{\kappa} - M$$

Όπου,

T_{π} = η προσαρμοσμένη τιμή μετοχής (μετά την εταιρική πράξη),

T_{κ} = η τιμή κλεισίματος της μετοχής (πριν την εταιρική πράξη) και

M = πληρωτέο μέρισμα.

3.4.2 Μετά το 2001

Το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α., στις 30/3/2001, ύστερα από απόφασή του, ανακοίνωσε ότι στις περιπτώσεις διανομής μερίσματος από τις εισηγμένες εταιρίες δεν θα αναπροσαρμόζεται η τιμή της μετοχής, δηλαδή **το μέρισμα δεν θα αφαιρείται**

⁴ ΦΕΚ 1036/23-8-2000, “Μέθοδοι προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α λόγω εταιρικών πράξεων”, παράγραφος 5.

από την τιμή κλεισίματος της μετοχής την προηγούμενη της αποκοπής ημέρα, οπότε θα ισχύει $T_{\pi} = T_{\kappa}$ ⁵. Σύμφωνα με την ανακοίνωση του Χ.Α στις 3/4/2001, αφήνεται στην ίδια την αγορά να αποφασίζει για την εξέλιξη της τιμής της μετοχής. Η τεχνική προσαρμογής της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής έχει ως εξής: η ημερομηνία αποκοπής μερίσματος ανακοινώνεται και με βάση τα ημερήσια όρια διακύμανσης που ισχύουν για κάθε μετοχή διαπραγματεύεται και κλείνει στα επίπεδα που προσδιορίζουν οι δυνάμεις της αγοράς.

Όπως επισημαίνεται στη σχετική ανακοίνωση του Χ.Α, στις 3/4/2001:

«η πολιτική αυτή είναι χρήσιμη, ώστε να εμφυσήσει το μακροπρόθεσμο ορίζοντα των επενδυτών στην κάθε εταιρία, να παραμένουν δηλαδή μέτοχοι σε αυτές για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα με τη λογική ότι το υψηλό μέρισμα αντανάκλα την ευρωστία και την αναπτυξιακή πορεία της εταιρίας και αποτελεί ένδειξη ότι τα καλά αποτελέσματα θα συνεχιστούν».

Στη συνέχεια η ανακοίνωση αναφέρει ότι, στο παρελθόν η μερισματική πολιτική των εισηγμένων εταιριών, λόγω και του ύψους των εναλλακτικών αποδόσεων δεν αποτελούσε πόλο έλξης των επενδυτών, δηλαδή η μειωμένη απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος οδηγούσε τους επενδυτές σε άλλες επενδύσεις με μεγαλύτερη απόδοση. Όμως με τις αποδόσεις που παρατηρούνται σήμερα σε τοποθετήσεις σταθερού εισοδήματος, η διανομή μερίσματος αποτελεί κίνητρο επένδυσης και παραμονής σε μία μετοχή, όπως ισχύει και σε άλλες ώριμες αγορές, καθώς μάλιστα τώρα οι μερισματικές αποδόσεις εισηγμένων εταιριών συχνά ξεπερνούν αποδόσεις σταθερού εισοδήματος.

Τέλος, με την απόφασή του αυτή το Χ.Α. και η ελληνική αγορά μετοχών, όπως αναφέρεται στη συνέχεια της ανακοίνωσης, εναρμονίζεται με τα συμβαίνοντα και σε άλλα Χρηματιστήρια αναπτυγμένων αγορών, όπως είναι το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (London Stock Exchange), το Χρηματιστήριο της Φραγκφούρτης (Deutsche Borse) και το Χρηματιστήριο της Αυστραλίας (Australian Stock Exchange).

⁵ ΦΕΚ 355, Τεύχος Β/30/3/2001 - Τροποποίηση της Απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α (45/12-7-2000), «Μέθοδοι Προσαρμογής της τιμής των μετοχών εισηγμένων εταιριών στο Χ.Α λόγω εταιρικών πράξεων». Η μη προσαρμογή της τιμής στο ποσό του μερίσματος ξεκίνησε να εφαρμόζεται στις 2/4/2001.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Ένας από τους τρέχοντες γρίφους της χρηματοοικονομικής μελέτης είναι η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Υπό μια ακριβή θεωρητική έννοια, η αναμενόμενη πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να είναι ίση με το ποσό του μερίσματος της συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, εφόσον ισχύουν οι υποθέσεις της ύπαρξης τέλειων αγορών, της μη ύπαρξης φορολογίας, της βεβαιότητας για την επενδυτική πολιτική των εταιριών και της ορθολογικής συμπεριφοράς των επενδυτών (Miller & Modigliani (1961)). Οποιαδήποτε άλλη μεταβολή της τιμής της μετοχής θα δημιουργήσει ευκαιρίες κερδοσκοπίας κυρίως αν τα κόστη συναλλαγής είναι πολύ χαμηλά. Οι εμπειρικές έρευνες που έχουν γίνει μέχρι τώρα εντούτοις, τεκμηριώνουν ότι η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από το μέρισμα.

Ένα ενδιαφέρον χαρακτηριστικό της συμπεριφοράς αυτής της τιμής, είναι ότι (με μερικές εξαιρέσεις) είναι αισθητή στις αναπτυγμένες αγορές σε όλο τον κόσμο. Συνεπώς, οι οποιεσδήποτε εξηγήσεις δεν μπορούν να περιοριστούν στη μικροδομή μίας μόνο αγοράς ή στο φορολογικό καθεστώς αυτής. Η καλύτερη ερμηνεία της τιμολόγησης της μετοχής την ημέρα αποκοπής θα είναι αυτή που ισχύει για όλες τις αγορές.

Διάφοροι λόγοι έχουν βρεθεί για να ερμηνεύσουν το γιατί η απόκλιση της τιμής της μετοχής παραμένει παρότι φαίνεται ότι η διαφορά αυτή της τιμής μπορεί να δημιουργήσει ευκαιρίες κέρδους χωρίς κίνδυνο. Η παλαιότερη και πιο γνωστή εξήγηση είναι το φορολογικό επιχείρημα του Elton και Gruber (1970).

Από το 1970 και ύστερα, πάρα πολλά άρθρα έχουν εμφανιστεί, είτε εξετάζοντας είτε επιβεβαιώνοντας τα αρχικά συμπεράσματα των Elton & Gruber. Αυτά τα άρθρα γενικά εμπίπτουν στη μια από τις τέσσερις κατηγορίες:

1. Η πρώτη κατηγορία ερευνών θα μπορούσαμε να πούμε ότι είναι επανάληψη της μελέτης των Elton & Gruber σε αγορές εκτός των ΗΠΑ, όπως της Ιαπωνίας, του Χογκ Κονγκ, του Καναδά, της Γερμανίας, της Ελλάδας, της Νέας Ζηλανδίας, της Γαλλίας, της Μεγάλης Βρετανίας ή σε αμερικάνικες αγορές σε άλλες χρονικές περιόδους.

2. Η δεύτερη κατηγορία επανεξετάζει το κατά πόσο η αλλαγή στην πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζεται με τις αλλαγές στους φορολογικούς νόμους.

3. Η τρίτη κατηγορία συμφωνεί ότι η πτώση είναι μικρότερη από το μέρισμα αλλά υποστηρίζει ότι η πτώση αυτή είναι ανεξάρτητη από το φορολογικό καθεστώς και ότι οφείλεται στην κερδοσκοπική τάση των βραχυπρόθεσμων επενδυτών.

4. Τελευταία είναι η κατηγορία των μελετών που αμφισβητεί ακόμα πιο δυναμικά την επίδραση της φορολογίας των μερισμάτων στην τιμή της μετοχής και προσπαθεί να αποδείξει ότι η μείωση στην τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρότερη από το μέρισμα, λόγω της μικροδομής που χαρακτηρίζει τις αγορές, για παράδειγμα λόγω του ελάχιστου tick size που επιβάλλεται από μερικά χρηματιστήρια του κόσμου, ή λόγω των bid-ask spreads. Αυτό πρόκειται και για το πιο σημαντικό επιχείρημα που χρησιμοποιείται σε ένα μεγάλο μέρος των εμπειρικών εργασιών, που θεωρούν ότι η συμπεριφορά της τιμής τη συγκεκριμένη ημέρα μπορεί να είναι ανεξάρτητη από τη φορολογική πολιτική.

Ειδικότερα, παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες πολύ σημαντικές εμπειρικές έρευνες που έχουν προσπαθήσει να ερμηνεύσουν την ανωμαλία στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και έχουν αποδώσει την υπερβάλλουσα αυτή απόδοση στις διαφορετικές συνθήκες που επικρατούν σε κάθε αγορά.

4.1 ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ

Οι *Elton και Gruber (1970)*, προβάλλουν ένα επιχείρημα βασισμένο στη φορολογία, υποστηρίζοντας ότι οι τιμές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος διαμορφώνονται κατά τέτοιο τρόπο ώστε οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές να είναι αδιάφοροι μεταξύ της αγοράς ή της πώλησης μετοχών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής. Αυτό σημαίνει ότι $(P_{cum} - P_{ex})/D = (1 - t_d)/(1 - t_g)$, όπου P_{cum} , είναι η τιμή της μετοχής την επόμενη ημέρα, P_{ex} , είναι η τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, D το ποσό του μερίσματος ανά μετοχή, t_g είναι ο φορολογικός συντελεστής των κεφαλαιακών κερδών και t_d είναι ο φορολογικός συντελεστής του

μερίσματος. Έτσι, όταν φορολογούνται βαρύτερα τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη, αυτό σημαίνει $t_d > t_g$, και η πτώση της τιμής θα είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος.

Οι Elton και Gruber (1970) έδειξαν ότι με την ύπαρξη φορολογίας, η πτώση στην τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πρέπει να απεικονίζει την μετά φόρων αξία του μερίσματος που σχετίζεται με τη μετά φόρων αξία των κεφαλαιακών κερδών εκείνη την ημέρα. Θεωρητικά επειδή τα μερίσματα στα περισσότερα χρονικά διαστήματα φορολογούνται περισσότερο από τα κεφαλαιακά κέρδη και εφόσον οι φόροι επηρεάζουν τις επιλογές του επενδυτή, η πτώση στην τιμή της μετοχής πρέπει γενικά να είναι μικρότερη από το μέρισμα. Κατά συνέπεια, η πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα πρέπει να απεικονίζει τη διαφορετική φορολόγηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, και το μέγεθος της πτώσης θα μπορούσε να υποδηλώνει τη φορολογική θέση του μακροπρόθεσμου επενδυτή. Από τη στιγμή που τα μερίσματα φορολογούνται υψηλότερα από τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη, η τιμή των μετοχών την ημέρα αποκοπής δε θα μειωθεί κατά το πλήρες ποσό του μερίσματος.

Επιπλέον, οι Elton και Gruber (1970) με στοιχεία κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές που ανήκουν στα ανώτερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές που έχουν χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές που ανήκουν σε χαμηλότερα φορολογικά κλιμάκια προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση, ενισχύοντας έτσι την ιδέα της πελατειακής επίδρασης των μερισμάτων (clientele effect).

Μία άλλη μελέτη που παρουσιάζει στοιχεία που επιβεβαιώνουν την επιρροή της φορολογίας στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι αυτή των **Poterba** και **Summers (1984)**. Οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τα δεδομένα της Αγγλίας για να εξετάσουν πόσο επηρεάζει η φορολογία των μερισμάτων την αποτίμηση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Τα Βρετανικά στοιχεία είναι σε θέση να βοηθήσουν πολύ σημαντικά στο θέμα της φορολογίας και την επιρροή αυτής στην αποκοπή του μερίσματος, δεδομένου ότι έχουν υπάρξει δύο ριζικές αλλαγές και διάφορες δευτερεύουσες μεταρρυθμίσεις στη βρετανική φορολογική πολιτική μερισμάτων κατά τη διάρκεια των τελευταίων 30 ετών. Η μελέτη της σχέσης μεταξύ του ποσού του μερίσματος και της μεταβολής της τιμής της μετοχής κατά τη διάρκεια των διαφορετικών φορολογικών καθεστώτων

προσφέρει ένα ιδανικό ελεγχόμενο πείραμα για την εξέταση του φαινομένου την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα για ένα μικρό δείγμα εταιριών, και μηνιαία δεδομένα για ένα πολύ ευρύτερο δείγμα, βρήκανε τη σαφή ένδειξη ότι οι φόροι επηρεάζουν τη σχέση ισορροπίας μεταξύ της μερισματικής απόδοσης και της απόδοσης της αγοράς. Αναλύοντας λοιπόν όλα αυτά τα στοιχεία, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η φορολογία αποτελεί ένα καθοριστικό παράγοντα για την ασφάλεια της ισορροπίας στην αγορά και απαντάει λίγο στο ερώτημα γιατί οι εταιρίες διανέμουν μερίσμα.

Οι Poterba και Summers (1984) στήριξαν τη μελέτη τους στις εναλλαγές του Βρετανικού φορολογικού συστήματος των μερισμάτων κατά την περίοδο 1955 με 1981. Πιο συγκεκριμένα υπήρξαν τρεις υποπερίοδοι προς μελέτη: 1) από το 1955 έως το 1965, όπου τα κεφαλαιακά κέρδη δε φορολογούνταν καθόλου, 2) από το 1965 μέχρι το 1973, όπου τα μερίσματα επιβαρύνονταν με μεγαλύτερη φορολόγηση από ότι τα κεφαλαιακά κέρδη και οι επενδυτές φορολογούνταν και για τα μερίσματα και για τα κεφαλαιακά κέρδη και 3) από το 1973 μέχρι το 1981, όπου τα κεφαλαιακά κέρδη επιβαρύνονταν με μεγαλύτερη φορολόγηση από ότι τα μερίσματα. Στη συνέχεια συγκέντρωσαν τις ημερήσιες τιμές των μετοχών και τις τιμές των μερισμάτων 16 μεγάλων επιχειρήσεων της Αγγλίας και αφού είδαν ότι η φορολογία επηρεάζει τις κινήσεις των τιμών των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κυρίως κατά την τρίτη υποπερίοδο, θέλησαν να επεκτείνουν τη μελέτη τους χρησιμοποιώντας και μηνιαίες αποδόσεις αξιογράφων περισσότερων εταιριών. Το συμπέρασμα ήταν το ίδιο, παρατηρήθηκε ότι οι φόροι έχουν άμεση σχέση με τη θετική συσχέτιση μεταξύ των μερισματικών αποδόσεων και των αποδόσεων της αγοράς.

Οι Booth και Johnston (1984) μελέτησαν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του Καναδά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Το φορολογικό σύστημα των μερισμάτων στον Καναδά έχει ενδιαφέρον γιατί διαφέρει από αυτό που ισχύει στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ουσιαστικά επιβάλλεται διπλή φορολογία και στο μερίσμα και στα κεφαλαιακά κέρδη, και αυτό που ισχύει στην Ευρώπη, όπου υπάρχει ένα πιο συγκροτημένο και ολοκληρωμένο φορολογικό σύστημα. Ο Καναδάς βρίσκεται κάπου ενδιάμεσα. Ο σκοπός της μελέτης των συγκριμένων συγγραφέων ήταν να δείξουν κατά πόσο μπορεί να προσδιοριστεί το ποσοστό φορολογίας του

μέσου επενδυτή στον Καναδά, χρησιμοποιώντας τη μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και το αντίστοιχο μέρισμα.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήσανε ήταν απλή. Πήραν ένα δείγμα 144 επιχειρήσεων του TSE, για την περίοδο 1970 έως και 1980 και υπολόγισαν την μεταβολή της τιμής των μετοχών ως προς την τιμή του μερίσματος ανά μετοχή. Στη συνέχεια έλεγξαν την υπόθεση ο δείκτης αυτός να είναι ίσος με το μηδέν ή τη μονάδα. Σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%, η υπόθεση ο δείκτης αυτός να είναι ίσος με το μηδέν απορρίπτεται σε όλα τα έτη εκτός από το 1979, επίσης σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5%, η υπόθεση ο δείκτης αυτός να είναι ίσος με τη μονάδα απορρίπτεται για όλα τα έτη και σε επίπεδο εμπιστοσύνης 1%, για το έτος 1980.

Από τα παραπάνω καταλήξαν στο συμπέρασμα ότι το γεγονός ότι ο δείκτης διαφέρει σημαντικά από το μηδέν ή από τη μονάδα, σημαίνει ότι υπάρχει η τάση οι επενδυτές να προτιμούν τα κεφαλαιακά κέρδη έναντι των μερισματικών κερδών, ακόμα υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του δείκτη και των φορολογικών αλλαγών μεταξύ τεσσάρων διαφορετικών περιόδων κάτι που προκύπτει κυρίως από το μέσο επενδυτή, που έχει χαμηλό ποσοστό φορολογίας στα κεφαλαιακά κέρδη. Τέλος, τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν καταργούν τις δύο βασικές υποθέσεις που προσπαθούν να εξηγήσουν την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (Short-term Trading) και την υπόθεση της πελατειακής φορολογίας (tax – clientele).

Ο *Barclay (1987)*, επιβεβαίωσε πολύ δυναμικά ότι η διαμόρφωση της τιμής της μετοχής την μέρα αποκοπής του μερίσματος οφείλεται στο φορολογικό καθεστώς, διαπιστώνοντας ότι στην Αμερική πριν τη θέσπιση του φόρου εισοδήματος η τιμή της μετοχής μειωνόταν ακριβώς κατά το πλήρες ποσό του μερίσματος.

Η μελέτη του *Barclay (1987)* εξετάζει τη συμπεριφορά της τιμής των κοινών μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν από τη θέσπιση του ομοσπονδιακού φόρου εισοδήματος το 1913, και βρίσκει ότι κατά την περίοδο πριν την επιβολή του φόρου στα μερίσματα οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος έφεταν κατά μέσο όρο κατά το συνολικό ποσό του μερίσματος, ενώ μετά την επιβολή του φόρου η τιμή μειώνεται λιγότερο. Σύμφωνα με τη μελέτη αυτή λοιπόν, επιβεβαιώνεται το γεγονός ότι η τιμή στην οποία διαμορφώνεται η μετοχή επηρεάζεται από τη φορολογία. Τα στοιχεία που έχει συλλέξει ο συγγραφέας συμφωνούν με την υπόθεση ότι (1) οι επενδυτές στην προ φόρου περίοδο θεωρούσαν

τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη ως τέλεια υποκατάστατα και (2) η διαφορετική φορολογία των μερισμάτων από τα κεφαλαιακά κέρδη έχουν αναγκάσει από τότε τους επενδυτές να υπολογίζουν την αξία των φορολογήσιμων μερισμάτων πάντα σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη.

Τα συμπεράσματα που βγαίνουν από αυτή τη μελέτη είναι ότι, η διαφορετική φορολογία των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών ασκεί σημαντική επίδραση στην επιλογή χαρτοφυλακίων από τους μεμονωμένους επενδυτές. Ακόμα, όταν τα δεδομένα χωριστούν σε χαρτοφυλάκια ταξινομημένα ανά ετήσια μερισματική απόδοση, τα δεδομένα της περιόδου πριν την επιβολή του φόρου, δεν εμφανίζουν καμία ένδειξη πελατειακής επίδρασης και τέλος, σύμφωνα με τα στοιχεία της μελέτης συμπεραίνεται ότι η μερισματική πολιτική είναι ικανή να επηρεάσει τη διαμόρφωση της αγοραίας αξία των αξιογράφων της εταιρίας.

Οι Bartholdy και Brown (1999), εξέτασαν το ίδιο ζήτημα χρησιμοποιώντας στοιχεία από τη Νέα Ζηλανδία όπου οι επιχειρήσεις εκεί μπορούν να διανείμουν είτε φορολογήσιμα είτε μη φορολογήσιμα μερίσματα ή και τα δύο. Σύμφωνα με την έρευνα που κάνανε διαπίστωσαν ότι η παρουσία της πελατειακής επίδρασης (tax clientele effect) είναι αισθητή στην τιμή της μετοχής. Μία άλλη εμπειρική έρευνα που υποστηρίζει τη φορολογική ερμηνεία παρέχεται από τον *McDonald (2001)*. Αυτός εξέτασε τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συλλέγοντας στοιχεία από το χρηματιστήριο της Γερμανίας. Αυτό που διαπίστωσε ήταν ότι η πτώση της τιμής της γερμανικής μετοχής φτάνει περίπου στο 126% της αξίας του μερίσματος και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αγορά αποτιμά την πτώση λόγω φορολογίας στο 50% της συνολικής πτώσης. Και ο McDonald λοιπόν έδωσε μία ερμηνεία βασισμένη στην επίδραση της φορολογίας.

Πιο πρόσφατα, *οι Dutta, Jog, και Saadi (2005)*, επανεξέτασαν τη συμπεριφορά των τιμών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και του όγκου στο χρηματιστήριο του Καναδά. Αντίθετα από τις προηγούμενες μελέτες, αυτοί βρήκαν στοιχεία που επιβεβαιώνουν την ταυτόχρονη επιρροή και της φορολογίας αλλά και των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών στην διαμόρφωση της τιμής. Εξετάζοντας τις μη κανονικές αποδόσεις των τιμών αλλά και του όγκου συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, βρίσκουν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση ανάμεσα στις

βραχυπρόθεσμες συναλλαγές και την έντονη δραστηριότητα γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Από την άλλη μεριά υπάρχουν μερικές μελέτες που αμφισβητούν την ερμηνεία της φορολογικής επιρροής στην τιμή την ημέρα αποκοπής. Κάποιες από τις πρόσφατες έρευνες είναι για παράδειγμα αυτή του *Daunfeldt (2002)* που προσπάθησε να αναλύσει πώς οι αλλαγές στο σουηδικό φορολογικό σύστημα έχουν επηρεάσει τις τιμές των μετοχών και τον όγκο συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα συμπεράσματά του έδειξαν ότι δεν υπάρχει σχέση της ανωμαλίας στην τιμή με την υπόθεση της πελατειακής επίδρασης, αλλά ούτε και με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, δεδομένου ότι δεν επιβεβαιώνεται η θετική σχέση μεταξύ του μη κανονικού όγκου συναλλαγών και της μερισματικής απόδοσης

Τη φορολογική ερμηνεία αμφισβήτησαν και οι *Hu και Tseng (2004)* που μελέτησαν τη ροή των εντολών γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος, χρησιμοποιώντας ένα μοναδικό σύνολο δεδομένων από το χρηματιστήριο της Ταϊβάν όπου ο φορολογικός κώδικας που ακολουθείται μπορεί να βοηθήσει στο να εξεταστεί ξεχωριστά η ερμηνεία της φορολογίας από τις υπόλοιπες. Αυτό που παρατήρησαν ήταν ότι οι εταιρίες που δεν επηρεάζονται από τη φορολογία διαδραματίζουν το ρόλο των βραχυπρόθεσμων κερδοσκόπων τις ημέρες γύρω από την αποκοπή του μερίσματος: αγοράζουν πριν την ημερομηνία αποκοπής και πωλούν κατόπιν.

Σε παρόμοιο πνεύμα, οι *Kadapakkam και Martinez (2005)*, εξέτασαν τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για μετοχές που διαπραγματεύονται στο Μεξικό όπου οι φορολογικοί νόμοι είναι τέτοιοι που τα κύρια κέρδη στις συναλλαγές χρηματιστηρίου είναι αφορολόγητα. Αυτό που βρήκαν ήταν μία θετική μη κανονική απόδοση την ημέρα αποκοπής που δεν έχει σχέση με το φορολογικό καθεστώς.

4.2 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ (Short-term Trading)

Το γεγονός ότι η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος όπως είδαμε, είναι ευρέως τεκμηριωμένο. Όμως, η ύπαρξη φορολογίας δεν είναι η μοναδική ερμηνεία αυτού του φαινομένου. Ο πρώτος που το αμφισβήτησε αυτό είναι ο *Kalay (1982)*, που επισήμανε ότι οι βραχυπρόθεσμοι κερδοσκόποι συμμετέχουν σε συναλλαγές γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, με αποτέλεσμα η μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής να είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Σύμφωνα με αυτή τη διαπίστωση, έδειξε ότι σε μια οικονομία που χαρακτηρίζεται από απόλυτη βεβαιότητα, οι επενδυτές που δεν υπόκεινται στη διαφορετική φορολογία μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών, δηλαδή οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές, θα πάρουν το μέρισμα και θα εξοικονομήσουν κέρδος από τη διαφορά μεταξύ του πληρωτέου μερίσματος και της μείωσης της τιμής. Η υπερβάλλουσα απόδοση που προκύπτει την ημέρα αποκοπής του μερίσματος απεικονίζει τα κόστη συναλλαγής των βραχυπρόθεσμων επενδυτών. Εάν τα κόστη συναλλαγής ήταν μηδέν, η μείωση της τιμής θα έπρεπε να είναι ακριβώς ίση με το μέρισμα. Επιπλέον, υπάρχουν μερικοί μεγάλοι παίκτες του χρηματιστηρίου, όπως τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια που είναι αδιάφοροι μεταξύ των κεφαλαιακών κερδών και των μερισμάτων και καθώς δεν αποσκοπούν σε κερδοσκοπία, είναι πρόθυμοι να καθυστερήσουν τις συναλλαγές κατά μία ημέρα ή δύο για να εκμεταλλευθούν τη μετά φόρων τιμολόγηση. Η προσέγγιση του Kalay (1982), ωστόσο δεν μπορεί να εξηγήσει πολύ αναλυτικά γιατί τελικά η μείωση είναι μικρότερη από το μέρισμα, σε αντίθεση με νεότερες μελέτες όπου με πιο σύγχρονα στοιχεία έχουν δείξει ότι η παρουσία βραχυπρόθεσμων συναλλαγών επηρεάζει την κίνηση της τιμής σε σχέση με την αποκοπή του μερίσματος, αποδυναμώνοντας έτσι το επιχείρημα της φορολογίας.

Πιο συγκεκριμένα, ο Kalay (1982) εξηγεί ότι μία απλοϊκή οικονομία όπου το οριακό ποσοστό φορολογίας μπορεί να εξαχθεί από τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, θα πρέπει να τηρεί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- Δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγής
- Ο φόρος που επιβάλλεται στα κεφαλαιακά κέρδη τ_g και ο φόρος του μερίσματος τ_d είναι γνωστά και η σχέση μεταξύ τους είναι $\tau_g = \min\{\tau_d/2.25\%$

- Ο φόρος στα βραχυπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη και στα μακροπρόθεσμα κεφαλαιακά κέρδη είναι ίδιος
- Δεν υπάρχει περιορισμός στις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές
- Οι επενδυτές επιθυμούν ουδέτερο κίνδυνο
- Όλοι οι επενδυτές υπόκεινται στον ίδιο φορολογικό συντελεστή
- Αν μία μετοχή αγοραστεί την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, η μετοχή θα πωληθεί στη συνέχεια σε τιμή υψηλότερη από αυτή που είχε την ημέρα πριν την αποκοπή

Σε μία τέτοια οικονομία, ο επενδυτής θα είναι αδιάφορος στο να πουλήσει πριν ή μετά την ημέρα αποκοπής, εάν

$$P_B - \tau_g (P_B - P_C) = P_{exp} - \tau_g (P_{exp} - P_C) + D (1 - \tau_d),$$

δηλαδή εάν το ποσό που θα κερδίσει ο επενδυτής πουλώντας, την προηγούμενη μέρα από την αποκοπή, τη μετοχή που είχε αγοράσει P_C , είναι ίσο με το καθαρό ποσό που αναμένεται να κερδίσει ο επενδυτής μετά την πώληση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Όπου,

P_B = η τιμή της μετοχής την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος

P_{exp} = η αναμενόμενη τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

P_C = η τιμή στην οποία αγοράστηκε η μετοχή

D = το μέρισμα ανά μετοχή

Η παραπάνω σχέση ισοδυναμεί με την εξίσωση $(P_B - P_{exp})/D = (1 - \tau_d)/(1 - \tau_g)$ και από τη στιγμή που εφαρμόζεται η ίδια φορολογία και στα κεφαλαιακά κέρδη και στα μερίσματα, ο επενδυτής θα είναι αδιάφορος ως προς το ποια μέρα θα πουλήσει. Στην πράξη όμως, η μεταβολή στην τιμή είναι δύσκολο να ισοδυναμεί με το ποσό του μερίσματος, λόγω της ύπαρξης κόστους συναλλαγής και οι κερδοσκόποι είναι σε θέση να κερδίζουν ή να χάνουν αναλόγως με το αν το κόστος συναλλαγής είναι μικρότερο ή μεγαλύτερο από τη μείωση της τιμής.

Οι **Lakonishok και Vermaelen (1986)**, επιβεβαίωσαν το επιχείρημα του Kalay (1982) ερευνώντας ταυτόχρονα τον όγκο εμπορικών συναλλαγών και τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής γύρω από τις ημέρες αποκοπής του μερίσματος. Τα αποτελέσματά τους έδειξαν ότι ο όγκος εμπορικών συναλλαγών αυξήθηκε σημαντικά την προηγούμενη και την επόμενη μέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αυτή η αύξηση ήταν περισσότερο εμφανής στις μετοχές που είχαν τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών με την υψηλότερη απόδοση και κατά τη διάρκεια της

περιόδου που ακολουθούσε μετά από την εισαγωγή των διαπραγματεύσιμων προμηθειών των brokers. Επιπλέον, οι τιμές των μετοχών εμφάνισαν μη κανονικές αυξήσεις πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και μη κανονικές μειώσεις τις επόμενες ημέρες. Οι μη κανονικές αυξήσεις των τιμών ήταν θετικά συσχετισμένες με την μερισματική απόδοση και το κόστος συναλλαγών. Από την άλλη, ο μη κανονικός όγκος συναλλαγών ήταν θετικά συσχετισμένος με την μερισματική απόδοση και αρνητικά με τα κόστη συναλλαγών. Ακόμα και οι πιο πρόσφατες έρευνες συμπεράνουν ότι, ακόμα και όταν οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές (arbitrageurs) είναι απόντες από την αγορά, η τιμή την ημέρα που σταματάει η μετοχή να «κουβαλάει» το μέρισμα, μπορεί να επηρεαστεί από παράγοντες άλλους εκτός της φορολογίας.

Οι *Kapoff και Walking (1988)*, υποστήριζαν περαιτέρω την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, διαπιστώνοντας ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος συσχετίζονται θετικά με τα κόστη συναλλαγής. Επίσης είδαν ότι αυτή η συσχέτιση υπάρχει κυρίως σε μετοχές υψηλής απόδοσης και μετά από την εισαγωγή των διαπραγματεύσιμων αμοιβών των προμηθευτών. Σε μία παράπλευρη μελέτη οι *Kapoff και Walking (1990)* εξέτασαν τη σχέση μεταξύ του κόστους συναλλαγών και της συμπεριφοράς της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στο NASDAQ. Σύμφωνα με το περιθώριο αγοράς-πώλησης των μετοχών απέδειξαν ότι η απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι ανάλογη του κόστους συναλλαγής. Επίσης διαπίστωσαν ότι αυτή η σχέση γίνεται ισχυρότερη καθώς αυξάνεται η μερισματική απόδοση, και είναι ακόμα πιο φανερή σε μετοχές υψηλής απόδοσης.

Ο *Γραμματικός (1989)*, επιβεβαίωσε τη σημασία των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, αναφέροντας ότι η μέση προσαρμοσμένη απόδοση της τιμής στην αγορά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν σημαντικά χαμηλότερη μετά από την εισαγωγή του αμερικανικού νόμου φορολογικής μεταρρύθμισης το 1984 απ' ό,τι πριν από την εφαρμογή του νόμου. Το υψηλό ασφάλιστρο κινδύνου δε που παρατηρήθηκε, είναι απόρροια της ανικανότητας των βραχυπρόθεσμων επενδυτών να αφαιρέσουν όλο τον κίνδυνο που εμπεριέχεται σε μια στρατηγική συναλλαγής μερισμάτων.

Ο *Michaely (1991)*, ανέλυσε τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μετά την εφαρμογή της φορολογικής μεταρρύθμισης του 1986 στην Αμερική, που μείωσε εντυπωσιακά τις διαφορές στη φορολογία μεταξύ των πραγματοποιηθέντων μακροπρόθεσμων κεφαλαιακών κερδών και της διανομής μερίσματος το 1987 και ύστερα τις εξάλειψε οριστικά το 1988. Αυτό που διαπίστωσε ο *Michaely (1991)* είναι ότι αυτή η φορολογική αλλαγή δεν είχε καμία επίδραση στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, γεγονός το οποίο επιβεβαιώνει την υπόθεση ότι οι μακροπρόθεσμοι επενδυτές δεν ασκούν κάποια σημαντική επίδραση στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος κατά τη διάρκεια της περιόδου αυτής. Αντίθετα, τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι αυτοί που προσδιορίζουν και επηρεάζουν την τιμή της μετοχής είναι οι βραχυπρόθεσμοι και οι εταιρικοί επενδυτές.

Το δείγμα που χρησιμοποιήσαν απαρτίζεται από τις τιμές κλεισίματος 50 ημερών πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος όλων των εταιριών που είναι καταχωρημένες στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και διένειμαν μέρισμα κατά την περίοδο 1986-1989. Ύστερα, συγκρίνοντας το μέσο όρο των premiums, $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$ για τρεις διαφορετικές περιόδους: α) 20 χρόνια πριν τη φορολογική μεταρρύθμιση του 1986, β) ένα χρόνο πριν και γ) ένα χρόνο αμέσως μετά την εφαρμογή της, μπόρεσαν να διαχωρίσουν την επίδραση της φορολογίας στην τιμή της μετοχής από την επίδραση άλλων παραγόντων, όπως η αλλαγή στα κόστη συναλλαγής ή οι αλλαγές στη στάση των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο της μετοχής. Τα μέσα premiums στη δεκαετία του '60, ήταν σημαντικά χαμηλότερα από αυτά των ετών 1986 και 1987 και σημαντικά μικρότερα από τη μονάδα. Αυτή η διαπίστωση, θεώρησαν ότι απεικονίζει μια δομική αλλαγή στις αμερικάνικες χρηματιστηριακές αγορές μεταξύ 1966-1967 και 1986-1987. Η μείωση στα κόστη συναλλαγών και η εμφάνιση της αγοράς των futures και των options, ίσως ήταν και η αιτία που ο όγκος συναλλαγών άρχισε να πραγματοποιείται κυρίως από θεσμικούς και εταιρικούς επενδυτές και λιγότερο από μεμονωμένους επενδυτές με αποτέλεσμα η αλλαγή του ποσοστού φορολογίας στα κέρδη του μεμονωμένου επενδυτή να μην έχει σημαντική επίδραση στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, τα μέσα premiums έχουν παρόμοια τιμή πριν και μετά από τη φορολογική αλλαγή και μάλιστα κοντά στη μονάδα, επομένως αυτό που φαίνεται είναι ότι η αλλαγή στα φορολογικά ποσοστά μεταξύ του μερίσματος και του εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη, για τους

μακροπρόθεσμους μεμονωμένους επενδυτές, δεν είχε καμία επίδραση στη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Ο *Menyah* (1993), προσπάθησε να ερευνήσει εάν και κατά πόσο ο παράγοντας της φορολογίας έχει επίδραση στις τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τα δεδομένα που χρησιμοποίησε για να προχωρήσει στην ανάλυση του ήταν ημερήσια διακλαδικά δεδομένα από τη λίστα του Stock Exchange Daily Official και συγκεκριμένα συγκέντρωσε τις τιμές συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος καθώς και τις τιμές των μερισμάτων που διένειμαν 20 μεγάλες επιχειρήσεις της Αγγλίας κατά τη διάρκεια της περιόδου 1955-1984. Το χαρακτηριστικό της περιόδου αυτής είναι ότι αποτελείται από τέσσερις διαφορετικές φορολογικές υποπεριόδους.

Η υπόθεση που έκανε ο *Menyah* (1993) ήταν πως εάν οι τιμές των μετοχών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε διαφέρουν για τις τέσσερις φορολογικές περιόδους, τότε και οι επιπλέον αποδόσεις δε θα πρέπει να διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Προκειμένου να εξετάσει αυτήν την υπόθεση χρησιμοποίησε ένα συνδυασμό χρονολογικών σειρών και διακλαδικών δεδομένων. Επιπλέον, χρησιμοποίησε τον δείκτη της μεταβολής της τιμής ως προς το ποσό του μερίσματος, για να ελέγξουν τη διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου που επιλέγουν οι επενδυτές ανάλογα με τις διάφορες φορολογικές επιβαρύνσεις των μερισμάτων και του εισοδήματος από κεφαλαιακά κέρδη της εκάστοτε περιόδου. Η υπόθεση που ελέγχθηκε ήταν πως οι επενδυτές με υψηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση, ενώ οι επενδυτές με χαμηλή φορολογική επιβάρυνση προτιμούν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

Προκειμένου, στη συνέχεια, να διαπιστωθεί εάν υπάρχουν ή όχι ενδείξεις βραχυπρόθεσμων συναλλαγών (short – term trading) στο χρηματιστήριο της Αγγλίας, ο *Menyah* (1993) ανέλυσε τα δεδομένα χρονολογικών σειρών μεγάλων εμπορικών επιχειρήσεων χωρίς όμως να καταφέρει να δώσει μια ουσιαστική απάντηση. Σε αντίθεση με τη μελέτη του *Kalay* (1982), που κατέληξε στο ότι ο δείκτης $\Delta P/D$ δε θα πρέπει να εμφανίζει σημαντικές αποκλίσεις από τη μονάδα όταν ο βραχυπρόθεσμος κερδοσκόπος κινείται προς τη διαμόρφωση μιας τιμής που δεν εμφανίζει κέρδη, ο *Menyah* (1993) που χρησιμοποίησε τα αγγλικά δεδομένα, βρήκε ότι περιστασιακά υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις του δείκτη από τη μονάδα.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τη μελέτη της Αγγλίας, φαίνεται ότι κάποιες φορές ενισχύεται το επιχείρημα της επίδρασης του εκάστοτε φορολογικού καθεστώτος στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και επιπλέον υπάρχουν και κάποιες ενδείξεις ότι επιρροή ασκεί και η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών, κυρίως πριν την εισαγωγή της νομοθεσίας του 1970.

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από τον Καναδά, οι **Athanassakos και Fowler (1993)**, θέλησαν να ελέγξουν αν ισχύει η υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών χρησιμοποιώντας μια τροποποιημένη έκδοση του μοντέλου των καθυστερημένων και επιταχυμένων συναλλαγών (model of delay and acceleration of trade) για διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα από το 1970 σε 1984. Τα συμπεράσματά τους είναι σύμφωνα με την υπόθεση των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών όπου οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές πραγματοποιούν συναλλαγές γύρω στις ημέρες της αποκοπής του μερίσματος με την πρόθεση να κρατήσουν ή να αποφύγουν το μέρισμα ανάλογα με το καθεστώς φορολογίας ή του κόστους συναλλαγής που επικρατεί.

Οι **Boyd και Jagannathan (1994)**, διαπίστωσαν ότι όσο πιο πολύ μειώνονται τα κόστη συναλλαγών, τα κίνητρα για κερδοσκοπία και απόκτηση μερίσματος αυξάνονται. Ως εκ τούτου, μία μείωση στα κόστη συναλλαγών θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη μείωση στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, καθώς και σε αύξηση του όγκου συναλλαγών την προηγούμενη και την επόμενη μέρα από τη μέρα αποκοπής.

Η μελέτη τους, χρησιμοποιεί ένα μοντέλο ισορροπίας (κατάσταση που δε δημιουργεί ευκαιρίες κερδοσκοπίας), όπου τα κόστη συναλλαγών υπάρχουν και παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση της τιμής και επιπλέον υπάρχουν τρεις τύποι επενδυτών με διαφορετικά κόστη συναλλαγών και με διαφορετική φορολογική αντιμετώπιση: οι αδιάφοροι για τη φορολογία κερδοσκόποι, οι επενδυτές που επωφελούνται φορολογικά με την απόκτηση μερίσματος και αυτοί που φορολογούνται κανονικά. Αυτό που αρχικά βρισκουμε είναι μία σχέση ισορροπίας μεταξύ του ποσοστού μείωσης της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και της μερισματικής απόδοσης. Από τη θεωρία ισορροπίας που αναπτύχθηκε παρατηρήθηκε ότι :

- οι φορολογούμενοι επενδυτές, επενδύουν σε μετοχές με χαμηλή μερισματική απόδοση,

- οι κερδοσκόποι που είναι αδιάφοροι ως προς την φορολογία, αγοράζουν μετοχές με μεσαία μερισματική απόδοση και τις πουλάνε στους κανονικά φορολογούμενους επενδυτές, ενώ
- οι επενδυτές που επωφελούνται από το μέρισμα επιλέγουν μετοχές με υψηλή μερισματική απόδοση.

Οι Boyd και Jagannathan (1994) συμπέραναν ότι η επιλογή μετοχών από τους επενδυτές, δεν εξαρτάται μόνο από τη μερισματική απόδοση αλλά κυρίως από τον κίνδυνο που εμπεριέχουν, τα κόστη συναλλαγής αλλά και από το πόσες μετοχές είναι διαθέσιμες. Τέλος, το δείγμα που έχουν συγκεντρώσει είναι πολύ μεγάλο με 123.000 παρατηρήσεις από ένα διάστημα 25 χρόνων, προκειμένου να πάρουν πιο αξιόπιστα και συγκεκριμένα αποτελέσματα.

4.3 ΜΙΚΡΟΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ (Microcostructure Effect)

4.3.1 Ρυθμός Μεταβολής της Τιμής (Tick Size)

Μία επέκταση της θεωρίας των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών και κατά πόσο αυτές επηρεάζουν την τιμή της μετοχής είναι αυτή του ελάχιστου ρυθμού μεταβολής της τιμής που επιβάλλεται από το χρηματιστήριο (minimum tick size). Τη θεωρία αυτή την εισήγαγαν πρώτοι οι **Bali και Hite (1998)**. Διαπίστωσαν ότι καθώς οι τιμές των μετοχών δεσμεύονται από τον ελάχιστο αυτό ρυθμό μεταβολής, ενώ τα μερίσματα είναι συνεχόμενα, η μεταβολή της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε θα είναι ίση με το μέρισμα, αλλά θα έχει ένα tick διαφορά από το ποσό του μερίσματος. Η μεταβολή της τιμής ως προς το μέρισμα $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$, θα είναι μικρότερη από τη μονάδα, θα αυξάνεται με τα μερίσματα και θα μειώνεται ανάλογα με τα ticks. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος είναι \$10, το μέρισμα είναι 50¢, και το ελάχιστο tick size είναι 10¢, τότε η τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα είναι \$9,60 και συνεπώς η μεταβολή της τιμής ως προς το μέρισμα θα είναι μικρότερη από τη μονάδα. Πιο συγκεκριμένα η πτώση θα είναι 40¢ ή 80 τοις εκατό του μερίσματος. Εάν η τιμή του μερίσματος ήταν 20¢, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θα αναμενόταν να είναι \$9,90 δηλαδή να έχει μια πτώση ίση με το 50 τοις

εκατό του μερίσματος. Ένα μέρισμα ύψους \$1, θα οδηγήσει την τιμή της μετοχής στα \$9,10, ή σε μία πτώση 90% του λόγου $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$.

Οι Bali και Hite (1998) συνέλεξαν στοιχεία για το διάστημα 1962 – 1994, και η μελέτη τους ξεχώρισε από τις υπόλοιπες από το γεγονός ότι χρησιμοποίησαν τα πραγματικά ποσά των μερισμάτων και όχι μερισματικές και κεφαλαιακές αποδόσεις. Αρχικά, βρήκανε ότι τα μερίσματα είναι σε γενικές γραμμές πολύ μικρά και ίδιου περίπου μεγέθους με το tick size. Στη συνέχεια, ανέπτυξαν ένα απλό μοντέλο συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και βρήκαν ότι η πτώση της τιμής περιορίζεται κατά το μέγιστο μέχρι το ποσό του μερίσματος και κατά το ελάχιστο μέχρι το ποσό του μερίσματος μειωμένο όμως κατά το tick size. Χρησιμοποίησαν τεστ παλινδρόμησης για να ελέγξουν τη σχέση της μεταβολής της τιμής της μετοχής, με το μέρισμα και το tick size και κατά πόσο ο συντελεστής συσχέτισης είναι κοντά στη μονάδα και βρήκαν ότι ο συντελεστής συσχέτισης για το tick είναι ασήμαντα διάφορο από τη μονάδα, ενώ ο συντελεστής συσχέτισης της μεταβολής της τιμής με το μέρισμα είναι κοντά στο μισό. Τέλος, παρατήρησαν ότι το μέγεθος του μερίσματος και η απόδοση του, συσχετίζονται ισχυρά θετικά. Αποτέλεσμα αυτού είναι το ποσοστό της πτώσης του $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$ να αυξάνεται με τη μερισματική απόδοση, που πρόκειται για μια επίδραση που δεν έχει καμία σχέση με την πελατειακή επίδραση των μερισμάτων (clientele effect) ή με τις βραχυπρόθεσμες συναλλαγές, αν και μπορεί να δίνεται αυτή η εντύπωση.

Στο παράρτημα της εργασίας τους οι Bali και Hite (1998) επισημαίνουν ότι, η επίδραση του φαινομένου του tick size στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προϋποθέτει μία προτίμηση του επενδυτή στα κεφαλαιακά κέρδη από ότι στα μερίσματα προκειμένου να έχει ισχύ το μοντέλο ισορροπίας που αναπτύσσουν, ειδάλως η τιμή θα αναμενότανε να μειώνεται παραπάνω από το μέρισμα. Κατά συνέπεια, το μοντέλο τους δεν είναι εφαρμόσιμο σε χώρες με φορολογικό καθεστώς που ευνοεί τα μερίσματα ή είναι αδιάφορο μεταξύ των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών εκτός αν η προτίμηση προς τα κεφαλαιακά κέρδη δε σχετίζεται με τη φορολογία.

4.3.2 Αυτόματος Μηχανισμός Περιορισμού της Τιμής (Limit Order)

Έχουν γίνει πολλές απόπειρες από μελετητές προκειμένου να λυθεί το παζλ της συμπεριφοράς της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, όμως καμία δε

μπορεί να δώσει μία ολοκληρωμένη ερμηνεία. Ο *Dubofsky (1992)*, προσπάθησε κι αυτός με τη σειρά του να συμβάλει στην ερμηνεία του φαινομένου. Χρησιμοποιώντας ένα δείγμα μετοχών μέσα από το χρηματιστήριο του NYSE και του AMEX έδειξε ότι οι υπερβάλλουσες αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι αποτέλεσμα της εφαρμογής του περιοριστικού κανόνα 118 του χρηματιστηρίου του NYSE και του κανόνα 132 του AMEX καθώς και της ύπαρξης του Minimum Tick Size. Οι παραπάνω κανόνες και συγκεκριμένα ο κανόνας 118 του NYSE υπαγορεύει ότι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος το όριο της τιμής που ζητούν οι επενδυτές να αγοράσουν μειώνεται ανάλογα με το ποσό του μερίσματος. Εάν η προκύπτουσα τιμή δεν είναι ένα πολλαπλάσιο του tick size, μειώνεται αυτόματα στο επόμενο tick. Από την άλλη το όριο της τιμής που ζητείται να πωληθούν οι μετοχές, δεν αλλάζει. Ο *Dubofsky (1992)* λοιπόν, εξήγησε ότι η πτωτική αυτή συμπεριφορά της τιμής βασίζεται στη μικροδομή της αγοράς, στο γεγονός δηλαδή ότι υπάρχει ένας αυτοματοποιημένος μηχανισμός ρύθμισης της τιμής της μετοχής, που περιορίζει την πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αυτός ο αυτόματος μηχανισμός ρύθμισης εφαρμόζεται και στα τρία χρηματιστήρια της Αμερικής, NYSE, AMEX, και Nasdaq.

Στο μοντέλο που ανέπτυξε ο *Dubofsky (1992)*, υπάρχουν τρεις παράγοντες που έχουν επίπτωση στο πόσο έντονα η τιμή την ημέρα αποκοπής του μερίσματος επηρεάζεται από τους περιοριστικούς κανόνες (limit orders) που μεταφέρονται από την προηγούμενη μέρα της αποκοπής. Ως εκ τούτου, αυτοί οι παράγοντες έχουν επίπτωση στο μέγεθος της πτώσης την ημέρα εκείνη. Οι παράγοντες είναι οι ακόλουθοι:

- Πρώτον, η αύξηση στο ποσό του μερίσματος μπορεί να ενθαρρύνει περισσότερους επενδυτές να προσαρμόσουν προς τα κάτω τις τιμές που έχουν δώσει εντολή στους brokers τους για να κάνουν συναλλαγή, με αποτέλεσμα να αυξηθεί το μέγεθος της πτώσης της τιμής.
- Δεύτερον, οι επενδυτές είναι πιθανότερο να προσαρμόσουν τα limit orders τους την ημέρα αποκοπής όταν το ποσό του μερίσματος έχει μεγαλύτερη απόδοση από την τιμή της μετοχής.
- Τρίτον, για τις μετοχές με μεγάλο όγκο συναλλαγών, οι συνεχόμενες συναλλαγές και τα πρόσφατα limit orders για την ημέρα αποκοπής ελαττώνουν την επιρροή

των σημαντικών limit orders της ημέρας εκείνης, οδηγώντας σε μεγαλύτερη πτώση της τιμής.

Σε γενικές γραμμές, και τα αποτελέσματα του Dubofsky βρέθηκαν να είναι σύμφωνα με την υπόθεση ότι η μικροδομή της αγοράς επηρεάζει τις αποδόσεις την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Οι Jakob και Ma (2004), χρησιμοποίησαν στοιχεία από το NYSE για την περίοδο της αλλαγής του tick size και της τιμολόγησης από 1/80 σε 1/160 το 1997 και από 1/160 σε δεκαδικά το 2001. Εφάρμοσαν ένα εμπειρικό τεστ για να εξετάσουν το αντίκτυπο που είχε το discrete των τιμών λόγω του tick size σε συνδυασμό με την εφαρμογή του κανόνα του NYSE στη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Αυτό που διαπίστωσαν ήταν ότι όσο το discrete στην τιμή μειωνότανε η ανωμαλία στην πτώση της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στην πραγματικότητα αυξανότανε. Επιπλέον, ανεξάρτητα από το tick size, οι τιμές πώλησης (bid price) παρατηρήθηκε να πέφτουν περισσότερο από τις τιμές αγοράς (ask price) είτε μετρούσες την πτώση από το κλείσιμο της προηγούμενης μέρα προς το άνοιγμα της ημέρας αποκοπής, είτε από το άνοιγμα της προηγούμενης προς το άνοιγμα της ημέρας αποκοπής. Αυτά τα συμπεράσματα ήταν συνεπή με τα συμπεράσματα του Dubofsky (1992), αλλά αντίθετα με τα συμπεράσματα του Μπαλί και Hite (1998). Σε μια επόμενη μελέτη, οι Jakob και Ma (2004) εξέτασαν τη συμπεριφορά της πτώσης της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος για τις μετοχές που διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Τορόντο (TSE). Σε αντίθεση με το NYSE, το TSE δεν προσαρμόζει αυτόματα limit orders για την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Οι **Jakob and Ma (2005)**, διαπίστωσαν ότι η έλλειψη αυτής της αυτόματης limit order προσαρμογής παίζει σημαντικό ρόλο στην ασυνήθιστα μικρή πτώση του $\Delta P/D$ που παρατηρείται στον Καναδά. Και οι δύο αυτές έρευνες είναι σύμφωνες με τα αποτελέσματα του Dubofsky (1992) και καταλήγουν ότι η επιλογή του χρηματιστηρίου να επιβάλει τον μηχανισμό των limit order αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την υπερβάλλουσα απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

4.4 ΠΡΟΤΙΜΗΣΗ ΣΤΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΑ ΚΕΡΔΗ

Μία εναλλακτική μελέτη που ερεύνησε τι συμβαίνει στην τιμή της μετοχής όταν οι επενδυτές, ανεπηρέαστοι από το καθεστώς της φορολογίας, δείχνουν προτίμηση προς τα κεφαλαιακά κέρδη, πραγματοποιήθηκε από τους *Frank και Jagannathan (1998)*. Σε συνθήκες τέλει αγοράς, όπου δεν υπάρχουν φόροι αλλά ούτε και κόστη συναλλαγών, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος θεωρητικά θα μειώνεται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος που αντιστοιχεί σε κάθε μερίδιο. Στην πραγματικότητα όμως η τιμή μειώνεται κατά μέσο όρο λιγότερο. Το φαινόμενο αυτό έχουν επιχειρήσει να ερμηνεύσουν πολλοί ερευνητές που ακολούθησαν τους Elton και Gruber (1970), βρίσκοντας ότι το πιθανότερο είναι ότι οφείλεται στο φορολογικό καθεστώς των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Το επιχείρημα αυτό όμως δε μπορεί να θεωρηθεί και απολύτως αξιόπιστο καθώς ευσταθεί για χώρες που υπάρχει φορολογία.

Οι Frank και Jagannathan (1998) διαφοροποιήθηκαν από τους υπόλοιπους ερευνητές αναλύοντας τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών του χρηματιστηρίου του Χονγκ - Κονγκ την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Σύμφωνα με το φορολογικό σύστημα του Χονγκ - Κονγκ ούτε τα μερίσματα, αλλά ούτε και τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται και παρά τη μη ύπαρξη φορολογίας η τιμή εξακολουθεί να μειώνεται λιγότερο από το μέρισμα κατά 50%, δηλαδή ενώ το μέσο μέρισμα ανά μετοχή είναι \$0,12, η μέση πτώση της τιμής υπολογίζεται στα \$0,06 ανά μετοχή. Προκειμένου να εξηγήσουν αυτό το φαινόμενο οι συγγραφείς, ανέπτυξαν ένα μοντέλο που περιγράφει τη συμπεριφορά των επενδυτών και στο οποίο υπάρχουν δύο τιμές στην αγορά, η τιμή αγοράς (ask price) και η τιμή πώλησης (bid price). Κάτω από αυτές τις συνθήκες αγοράς έδειξαν ότι οι ορθολογικοί επενδυτές που έχουν αποφασίσει να αγοράσουν, θα προτιμήσουν να το κάνουν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και όχι την προηγούμενη, ενώ αυτοί που έχουν αποφασίσει να πουλήσουν τις μετοχές τους θα το κάνουν την προηγούμενη μέρα και επομένως θα επισπεύσουν τη διαδικασία. Αυτή η συμπεριφορά θα έχει σαν αποτέλεσμα, η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να είναι λίγο αυξημένη σε σχέση με την αναμενόμενη και αυτή η διαφορά στην τιμή θα είναι ανάλογη με το περιθώριο μεταξύ της τιμής πώλησης και αγοράς (bid-ask spread) και φυσικά τον όγκο της συναλλαγής που κάνει ο επενδυτής. Οι επενδυτές ουσιαστικά, είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν άλλους για να αποκτήσουν

το μέρισμα την προηγούμενη μέρα με αποτέλεσμα να αποδέχονται μία πτώση του $(P_{ex-1} - P_{ex})/D$ μικρότερη από τη μονάδα. Το bid-ask spread κατά τη διάρκεια μίας μέσης μέρας συναλλαγών έχει το μέγεθος ενός tick και γι' αυτό πολλές φορές το ένα tick (ο ρυθμός μεταβολής της τιμής) στο χρηματιστήριο του Χονγκ-Κονγκ αναφέρεται σαν spread. Σύμφωνα με τα συμπεράσματα που βγάλανε από το μοντέλο, το bid-ask spread μεγαλώνει κοντά στην ημέρα αποκοπής του μερίσματος και η αγορά αποδυναμώνεται, ενώ αντίθετα στην Αμερική ο όγκος συναλλαγών τις ημέρες εκείνες αυξάνεται.

Ακόμα όμως και σε ένα απλό επενδυτικό περιβάλλον, όπως του Χονγκ-Κονγκ, όπου ούτε το εισόδημα από τα μερίσματα αλλά ούτε τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται, η μελέτη έδειξε ότι είναι πολύ δύσκολο να δοθεί μία ερμηνεία για τη προφανή σχέση μεταξύ του ποσού του μερίσματος και της μέσης πτώσης της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Η δυσκολία προκύπτει κυρίως από δύο λόγους: α) λόγω της τάσης των επενδυτών να ζητούν να αγοράσουν μαζικά μετοχές την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και να πωλούν όταν η μετοχή διαπραγματεύεται την προηγούμενη μέρα, και β) λόγω του γεγονότος ότι ούτε η πιθανότητα που τα γεγονότα αυτά λαμβάνουν χώρα είναι γνωστή, αλλά ούτε τα bid-ask spreads είναι διαθέσιμα στοιχεία.

Τέλος, πολλοί ισχυρίζονται ότι το μοντέλο των Frank και Jagannathan (1998) δεν είναι πλήρες ή δε μπορεί να έχει εφαρμογή σε όλες τις χώρες καθώς η βασική αρχή στην οποία στηρίζεται, η μη ύπαρξη φορολογίας, δεν υποστηρίζεται από χώρες όπως η Αμερική.

Μία ακόμα χώρα κατάλληλη για τη μελέτη του φαινομένου της μεταβολής της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι η Ελλάδα, όπου όπως και στο Hong-Kong τα κέρδη από μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη δε φορολογούνται. Ένα επιπλέον χαρακτηριστικό της ελληνικής αγοράς, πέρα από τη μη ύπαρξη φορολογίας είναι και η απουσία του φαινομένου της μικροδομής (microstructure effect). Έτσι οι *Μυλωνάς και Τραυλός (2001)* επιχείρησαν να αναλύσουν τη συμπεριφορά της τιμής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο της Αθήνας για την περίοδο 1994-1999. Αυτό που διαπίστωσαν ήταν ότι την ημέρα αποκοπής, οι τιμές των μετοχών μειωνόντουσαν λιγότερο από το ποσό του μερίσματος που διένειμαν οι επιχειρήσεις. Προκειμένου να εξετάσουν τι ισχύει στην ελληνική αγορά οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν τη βοήθεια της περιγραφικής

στατιστικής και των παλινδρομήσεων και είδαν κατά πόσο ο δείκτης $\Delta P/D$ διαφέρει από τη μονάδα. Τα ευρήματα τους ωστόσο απλά συνέβαλαν στην αποδυνάμωση του επιχειρήματος της επίδρασης της φορολογίας στην τιμή την ex-day.

Οι Μυλωνάς, Τραυλός, Χiao και Tan (2002), θέλησαν να πάρουν στοιχεία από την αγορά της Κίνας για να ερμηνεύσουν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής, λόγω της ιδιαιτερότητας στη φορολογία των μερισμάτων, που μπορούν είτε να φορολογούνται είτε όχι. Τα δεδομένα που πήραν είναι της περιόδου Ιανουάριο 1996 με Δεκέμβρη του 1998 και αποτελούνται από ένα δείγμα 353 μερισμάτων που χωρίστηκε στο φορολογητέο δείγμα και στο αφορολόγητο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα που βρήκαν, για τα μερίσματα που δε φορολογούνται φαίνεται ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος ανεξάρτητα με τη μερισματική απόδοση. Από την άλλη για το δείγμα των μερισμάτων που φορολογούνται φαίνεται ότι η τιμή των μετοχών με μικρή μερισματική απόδοση μειώνεται ανάλογα με το πληρωτέο μέρισμα, ενώ η πτώση της τιμής των μετοχών με μεγάλη μερισματική απόδοση εξαρτάται από την κλίμακα της φορολογίας του εισοδήματος από μερίσματα.

Πίνακας 2 – Σύνοψη της Βιβλιογραφικής Επισκόπησης.

Χώρες που έχουν μελετηθεί για το φαινόμενο της συμπεριφοράς της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.	
Καναδάς	Athanassakos (1996), Athanassakos and Fowler (1993), Booth and Johnson (1984).
Κίνα	Milonas, Tan, Travlos and Xiao (2002).
Δανία	Florentsent and Rydqvist (2002).
Γερμανία	McDonald (2001).
Ελλάδα	Milonas and Travlos (2001).
Γαλλία	Desbrieres (1988), Romon (2000).
Χογκ Κονγκ	Kadapakkam (2000), Boyd and Jagannathan (1994).
Ιταλία	Michaely and Murgio (1995).
Ιαπωνία	Hayashi and Joganathan (1990), Kato and Lowenstein (1995).
Νέα Ζηλανδία	Bartholdy and Brown (2002).
Ισπανία	Gardecazabel and Reguly (2002).
Σουηδία	Daunfeldt (2002), Green and Rydqvist (1999).
Μεγάλη Βρετανία	Ang, Blackwell and Megginson (1991), Chui, Strong and Cadle (1992), Menyah (1993), Poterba and Summers (1984), (1985).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

5.1 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Σύμφωνα με τους Elton και Gruber (1970), ένας μέτοχος που πωλεί τις μετοχές του πριν την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δεν έχει ύστερα το δικαίωμα να λάβει το μέρισμα. Από την άλλη μεριά, εάν επιλέξει να πουλήσει τις μετοχές του την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, θα έχει το δικαίωμα να λάβει το μέρισμα, αλλά θα πρέπει να περιμένει ότι θα πουλήσει τη μετοχή σε μια χαμηλότερη τιμή. Με άλλα λόγια, ένας μέτοχος που αποφασίζει να πουλήσει τις μετοχές του την ημέρα που αποκόπεται το μέρισμα, θα έχει συνολικό πλούτο εκείνη την ημέρα που θα αποτελείται από την τιμή μεριδίου που διαμορφώνεται την ημέρα αποκοπής συν το ποσό του μερίσματος που δικαιούται.

Σε μια αγορά χωρίς κόστη συναλλαγών και φόρους η πτώση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (P_0) θα πρέπει να είναι ίση με το ποσό του μερίσματος (D), δηλαδή $P_{-1} - P_0 = D$, όπου η P_{-1} είναι η τιμή την αμέσως προηγούμενη μέρα από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Διαιρώντας και τις δύο πλευρές με την τιμή του μερίσματος (D), παίρνουμε τον κλασικό δείκτη της πτώσης της τιμής ως προς το μέρισμα (Raw Price Ratio) :

$$RPR = \frac{P_{-1} - P_0}{D}$$

Ο RPR μετρά τη μεταβολή της τιμής από την ημέρα πριν αποκοπεί το μέρισμα στην ημέρα που αποκόπεται σε όρους του μερίσματος που πληρώνεται. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με δύο τρόπους⁶. Σε πρώτη βάση, υπολογίζεται ο RPR χρησιμοποιώντας τις τιμές κλεισίματος της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την προηγούμενη και στη συνέχεια υπολογίζεται χρησιμοποιώντας τις τιμές κλεισίματος των δύο ημερών αλλά με τη διαφορά η τιμή

⁶ Σύμφωνα με τη μεθοδολογία που χρησιμοποίησαν οι Τραυλός και Μυλωνάς (2001)

κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να είναι προσαρμοσμένη στην κίνηση της αγοράς.

Ο Kalay (1982) αλλά και ο Michaely (1991) είδαν ότι η τιμή κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος επηρεάζεται από την κανονική ημερήσια απόδοση της μετοχής και προσπάθησαν να προσαρμόσουν τη διαφορά αυτή. Με βάση λοιπόν, τις προγενέστερες μελέτες, προσπαθούμε να διορθώσουμε αυτό το πρόβλημα με την προσαρμογή της τιμής κλεισίματος της μετοχής την ημέρα αποκοπής, στην ημερήσια απόδοση της αγοράς (R_m) όπως αυτή φαίνεται από το δείκτη του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Ο προσαρμοσμένος αυτός δείκτης καλείτε Market Adjusted Price Ratio (MAPR) και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{MAPR} = \frac{P_{-1} - [P_0 / (1 + R_m)]}{D}$$

Σύμφωνα με τα όσα ισχύουν στη θεωρία, η θεωρητική τιμή του RPR και του MAPR θα πρέπει να είναι ίση με τη μονάδα. Θα εφαρμόσουμε λοιπόν έναν έλεγχο υποθέσεων που θα εξετάζει τη μηδενική υπόθεση:

H_1 : Ο μέσος RPR = 1

H_2 : Ο μέσος MAPR = 1

Πολλοί ερευνητές, όπως ο Barclay (1987), ο Michaely (1991) και οι Boyd και Jagganathan (1994) παρατήρησαν ότι η % πτώση της τιμής ως προς το μέρισμα ($\Delta P/D$) έχει σημάδια ετεροσκεδαστικότητας και ανεξαρτησίας. Η ετεροσκεδαστικότητα προκύπτει λόγω του ότι ο δείκτης $\Delta P/D$ κλιμακώνεται σύμφωνα με το ποσό του μερίσματος, που σημαίνει ότι η μεταβολή της τιμής των μετοχών εκεί όπου το ποσό του μερίσματος είναι πολύ χαμηλό θα είναι υπερβολικά μεγάλη. Για αυτό το λόγο λοιπόν, υπολογίζεται και η μεταβολή της τιμής της μετοχής ανάμεσα στην ημέρα αποκοπής και την προηγούμενη μέρα ως προς την τιμή που έκλεισε η μετοχή την προηγούμενη μέρα ($\Delta P/P$).

$$\text{RPDR} = \frac{P_{-1} - P_0}{P_{-1}}$$

Όμοια με τον RPR, ο RPDR υπολογίζεται κι αυτός με δύο τρόπους. Αρχικά υπολογίζεται η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής χρησιμοποιώντας την τιμή κλεισίματος της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και την τιμή κλεισίματος την προηγούμενη ημέρα και στη συνέχεια υπολογίζεται ο ίδιος δείκτης με τη διαφορά ότι χρησιμοποιείται η τιμή κλεισίματος την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προσαρμοσμένη στην κίνηση της αγοράς. Η προσαρμογή αυτή γίνεται με βάση τις ημερήσιες αποδόσεις της αγοράς (R_m), όπως εμφανίζονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο δείκτης καλείται Market-Adjusted Price Drop Ratio (MAPDR) και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{MAPDR} = \frac{P_{-1} - [P_0 / (1 + R_m)]}{P_{-1}}$$

Σύμφωνα με τη θεωρία, οι δείκτες της ποσοστιαίας μείωσης της τιμής δηλαδή οι, RPD και MAPDR, θα πρέπει να έχουν θεωρητική τιμή ίση με τη μερισματική απόδοση (DY), που υπολογίζεται ως το ποσό του μερίσματος που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή ως προς την τιμή της μετοχής την προηγούμενη από την ημέρα αποκοπής ημέρα.

$$\text{DY} = \frac{D}{P_{-1}}$$

Τέλος, η απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (R_0), υπολογίζεται ως εξής:

$$R_0 = \frac{P_0 + D - P_{-1}}{P_{-1}}$$

και η μη-κανονική απόδοση την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (Market Adjusted Abnormal Return), υπολογίζεται ως:

$$\text{MAAR} = R_0 - R_m$$

Η θεωρητική τιμή της MAAR θα πρέπει να είναι ίση με μηδέν. Έτσι, στη συνέχεια θα εφαρμόσουμε έναν έλεγχο υποθέσεων που εξετάζει τη μηδενική υπόθεση:

H₃: Η μέση τιμή του RPDR = DY.

H₄: Η μέση τιμή του MAPDR = DY

H₅: Η μέση τιμή του MAAR = 0.

Στη συγκεκριμένη έρευνα αυτό που θέλουμε να μελετήσουμε είναι κατά πόσο η εφαρμογή του κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών που αφορούσε την άρση της αποκοπής του μερίσματος την ημέρα που σταματάει η τιμή της μετοχής να περιλαμβάνει το ποσό του μερίσματος, επηρέασε την αγορά. Για να εξετάσουμε την αντίδραση της αγοράς εφαρμόζουμε τους παραπάνω ελέγχους για την περίοδο εκατέρωθεν του 2001, χρονιά στην οποία τέθηκε σε εφαρμογή ο κανόνας, αλλά και για την συνολική περίοδο 1996-2005.

5.2 ΕΛΕΓΧΟΣ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΤΟΥ ΟΓΚΟΥ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΤΗΝ ΗΜΕΡΑ ΑΠΟΚΟΠΗΣ ΤΟΥ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Η μη-κανονική απόδοση της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι πολύ πιθανό να οφείλεται και στις συναλλαγές που γίνονται από τους βραχυπρόθεσμους επενδυτές τις ημέρες κοντά στην ημέρα αποκοπής. Ερευνώντας λοιπόν, μόνο την αντίδραση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε μπορούμε να εξηγήσουμε τη συμπεριφορά της. Χρησιμοποιώντας και στοιχεία από τον όγκο συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής θα μπορέσουμε να απομονώσουμε την ομάδα εκείνη των επενδυτών που επηρεάζουν την τιμή μέσω των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Εάν οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές ασκούν μεγάλη επιρροή στη διαμόρφωση της τιμής την ημέρα εκείνη, θα παρατηρηθεί μία καθαρή αύξηση στον όγκο των συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής.

Θα εξετάσουμε τη συμπεριφορά του όγκου συναλλαγών, υπολογίζοντας τον όγκο συναλλαγών RTV_t , για τη μέρα t γύρω από την ημέρα αποκοπής ($t = -5$ μέχρι $+5$):

$$RTV_t = \frac{V_{it}}{AVTV_i}$$

Όπου, V_{it} είναι ο όγκος συναλλαγών την ημέρα t της μετοχής i , και $AVTV_i$ ο μέσος όγκος συναλλαγών της εταιρίας i , που υπολογίζεται για μία περίοδο -100 μέχρι -6 και +100 μέχρι +6 ημέρες από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Τέλος, θα ελέγξουμε τη μηδενική υπόθεση ο RTV_t να είναι ίσος με τη μονάδα για κάθε μία ημέρα από τις -5 με +5 γύρω από την ημέρα αποκοπής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΔΕΛΤΟΜΕΝΑ

Για να μελετηθεί η συμπεριφορά της τιμής των μετοχών και του όγκου συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Η επιλογή του δείγματος έγινε με βάση τις εταιρίες που έχουν μοιράσει μέρισμα για 10 χρόνια συνεχόμενα και συγκεκριμένα κατά την περίοδο 1996 με 2005.

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει επιχειρήσεις που ικανοποιούν τα παρακάτω κριτήρια:

1. Οι επιχειρήσεις να έχουν αποδώσει μέρισμα μόνο σε μετρητά.
2. Οι τιμές συναλλαγής τους αλλά και ο όγκος συναλλαγών να είναι διαθέσιμα για όλες τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.
3. Να μην έχει γίνει διάσπαση μετοχών κατά την εξεταζόμενη περίοδο.
4. Οι μετοχές να είναι εγγεγραμμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών τουλάχιστον ένα χρόνο πριν από την αποκοπή του μερίσματος.

Τα στοιχεία για τη συμπλήρωση του δείγματος αντλήθηκαν από τη βάση δεδομένων της Thomson DataStream και του Bloomberg και διασταυρώθηκαν και με άλλες βάσεις δεδομένων όπως αυτή του Finance databank και τα ημερήσια δελτία τύπου που ανακοινώνονται στο Χ.Α. Τα δεδομένα μας απαρτίζονται από:

- Τις ημερομηνίες αποκοπής των μερισμάτων που διένειμε κάθε εταιρία μέσα στο διάστημα 1 Ιανουαρίου 1996 με 31 Δεκεμβρίου 2005 και το αντίστοιχο ποσό αυτών.
- Τις τιμές των μετοχών για την ίδια περίοδο για τις ημέρες αποκοπής και την προηγούμενη από αυτές ημέρα.
- Τις τιμές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου για τις ημέρες αποκοπής και την προηγούμενη από αυτές ημέρα.
- Τον όγκο συναλλαγών των εταιριών για τις ημέρες γύρω από την ημερομηνία αποκοπής (-100,+100).

Συνολικά σχηματίστηκαν δύο δείγματα όπου το πρώτο περιλαμβάνει 38 εταιρίες που διένειμαν μέρισμα για 10 χρόνια συνεχόμενα και οδηγούν σε ένα σύνολο 380 παρατηρήσεων και το δεύτερο περιλαμβάνει 44 εταιρίες που διένειμαν μέρισμα για 8 χρόνια συνεχόμενα και οδηγούν σε ένα σύνολο 352 παρατηρήσεων. Σκοπός της

ύπαρξης δύο δειγμάτων είναι να δείξουμε κατά πόσο αλλάζουν τα αποτελέσματα μας όσο μεταβάλλεται το δείγμα. Επιπλέον, έγινε ένας επιμερισμός του δείγματος σε εταιρίες με μεγάλη και με μικρή μερισματική απόδοση, προκειμένου να διαπιστωθεί η επίδραση της υψηλής μερισματικής απόδοσης στην τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΩ ΓΕΡΑΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

7.1 Αποτελέσματα Περιγραφικής Στατιστικής για τη Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μεριίσματος.

Οι πίνακες 3 και 4 παρουσιάζουν μία συνοπτική περιγραφική στατιστική που εφαρμόστηκε σε δύο δείγματα. Στον Πίνακας 3 περιγράφεται το πρώτο δείγμα που αφορά 380 αποκοπές μερίσματος 38 εταιριών, για την περίοδο 1996-2005 (10 έτη) και στον Πίνακας 4 περιγράφεται το άλλο δείγμα που αφορά αποκοπές μερίσματος 44 εταιριών της περιόδου 1997-2004 (8 έτη). Κάθε περίοδος χωρίζεται σε δύο υποπεριόδους πριν και μετά το 2001, όταν άρχισε να εφαρμόζεται ο κανονισμός που επέβαλε το Χρηματιστήριο Αθηνών, όταν δηλαδή σταμάτησε να αναπροσαρμόζεται η τιμή της μετοχής στην περίπτωση διανομής μερίσματος.

Για το συνολικό δείγμα των 10 χρόνων (8 χρόνων), παρατηρείται ότι η μέση τιμή του μερίσματος είναι €0,2291 (0,2099), και η αντίστοιχη μέση μεταβολή της τιμής της μετοχής από την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος στην ημέρα που πραγματοποιείται η αποκοπή ($P_{-1} - P_0$) είναι €0,1438 (0,1252), που σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Η μέση μερισματική απόδοση είναι 0,0341 (0,0318). Επιπλέον, η μέση τιμή του RPR (Raw Price Ratio) και του MAPR (Market Adjusted Price Ratio) φαίνεται να είναι μικρότερη από τη μονάδα ενώ θεωρητικά περιμένουμε να είναι ίση με αυτή και η μέση τιμή του RPD (Raw Price Drop) και MAPD (Market Adjusted Price Drop) είναι μικρότερη από τη μέση μερισματική απόδοση. Τέλος, η μέση τιμή του MAAR (Market Adjusted Abnormal Return) είναι μεγαλύτερη από τη θεωρητική τιμή του μηδέν.

Για τα επιμέρους δείγματα των 10 χρόνων (8 χρόνων), παρατηρείται ότι η μέση τιμή του μερίσματος πριν το 2001, είναι €0,2008 (0,1981), και η αντίστοιχη μέση μεταβολή της τιμής της μετοχής από την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος στην ημέρα που πραγματοποιείται η αποκοπή ($P_{-1} - P_0$) είναι €0,0860 (0,0891), που σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Η μέση μερισματική απόδοση είναι 0,0368 (0,0336). Επιπλέον, η μέση τιμή του RPR (Raw Price Ratio)

και του MAPR (Market Adjusted Price Ratio) φαίνεται να είναι μικρότερη από τη μονάδα ενώ θεωρητικά περιμένουμε να είναι ίση με αυτή και η μέση τιμή του RPD (Raw Price Drop) και MAPD (Market Adjusted Price Drop) είναι μικρότερη από τη μέση μερισματική απόδοση. Τέλος, η μέση τιμή του MAAR (Market Adjusted Abnormal Return) είναι μεγαλύτερη από τη θεωρητική τιμή του μηδέν. Από την άλλη η μέση τιμή του μερίσματος μετά το 2001, είναι €0,2575 (0,2217), και η αντίστοιχη μέση μεταβολή της τιμής της μετοχής από την ημέρα πριν την αποκοπή του μερίσματος στην ημέρα που πραγματοποιείται η αποκοπή ($P_{-1} - P_0$) είναι €0,2016 (0,1614), που σημαίνει ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος είναι κατά μέσο όρο μικρότερη από το ποσό του μερίσματος. Η μέση μερισματική απόδοση είναι 0,0313 (0,0301). Τέλος, οι υπόλοιποι δείκτες εμφανίζουν την ίδια συμπεριφορά με την περίοδο πριν το 2001.

Σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα φαίνεται ότι η αγορά λειτούργησε καλύτερα μετά το 2001, όταν άρχισε δηλαδή να εφαρμόζεται ο κανονισμός του X.A. Πριν το 2001, η μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ήταν μικρότερη σε σχέση με το ποσό του μερίσματος και συγκεκριμένα η μείωση ήταν 42,8% του ποσού του μερίσματος. Μετά το 2001, η μείωση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος εξακολουθούσε να είναι μικρότερη από το ποσό του μερίσματος αλλά η μείωση ήταν 78,3% του ποσού του μερίσματος, σχεδόν διπλάσια μείωση από πριν το 2001. Έτσι, ενώ η τιμή ανοίγματος της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μετά το 2001, δεν προσαρμόζεται στο ποσό του μερίσματος που διανεμήθηκε, τελικά οι δυνάμεις της αγοράς και η ορθολογική σκέψη των επενδυτών κατάφεραν να προσαρμόσουν την τιμή κλεισίματος της μετοχής κοντά στο επίπεδο της πραγματικής αξίας της εταιρίας.

Πίνακας 3 – Περιγραφική Στατιστική που Εφαρμόστηκε σε 38 εταιρίες που Διένειμαν Μέρισμα για Διάστημα 10 Συναπτών Ετών κατά την Περίοδο 1996-2005.

Διάστημα 10 ετών – Περίοδος 1996-2005								
N=380 (1996-2005)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,2291	0,0341	0,1438	0,2996	0,3341	0,0135	0,0127	0,0213
Median	0,0900	0,0261	0,0500	0,6395	0,5692	0,0175	0,0154	0,0116
Standard Deviation	0,4289	0,0343	0,5683	3,4449	3,3222	0,0515	0,0514	0,0617
Standard Error (σ/√N)	0,0214	0,0017	0,0284	0,1722	0,1704	0,0026	0,0026	0,0031
Minimum	0,0080	0,0018	-1,6400	-27,3913	-21,2058	-0,5088	-0,5132	-0,1198
Maximum	2,9200	0,4000	6,1200	18,8889	25,3635	0,1592	0,1543	0,5749
TOTAL (N)	380	380	380	380	380	380	380	380

ΠΡΙΝ ΤΟ 2001: Διάστημα 5 Ετών– Περίοδος 1996-2000								
N=190 (1996-2000)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,2008	0,0368	0,0860	-0,0825	0,0753	0,0055	0,0059	0,0307
Median	0,0765	0,0226	0,0300	0,4138	0,5087	0,0095	0,0134	0,0153
Standard Deviation	0,3530	0,0450	0,6029	4,4807	4,2829	0,0640	0,0655	0,0807
Standard Error (σ/√N)	0,0256	0,0033	0,0437	0,3251	0,3107	0,0046	0,0048	0,0059
Minimum	0,0080	0,0020	-1,6400	-27,3913	-21,2058	-0,5088	-0,5132	-0,0649
Maximum	2,2010	0,4000	6,1200	18,8889	25,3635	0,1429	0,1477	0,5749
TOTAL (N)	190	190	190	190	190	190	190	190

ΜΕΤΑ ΤΟ 2001: Διάστημα 5 Ετών– Περίοδος 2001-2005								
N=190 (2001-2005)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,2575	0,0313	0,2016	0,6816	0,5928	0,0215	0,0195	0,0119
Median	0,1055	0,0287	0,0700	0,8000	0,6935	0,0225	0,0182	0,0090
Standard Deviation	0,4926	0,0178	0,5269	1,8514	1,9118	0,0330	0,0303	0,0306
Standard Error (σ/√N)	0,0357	0,0013	0,0382	0,1343	0,1387	0,0024	0,0022	0,0022
Minimum	0,0080	0,0018	-0,3700	-12,5000	-17,3285	-0,1255	-0,1060	-0,1198
Maximum	2,9200	0,0778	3,8800	10,6250	8,5882	0,1592	0,1543	0,1580
TOTAL (N)	190	190	190	190	190	190	190	190

Πίνακας 4 - Περιγραφική Στατιστική που Εφαρμόστηκε σε 44 εταιρίες που Διένειμαν Μέρισμα για Διάστημα 8 Συναπτόν Ετών κατά την Περίοδο 1997-2004.

Διάστημα 8 ετών – Περίοδος 1997-2004								
N=352 (1997-2004)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,2099	0,0318	0,1252	0,2785	0,2722	0,0103	0,0089	0,0229
Median	0,0880	0,0225	0,0450	0,6087	0,5214	0,0155	0,0138	0,0125
Standard Deviation	0,3955	0,0354	0,5598	3,9011	3,7588	0,0524	0,0522	0,0648
Standard Error (σ/√N)	0,0211	0,0019	0,0298	0,2079	0,2003	0,0028	0,0028	0,0035
Minimum	0,0080	0,0018	-1,6400	-27,3913	-21,2058	-0,5088	-0,5132	-0,0964
Maximum	2,6000	0,4000	6,1200	18,8889	25,3635	0,1398	0,1146	0,5749
TOTAL (N)	352	352	352	352	352	352	352	352

ΠΡΙΝ ΤΟ 2001: Διάστημα 4 Ετών - Περίοδος 1997-2000								
N=176 (1997-2000)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,1981	0,0336	0,0891	-0,0868	0,0173	0,0019	0,0015	0,0319
Median	0,0780	0,0185	0,0300	0,4201	0,4677	0,0089	0,0114	0,0134
Standard Deviation	0,3575	0,0466	0,6330	5,1398	4,9285	0,0660	0,0673	0,0857
Standard Error (σ/√N)	0,0269	0,0035	0,0477	0,3874	0,3715	0,0050	0,0051	0,0065
Minimum	0,0080	0,0019	-1,6400	-27,3913	-21,2058	-0,5088	-0,5132	-0,0868
Maximum	2,2010	0,4000	6,1200	18,8889	25,3635	0,1243	0,1146	0,5749
TOTAL (N)	176	176	176	176	176	176	176	176

ΜΕΤΑ ΤΟ 2001: Διάστημα 4 Ετών– Περίοδος 2001-2004								
N=176 (2001-2004)	D	DY	P₋₁- P₀	RPR	MAPR	RPD	MAPD	MAAR
Mean	0,2217	0,0301	0,1614	0,6438	0,5272	0,0186	0,0163	0,0138
Median	0,1000	0,0269	0,0600	0,7778	0,5260	0,0202	0,0148	0,0109
Standard Deviation	0,4308	0,0182	0,4745	1,9593	1,9791	0,0318	0,0287	0,0300
Standard Error (σ/√N)	0,0325	0,0014	0,0358	0,1477	0,1492	0,0024	0,0022	0,0023
Minimum	0,0080	0,0018	-0,3700	-12,5000	-17,3285	-0,1255	-0,1060	-0,0964
Maximum	2,6000	0,0826	3,8800	10,6250	8,5882	0,1398	0,1130	0,1580
TOTAL (N)	176	176	176	176	176	176	176	176

Σημείωση:

D: το ποσό του μερίσματος που διένειμαν οι εταιρίες κάθε χρόνο

D.Y.: η μερισματική απόδοση που είναι το μέρισμα ως ποσοστό της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Υπολογίζεται ως εξής. Μέρισμα / Τιμή της προηγούμενης μέρας της αποκοπής ή D/P_{-1}

1

$P_{-1} - P_0$: η πτώση της τιμής από την προηγούμενη μέρα της αποκοπής μέχρι την ημέρα αποκοπής του μερίσματος

RPR (Raw Price Ratio):

η πτώση της τιμής της μετοχής ως προς το ποσό του μερίσματος, $(P_{-1} - P_0)/D$

MAPR (Market Adjusted Price Ratio):

η μεταβολή στην τιμή της μετοχής σε όρους μερίσματος, προσαρμοσμένη στην ημερήσια απόδοση του Γενικού Δείκτη της αγοράς R_m , $[(P_{-1} - P_0) / (1 + R_m)] / D$

RPD (Raw Price Drop):

η % μείωση της τιμής, $(P_{-1} - P_0)/P_{-1}$

MAPD (Market Adjusted Price Drop):

η % μείωση της τιμής προσαρμοσμένη στην ημερήσια απόδοση του Γενικού Δείκτη R_m , $[(P_{-1} - P_0)/(1 + R_m)] / P_{-1}$

MAAR (Market – adjusted Abnormal Return):

η διαφορά της απόδοσης της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος από την απόδοση της αγοράς, $R_0 - R_m$

7.2 Έλεγχος της Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερισματος με t-test και Wilcoxon Signed Rank Test.

Ο Πίνακας 5 αναφέρεται στην περίοδο 1996-2005 (10 έτη) και χωρίζεται σε δύο τμήματα, τις υποπεριόδους πριν και μετά το 2001. Επιπλέον, ο Πίνακας 6 αναφέρεται στην περίοδο 1997-2004 (8 έτη) και χωρίζεται επίσης σε δύο τμήματα, τις υποπεριόδους πριν και μετά το 2001. Και στους δύο πίνακες ελέγχεται η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και παρουσιάζονται οι θεωρητικές και οι παρατηρούμενες τιμές των δεικτών RPR (Raw Price Ratio), MAPR (Market Adjusted Price Ratio), RPD (Raw Price Drop), MAPD (Market Adjusted Price Drop) και MAAR (Market Adjusted Abnormal Return). Η διαφορά της μέσης τιμής (mean) των δεικτών αυτών από την αντίστοιχη θεωρητική τιμή τους ελέγχεται με τη βοήθεια του t-test και τον υπολογισμό των τιμών t-statistics. Επιπλέον χρησιμοποιούμε το Wilcoxon Signed Rank Test για να ελέγξουμε τη διαφορά της ενδιάμεσης τιμής (median) των δεικτών από την αντίστοιχη θεωρητική τιμή τους και βρίσκουμε τα αντίστοιχα p-values.

Για το συνολικό δείγμα των 10 χρόνων (8 χρόνων), η μέση τιμή του RPR είναι 0,2996 (0,2785). Η αντίστοιχη στατιστική τιμή t_{stat} είναι -3,9635 (-3,4698), που σημαίνει ότι η μέση τιμή του RPR διαφέρει σημαντικά από τη θεωρητική τιμή της μονάδας, σε όλα τα επίπεδα εμπιστοσύνης. Όμοια, η μέση τιμή του MAPR είναι 0,3341 (0,2722) και η αντίστοιχη τιμή t_{stat} είναι -3,9074 (-3,6325), που σημαίνει ότι η μέση τιμή διαφέρει στατιστικά σημαντικά από τη μονάδα, σε όλα τα επίπεδα εμπιστοσύνης. Στη συνέχεια κάνοντας υπολογισμούς για τη σχέση της μεταβολής της τιμής ως προς την τιμή της προηγούμενης ημέρας από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος ($\Delta P/P$), βρίσκουμε ότι η μέση τιμή των δεικτών RPD και MAPD παίρνει την τιμή $t_{stat} = -7,8124$ (-7,7221) και $-8,1059$ (-8,2494) αντίστοιχα, που σημαίνει ότι η διαφορά της παρατηρούμενης μέσης τιμής τους διαφέρει στατιστικά σημαντικά από τη θεωρητική τιμή της μερισματικής απόδοσης που είναι 0,0341 (0,0318), σε κάθε επίπεδο εμπιστοσύνης. Τέλος, η απόδοση της μετοχής από την απόδοση της αγοράς την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (MAAR) διαφέρει στατιστικά σημαντικά σε κάθε επίπεδο εμπιστοσύνης αφού $t_{stat} = 6,7254$ (6,6215). Επιπλέον προκειμένου να επιβεβαιώσουμε τα αποτελέσματα που βγάλαμε κάνοντας το t-test, δοκιμάσαμε και το Wilcoxon Signed Rank Test για να συγκρίνουμε τη διάφορα των median τιμών

των δεικτών από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές τους και όπως φαίνεται και στους πίνακες 5 και 6, όλα τα p-values παίρνουν την τιμή μηδέν (0,000) και (0,001), γεγονός που επιβεβαιώνει ότι η διαφορά των ενδιάμεσων τιμών από την αντίστοιχη θεωρητική τιμή τους είναι στατιστικά σημαντική σε κάθε επίπεδο εμπιστοσύνης.

Όσον αφορά τα επιμέρους δείγματα των 10 χρόνων (8 χρόνων), για τις παρατηρήσεις πριν και μετά το 2001, τα αποτελέσματα φαίνεται να μη διαφέρουν σημαντικά από το συνολικό δείγμα καθώς οι παρατηρούμενες τιμές από τις θεωρητικές τιμές διαφέρουν σημαντικά σε κάθε επίπεδο εμπιστοσύνης.

Σύμφωνα με τα παραπάνω αποτελέσματα που αναλύθηκαν, η υπόθεση ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται ακριβώς κατά το ποσό του μερίσματος που διανέμεται απορρίπτεται. Επιπλέον, φαίνεται ότι παρά την εφαρμογή του κανονισμού του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών το 2001, η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής δε φαίνεται να έχει αλλάξει αισθητά.

Τα αποτελέσματα αυτά παρουσιάζουν ενδιαφέρον και για το λόγο ότι στην Ελλάδα εκλείπουν οι παράγοντες αυτοί που εμποδίζουν την πώση της τιμής κατά το ποσό του μερίσματος που υπάρχουν σε άλλες χώρες, όπως είναι ο παράγοντας της φορολογίας που πρωτοεπισήμαναν οι Elton και Gruber (1970). Η μοναδική υπόθεση που μπορεί να εξηγήσει το φαινόμενο αυτό την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στο ελληνικό Χρηματιστήριο είναι αυτή του Kalay (1982) σχετικά με την επιρροή των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Πίνακας 5 – Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μαρτίματος (1996-2005)

Θεωρητικές και Παρατηρούμενες Τιμές για τους δείκτες Raw Price Ratio(RPR), Market-Adjusted Price Ratio(MAPR), Raw Price Drop Ratio (RPD), Market- Adjusted Price Drop Ratio(MAPD), MAAR= R_0-R_m . Έλεγχος t-statistics για τις διαφορές των μέσων τιμών από τη θεωρητική τιμή τους για όλες τις μεταβλητές, για την περίοδο 1996-2005 και τις υποπεριόδους πριν και μετά το 2001. Επιπλέον, τα p-values για τη διαφορά των median από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές τους.						
Περίοδος 1996-2005	Mean			Median		
	Θεωρητικές Τιμές	Mean	(t_{stat})	Θεωρητικές Τιμές	Median	Wilcoxon Signed Rank P- value
<i>N=380 (1996-2005)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	0,2996	(-3,9635)***	1,000	0,6395	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,3341	(-3,9074)***	1,000	0,5692	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0341	0,0135	(-7,8124)***	0,0261	0,0175	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0341	0,0127	(-8,1059)***	0,0261	0,0154	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0213	(6,7254)***	0,000	0,0116	(0,000)***
Dividend Yield		0,0341			0,0261	
<i>Πριν το 2001</i>						
<i>N=190 (1996-2000)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	-0,0825	(-3,3301)***	1,000	0,4138	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,0753	(-2,976)***	1,000	0,5087	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0368	0,0055	(-6,754)***	0,0226	0,0095	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0368	0,0059	(-6,5057)***	0,0226	0,0134	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0307	(5,2423)***	0,000	0,0153	(0,000)***
Dividend Yield		0,0368			0,0226	
<i>Μετά το 2001</i>						
<i>N=190 (2001-2005)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	0,6816	(-2,3703)***	1,000	0,8000	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,5928	(-2,9357)***	1,000	0,6935	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0313	0,0215	(-4,1222)***	0,0287	0,0225	(0,001)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0313	0,0195	(-5,3747)***	0,0287	0,0182	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0119	(5,3448)***	0,000	0,0090	(0,000)***
Dividend Yield		0,0313			0,0287	
*** Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,01($t>2,58$)						

Πίνακας 6 – Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερισματος (1997-2004)

Θεωρητικές και Παρατηρούμενες Τιμές για τους δείκτες Raw Price Ratio(RPR), Market-Adjusted Price Ratio(MAPR), Raw Price Drop Ratio (RPD), Market- Adjusted Price Drop Ratio(MAPD), MAAR= R_0-R_m . Έλεγχος t-statistics για τις διαφορές των μέσων τιμών από τη θεωρητική τιμή τους για όλες τις μεταβλητές, για την περίοδο 1997-2004 και τις υποπεριόδους πριν και μετά το 2001. Επιπλέον, τα p-values για τη διαφορά των median από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές τους.						
Περίοδος 1997-2004	Mean			Median		
	Θεωρητικές Τιμές	Mean	(t_{stat})	Θεωρητικές Τιμές	Median	Wilcoxon Signed Rank P- value
N=352 (1997-2004)						
Raw Price Ratio	1,000	0,2785	(-3,4698)***	1,000	0,6087	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,2722	(-3,6325)***	1,000	0,5214	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0318	0,0103	(-7,7221)***	0,0225	0,0155	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0318	0,0089	(-8,2494)***	0,0225	0,0138	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0229	(6,6215)***	0,000	0,0125	(0,000)***
Dividend Yield		0,0318			0,0225	
Πριν το 2001						
N=176 (1997-2000)						
Raw Price Ratio	1,000	-0,0868	(-2,8051)***	1,000	0,4201	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,0173	(-2,6452)***	1,000	0,4677	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0336	0,0019	(-6,3734)***	0,0185	0,0089	(0,001)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0336	0,0015	(-6,3268)***	0,0185	0,0114	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0319	(4,9307)***	0,000	0,0134	(0,000)***
Dividend Yield		0,0336			0,0185	
Μετά το 2001						
N=176 (2001-2004)						
Raw Price Ratio	1,000	0,6438	(4,3592)***	1,000	0,7778	(0,001)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,5272	(3,5339)***	1,000	0,5260	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0301	0,0186	(-4,768)***	0,0269	0,0202	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0301	0,0163	(-6,374)***	0,0269	0,0148	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0138	(6,1289)***	0,000	0,0109	(0,000)***
Dividend Yield		0,0301			0,0269	
*** Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,01($t > 2,58$)						

7.3 Αποτελέσματα της Συμπεριφοράς του Όγκου Συναλλαγών της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερισματος.

Οι Lakonishok και Vermaelen (1986), πρότειναν ότι αναλύοντας μόνο τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος δε μπορούμε να προσδιορίσουμε αν η αιτία του φαινομένου είναι η ύπαρξη φορολογίας ή η ύπαρξη βραχυπρόθεσμων συναλλαγών. Έτσι προχώρησαν στην εξέταση της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος προκειμένου να εντοπίσουν κατά πόσο οι βραχυπρόθεσμες συναλλαγές ασκούν επιρροή.

Ο Πίνακας 7, περιγράφει συνοπτικά τη στατιστική εικόνα της συμπεριφοράς του όγκου συναλλαγών 5 ημέρες πριν και μετά την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Παρατηρούμε ότι ο όγκος συναλλαγών για την 5^η ημέρα πριν από την ημερομηνία αποκοπής και τις επόμενες από την ημέρα αποκοπής δε διαφέρει σημαντικά από το μέσο όρο συναλλαγών της περιόδου (-100,-6) και (+6,+100), δηλαδή ο λόγος RTV_t φαίνεται να είναι κοντά στη μονάδα. Από την άλλη, ο όγκος συναλλαγών των υπόλοιπων ημερών που εξετάζονται, φαίνεται να μεταβάλλεται σε σχέση με το μέσο όρο συναλλαγών μεγάλου διαστήματος πριν και μετά την ημέρα αποκοπής. Κατά πόσο στατιστικά σημαντική είναι αυτή η διαφορά εξετάζεται με τη βοήθεια του t-statistics στον Πίνακα 8.

Πίνακας 7 – Περιγραφική Στατιστική για τη Συμπεριφορά του Όγκου Συναλλαγών των Μετοχών (περίοδος 1996 – 2005)

N=380 (1996-2005)	RTV ₋₅	RTV ₋₄	RTV ₋₃	RTV ₋₂	RTV ₋₁	RTV ₀	RTV ₁	RTV ₂	RTV ₃	RTV ₄	RTV ₅
Mean	0,9054	1,4756	1,9231	1,5574	1,3310	1,2444	1,0262	1,0755	0,9367	0,8729	0,8235
Median	0,5742	0,6612	0,6448	0,6840	0,6981	0,5871	0,5494	0,5679	0,5598	0,5326	0,5183
Standard Deviation	1,1820	6,8300	7,7450	5,4650	2,3810	3,7060	2,4030	3,7560	2,1290	1,9210	1,2640
Standard Error (σ/\sqrt{N})	0,0606	0,3504	0,3973	0,2803	0,1221	0,1901	0,1233	0,1927	0,1092	0,0986	0,0649
Minimum	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Maximum	11,2464	122,3348	113,0954	67,0112	28,5000	47,9739	36,3399	68,0234	37,9202	30,9203	18,1193
Count	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380

Σημείωση: Το Relative Trading Volume (RTV_t) δείχνει τον όγκο συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε σε κάθε ημέρα t, γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5,+5) ως προς το μέσο όρο συναλλαγών για την περίοδο (-100,-6) και (+6,+100) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Δηλαδή $RTV_t = V_{it} / AVTV_i$, όπου V_{it} ο όγκος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε σε κάθε ημέρα t, γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5,+5) και $AVTV_i$, ο μέσος όρος συναλλαγών για την περίοδο (-100,-6) και (+6,+100) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

Στον Πίνακα 8, παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του t_{stat} και φαίνεται ότι σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95% και πάνω, υπάρχουν υπερβάλλουσες αποδόσεις στον όγκο συναλλαγών τις 4 προηγούμενες ημέρες από την ημέρα αποκοπής και την 5^η ημέρα μετά την ημέρα αποκοπής. Αυτό αποδεικνύεται από το γεγονός ότι τα RTV_{-4} , RTV_{-3} , RTV_{-2} , RTV_{-1} και RTV_5 , διαφέρουν στατιστικά σημαντικά από τη μονάδα. Για τις υπόλοιπες ημέρες φαίνεται ότι η κίνηση στις συναλλαγές παραμένει σε κανονικά επίπεδα χωρίς μεγάλες διακυμάνσεις. Τα αποτελέσματα αυτά μας δείχνουν ότι υπάρχουν ορισμένοι επενδυτές που προχωρούν σε συναλλαγές τις ημέρες γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, προκειμένου να εισπράξουν το ποσό του μερίσματος. Έτσι οι συναλλαγές τις ημέρες εκείνες αυξάνονται. Τα αποτελέσματα μας είναι σύμφωνα και με τα αποτελέσματα του Μυλωνά και Τραυλού (2001) που βρήκαν υπερβάλλουσα απόδοση στον όγκο συναλλαγών τις ημέρες πριν από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος αντίθετα με τις επόμενες ημέρες που ο όγκος συναλλαγών είναι στα ίδια επίπεδα με τις περισσότερες ημέρες.

Πίνακας 8 – Συμπεριφορά του Όγκου Συναλλαγών τις Ημέρες Γύρω από την Ημέρα Αποκοπής του Μερισίματος.

	Θεωρητικές Τιμές	Mean	St. Error	(t_{stat})
<i>N=380 (1996-2005)</i>				
$RTV_{.5}$	1,000	0,9054	0,0606	-1,5601
$RTV_{.4}$	1,000	1,4756	0,3504	1,3573
$RTV_{.3}$	1,000	1,9231	0,3973	(2,3233)**
$RTV_{.2}$	1,000	1,5574	0,2803	(1,9883)**
$RTV_{.1}$	1,000	1,3310	0,1221	(2,7106)***
RTV_0	1,000	1,2444	0,1901	1,2859
RTV_1	1,000	1,0262	0,1233	0,2122
RTV_2	1,000	1,0755	0,1927	0,3921
RTV_3	1,000	0,9367	0,1092	-0,5799
RTV_4	1,000	0,8729	0,0986	-1,2896
RTV_5	1,000	0,8235	0,0649	(-2,7214)***
** Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,05 ($t > 1,96$)				
*** Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,01 ($t > 2,58$)				

Σημείωση: Το Relative Trading Volume (RTV_t) δείχνει τον όγκο συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε σε κάθε ημέρα t , γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος (-5,+5) ως προς το μέσο όρο συναλλαγών για την περίοδο (-100,-6) και (+6,+100) από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος. Δηλαδή $RTV_t = V_{it} / AVTV_i$, όπου V_{it} ο όγκος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκε σε κάθε ημέρα t , γύρω από την ημέρα

αποκοπής του μερίσματος (-5,+5) και $AVTV_{i,t}$, ο μέσος όρος συναλλαγών για την περίοδο (-100,-6) και (+6,+100) γύρω από την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

7.4 Η Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερίσματος σε Σχέση με τη Μερισματική Απόδοση (DY)

Στον Πίνακα 9, γίνεται όπως και στους πίνακες 5 και 6, έλεγχος των τιμών των δεικτών RPR (Raw Price Ratio), MAPR (Market Adjusted Price Ratio), RPD (Raw Price Drop), MAPD (Market Adjusted Price Drop) και MAAR (Market Adjusted Abnormal Return) σε σχέση με τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές τους, με τη βοήθεια του t-test και του Wilcoxon Signed Rank Test. Ο Πίνακας 9 χωρίζεται σε 4 μέρη. Παίρνουμε το δείγμα των 38 εταιριών που διένειμαν μέρισμα για 10 συναπτά έτη (1996-2005) και το επιμερίζουμε στην περίοδο πριν και μετά το 2001. Για την περίοδο πριν το 2001, χωρίζουμε το δείγμα ισομερώς σύμφωνα με την ενδιάμεση (median) μερισματική απόδοση. Αυτό γίνεται γιατί προγενέστερες μελέτες έχουν αναφέρει ότι οι τιμές των Raw Price Ratio (RPR) και Market Adjusted Price Ratio (MAPR), διαφέρουν σε δείγματα που διαμορφώνονται ανάλογα με το ύψος της μερισματικής απόδοσης, (Grammatikos (1989), Michaely (1991), Frank και Jagannathan (1998)).

Προκειμένου να έχουμε συγκρίσιμα αποτελέσματα με αυτές τις μελέτες, κάνουμε έναν στατιστικό έλεγχο χωρίζοντας το δείγμα σε 4 μέρη. Το πρώτα δύο δείγματα είναι για πριν το 2001, εταιρίες με μερισματική απόδοση (DY) μικρότερη από 0,0226 και εταιρίες με $DY \geq 0,0226$. Τα επόμενα δύο δείγματα είναι για μετά το 2001, εταιρίες με $DY < 0,0287$ και εταιρίες με $DY \geq 0,0287$. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 9, για την περίοδο πριν το 2001, για το δείγμα των εταιριών με $DY < 0,0226$, η μέση τιμή (ενδιάμεση) του RPR, είναι -0,4233 (0,6250) με τιμή t_{stat} (p-value) -2,2358 (0,061) που σημαίνει ότι η διαφορά της μέσης τιμής (ενδιάμεσης) από τη θεωρητική της, τη μονάδα, διαφέρουν σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%. Η μέση τιμή (ενδιάμεση) του MAPR, είναι -0,1420 (0,6796) με τιμή t_{stat} (p-value) -1,8779 (0,072) που σημαίνει ότι η διαφορά της μέσης τιμής (ενδιάμεσης) από τη θεωρητική της, τη μέση (ενδιάμεση) μερισματική απόδοση, διαφέρουν σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 90%. Το ίδιο συμβαίνει και με τους υπόλοιπους δείκτες, όπου φαίνεται ότι η διαφορά της μέσης τιμής (ενδιάμεσης) τους από τη θεωρητική τιμή

τους διαφέρει στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο εμπιστοσύνης 95%. Συμπερασματικά, πριν το 2001, η τιμή της μετοχής για εταιρίες με μικρή μερισματική απόδοση, μειωνότανε λιγότερο από το ποσό του μερίσματος. Κοιτώντας τα αποτελέσματα και για τα υπόλοιπα δείγματα, εκτός του δείγματος των εταιριών που εμφανίζονται μετά το 2001 να έχουν μερισματική απόδοση $< 0,0287$, βλέπουμε ότι η διαφορά των μέσων από τις θεωρητικές τιμές τους είναι στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις εταιρίες με μικρή μερισματική απόδοση (ως προς την ενδιάμεση μερισματική απόδοση), που διένειμαν μέρισμα μετά το 2001, η τιμή της μετοχής τους αναπροσαρμόζεται την ημέρα αποκοπής στο ποσό του μερίσματος που διανεμήθηκε. Σύμφωνα με τον έλεγχο που έγινε, βλέπουμε ότι, όταν για το δείγμα με $DY < 0,0287$, όπου $0,0287$ η ενδιάμεση μερισματική απόδοση της περιόδου μετά το 2001, η μέση τιμή (ενδιάμεση) του RPR, είναι $0,6905$ ($1,000$) με τιμή t_{stat} (p-value) $-1,2036$ ($0,308$) που σημαίνει ότι η διαφορά της μέσης τιμής (ενδιάμεσης) από τη θεωρητική τιμή της, δε διαφέρουν στατιστικά σημαντικά και επομένως η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Επίσης, η μέση τιμή (ενδιάμεση) του RPD (Raw Price Drop), είναι $0,0136$ ($0,0151$) με τιμή t_{stat} (p-value) $-1,0834$ ($0,145$). Τα αποτελέσματα αυτά μας δείχνουν ότι η μέση τιμή (ενδιάμεση) από την αντίστοιχη θεωρητική της, δε διαφέρουν στατιστικά σημαντικά και επομένως επιβεβαιώνεται ότι η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος.

Συμπερασματικά, από τα αποτελέσματα του Πίνακα 9, παρατηρούμε ότι είναι πιθανό η συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να επηρεάζεται από το ύψος της μερισματικής απόδοσης. Δηλαδή, στις εταιρίες με μικρή μερισματική απόδοση (ως προς την ενδιάμεση μερισματική απόδοση) της περιόδου μετά το 2001, όταν άρχισε να εφαρμόζεται ο κανονισμός του Χ.Α, φαίνεται ότι η αγορά έχει βελτιώσει την αποτελεσματικότητά της και τιμολογεί πιο δίκαια την μετοχή.

Πίνακας 9 – Η Συμπεριφορά της Τιμής της Μετοχής την Ημέρα Αποκοπής του Μερισματος σε Σχέση με τη Μερισματική Απόδοση (DY)

Θεωρητικές και Παρατηρούμενες Τιμές για τους δείκτες Raw Price Ratio(RPR), Market-Adjusted Price Ratio(MAPR), Raw Price Drop Ratio (RPD), Market- Adjusted Price Drop Ratio(MAPD), MAAR= R_0-R_m.						
Έλεγχος t-statistics για τις διαφορές των μέσων τιμών από τη θεωρητική τιμή τους για όλες τις μεταβλητές, για την περίοδο 1996-2005 πριν και μετά το 2001. Επιπλέον, τα p-values για τη διαφορά των median από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές τους.						
Πριν το 2001						
Περίοδος	Mean			Median		
	Θεωρητικές Τιμές	Mean	(t_{stat})	Θεωρητικές Τιμές	Median	Wilcoxon Signed Rank P- value
1996-2000						
Μερισματική Απόδοση < 0,0226						
<i>N=95 (1996-2000)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	-0,4233	(-2,2358)**	1,000	0,6250	(0,061)*
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	-0,1420	(-1,8779)*	1,000	0,6796	(0,072)*
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0124	0,0013	(-2,4710)**	0,0120	0,0060	(0,048)**
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0124	0,0019	(-2,5764)**	0,0120	0,0095	(0,068)*
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0104	(2,5565)**	0,000	0,0046	(0,043)**
Dividend Yield		0,0124			0,0120	
Μερισματική Απόδοση \geq 0,0226						
<i>N=95 (1996-2000)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	0,2582	(-5,6507)***	1,000	0,3571	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,2926	(-5,3544)***	1,000	0,4185	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0613	0,0097	(-6,3511)***	0,0456	0,0123	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0613	0,0099	(-5,9751)***	0,0456	0,0232	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0510	(4,8073)***	0,000	0,0273	(0,000)***
Dividend Yield		0,0613			0,0456	
*Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,10						
**Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,05						
***Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,01						

Πίνακας 9 (συνέχεια)

Μετά το 2001						
Περίοδος 2001-2005	Mean			Median		
	Θεωρητικές Τιμές	Mean	(t_{stat})	Θεωρητικές Τιμές	Median	Wilcoxon Signed Rank P- value
Μερισματική Απόδοση < 0,0287						
<i>N=95 (2001-2005)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	0,6905	-1,2036	1,000	1,0000	0,308
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,5726	-1,5955	1,000	0,6700	(0,035)**
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0170	0,0136	-1,0834	0,0176	0,0151	0,145
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0170	0,0120	(-1,7731)*	0,0176	0,0121	(0,010)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0051	(1,7881)*	0,000	0,0051	(0,000)***
Dividend Yield		0,0170			0,0176	
Μερισματική Απόδοση \geq 0,0287						
<i>N=95 (2001-2005)</i>						
Raw Price Ratio	1,000	0,6728	(-4,0833) ***	1,000	0,7339	(0,000)***
Market-Adjusted Price Ratio (MAPR)	1,000	0,6131	(-5,1787) ***	1,000	0,6954	(0,000)***
Raw Price Drop Ratio (RPD)	0,0456	0,0294	(-4,7469) ***	0,0414	0,0301	(0,000)***
Market- Adjusted Price Drop Ratio (MAPD)	0,0456	0,0271	(-5,8092) ***	0,0414	0,0286	(0,000)***
MAAR= R_0-R_m	0,000	0,0186	(5,6875) ***	0,000	0,0172	(0,000)***
Dividend Yield		0,0456			0,0414	
*Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,10 **Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,05 ***Στατιστικά Σημαντικό σε επίπεδο 0,01						

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στη συγκεκριμένη μελέτη αναλύουμε τη συμπεριφορά της τιμής των μετοχών και του όγκου συναλλαγών την ημέρα αποκοπής του μερίσματος στο ελληνικό χρηματιστήριο. Το Χ.Α πρόκειται για μία αγορά που δεν επιβάλλει φορολόγηση στα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη και επιπλέον και το μέγεθος του tick size είναι σχετικά χαμηλό και δεν επηρεάζει την προσαρμογή της τιμής. Ένα άλλο ενδιαφέρον χαρακτηριστικό γνώρισμα της ελληνικής αγοράς είναι η υποχρεωτική διανομή ενός ελάχιστου ποσοστού μερίσματος στους μετόχους. Λαμβάνοντας υπόψη τα χαρακτηριστικά αυτά θα περίμενε κανείς η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος να μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος. Τα αποτελέσματά μας όμως δείχνουν ότι η τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος.

Πιο συγκεκριμένα, η έρευνα αυτή εξετάζει τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος πριν και μετά το 2001, για την περίοδο 1996 με 2005, για να ελέγξει αν η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό του μερίσματος ή παραμένει στα ίδια επίπεδα την ημέρα εκείνη⁷. Σύμφωνα με τα αποτελέσματά μας, η τιμή της μετοχής πριν το 2001, μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος, γεγονός που συμφωνεί με τις άλλες μελέτες που ερευνούν τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, ενώ μετά την εφαρμογή του νέου κανονισμού, η τιμή της μετοχής μειώνεται αρκετά κοντά στο ποσό του μερίσματος. Επιπρόσθετα, ελέγχοντας τη συμπεριφορά της τιμής της μετοχής με βάση τη μερισματική απόδοση των εταιριών, διαπιστώσαμε ότι μετά το 2001 οι εταιρίες με μικρή μερισματική απόδοση (ως προς την ενδιάμεση μερισματική απόδοση του δείγματος) προσαρμόζουν την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής στο ποσό του μερίσματος. Το γεγονός αυτό μπορεί να αποδοθεί στη δίκαια τιμολόγηση της μετοχής, καθώς φαίνεται ότι η αγορά βελτίωσε την αποτελεσματικότητά της.

Χρησιμοποιώντας στοιχεία από το ελληνικό χρηματιστήριο για την εξήγηση του φαινομένου της υπεραπόδοσης της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος,

⁷ Περίοδος κατά την οποία τέθηκε σε εφαρμογή ο κανονισμός του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου Αθηνών, που προέβλεπε να μην αποκόπτεται το ποσό του μερίσματος από την τιμή της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος.

η υπόθεση της επίδρασης της φορολογίας στην τιμή της μετοχής και η ύπαρξη χαρακτηριστικών μικροδομής στην αγορά απορρίπτονται. Μια υπόθεση που ίσως θα μπορούσε να εξηγήσει το φαινόμενο αυτό, θα ήταν αυτή των βραχυπρόθεσμων συναλλαγών των επενδυτών. Τα αποτελέσματα μας δείχνουν ότι υπάρχει υπερβάλλον όγκος συναλλαγών τις τρεις ημέρες που προηγούνται από την ημέρα αποκοπής, ενώ φαίνεται ότι ο όγκος συναλλαγών επανέρχεται σε κανονικά επίπεδα τις υπόλοιπες μέρες. Το γεγονός αυτό ενδεχομένως οφείλεται σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές, που ενδιαφέρονται να αγοράσουν μετοχές πριν την αποκοπή του μερίσματος για να εισπράξουν το μέρισμα.

Σε παρόμοιο περιβάλλον με αυτό της Ελλάδος, όπου τα μερίσματα δεν υπάγονται σε φορολογία, εργάστηκαν και οι Franc και Jagannathan (1998), μελετώντας την αγορά του Χονγκ Κονγκ. Τα αποτελέσματά μας συμφωνούν με τα δικά τους σε όσον αφορά την υπερβάλλουσα απόδοση της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος, με τη διαφορά ότι αυτοί απέδωσαν την ιδιομορφία αυτή της τιμής στην επίδραση του περιθωρίου στην τιμή προσφοράς και ζήτησης της μετοχής (bid-ask spread), που δεν υπάρχει όμως στην Ελλάδα. Επιπλέον τα αποτελέσματά μας είναι σύμφωνα και με την έρευνα των Μυλωνά και Τραυλού (2001) για την Ελλάδα για την περίοδο 1994-1999, που ομοίως βρήκαν ότι η τιμή μειώνεται λιγότερο από το ποσό του μερίσματος.

Το φαινόμενο της υπερβάλλουσας απόδοσης της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος παρά τη μη ύπαρξη της φορολογίας των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών είναι υπαρκτό και στην Ελλάδα. Φαίνεται δε, ότι οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές στο χρηματιστήριο της Αθήνας επωφελούνται από το συνδυασμό της μικρότερης πτώσης της τιμής της μετοχής την ημέρα αποκοπής του μερίσματος και της απαλλαγής των μερισμάτων από τη φορολογία. Ακόμα το κόστος συναλλαγής και οι αμοιβές των χρηματιστών είναι αρκετά χαμηλά, με αποτέλεσμα η Ελλάδα να αποτελεί μία ελκυστική αγορά για επενδύσεις.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία

- Athanassakos, G., and D. Fowler, 1993, “New Evidence on the Behavior of Canadian Stock Prices in the Days Surrounding the Ex-Dividend Day,” *Quarterly Journal of Business and Economics* 47, 127-159.
- Bali, R., and G. L. Hite, 1998, “Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or Tax-induced Clientele?,” *Journal of Financial Economics* 47, 127-159.
- Barclay, M. J., 1987, “Dividends, Taxes, and Common Stock Prices before the Income Tax,” *Journal of Financial Economics* 13, 31-44.
- Bartholdy, J., and K. Brown, 1999, “Ex-Dividend Day Pricing in New Zealand,” *Accounting and Finance* 39, 111-129.
- Booth, L.D., and D.J. Johnson, 1984, “The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects,” *Journal of Finance* 39, 457-476.
- Boyd, J. H., and R. Jagannathan, 1994, “Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks,” *Review of Financial Studies* 7, 711-741.
- Daunfeldt, S-O., 2002, “Tax Policy Changes and Ex-Dividend Behavior - The Case of Sweden”, EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper.
- Dubofsky, D. A., 1992, “A Market Microstructure Explanation of Ex-Day Abnormal Returns,” *Financial Management* 21, 32-43.
- Dutta, S., V. Jog, and S. Saadi, 2005, “Re-Examination of the Ex-Dividend day Behavior of Canadian Stock Prices,” Carleton University Working Paper.
- Elton, E. J., and M. Gruber, 1970, “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele effect,” *Review of economics and Statistics* 52, 68-74.
- Florentsen, B., and K. Rydqvist, 2001, “Ex-Day Behavior When Investors and Professional Traders Assume Reverse Roles: The Case of Danish Lottery Bonds,” *Journal of Financial Intermediation* 11, 152-157.
- Frank, M., and R. Jagannathan, 1998, “Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend,” *Journal of Financial Economics* 47, 161-188.
- Gordon, Myron J., 1963, Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance* 18, 264-272.
- Grammatikos, T., 1989, “Dividend Stripping, Risk Exposure, and the Effect of the 1984 Tax Reform Act on the Ex-Dividend Day Behavior,” *Journal of Business* 62, 157-173.

- Green, R. C., and K. Rydqvist, 1999, “Ex-Day Behavior with Dividend Preference and Limitations to Short-term Arbitrage: The Case of Swedish Lottery Bonds,” *Journal of Financial Economics* 53, 145-187.
- Hu, S., and Y. Tseng, 2004, “Who Wants to Trade around Ex-Dividend Days,” National Taiwan University Working Paper.
- Jakob, K., and T. Ma, 2004a, “Tick Size, NYSE Rule 118 and Ex-Dividend Stock Price Behavior,” *Journal of Financial Economics* 72, 605-625.
- Jakob, K., and T. Ma, 2005, “Limit Order Adjustment Mechanisms and Ex-Dividend Day Stock Price Behavior,” *Financial Management*, forthcoming.
- Kadapakkam, P., and V. Martinez, 2005, “Ex-Dividend Returns: The Mexican Puzzle,” University of Texas at San Antonio Working Paper.
- Kalay, A., 1982, “The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect,” *Journal of Finance* 37, 1059-1070.
- Kaproff, J. M., and R. A. Walking, 1988, “Short-term Trading Around Ex-Dividend Days: Additional Evidence,” *Journal of Financial Economics* 21, 291-198.
- Kaproff, J. M., and R. A. Walking, 1990, “Dividend Capture in NASDAQ Stocks,” *Journal of Financial Economics* 28, 39-66.
- Kato, K., and U. Loewenstein, 1995, “The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan,” *The Review of Financial Studies* 8, 817-847.
- Lakonishok, J., and T. Vermaelen, 1983, “Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior,” *Journal of Finance* 38, 1157-1179.
- Lintner, John, 1962, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, 243-269.
- Litzenberger, R and Ramaswamy, K., 1979. The effect of personal taxes and dividends on capital asset pricing. *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195.
- McDonald, R., 2001, “Cross-border Investing with Tax Arbitrage: The Case of German Tax Credit,” *Review of Financial Studies* 14, 617-657.
- Menyah, K., 1993, “Ex-Dividend Equity Pricing under U.K. Tax regimes,” *Journal of Business Finance and Accounting* 20, 61-82.
- Michaely, R., 1991, “Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 tax Reform Act,” *Journal of Finance* 46, 845-860.
- Miller, M., and F. Modigliani, 1961, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *Journal of Business* 34, 411-433.

- Miller, M. H., and M. Scholes, 1982, “Dividends and Taxes: Empirical Evidence,” *Journal of Political Economy* 90, 1118-1141.
- Milonas, N., and N. Travlos, 2001, “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange,” Working Paper, Cardiff University Business School.
- Milonas, N., C. Tan, N. Travlos, and J. Xiano, 2002, “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market,” Working Paper, Cardiff University Business School.
- Poterba, J. M., and L. H. Summers, 1984, “New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends,” *Journal of Finance* 39, 1397-1415.
- Weston, J.F and Eugene F Brigham, 1986, “Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής”, Εκδόσεις Παπαζήση, κεφ. 17 (σελ.523-545).

Ελληνική Βιβλιογραφία

- Αληφαντής Γεώργιος, 1998, “Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις, Νομοθεσία και Πρακτική”, Εκδόσεις Πάμισος.
- Κιόχος Π. – Παπανικολάου Γ. – Θάνος Γ., 2002, “Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική”, Σύγχρονη Εκδοτική.
- Περάκης Ευάγγελος, “Το Δίκαιο της Ανώνυμης Εταιρίας”, τόμος 6^{ος}, Λογιστικό Δίκαιο (άρθρα 41-46^α κ.ν. 2190/1920), Έκδοση Νομική Βιβλιοθήκη 2000.

Πληροφορίες αντλήθηκαν και από ιστοσελίδες του διαδικτύου:

- www.ase.gr
- www.imerissia.gr
- www.kerdos.gr
- www.naftemporiki.gr
- www.express.gr
- www.enet.gr
- www.et.gr
- www.hcmc.gr
- www.ssrn.com
- scholar.google.com